

2017 年永兴银都投资建设发展(集团)有限公司 公司债券(第一期)、(第二期) 2018 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
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員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員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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【970】号 01

债券简称：
第一期：17 永兴 01/17
永兴债 01；
第二期：17 永兴 02/17
永兴债 02

债券剩余规模：
15 亿元（其中：第一期
7 亿元，第二期 8 亿元）

债券到期日期：
第一期：2024 年 7 月 7
日；第二期：2024 年 8
月 14 日

债券偿还方式：本期债
券均每年付息一次，在
本期债券存续期第 3 至
第 7 年末分别按照债券
发行总额 20%的比例偿
还债券本金

分析师

姓名：
袁媛 王一峰

电话：
0755-82872724

邮箱：
yuany@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
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。

鹏元资信评估有限公司

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.pyrating.cn

2017 年永兴银都投资建设发展（集团）有限公司公司债券 （第一期）、（第二期）2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	第一期：AA 第二期：AA	第一期：AA 第二期：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	2018 年 6 月 27 日	第一期：2017 年 6 月 19 日 第二期：2017 年 7 月 24 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对永兴银都投资建设发展（集团）有限公司（以下简称“永兴建设”或“公司”）及其 2017 年 7 月 7 日发行的第一期（“17 永兴 01/17 永兴债 01”）与 2017 年 8 月 14 日发行的第二期（“17 永兴 02/17 永兴债 02”）的公司债券 2018 年度跟踪评级结果为：“17 永兴 01/17 永兴债 01”和“17 永兴 02/17 永兴债 02”（以下合并简称“本期债券”）信用等级均维持为 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较好，为其发展提供较好基础，公司未来收入来源较有保障，获得的外部支持力度较大。同时鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，资金压力较大，偿债压力有所加重，面临一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供较好基础。2017 年，永兴县实现地区生产总值 352.6 亿元，同比增长 8.2%，区域经济保持较快增长，为公司发展提供较好基础。
- 公司未来收入来源较有保障。截至 2017 年末，公司主要代建基础设施项目计划总投资 34.22 亿元，已投资 19.26 亿元，未来永兴县两区同建安置房项目和永兴县新材料新能源产业园标准化厂房及配套设施建设项目完工后可带来房屋出租和出售收入，公司未来收入来源较有保障。
- 公司获得外部支持力度较大。2017 年，永兴县财政局及上级政府拨付公司财政补

助 9,587.11 万元，有利于提升公司的盈利水平。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**公司主要资产为土地资产、项目建设成本和应收款项，截至 2017 年末分别为 140.87 亿元、28.07 亿元和 45.81 亿元，分别占总资产的 53.23%、10.61%和 17.31%，应收款项回收期不确定；且受限资产和公益性资产规模较大，分别为 49.17 亿元和 29.52 亿元，占总资产的 18.58%和 11.15%，资产整体流动性较弱。
- **公司资金压力较大。**截至 2017 年末，公司主要代建及自营项目尚需投资约 32.56 亿元，面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模增长较快，偿债压力有所加重。**截至 2017 年末，公司有息债务余额为 64.61 亿元，同比增长 22.99%，EBITDA 利息保障倍数为 1.28，面临较大偿债压力。
- **公司对外担保规模较大，面临一定或有负债风险。**截至 2017 年末，公司对外担保金额为 17.04 亿元，占 2017 年末净资产的 9.93%，存在一定或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	2,646,640.32	2,510,986.29	2,285,876.87
所有者权益合计（万元）	1,716,054.51	1,688,615.13	1,671,210.55
资产负债率	35.16%	32.75%	26.89%
流动比率	7.18	6.34	5.81
有息债务（万元）	646,108.21	525,325.77	356,462.64
营业收入（万元）	177,564.70	140,615.10	125,796.29
其他收益（万元）	9,587.11	0.00	0.00
营业外收入（万元）	511.06	17,071.29	13,144.77
利润总额（万元）	19,412.92	18,874.77	18,561.06
综合毛利率	12.41%	10.64%	13.26%
EBITDA（万元）	29,107.72	24,764.20	22,727.55
EBITDA 利息保障倍数	1.28	1.20	2.65
经营活动现金流净额（万元）	50,214.72	-79,256.96	-40,229.92

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司分别于2017年7月7日和2017年8月14日公开发行7年期7亿元“17永兴01/17永兴债01”和7年期8亿元“17永兴02/17永兴债02”，募集资金计划用于永兴县新材料新能源产业园标准化厂房及配套设施建设项目。截至2017年12月31日，本期债券募集资金使用情况如下表所示。

表1 截至2017年12月31日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

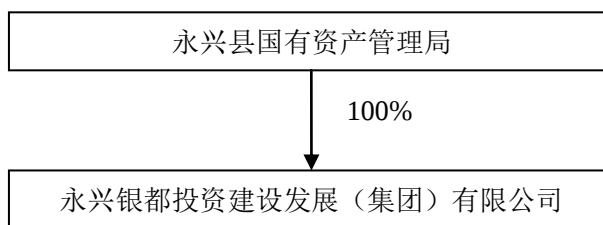
项目名称	拟使用募集资金	已使用募集资金
永兴县新材料新能源产业园标准化厂房及配套设施建设项目	90,000.00	80,200.00

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、控股股东及实际控制人没有发生变化。截至2018年4月30日，公司注册资本仍为88,039.19万元，控股股东及实际控制人仍为永兴县国有资产管理局，持股比例仍为100%。

图1 截至2018年4月30日公司股权结构图



来源：公司提供

公司主要从事永兴县的基础设施项目投资、土地开发、水力发电、自来水供应等业务。2017年新纳入公司合并范围的子公司为1家，湖南永兴信用担保有限公司（以下简称“永兴担保”），公司新增担保业务。2017年，公司以8,000.00万元受让原10名自然人股东持有永兴担保的80%股权（共计8,000.00万元出资）。2017年，永兴县永兴冰糖橙种苗有限责任公司被子公司永兴县永兴冰糖橙有限责任公司吸收合并，不再纳入公司合并范围。截至2017年末，纳入公司合并范围的一级子公司为10家，详见附录五。

