

2012 年益阳市城市建设投资开发有限责任公司

公司债券 2019 年跟踪  
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告  
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组  
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评  
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信  
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化  
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

## 2012年益阳市城市建设投资开发有限责任公司公司债券 2019年跟踪信用评级报告

报告编号：  
中鹏信评【2019】跟踪  
第【609】号 01

债券简称：12 益阳城投  
债/PR 益城投

债券剩余规模：3.2 亿

债券到期日期：2019 年  
8 月 24 日

债券偿还方式：在  
本期债券存续期的第 3 年、  
第 4 年、第 5 年、第 6  
年和第 7 年末分别按本  
期债券发行总额 20%、  
20%、20%、20%、20%  
的比例偿还本金

分析师

姓名：  
邓艰 钟继鑫

电话：  
0755-82820859

邮箱：  
dengj@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
城投公司主体长期信用  
评级方法，该评级方法  
已披露于公司官方网  
站。

中证鹏元资信评估股份  
有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 6 月 25 日	2018 年 6 月 25 日

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对益阳市城市建设投资开发有限责任公司（以下简称“公司”）及其 2012 年 8 月 24 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司外部环境仍较好，有一定的业务持续性，继续得到了当地政府的大力支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力和偿债压力，并且存在较大的或有负债风险等风险因素。

### 正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年益阳市实现 GDP 1,758.38 亿元，同比增长 8.1%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司业务有一定的持续性。公司是益阳市主要的基础设施建设主体，截至 2018 年末主要在建项目中已签订回购协议的项目计划总投资 86.81 亿元，未来尚需投资 41.16 亿元，未来能给公司带来一定的收入。
- 公司获得的外部支持力度仍较大。2018 年当地政府在资金方面给予了公司一定支持，公司获得当地政府 1.81 亿元的补贴收入，占公司当期利润总额的 56.08%。

## 关注：

- **公司资产流动性较弱。**2018 年末公司应收款项和存货合计为 203.91 亿元，占总资产的 88.61%，应收款项主要为往来款，账龄主要在 3-4 年，对公司资金有一定程度的占用；存货主要为土地和已完工未结算工程，且受限资产占总资产比为 5.78%，公司资产整体流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**公司需垫付项目建设资金且回款有一定滞后性。截至 2018 年底，公司主要在建项目计划投资额合计 149.42 亿元，尚需投入资金 76.96 亿元，公司还需投入大量建设资金，资金支出压力较大。
- **偿债压力较大且存在一定的集中兑付压力。**2018 年末公司资产负债率达 40.38%，有息债务为 62.18 亿元，占负债总额的 66.92%。其中 2019 年需偿还 23.61 亿元，存在一定的集中偿付压力，偿债压力较大。
- **公司存在较大或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保金额 35.50 亿元，占 2018 年末净资产的比重为 25.88%，均未设置反担保措施，存在较大的或有负债风险。

## 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,301,152.87	2,297,597.73	2,290,245.87
所有者权益	1,371,896.40	1,345,963.35	1,346,008.45
有息债务	621,835.92	694,438.36	592,877.97
资产负债率	40.38%	41.42%	41.23%
流动比率	4.52	7.25	5.62
营业收入	165,178.75	128,180.57	133,459.91
其他收益	18,117.07	17,874.34	0.00
营业外收入	431.64	5.75	30,051.12
利润总额	32,307.50	15,338.47	25,172.42
综合毛利率	13.41%	3.99%	6.29%
EBITDA	37,690.17	21,304.55	35,928.72
EBITDA 利息保障倍数	1.67	0.58	1.31
经营活动现金流净额	32,461.38	5,015.55	-81,166.39

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

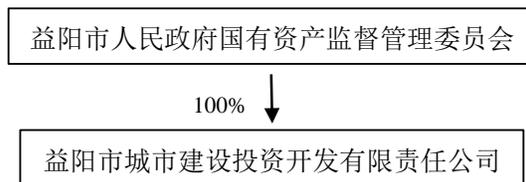
公司于2012年8月24日发行7年期16亿元公司债券，募集资金计划用于三里桥棚户区改造工程建设项目。截至2018年12月31日，本期债券募集资金已全部使用完毕。