表2 2017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	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
湖南永兴信用担保有限公司	10,000.00	80.00%	信贷担保	投资

资料来源：公司提供

表 3 2017 年不再纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	不再纳入合并报表的原因
永兴县永兴冰糖橙种苗有限责任公司	180.00	100.00%	柑橘类的育苗、种植、加工、销售	被子公司永兴县永兴冰糖橙有限责任公司吸合并

资料来源：公司提供

截至2017年12月31日，公司资产总额为2,646,640.32万元，所有者权益合计1,716,054.51万元，资产负债率为35.16%；2017年度，公司实现营业收入177,564.70万元，利润总额19,412.92万元，经营活动现金流净额为50,214.72万元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017 年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017 年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长 6.9%，增速比上年加快 0.2 个百分点，是 2011 年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长 1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨 6.3%，结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长 6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017 年，我国

有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入 172,566.57 亿元，一般公共预算支出 203,330.03 亿元，财政赤字率控制在 3% 以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017 年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017 年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017 年 5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号，以下简称“50 号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017 年 6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号，以下简称“87 号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50 号文、87 号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公

司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018 年 2 月，国家发改委、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。

表 4 2017 年以来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
2017 年 5 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017 年 5 月	《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》（财预[2017]62 号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017 年 6 月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017 年 7 月	《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》（财预[2017]97 号）	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押
2017 年 7 月	《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》（发改投资[2017]1266 号）	发展改革委	推进在建基础设施项目采用 PPP 模式，扩大 PPP 存量项目社会资本投入比例
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92 号）	财政部	严格新 PPP 项目入库标准，清理已入库 PPP 项目
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）	国家发改委、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

资料来源：各政府部门网站，鹏元整理

（二）区域环境

在固定资产投资快速增长的推动下，2017年永兴县经济保持较快增长

2017年永兴县经济保持较快增速，实现地区生产总值352.6亿元，同比增长8.2%，较上年下降0.1个百分点；永兴县人均GDP为64,896元，为全国人均GDP的1.09倍。永兴县产业结构继续调整，第三产业增加值比重提升。具体而言，2017年永兴县第一产业增加值28.8亿元，同比增长3.3%；第二产业增加值178.9亿元，同比增长6.5%；第三产业增加值144.9亿元，同比增长11.6%；三次产业结构由上年的8.7：51.8：39.5调整为8.2：50.7：41.1，第三产业比重比上年提高1.6个百分点。

永兴县传统支柱产业为稀贵金属回收利用产业和煤炭产业，永兴稀贵金属再生资源利用产业集中区被列为国家城市矿产示范基地。但近年稀贵金属和煤炭产能过剩，永兴县传统支柱产业增长乏力，为此永兴县大力发展新兴产业和服务业。2017年永新县高新技术产业投资37.7亿元，同比增长75.6%；高新技术企业实现总产值293.9亿元，同比增长17.7%，实现增加值92.4亿元，同比增长17.7%。目前永兴县初步构建了新型建材业、现代制造业、信息物流业、高分子材料业、电子信息等新兴产业集群。旅游业方面，2017年永兴县接待游客742.4万人次，同比增长6.8%；实现旅游收入56.1亿元，同比增长7.8%。截至2017年末永兴县国家等级旅游区（点）共有5家，其中国家4A级旅游区（点）1家。

固定资产投资为永兴县经济增长的主引擎。在第三产业投资的带动下，永兴县固定资产保持快速增长，2017年为324.0亿元，同比增长13.6%，较上年同比微降0.7个百分点。其中，第一产业投资21.8亿元，同比增长34.5%；第二产业投资187.1亿元，同比下降2.0%；第三产业投资115.1亿元，同比增长44.9%。2017年，永兴县房地产开发投资和商品房销售增速均有所放缓，房地产开发投资9.0亿元，同比增长4.5%，较上年下降9.3个百分点；商品房销售面积36.5万平方米，同比增长15.3%，较上年下降32.5个百分点；商品房销售额12.3亿元，同比增长22.5%，较上年下降34.9个百分点。

表 5 2016-2017 年永兴县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	352.6	8.2%	313.4	8.3%
第一产业增加值	28.8	3.3%	27.7	3.3%

第二产业增加值	178.9	6.5%	176.2	6.9%
第三产业增加值	144.9	11.6%	109.5	11.9%
工业增加值	171.0	6.6%	169.3	6.9%
固定资产投资	324.0	13.6%	286.5	14.3%
社会消费品零售总额	88.4	11.0%	79.6	12.3%
进出口总额（亿美元）	4.9	100.3%	3.28	5.2%
存款余额	190.6	8.5%	175.6	20.3%
贷款余额	77.9	18.5%	65.8	13.2%
人均 GDP（元）	64,896		57,669.3	
人均 GDP/全国人均 GDP	108.78%		106.83%	

资料来源：永兴县 2016-2017 年国民经济与社会发展统计公报

2017年永兴县财政实力有所减弱，地方综合财力对上级补助收入的依赖较大，且财政自给能力偏弱

受政策性减收和支柱产业转型等因素的影响，永兴县地方综合财力有所下滑，2017年为36.68亿元，同比下降10.40%。永兴县地方综合财力对上级补助收入依赖较大，2017年上级补助收入占地方综合财力的56.54%，较上年上升4.95个百分点。