## 二、发行主体概况

2018年3月，国开发展基金有限公司从公司减资退股，收回投资9,000.00万元。2018年4月，董事会通过决议，从资本公积转增10,000.00万元至注册资本。截至2018年末，公司注册资本和实收资本均为65,000.00万元，公司实际控制人和控股股东仍为益阳市人民政府国有资产监督管理委员会。

2019年2月11日，根据益政函【2019】13号，公司董事会成员由5人减至4人，杨卫东不再担任董事，刘松涛、唐义松、龚国军和匡勇任董事。文明涛、陈伟志和刘凌云不再担任监事，卜小兵和李强担任监事。

**图 1 截至 2018 年末公司产权及控制关系**



资料来源：中证鹏元整理

公司系益阳市基础设施项目投融资主体之一，主营业务包括城市建设项目投资开发、水利建设项目投资开发、土地开发、房地产开发及建设物资等。2018年，新增2家纳入合并范围的子公司。

**表 1 2018 年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）**

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
益阳市水务投资开发集团有限公司	100%	10,000	涉水项目土地的储备、整治、开发及资本运营；水利国有资产的运营与管理	划转
益阳市融资担保有限责任公司	66.67%	30,000	借款担保、发行债券担保等融资担保业务	设立

资料来源：公司提供

### 三、外部运营环境

#### (一) 宏观经济和政策环境

**我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏**

2018年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03万亿元，比上年增长6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长8.9%。高技术制造业增加值增长11.7%。装备制造业增加值增长8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019年全国赤字率预计将会提升。

2018年基建投资增长乏力，从2018年7月31日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018年末，国务院提前下达2019年地方政府新增专项债务限额8,100亿元，2019年全年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年大幅增加8,000亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上2019年社会融资环境改善，PPP有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

**2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善**

2018年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

**表 2 2018 年城投行业主要政策梳理**

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号）	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP

			模式违法违规或变相举债融资
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34号)	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配,提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号)	财政部	明确除了购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资,不得违规新增地方融资平台公司贷款,不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”,统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型,鼓励地方政府债券投资主体多元化,要求加强债券资金管理
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转;支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法合规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

## (二) 区域环境

### 2018年益阳市经济持续增长,实力不断增强

2018年,益阳市经济总量保持持续增长,地区生产总值为1,758.38亿元,同比增长8.1%。第一产业增加值为245.88亿元,同比增长3.4%;第二产业增加值为669.53亿元,同比增加8.0%;第三产业增加值为842.97亿元,同比增加9.6%。三次产业结构从2017年的17.2:38.8:44.0调整为2018年的14.0:38.1:47.9,第三产业占比有所增加。按常住人口计算,益阳市人均GDP39,838.23元,为全国人均GDP的62.63%,经济发展水平一般。

2018年,益阳市全部工业增加值592.42亿元,比上年增长8.2%,全市1,132家规模以上工业企业增加值增长8.1%,市级以上园区规模以上工业企业780家,增加值增长9.1%。益阳市形成了以装备制造、食品加工、电子信息产业为主导,建材、有色冶金、生物医药、服装纺织、新材料、电力等产业全面发展的产业格局,上述九大主要行业增加值占全部规模工业的87.9%,增长8.8%。

投资仍是益阳市经济发展的主要动力，但增速放缓。2018年，益阳市完成固定资产投资1,654.33亿元，同比增长10.3%。2018年，全市工业投资依然强劲，完成工业投资907.12亿元，增长16.9%。全市房地产投资继续增长，2018年完成房地产开发投资129.68亿元，比上年增长8.9%；商品房屋销售面积413.71万平方米，同比增长19.9%，房地产行业景气度较高。2018年，益阳市社会消费品零售总额716.21亿元，比上年增长10.3%，保持较快增长。

**表 3 益阳市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,758.38	8.1%	1,665.41	8.40%
第一产业增加值	245.88	3.4%	286.12	3.90%
第二产业增加值	669.53	8.0%	647.11	7.10%
第三产业增加值	842.97	9.6%	732.18	11.60%
工业增加值	592.42	8.2%	578.80	7.3%
固定资产投资	1,654.33	10.3%	1,499.85	14.00%
社会消费品零售总额	716.21	10.3%	709.80	10.70%
进出口总额（亿美元）	11.86	50.1%	7.90	23.70%
存款余额	1,930.76	5.12%	1,836.64	9.60%
贷款余额	1,068.49	16.76%	915.11	20.47%
人均 GDP（元）	39,838.23		33,568.00	
人均 GDP/全国人均 GDP	62.63%		62.19%	

注：地区生产总值、各产业增加值绝对数按现价计算，增长速度按可比价计算  
 资料来源：2017-2018 年益阳市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年益阳市实现地方公共财政收入71.05亿元，增长2.0%。其中税收收入48.49亿元，增长13.17%，税收所占地方公共财政收入比重为68.25%。全年公共财政支出356.11亿元，增长6.4%。财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为19.95%。

## 四、经营与竞争

公司主营业务仍为市政工程和土地开发。2018年公司实现营业收入165,178.75万元，同比增长28.86%，主要系土地开发收入增长所致。市政建设工程业务依然是公司主要收入来源，同比增长9.41%。另外，包括其他市政服务、污水处理、城市维护建设、垃圾处理、房屋出租在内的公共服务板块收入规模较小，对利润影响不大。毛利率方面，市政建设工程保持稳定，土地开发收入毛利率大幅提升到51.96%，从而提高了公司的综合毛利

率。

**表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
市政建设工程	108,998.05	3.37%	99,619.88	3.37%
土地开发	46,098.86	51.96%	19,748.16	33.38%
城市维护建设	5,807.20	2.05%	3,932.73	-52.27%
污水处理	2,559.42	-61.29%	2,933.27	-13.53%
房屋租金	1,118.29	-27.20%	1,076.19	-5.39%
垃圾处理	392.54	-42.92%	617.50	16.05%
其他市政服务	175.10	-1,825.35%	249.22	-968.90%
其他业务	29.29	-1,209.13%	3.63	12.60%
<b>合计</b>	<b>165,178.75</b>	<b>13.41%</b>	<b>128,180.57</b>	<b>3.99%</b>

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司主要在建市政建设工程项目投资规模较大，未来业务发展有一定持续性，但项目回款缓慢，且后续投资金额较大，面临较大的资金压力

公司是益阳市城市基础设施建设重要主体之一，承担了益阳市主要市政建设工程项目的建设任务。公司在建市政建设工程项目具有较大规模，且部分项目与益阳市政府签订了回购协议，预计未来业务收入具有一定的持续性。

根据已经签订的回购合同，益阳市财政局按项目总预算的一定比例确认代建费，公司将项目总预算和代建费之和确认为市政工程建设收入，公司按照完工进度与益阳市财政局进行结算，市政建设工程业务毛利率较不稳定，且受益阳市财政局资金安排，项目回款时间可能存在一定不确定性。

2018年益阳市政府确认收入项目为资江两岸棚改项目、319国道资江大桥、资江风貌带等项目，累计投入成本10.53亿元，经益阳市财政局确认10.90亿元市政建设工程收入。截至2018年末，公司募投项目三里桥棚户区改造工程项目计划回购金额为31.23亿元，已回购金额18亿元，剩余回购金额13.23亿元，实际按照与政府结算金额进行回购。

**表 5 截至 2018 年 12 月 31 日公司市政建设工程收入明细情况（单位：亿元）**

项目名称	收入	成本
319 国道资江大桥	1.93	1.81
资江两岸棚改项目	7.33	7.19
资江风貌带	0.61	0.57
益沧段公路	0.48	0.45

其他	0.55	0.51
<b>合计</b>	<b>10.90</b>	<b>10.53</b>

资料来源：公司提供

截至2018年12月31日，公司主要在建项目为益阳市资江两岸（青龙洲大桥-泥湾大桥）段风貌带项目、资江两岸棚改项目和资江两岸棚改二期项目等项目。截至2018年末，公司主要在建项目计划投资额合计1,494,165万元，已完成投资724,583万元，未来尚需投资769,582万元；其中，已签订回购协议的项目计划总投资868,051万元，占在建项目比重为58.10%，已完成投资456,473万元，未来尚需投资411,578万元，未来收入来源有一定保障，其他项目暂未签订回购协议，收益模式存在一定不确定性。此外，建造合同形成的已完工但尚未结算的工程项目规模为56.08亿元，回款期存在一定不确定性；在建项目后续投资规模较大，公司面临较大的资金压力。