受非税收入大幅下降的影响，永兴县公共财政收入出现较大下滑但其质量提升。2017年永兴县公共财政收入为13.84亿元，同比下降23.97%；其中，税收收入为8.49亿元，同比增长16.91%，占比61.35%，较上年上升21.46个百分点；非税收入为5.35亿元，同比下降51.11%，主要是永兴县国有资源（资产）有偿使用收入和行政事业性收费收入大幅减少所致。永兴县上级补助收入亦稍有下降，2017年为20.74亿元，同比下降1.79%；其中，专项转移支付收入占比39.83%，上级补助收入可支配性一般。永兴县政府性基金收入较快增长，2017年为2.10亿元，同比增长30.07%。由于政府性基金收入主要来源国有土地使用权出让收入，受当地房地产景气度波动的影响，预计未来永兴县政府性基金收入仍存在一定波动。

财政支出方面，永兴县财政支出随着地方综合财力的减少而有所减少，2017年为39.01亿元，同比下降12.26%。具体而言，永兴县公共财政支出有所下降，2017年为36.46亿元，同比下降10.96%；其中用于一般公共服务、教育、社会保障与就业、医疗卫生与计划生育的等刚性支出的占比55.66%。永兴县财政自给能力偏弱且继续减弱，2017年财政自给率为37.96%，同比下降6.50个百分点。

表 6 2016-2017 年永兴县财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2016 年
地方综合财力	36.68	40.94
（一）公共财政收入	13.84	18.20
其中：税收收入	8.49	7.26

非税收入	5.35	10.94
(二) 上级补助收入	20.74	21.12
其中：返还性收入	0.66	0.89
一般性转移支付收入	11.82	10.80
专项转移支付收入	8.26	9.43
(三) 政府性基金收入	2.10	1.61
其中：国有土地使用权出让收入	-	1.55
财政支出	39.01	44.46
(一) 公共财政支出	36.46	40.94
(二) 政府性基金支出	2.56	3.52
财政自给率	37.96%	44.46%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：永兴县财政局

四、经营与竞争

公司是永兴县政府重要的投融资平台，主要从事永兴县基础设施项目投资、土地开发、水力发电、自来水供应、担保等业务。其中，担保业务为2017年公司通过收购永兴担保80%的股权而新增的业务，但其收入规模较小。基础设施代建业务为公司营业收入的最主要来源，2017年其收入占比达93.27%，较上年提高1.98个百分点。公司其他收入主要为政府划拨房产的出租收入。

随着代建项目规模的扩大，公司营业收入实现较快增长。2017年公司营业收入为177,564.70万元，同比增长26.28%，其中，基础设施代建收入165,618.25万元，同比增加29.01%；水力发电收入2,837.37万元，同比下降27.22%；自来水销售收入1,651.89万元，同比增长14.45%。2017年，公司代建项目按不含税金额结算，基础设施代建业务毛利率提升，带动综合毛利率回升，综合毛利率为12.41%，同比提升1.77个百分点。

表 7 2016-2017 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施项目	165,618.25	9.35%	128,374.65	6.36%
电费	2,837.37	42.25%	3,898.82	53.66%
水费	1,651.89	73.89%	1,443.39	71.67%
其他收入	7,457.18	55.43%	6,898.25	53.11%
合计	177,564.70	12.41%	140,615.10	10.64%

资料来源：公司 2016-2017 年审审计报告，鹏元整理

作为永兴县城市开发的重要投融资主体，公司承担的基础设施代建项目较多，未来收

入来源较有保障；但在建项目后续支出较大，面临较大资金压力

公司按照委托代建模式开展城市基础设施建设业务。在城市基础设施建设项目取得项目建议书批复后，永兴县人民政府与公司就该项目签订基础设施建设协议，并授权公司或公司子公司作为项目投资主体，对项目进行融资和建设，永兴县财政评审中心组织相关单位对项目进行验收，并确定完工进度和实际已投资额。永兴县财政局按永兴县财政评审中心审定的项目已投资额的 110% 确定工程结算价款，公司根据永兴县财政局下发的结算确认函确认收入和结转成本。

2017年，公司结算的代建项目规模增加，基础设施代建收入增长较快。2017年，公司结算了10个市政项目，包括永兴银都大道C标、永兴县城区引水工程、永兴县西河综合治理工程（西河水生态风光带）项目、S213资兴至永兴青界山（永兴段）公路建设项目等，共结转成本150,139.37万元，确认收入165,618.25万元，同比增长29.01%。2017年，公司代建项目按不含税金额结算，基础设施代建业务毛利率回升，从2016年的6.36%上升至9.35%。

表 8 2017 年公司基础设施代建业务收入情况（单位：万元）

项目	结转成本	确认收入
永兴县城区引水工程	16,381.37	18,019.51
永兴县碧塘大道道路工程	4,740.34	5,214.38
永兴县县属国有煤矿（红星、向阳、东风）三矿棚户区改造工程	9,398.41	10,338.25
永兴银都大道 C 标	67,168.02	73,884.82
S213 资兴至永兴青界山（永兴段）公路建设项目	23,920.20	26,312.22
永兴县 S212 沿线农村环境整治项目	8,512.76	9,364.03
永兴县西河综合治理工程（西河水生态风光带）项目	14,470.15	15,917.16
农村综合服务平台项目	2,175.03	2,392.54
永兴县龙王岭改造项目	2,886.46	3,175.10
永兴县城乡生活垃圾收集转运建设项目	486.63	1,000.23
合计	150,139.37	165,618.25

资料来源：公司提供

公司代建项目投资规模较大，未来收入来源较有保障。截至2017年末，公司主要在建代建项目计划总投资34.22亿元，已投资19.26亿元，尚需投资约17.14亿元¹；其中，永兴县城区引水工程和龙山湖治理的累计投资额已完全结转，永湘路已结转成本443.06万元。

¹ 尚需投资=计划总投资-累计投资，另外，在实际施工内容与项目设计发生变更、人工材料设备等成本上升等因素的影响下，部分项目累计投资额已超过计划投资额，本文仅统计累计投资低于计划总投资的项目。

表 9 截至 2017 年 12 月 31 日公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	累计投资	尚需投资
永兴县便江南岸立面改造项目	56,000.00	6,552.37	44,400.99
永兴县大桥路提质改造工程（南大桥到永安新）		5,046.64	
城南保障性住房项目	45,000.00	17,017.70	27,982.30
永兴县西河综合治理工程（西河水生态风光带）项目	35,683.00	14,470.15	21,212.85
龙山湖治理	32,312.00	10,731.92	21,580.08
永兴县城区引水工程	31,028.43	21,262.98	9,765.45
易地扶贫拆迁项目	24,576.00	6,759.39	17,816.61
S213 资兴至青界山公路 A 段（鲤鱼塘）指挥部	20,589.00	5,678.66	14,910.34
全民创新创业园就业项目	18,000.00	23,067.34	-
县农村环境连片综合整治	18,000.00	5,362.82	12,637.18
永兴大道与碧塘广场连接段	13,271.00	13,952.64	-
汽车南站两厢土地开发	8,000.00	7,986.41	13.59
县高矿棚户区改造工程	7,000.00	6,759.62	240.38
永湘路	6,800.00	5,910.35	889.65
人民西路景观带	6,200.00	12,598.20	-
高亭至桂阳道路建设	5,819.00	10,843.20	-
人民公园二期	5,000.00	6,759.84	-
金银大道	4,900.00	6,387.16	-
永兴县金属污染和湘江流域水污染综合防治	4,000.00	5,467.28	-
代建项目小计	342,178.43	192,614.67	171,449.42
永兴县两区同建安置房建设工程	140,096.75	65,823.17	74,273.58
永兴县新材料新能源产业园标准化厂房及配套设施建设项目	142,070.70	62,149.88	79,920.82
自营项目小计	282,167.45	127,973.05	154,194.40
合计	624,345.88	320,587.72	325,643.82

资料来源：公司提供

公司在建的自营项目有2个，分别为“16永银都”的债券募投项目永兴县两区同建安置房项目和本期债券募投项目永兴县新材料新能源产业园标准化厂房及配套设施建设项目。永兴县两区同建安置房项目计划总投资14.01亿元，总建筑面积为101.39万平方米，其中住宅面积80.20万平方米，商业面积6.44万平方米，其他配套面积11.69万平方米，地下车库面积3.06平方米。该项目于2015年8月开工建设，规划建设工期3年，但受部分拆迁工程进度延缓、部分工程需重新打基础等因素的影响，建设进度不及预期，截至2017年末已投资6.58亿元，尚需投资约7.43亿元。该项目的收益来源于住宅物业和商业物业的销售，其中住宅拟以成本价向安置居民出售，配套商业房则以市场价格对外销售，目前未实现房产销售收入。本期债券募投项目计划总投资14.21亿元，总建筑面积73.80万平方米，包括

标准厂房66万平方米，商业门店3.60万平方米，创业孵化中心3.50万平方米，服务中心0.70平方米；截至2017年末，已投资6.21亿元，尚需投资约7.99亿元。该项目收益来源于标准厂房出租和出售、商业门面的出售以及办公楼和服务中心的出租。

受地区经济发展、政府招商引资政策、房地产市场景气度等因素影响，公司两个自营项目未来能否实现预期收益存在一定不确定性。此外，公司在建项目后续投资规模较大，面临较大资金压力。截至2017年末，公司主要在建的代建项目及自营项目的计划总投资62.43亿元，已投资32.06亿元，尚需投资约32.56亿元。

公司自来水供应、水力发电和房屋租赁业务为公司收入提供一定补充

公司自来水供应业务由子公司永兴县自来水公司（以下简称“永兴自来水”）经营。永兴自来水主要承担永兴县城区的自来水供应，目前拥有开陡坳水厂、一水厂和二水厂。一水厂、二水厂设施老化，目前较少使用，只作为备用水厂。开陡坳水厂设计供水量为5万吨/日，已能满足永兴县城区的自来水供应。2017年永兴自来水的供应范围扩大，供应用户数增加，供水量和电费收入均有较大提升。2017年公司供水量801万吨，同比增长14.43%；水费收入为1,651.89万元，同比增长14.45%。2017年公司自来水供应业务毛利率稍有提升，毛利率为73.89%，同比提高2.22个百分点。

公司水力发电业务由子公司永兴县水力电力有限责任公司（以下简称“永兴水电”）经营。永兴水电拥有一个发电站，该发电站配备两台发电机组。2017年，受上游来水减少和发电机组检修的影响，公司发电量和电费收入均有较大下滑。公司发电量为7,881万千瓦时，同比下降26.16%；电费收入为2,837.37万元，同比下降27.22%。由于电费收入减少，发电机组发生检修且其他成本较为稳定，水利发电业务毛利率有所下滑，毛利率为42.25%，同比下降11.41个百分点。

2017年公司其他收入为7,457.18万元，主要来源于租金收入。公司通过对外出租政府注入的房屋以取得租金收入。截至2017年末，公司可供出租房屋面积约21.1万平方米，出租率100%，未来仍可为公司持续带来租赁收入。2017年公司收购永兴担保80%股权，纳入合并范围的担保收入为82.98万元。永兴担保成立于2004年12月6日，2017年获得政府拨付的担保代偿补偿金87万元，截至2017年末注册资本为1.00亿元，净资产1.05亿元，在保余额为1.23亿元，净资产放大倍数为1.17。

根据永兴县政府授权，公司同时经营永兴县土地一级开发整理业务。公司根据永兴县政府的城市规划和基础设施配套指标等要求，对县内国有土地进行统一的征地、拆迁、安置、补偿、并进行适当的市政配套设施建设，使土地达到“三通一平”、“五通一平”或“七通一平”的建设条件，再由永兴县政府通过招拍挂出让。永兴县政府按照项目已投资

额的110%确定土地整理结算价款，公司根据永兴县财政局下发的结算确认函确认收入和结转成本。2016-2017年公司均未新增土地整理投资，亦未实现土地整理业务收入。受房地产景气度和政府土地出让计划的影响，未来公司能否取得土地整理业务收入存在较大不确定性。