**表 7 截至 2018 年 12 月 31 日公司在建基础设施工程情况（单位：万元）**

项目名称	计划总投资	累计投资	尚需投资	收益方式	是否签订回购协议
资江两岸棚改项目	527,201	368,291	158,910	回购	是
益阳市资江两岸（青龙洲大桥-泥湾大桥）段风貌带项目	200,000	170,200	29,800	回购	否
319 国道益阳大桥建设	75,732	72,459	3,273	回购	是
湖南益阳文化创意产业园基础设施建设	20,000	8,000	12,000	回购	否
城区污水处理厂淤泥增钙干化处理	11,600	2,200	9,400	回购	否
资江两岸棚改二期项目	256,684	55,886	200,798	回购	否
商检大楼	10,500	4,489	6,011	回购	是
明清古城	238,700	571	238,129	回购	是
益沧段公路（补充协议）	15,918	10,663	5,255	回购	是
益阳市中心城区社会停车场项目	137,830	31,824	106,006	自营	否
<b>合计</b>	<b>1,494,165</b>	<b>724,583</b>	<b>769,582</b>	-	-

资料来源：公司提供

**2018年公司土地开发收入同比大幅增长，但未来土地开发收入易受房地产市场影响，存在一定不确定性**

公司受益阳市土地储备发展中心（以下简称“土储中心”）委托，对拟出让土地进行前期拆迁和平整，整治后的土地交由土储中心进行公开招拍挂，土地出让金扣除相关税费后按一定比例返还公司，具体返还比例按各项目合同约定，公司以政府出具的项目结算书金额确认收入。

2018年，公司出让土地2宗，确认土地开发收入46,098.86万元，同比大幅增加133.43%。2018年公司该项业务毛利率为51.96%，较上年增加18.58个百分点，主要是部分土地拍卖价格高，提高土地开发收入和毛利率。土地开发业务毛利率与土地的用途、区位高度相关，毛利率波动较大。我们关注到近年公司承接的土地开发业务量较不稳定，与当地规划建设、招商引资和房地产市场情况有关，公司土地开发收入及毛利率波动性较大。

**表 8 2018 年土地整理业务明细**

项目	2018 年	2017 年
当年出让土地面积（亩）	65.7795	129.8595
当年出让土地宗数（宗）	2	2

资料来源：公司提供

#### 市政服务业务丰富了公司收入来源，业务的公益属性导致盈利水平较弱

公司在污水处理、垃圾处理、燃气供应、市政公用设施、城市地下空间等公共服务事业领域具有城市特许经营权。公司污水处理服务区域涵盖益阳市区，承担上述区域居民和商业生活污水收集、处理工作。2018年公司污水业务确认收入2,559.42万元，收入较上年下降12.74%，主要原因是受财政拨款进度影响，部分2018年收入要在2019年确认，毛利率为-61.29%，大幅恶化，主要原因是成本较上年增多。

公司垃圾处理服务覆盖益阳市区，承担上述区域垃圾收集、处理工作。2018年，公司垃圾处理收入为392.54万元，同比上年大幅下降，主要是2018年垃圾处理量较小，导致2018年确认的收入较小。

公司城市维护建设服务主要是对城市公共事业和设施的维护。其他市政服务收入的来源主要是政府授权公司的城市资源收费收入，如出租车经营权拍卖收入、城市基础设施配套费收入、加油（气）站资源有偿使用费等。公司城市维护建设服务和其他市政服务收入分别为5,807.20万元和175.10万元。该等收入均来自于财政拨款，与当年财政资金充沛程度有关，受此影响，该等收入毛利率较不稳定。

租赁业务收入来自公司子公司益阳市行政事业资产投资经营有限公司出租投资性房地产取得的收入。截至2018年末，公司拥有投资性房地产账面价值38,770.71万元，主要为廉租房及商铺，分布在益阳市区。公司2018年取得租赁收入1,118.29万元，毛利率为-27.20%，毛利率较低的原因主要系廉租房出租带有一定扶贫性质，租金较为低廉。