公司继续获得较大的外部支持

公司是永兴县重要的投融资平台和基础设施建设主体，对永兴县开发建设起到重要的作用。为支持公司发展和保障开发项目顺利有序实施，近年当地政府在财政补助方面持续给予公司较大支持。

2017年，永兴县财政局及上级政府拨付公司财政补助9,587.11万元，占当期利润总额49.39%，有利于提升公司的盈利水平。

表 10 2017 年获得的财政补助情况（单位：万元）

政府补助项目	金额	依据文件
基础建设	2,838.50	永财函〔2017〕128号
基础建设	2,324.00	永财函〔2017〕126号
易地扶贫搬迁	2,036.00	永财函〔2017〕108号
基础建设	873.37	永财函〔2017〕127号
西水河生态休闲风光带项目建设	400.00	永财函〔2017〕133号
其他	1,115.24	-
合计	9,587.11	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

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众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017年审计报告，公司财务报表采用新会计准则编制。2017年新纳入公司合并范围的子公司和不再纳入合并范围的子公司各1家，具体见表2和表3。

资产结构与质量

公司资产规模继续提升，资产主要由土地、项目建设成本和应收款项组成，受限资产和公益性资产规模较大，整体资产流动性较弱

随着代建项目的持续投入，公司资产规模持续扩大，2017年末资产总额为264.66亿元，

同比增长5.40%。流动资产为公司资产的最主要部分，2017年末占比84.59%。

表 11 2016-2017 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	233,263.66	8.81%	151,533.08	6.03%
应收账款	94,593.06	3.57%	85,102.42	3.39%
预付款项	98,168.58	3.71%	76,311.53	3.04%
其他应收款	363,459.67	13.73%	308,089.57	12.27%
存货	1,449,030.07	54.75%	1,490,513.41	59.36%
流动资产合计	2,238,759.45	84.59%	2,111,691.42	84.10%
投资性房地产	61,876.77	2.34%	64,313.04	2.56%
固定资产	29,850.21	1.13%	30,674.89	1.22%
无形资产	280,476.17	10.60%	280,490.76	11.17%
非流动资产合计	407,880.87	15.41%	399,294.87	15.90%
资产总计	2,646,640.32	100.00%	2,510,986.29	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，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、其他应收款和存货组成。2017 年末公司货币资金为23.33亿元，其中存出担保保证金19.48万元，受限资金少。公司应收账款主要为应收政府部门工程款，2017年末其账面价值为9.46亿元，同比增长11.15%，主要包括应收永兴县政府投融资建设管理中心7.18亿元和永兴县财政局1.23亿元的工程款。2017年末公司预付账款主要为预付施工单位的工程款，2017年末为9.82亿元，同比增长28.64%，前五大预付款项占比88.46%，第一大预付款项为预付海南华成建设有限公司永州分公司工程款6.35亿元。公司其他应收款主要为往来款和工程款，2017年末其账面价值为36.35亿元，其中前五大其他应收款占比72.89%，包括应收永兴县建筑工程公司工程款10.67亿元，应收永兴龙华水利投资有限公司往来款6.02亿元、应收永兴县人民政府投融资建设管理中心往来款4.98亿元，应收永兴县物资总公司往来款3.98亿元和应收湖南兴利投资管理有限公司工程款1.38亿元。截至2017年末，公司应收款项账面价值为45.81亿元，占总资产的17.31%，回收期不确定，占用公司资金规模大。2017年末公司存货为144.90亿元，随着代建项目的结转，同比下降2.78%，主要包括土地116.30亿元和项目建设成本28.07亿元，分别占总资产的43.94%和10.61%，同时包含划拨的公益性资产林场0.48亿元；其中已抵押土地为38.11亿元。

公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产和无形资产组成。公司投资性房地产主要为政府注入的房产，2017年末为6.19亿元，同比下降3.79%，主要是计提摊销所致；其中已抵押房产2.01亿元，占比32.44%。2017年末公司固定资产为2.99亿元，主要包括房

产1.41元和划拨的1宗水库用地1.10亿元。2017年末无形资产为28.05亿元，包括24宗土地使用权23.48亿元和1宗林权4.57亿元；其中，已抵押的无形资产9.05亿元，占比32.26%。划拨的公益性资产为公司无形资产的主要部分，2017年末为279,459.41万元，包括划拨的15宗林地230,927.94万元、2宗储备用地2,044.63万元、1宗水库用地794.81万元和1宗林权45,692.03万元。

公司主要资产为土地使用权，2017年末土地使用权账面价值为140.87亿元，与总资产的53.23%；其中，已抵押土地使用权的账面价值为42.59亿元，占土地使用权账面价值总额的30.23%。公司受限资产和公益性资产规模较大，截至2017年末受限资产为49.17亿元，占总资产的18.58%；公益性资产为29.52亿元，占总资产的11.15%。

综上，公司资产规模继续提升，但资产主要为代建项目建设成本、土地使用权和应收款项构成，应收款项回收期不确定，且受限资产和公益性资产规模较大，公司资产整体流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入持续提升，基础设施代建业务收入来源较有保障，但盈利对政府补助依赖较大

公司营业收入主要来源于基础设施代建业务。随着代建项目规模的扩大，公司营业收入实现较快增长。2017年公司营业收入为17.76亿元，同比增长26.28%，其中，基础设施代建收入16.56亿元，同比增加29.01%。截至2017年末，公司主要在代建项目计划总投资34.22亿元，已投资19.26亿元，基础设施代建业务收入来源有一定保障。

2017年公司代建项目按不含税金额结算，基础设施代建业务毛利率提升，带动综合毛利率回升，综合毛利率为12.41%，同比提升1.77个百分点。公司盈利对政府补助依赖较大。2017年，公司实现财政补贴收入为0.96亿元，占利润总额的49.39%。