总体而言，2018年公司包括污水处理、垃圾处理、城市建设维护及其他市政服务业务在内的公共服务板块在一定程度上丰富了公司的收入来源，但规模不大且盈利能力较弱。

#### 公司继续获得当地政府较大力度的支持

作为益阳市城市基础设施建设主体，公司承担了较重的建设任务，为保证益阳市城市

建设的顺利实施及公司的良好运营，益阳市政府继续在财政补贴等方面给予公司支持。2018年公司合计获得政府补助18,117.07万元，有效提升了公司的利润水平。同时，益阳市政府无偿划入益阳市水务投资开发集团有限公司股权，其他资本公积增加2,000.00万元，但受资本公积转增股本影响，资本公积净增加减少。

**表 9 公司获得的财政补贴（单位：万元）**

补贴项目	补贴金额	依据文件
城市建设维护费补助	2,317.00	-
污水管网补助	1,480.00	-
保障性安居工程配套基础设施补助	3,523.00	益财综指【2018】146号；益财综指【2018】58号；益财综指【2018】59号；益财综指【2018】241号
棚户区改造补助	641.86	益财综指【2018】116号
其他建设资金补助	9,779.00	-
益阳资江大桥国省补助	376.21	益财建指【2018】32号
<b>合计</b>	<b>18,117.07</b>	

资料来源：公司提供

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年至2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2018年，公司新纳入合并财务报表范围的子公司共2家，具体见表1。

### 资产结构与质量

公司资产规模保持稳定，资产主要为土地和已完工未结算项目，流动性较弱

2018年末公司总资产合计2,301,152.87万元，与上年末相比保持稳定。从资产构成来看，公司资产仍以流动资产为主。

**表 10 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	51,981.72	2.26%	75,053.05	3.27%
应收账款	54,626.28	2.37%	54,626.28	2.38%
预付账款	76,900.56	3.34%	102,314.97	4.45%

其他应收款	155,224.89	6.75%	121,999.61	5.31%
存货	1,829,245.47	79.49%	1,807,210.23	78.66%
<b>流动资产合计</b>	<b>2,194,245.69</b>	<b>95.35%</b>	<b>2,203,272.23</b>	<b>95.89%</b>
投资性房地产	38,770.71	1.68%	40,245.07	1.75%
长期股权投资	21,913.66	0.95%	10,352.99	0.45%
<b>非流动资产合计</b>	<b>106,907.19</b>	<b>4.65%</b>	<b>94,325.50</b>	<b>4.11%</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,301,152.87</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,297,597.73</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款和存货构成。截至 2018 年末，公司货币资金为 51,981.72 万元，受偿还债务影响，同比下降 30.74%。2018 年末公司应收账款为 54,626.28 万元，全部为应收益阳市人民政府的代建款，账龄为 3-4 年。2018 年末，公司预付账款规模为 76,900.56 万元，同比减少 24.84%，主要是益阳橡胶集团公司、国开发展基金有限公司、益阳市双强化工公司和资阳区国有土地房屋征补办往来款减少。2018 年末公司其他应收款规模为 155,224.89 万元，同比上升 27.20%，主要原因是与政府往来款增加，其他应收款主要系应收益阳市土地储备发展中心的往来款，账龄 3-4 年，回收期较长，公司应收对象主要为政府部门及其所属机构，该等款项可回收性风险较小，但回收时间不确定，对公司资产造成一定占用。2018 年末公司存货规模为 1,829,245.47 万元，同比增长 1.22%，占总资产比例为 79.49%，主要由库存商品（土地）和已完工未结算工程构成，其中库存商品（土地）为 1,268,432.22 万元；建造合同形成的已完工未结算项目为 560,813.25 万元。2018 年末，公司存货中库存商品（土地）共计 184 宗，土地性质中除 3 宗为划拨外，其余都是出让。公司持有的 51 宗账面价值合计 132,972.24 万元的土地已抵押，抵押土地面积占总土地面积比例为 13.54%，抵押土地价值占总土地价值比例为 10.48%。

公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产、长期股权投资和可供出售的金融资产构成。2018 年末公司投资性房地产账面价值为 38,770.71 万元，主要为廉租房和商铺，截至 2018 年末，公司账面价值为 31,979.79 万元的投资性房地产产权证书尚在办理过程中。2018 年公司长期股权投资为 21,913.66 万元，同比增长 111.67%，主要是对益阳市中冶科工基础设施开发有限公司追加投资所致。此外，公司固定资产中有合计价值 12,791.81 万元的城市防洪水利工程为公益性资产。

综上，2018 年公司资产规模保持稳定，对政府部门的应收款项对资金占用明显，存货主要由土地和已完工未结算项目组成，并且所有权受限资产为 132,972.24 万元，占资产比重为 5.78%，资产流动性较弱。

## 盈利能力

### 2018年公司收入较快增长，未来收入具有一定的持续性，政府补助对公司利润形成较好补充

受土地开发收入上升的影响，2018年公司实现营业收入165,178.75万元，同比增长28.86%。毛利率方面，2018年公司综合毛利率为13.41%，与上年相比有所上升，主要系土地开发毛利率大幅上升所致，公司盈利能力有所提高。从收入持续性来看，截至2018年末公司在建的已签订回购协议的代建项目计划总投资868,051万元，已完成投资456,473万元，未来尚需投资411,578万元，未来业务具有一定持续性。

2018年公司获得政府补助为18,117.07万元，同比增长1.36%，占利润总额的56.08%，政府补助对公司利润形成较好补充。

**表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
营业收入	165,178.75	128,180.57
其他收益	18,117.07	17,874.34
营业利润	32,021.96	15,445.40
利润总额	32,307.50	15,338.47
综合毛利率	13.41%	3.99%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

### 现金流

#### 公司经营业务现金流受往来款影响大幅增加，但公司后续建设任务较重，未来仍将面临较大的资金压力

2018年公司收现比为0.68，较上年下降，主要原因是由财政局支付的工程款作为往来款计入收到其他与经营活动有关的现金。2018年，公司收到各机构的往来款大幅增加，受此影响，公司经营活动现金流净额大幅增加，经营现金流净流入32,461.38万元，同比增长547.21%。

2018年公司投资活动现金流表现为净流出19,424.85万元，净流出规模较上年同比大幅减少，主要原因是公司收回较多上年投资的理财产品。

2018年受融资政策和融资环境影响，公司融资规模有所下降，筹资活动现金流净额由正转负，净流出规模为36,107.86万元。截至2018年底，公司在建基础设施项目未来仍需投资769,582万元，公司作为益阳市重要的市政建设工程建设和土地整理的主体，后续承担的任务也较重，面临较大的资金压力。

**表 12 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
收现比	0.68	0.95
销售商品、提供劳务收到的现金	111,932.07	121,638.24
收到的其他与经营活动有关的现金	216,921.76	106,879.79
经营活动现金流入小计	328,853.84	228,518.03
购买商品、接受劳务支付的现金	201,539.30	149,644.71
支付的其他与经营活动有关的现金	91,938.54	69,875.24
经营活动现金流出小计	296,392.46	223,502.48
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>32,461.38</b>	<b>5,015.55</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-19,424.85</b>	<b>-52,632.77</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-36,107.86</b>	<b>16,341.84</b>
现金及现金等价物净增加额	-23,071.33	-31,275.38

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息债务规模下降，仍存在较大的偿债压力

2018年，公司负债规模为929,256.47万元，同比下降2.35%。2018年公司所有者权益为1,371,896.40万元，小幅上涨1.93%。2018年公司负债与所有者权益比率为67.74%，小幅下降，所有者权益对负债的保障程度提高。2018年，随着应付债券的到期，公司负债结构变为以流动负债为主，流动负债占比从2017年的31.93%上升为2018年的52.24%。

表 13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年	2017年
负债总额	929,256.47	951,634.38
所有者权益	1,371,896.40	1,345,963.35
产权比率	67.74%	70.70%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要为应交税费、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。截至2018年末，公司应交税费余额为64,987.07万元，同比增长25.78%，主要是增值税和企业所得税增加所致。2018年末，公司其他应付款为217,571.66万元，同比增加24.31%，主要系新增公司与益阳市“一园两中心”建设指挥部往来款及相关部门支付的项目款。截至2018年末，公司一年内到期的非流动负债为178,035.24万元，包括一年内到期的应付债券107,000.00万元和一年内到期的长期借款71,035.24万元。