表 12 2016-2017 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
营业收入	177,564.70	140,615.10
营业利润	19,156.61	2,337.04
其他收益	9,587.11	0.00
营业外收入	511.06	17,071.29
利润总额	19,412.92	18,874.77
综合毛利率	12.41%	10.64%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流有较好改善，但后续代建及自营项目投资规模较大，短期有息债务规模较大，面临较大的资金压力

由于公司将永兴县人民政府投融资建设管理中心用来冲抵其欠公司的往来款计入销售商品、提供劳务收到的现金，公司收现比较高，2017年为1.70。公司其他与经营活动有关的现金流主要为往来款和保证金，2017年其他与经营活动有关的现金净流入4.14亿元。得益于收到大量的往来款，2017年公司经营活动现金流由净流出转为净流入，净流入规模为5.02亿元。

2017年收回投资收到的现金1,389.13万元，主要为收到投资企业的分红。2017年公司投资支付的现金500万元来源于对永兴博华水务有限责任公司的追加投资。2017年公司取得子公司及其他营业单位支付的现金净额1.00亿元，包括收购永兴担保80%股权的0.80亿元和对新设立的联营企业永兴县南岭文化风情园旅游开发有限公司的出资0.20亿元（公司持股比例49%）。受资金拆借和股权投资的影响，2017年公司投资活动现金继续净流出，净流出规模为7.06亿元。2017年公司发行“17永兴01”和“17永兴02”两期债券，募集资金净额为14.87亿元，带动筹资活动现金净流入10.21亿元。

截至2017年末，公司主要在建的代建及自营项目尚需投资约32.56亿元，短期有息债务规模较大，未来面临较大的资金压力。

表 13 2016-2017 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	1.70	2.24
销售商品、提供劳务收到的现金	302,511.56	314,689.94
收到的其他与经营活动有关的现金	76,214.59	10,779.96
经营活动现金流入小计	378,726.16	325,469.90
购买商品、接受劳务支付的现金	287,727.63	269,797.91
支付的其他与经营活动有关的现金	34,779.46	130,963.27
经营活动现金流出小计	328,511.44	404,726.86
经营活动产生的现金流量净额	50,214.72	-79,256.96
投资活动产生的现金流量净额	-70,624.51	-58,301.80
筹资活动产生的现金流量净额	102,120.89	171,049.96
现金及现金等价物净增加额	81,711.10	33,491.21

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模持续增长，债务压力有所加重

得益于当期利润的积累，公司所有者权益稳步提升，但随着债券的发行，公司产权比率提升。截至2017年末，公司所有者权益为171.61亿元，同比增长1.62%；负债总额为93.06亿元，同比增长13.16%；产权比率为54.23%，同比提升5.53个百分点。

表 14 2016-2017 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	930,585.81	822,371.15
所有者权益	1,716,054.51	1,688,615.13
产权比率	54.23%	48.70%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

非流动负债为公司负债的主要部分，2017年末其占比为66.51%，同比提高7.03个百分点。

公司流动负债主要由预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债组成。公司预收款项主要为预收的代建工程款，2017年末为13.39亿元，同比增长3.96%。2017年末公司其他应付款为9.19亿元，同比下降30.64%，包括往来款6.84亿元、暂借款1.66亿元和保证金0.69亿元。2017年末公司一年内到期的非流动负债为5.03亿元，包括一年内到期的长期借款4.54亿元和一年到期的长期应付款0.49亿元。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款和专项应付款组成。2017年末公司长期借款为30.80亿元，其中，抵押借款、质押借款、保证借款和信用借款分别占比54.25%、42.21%、2.56%和0.97%。2017年末公司应付债券余额为23.58亿元，包括“16永银都”8.73亿元、“17永兴01”6.93亿元和“17永兴02”7.92亿元。2017年末公司长期应付款为50,504.15万元，主要为项目建设借入的款项，主要包括扶贫小额信贷项目18,780.00万元、国家开发基金有限公司借款14,406.00万元、中远海运租赁有限公司7,356.56万元、国家专项建设基金-异地扶贫搬迁项目借款4,096.00万元，浙江建设融资租赁有限公司借款2,424.56万元，江苏金融租赁股份有限公司借款1,875.00万元和浙江物产融资租赁有限公司借款1,485.29万元，年利率在1.2%-4.8%之间。公司专项应付款主要为项目建设专项资金，2017年末为22,342.97万元。

表 15 2016-2017 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
预收款项	133,909.93	14.39%	128,805.82	15.66%
其他应付款	91,895.33	9.87%	132,494.71	16.11%

一年内到期的非流动负债	50,302.12	5.41%	47,680.98	5.80%
流动负债合计	311,676.07	33.49%	333,263.99	40.52%
长期借款	308,001.33	33.10%	353,201.91	42.95%
应付债券	235,800.61	25.34%	87,078.25	10.59%
长期应付款	50,504.15	5.43%	35,364.63	4.30%
专项应付款	22,342.97	2.40%	13,462.38	1.64%
非流动负债合计	618,909.74	66.51%	489,107.16	59.48%
负债合计	930,585.81	100.00%	822,371.15	100.00%
其中：有息债务	646,108.21	69.43%	525,325.77	63.88%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司有息债务规模增长较快，偿债压力有所加重。截至2017年末，公司有息负债余额为64.61亿元，同比增长22.99%，其中2018-2020年每年的本金偿还额为14.19亿元、9.08亿元和1.69亿元。

表 16 截至 2017 年 12 月 31 日公司有息负债偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年及以后	合计
本金	141,937.00	90,753.00	16,879.00	396,539.21	646,108.21

资料来源：公司提供

从偿债能力指标来看，2017年末公司资产负债率为35.16%，流动比率和速动比率分别为7.18和2.53。但公司资产主要为土地资产及项目开发成本，应收款项回收期不确定，实际短期偿债能力并不强。公司盈利对债务偿还的保障程度较低，2017年公司EBITDA利息保障倍数为1.28，有息债务与EBITDA的比值为22.20。