公司非流动负债包括长期借款和应付债券。截至2018年末，长期借款为230,410.00万元，同比减少4.06%，抵质押物主要为土地抵押和项目收益权质押。2018年末公司应付债

券余额为213,390.68万元，同比减少47.65%，主要原因是公司偿还了16益阳01和16益阳03的回售本金，且16益阳02等应付债券计入一年内到期的非流动负债。

**表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
应交税费	64,987.07	6.99%	51,667.78	5.43%
其他应付款	217,571.66	23.41%	175,021.28	18.39%
一年内到期的非流动负债	178,035.24	19.16%	46,680.00	4.91%
<b>流动负债合计</b>	<b>485,455.79</b>	<b>52.24%</b>	<b>303,876.02</b>	<b>31.93%</b>
长期借款	230,410.00	24.80%	246,967.43	26.16%
应付债券	213,390.68	22.96%	305,200.54	32.32%
<b>非流动负债合计</b>	<b>443,800.68</b>	<b>47.76%</b>	<b>552,167.97</b>	<b>58.48%</b>
<b>负债合计</b>	<b>929,256.47</b>	<b>100.00%</b>	<b>944,237.42</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	621,835.92	66.92%	694,438.36	72.97%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，公司有息债务包括一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券，合计621,835.92万元，同比下降10.45%，占总负债66.92%。2019年需偿付本息共计236,057.89万元，存在较大的资金压力。

从偿债能力看，2018年公司资产负债率为40.38%，与2017年相比变动不大。2018年公司流动负债大幅增加，流动资产维持稳定，受此影响流动比率和速动比率较上年有所下降，短期债务保障能力下降。2018年公司EBITDA为37,690.17万元，同比增长76.91%，主要是利润总额大幅增长。2018年，EBITDA对利息的保障程度同比上年有所上升，EBITDA利息保障倍数为1.67。

**表 15 公司偿债能力指标**

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	40.38%	41.42%
流动比率	4.52	7.25
速动比率	0.75	1.30
EBITDA（万元）	37,690.17	21,304.55
EBITDA 利息保障倍数	1.67	0.58
有息债务/EBITDA	16.50	32.60

资料来源：公司 2017 -2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、其他事项分析

## （一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月15日）公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

## （二）或有事项分析

### 公司对外担保规模相对较大，面临较大或有负债风险

截至2018年12月31日，公司对外担保金额合计为355,000.00万元，占2018年年末净资产的比重为25.88%。担保对象均为国有企业。总体而言，公司对外担保金额相对较大，且均无反担保措施，面临较大或有负债风险。

**表 16 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
益阳市龙岭建设投资有限公司	20,000.00	2025/10/13	否
	60,000.00	2025/11/13	否
桃江县竹乡国有资产运营有限公司	50,000.00	2025/10/13	否
	30,000.00	2025/11/13	否
湖南梅山资源开发有限责任公司	50,000.00	2025/10/13	否
	30,000.00	2025/11/13	否
益阳高新技术产业资产经营总公司	30,000.00	2022/6/21	否
	50,000.00	2021/11/21	否
益阳市银湘国有资产经营有限公司	15,000.00	2019/12/27	否
益阳市交通发展投资有限责任公司	20,000.00	2020/8/30	否
<b>合计</b>	<b>355,000.00</b>	-	-

资料来源：公司提供

## 七、评级结论

2018年，公司外部环境较好，益阳市经济实力持续增强，为公司发展提供了良好基础；公司业务有一定持续性，当前在建代建项目规模较大，未来收入较有保障；当地政府在财政补贴方面给予公司一定支持。