表 17 2016-2017 年公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	35.16%	32.75%
流动比率	7.18	6.34
速动比率	2.53	1.86
EBITDA（万元）	29,107.72	24,764.20
EBITDA 利息保障倍数	1.28	1.20
有息债务/EBITDA	22.20	21.21

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

公司对外担保规模较大，面临一定或有负债风险

截至2017年末，公司对外担保金额为17.04亿元，占2017年末净资产的9.93%。担保金额排名前七大的担保对象中，永兴园兴投资建设有限公司、湖南省保障性安居工程投资有

限公司、永兴县建筑工程公司、永兴龙华水利投资有限公司均为国有企业，永兴县土地储备中心为政府部门，北京中财融信投资有限责任公司为民营企业。公司对外担保规模较大，面临一定或有负债风险。

表 18 截至 2017 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

担保对象	担保金额	担保方式
永兴园兴投资建设有限公司	69,873.11	保证担保
永兴县土地储备中心	27,460.59	抵押担保
湖南省保障性安居工程投资有限公司	16,457.43	抵押担保
永兴县建筑工程公司	13,000.00	保证担保
永兴龙华水利投资有限公司	8,000.00	保证担保
北京中财融信投资有限责任公司	8,000.00	保证担保
湖南省闽信工程有限公司	8,000.00	保证担保
郴州兴城环保股份有限公司	1,000.00	保证担保
永兴佳盛环保科技有限公司	1,000.00	保证担保
永兴县东宸有色金属再生利用有限公司	1,000.00	保证担保
永兴县开泰环保科技有限公司	1,000.00	保证担保
永兴县强胜银业有限责任公司	1,000.00	保证担保
永兴县西河铅业有限责任公司	1,000.00	保证担保
永兴县元泰应用材料有限公司	1,000.00	保证担保
永兴县鑫旺有色金属有限公司	900	保证担保
永兴县国有资产经营管理有限公司	600	保证担保
永兴龙山水务有限公司	500	保证担保
永兴县柏林镇中心卫生院	500	保证担保
永兴县碧塘卫生院	500	保证担保
永兴县城郊乡卫生院	500	保证担保
永兴县大布江乡卫生院	500	保证担保
永兴县洞口乡卫生院	500	保证担保
永兴县高亭乡卫生院	500	保证担保
永兴县黄泥镇卫生院	500	保证担保
永兴县金龟镇香梅卫生院	500	保证担保
永兴县金龟中心卫生院	500	保证担保
永兴县鲤鱼塘镇中心卫生院	500	保证担保
永兴县龙形市乡卫生院	500	保证担保
永兴县七甲乡卫生院	500	保证担保
永兴县太和乡卫生院	500	保证担保
永兴县湘阴渡镇卫生院	500	保证担保
永兴县湘永医院	500	保证担保

永兴县洋塘乡卫生院	500	保证担保
永兴县油麻中心卫生院	500	保证担保
永兴县悦来镇卫生院	500	保证担保
永兴县夹口水轮泵电站	152	保证担保
其他零星担保	1,500.00	保证担保
合计	170,443.13	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

2017年，永兴县地区生产总值保持较快增长，经济实力继续增强，为公司发展提供较好基础；公司主要的在建代建项目投资规模较大，未来两个自营项目完工后可带来房屋出租和出售收入，未来收入来源有一定保障；当地政府继续给予公司较多财政补助，外部支持力度仍较大。

同时，我们也关注到，公司主要资产为土地资产、代建项目开发成本和应收款项，应收款项回收期不确定，且受限资产和公益性资产规模较大，资产整体流动性较弱；公司代建及自营项目资金需求量较大，面临的较大资金压力；公司有息债务规模较快增长，偿债压力有所加重；公司对外担保规模较大，面临一定或有负债风险。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	233,263.66	151,533.08	118,041.87
应收账款	94,593.06	85,102.42	48,134.67
预付款项	98,168.58	76,311.53	29,145.06
应收股利	175.40	92.59	168.68
其他应收款	363,459.67	308,089.57	300,465.06
存货	1,449,030.07	1,490,513.41	1,389,150.94
其他流动资产	69.02	48.83	105.79
流动资产合计	2,238,759.45	2,111,691.42	1,885,212.08
可供出售金融资产	22,670.98	12,540.85	10,952.85
长期股权投资	10,832.36	9,084.80	8,847.56
投资性房地产	61,876.77	64,313.04	66,749.32
固定资产	29,850.21	30,674.89	32,057.53
在建工程	938.23	952.30	821.47
无形资产	280,476.17	280,490.76	280,505.34
递延所得税资产	163.15	165.23	157.74
其他非流动资产	1,073.00	1,073.00	573.00
非流动资产合计	407,880.87	399,294.87	400,664.80
资产总计	2,646,640.32	2,510,986.29	2,285,876.87
短期借款	1,500.00	2,000.00	9,700.00
应付账款	221.59	281.74	246.28
预收款项	133,909.93	128,805.82	87,604.10
应付职工薪酬	1,201.08	1,304.39	1,259.68
应交税费	22,807.55	16,834.85	12,152.94
应付利息	8,682.58	3,860.27	0.00
应付股利	8.04	1.24	7.59
其他应付款	91,895.33	132,494.71	153,580.46
一年内到期的非流动负债	50,302.12	47,680.98	60,148.32
其他流动负债	1,147.85	0.00	0.00
流动负债合计	311,676.07	333,263.99	324,699.37
长期借款	308,001.33	353,201.91	266,101.68
应付债券	235,800.61	87,078.25	0.00
长期应付款	50,504.15	35,364.63	20,512.64
专项应付款	22,342.97	13,462.38	3,352.64
递延所得税负债	2,260.68	0.00	0.00