同时中证鹏元也关注到，资产流动性较弱，应收款项及存货占资产比重较大；公司在建项目资金需求大，且需垫付建设资金，回款滞后，面临较大的资金压力；有息债务规模

较大，面临较大的偿债压力；对外担保规模较大，且均无反担保措施，面临较大或有负债风险等风险因素。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	51,981.72	75,053.05	106,328.43
应收账款	54,626.28	54,626.28	54,626.28
预付款项	76,900.56	102,314.97	50,003.53
其他应收款	155,224.89	121,999.61	210,784.94
存货	1,829,245.47	1,807,210.23	1,783,064.65
<b>流动资产合计</b>	<b>2,194,245.69</b>	<b>2,203,272.23</b>	<b>2,205,229.70</b>
长期股权投资	21,913.66	10,352.99	495.63
投资性房地产	38,770.71	40,245.07	39,102.95
<b>非流动资产合计</b>	<b>106,907.19</b>	<b>94,325.50</b>	<b>85,016.18</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,301,152.87</b>	<b>2,297,597.73</b>	<b>2,290,245.87</b>
应付票据及应付账款	16,614.09	17,150.92	7,603.18
应交税费	64,987.07	51,667.78	45,395.36
其他应付款	217,571.66	175,021.28	287,660.95
一年内到期的非流动负债	178,035.24	46,680.00	40,710.00
<b>流动负债合计</b>	<b>485,455.79</b>	<b>303,876.02</b>	<b>392,069.46</b>
长期借款	230,410.00	240,157.96	246,967.43
应付债券	213,390.68	407,600.40	305,200.54
<b>非流动负债合计</b>	<b>443,800.68</b>	<b>647,758.36</b>	<b>552,167.97</b>
<b>总负债</b>	<b>929,256.47</b>	<b>951,634.38</b>	<b>944,237.42</b>
有息债务	621,835.92	694,438.36	592,877.97
所有者权益	1,371,896.40	1,345,963.35	1,346,008.45
营业收入	165,178.75	128,180.57	133,459.91
营业利润	32,021.96	15,445.40	-4,314.43
营业外收入	431.64	5.75	30,050.52
净利润	22,817.16	10,947.48	19,020.73
经营活动产生的现金流量净额	32,461.38	5,015.55	-81,166.39
投资活动产生的现金流量净额	-19,424.85	-52,632.77	-2,416.92
筹资活动产生的现金流量净额	-36,107.86	16,341.84	144,727.52
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	13.41%	3.99%	6.29%
收现比	0.68	0.95	0.72
产权比率	67.74%	70.70%	70.15%
资产负债率	40.38%	41.42%	41.23%
流动比率	4.52	7.25	5.62

速动比率	0.75	1.30	1.08
EBITDA (万元)	37,690.17	21,304.55	35,928.72
EBITDA 利息保障倍数	1.67	0.58	1.31
有息债务/EBITDA	16.50	32.60	16.50

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	主营业务
益阳市团洲污水处理有限公司	3,000.00	100.00%	污水处理项目投资开发、污水处理建设材料销售
益阳市城市生活垃圾综合处理有限公司	260.00	100.00%	垃圾处理建设项目投资、开发
益阳市益宁城际干道益沧建设有限公司	500.00	100.00%	益阳至宁乡城际干道益阳至沧水铺段的建设经营、管理
益阳市斯盛资产经营有限责任公司	500.00	100.00%	城市出租车、道路公共泊车位的经营管理
益阳市资江两岸建设投资开发有限责任公司	6,000.00	100.00%	城市建设项目投资开发；土地收购、储备开发
益阳市楚才保障性住房建设投资开发有限公司	31,000.00	78.79%	保障性安居工程的投资、开发、建设和经营
湖南（益阳）会龙山工艺美术创意设计园投资置业有限公司	1,000.00	100.00%	会龙工艺美术创意产业园的投资、开发建设、经营管理
益阳三一九国道资江大桥建设投资开发有限公司	5,000.00	100.00%	益阳三一九国道资江大桥投资建设开发、经营管理
益阳市行政事业资产投资经营有限公司	5,000.00	100.00%	管理、经营和开发行政事业单位经营性资产
益阳市明清古城保护与开发有限责任公司	5,000.00	100.00%	古城建设与开发
益阳中石化城投能源有限责任公司	2,000.00	50.00%	车用天然气、石化产品（不含化学危险品）的零售、配送
益阳市水务投资开发集团有限公司	10,000	100%	涉水项目土地的储备、整治、开发及资本运营；水利国有资产的运营与管理
益阳市融资担保有限责任公司	30,000	66.67%	借款担保、发行债券担保等融资担保业务

资料来源：公司提供

### 附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	1年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券

## 附录四 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。