非流动负债合计	618,909.74	489,107.16	289,966.96
负债合计	930,585.81	822,371.15	614,666.32
股本	88,039.19	88,039.19	88,039.19
资本公积	1,496,101.97	1,496,528.11	1,496,528.11
其他综合收益	6,381.21	0.00	0.00
专项储备	11.02	11.02	38.48
盈余公积	2,570.52	2,451.46	2,188.06
未分配利润	100,151.14	81,309.39	64,110.47
归属于母公司所有者权益合计	1,693,255.04	1,668,339.17	1,650,904.32
少数股东权益	22,799.48	20,275.96	20,306.23
所有者权益合计	1,716,054.51	1,688,615.13	1,671,210.55
负债和所有者权益总计	2,646,640.32	2,510,986.29	2,285,876.87

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、营业总收入	177,564.70	140,615.10	125,796.29
其中：营业收入	177,564.70	140,615.10	125,796.29
二、营业总成本	169,717.69	139,726.16	120,833.09
其中：营业成本	155,533.14	125,655.52	109,117.48
税金及附加	2,633.29	1,629.77	1,501.25
销售费用	889.26	541.72	442.91
管理费用	4,338.26	3,982.79	4,698.34
财务费用	5,506.05	5,630.46	3,120.07
资产减值损失	817.70	2,285.90	1,953.04
投资收益	1,724.12	1,448.10	616.11
资产处置收益	-1.63	0.00	0.00
其他收益	9,587.11	0.00	0.00
三、营业利润	19,156.61	2,337.04	5,579.32
加：营业外收入	511.06	17,071.29	13,144.77
减：营业外支出	254.75	533.56	163.02
四、利润总额	19,412.92	18,874.77	18,561.06
减：所得税费用	238.13	1,336.95	2,565.93
五、净利润	19,174.79	17,537.82	15,995.13
少数股东损益	213.98	75.50	137.98
六、综合收益总额	19,174.79	17,537.82	15,995.13

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	302,511.56	314,689.94	99,516.19
收到其他与经营活动有关的现金	76,214.59	10,779.96	85,146.74
经营活动现金流入小计	378,726.16	325,469.90	184,662.93
购买商品、接受劳务支付的现金	287,727.63	269,797.91	189,461.18
支付给职工以及为职工支付的现金	3,311.08	3,047.35	2,516.41
支付的各项税费	2,693.26	918.32	802.37
支付其他与经营活动有关的现金	34,779.46	130,963.27	32,112.89
经营活动现金流出小计	328,511.44	404,726.86	224,892.86
经营活动产生的现金流量净额	50,214.72	-79,256.96	-40,229.92
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	1,389.13	0.00	0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	807.17	1,026.04
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	0.69	379.97
收到其他与投资活动有关的现金	28.23	122.66	0.00
投资活动现金流入小计	1,417.36	930.52	1,406.01
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	729.79	708.91	1,168.36
投资支付的现金	500.00	1,588.00	321.10
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	10,000.00	0.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	60,812.09	56,935.41	40,020.62
投资活动现金流出小计	72,041.88	59,232.32	41,510.07
投资活动产生的现金流量净额	-70,624.51	-58,301.80	-40,104.07
三、筹资活动产生的现金流量：			
取得借款收到的现金	45,377.57	150,093.18	189,604.00
发行债券收到的现金	148,722.36	87,078.25	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	13,108.50	36,169.87	0.00
筹资活动现金流入小计	207,208.44	273,341.29	189,604.00
偿还债务支付的现金	71,151.02	84,151.68	31,935.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	20,374.06	1,829.40	8,679.76
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	111.22	105.77	0.00
支付其他与筹资活动有关的现金	13,562.47	16,310.25	2,707.76
筹资活动现金流出小计	105,087.55	102,291.33	43,322.52
筹资活动产生的现金流量净额	102,120.89	171,049.96	146,281.48
四、现金及现金等价物净增加额	81,711.10	33,491.21	65,947.49

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	18,960.80	17,462.32	15,995.13
加：资产减值准备	817.70	2,285.90	1,953.04
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产、投资性房地产折旧	4,007.67	4,005.00	3,560.39
无形资产摊销	14.59	14.59	69.91
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“－”号填列）	1.63	-0.57	-268.29
财务费用（收益以“－”号填列）	5,672.55	6,061.84	3,243.94
投资损失（收益以“－”号填列）	-1,724.12	-1,448.10	-616.11
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	2.08	-7.49	-13.28
存货的减少（增加以“－”号填列）	55,676.61	-101,339.35	-113,749.64
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	-53,923.08	-215,123.70	9,994.55
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	20,727.78	208,832.59	33,640.74
其他	-19.48	0.00	5,959.69
经营活动产生的现金流量净额	50,214.72	-79,256.96	-40,229.92

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
综合毛利率	12.41%	10.64%	13.26%
收现比	1.70	2.24	0.79
产权比率	54.23%	48.70%	36.78%
有息债务（万元）	646,108.21	525,325.77	356,462.64
资产负债率	35.16%	32.75%	26.89%
流动比率	7.18	6.34	5.81
速动比率	2.53	1.86	1.53
EBITDA（万元）	29,107.72	24,764.20	22,727.55
EBITDA 利息保障倍数	1.28	1.20	2.65

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日纳入公司合并范围的一级子公司

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	主营业务
永兴县交通建设投资有限公司	15,290	100	交通基础设施建设
永兴县自来水公司	1,032	100	自来水生产与供应
永兴县农业发展投资有限公司	8,000	100	农业产业化建设
永兴县城市基础设施建设投资有限公司	18,200	54.95	城市基础设施建设
永兴县水利电力有限责任公司	16,700	94.09	水力发电、水力灌溉
永兴开元投资有限公司	49,909	50.51	项目投资与咨询服务
永兴县房地产开发有限公司	400	100	房地产开发、销售
永兴县保障性安居工程投资有限公司	5,000	100	保障性安居工程投资
永兴县永兴冰糖橙有限责任公司	10,180	65	柑橘类的育苗、种植、加工、销售
湖南永兴信用担保有限公司	10000	80	信贷担保

资料来源：公司 2017 年审计报告和国家企业信用信息公示系统，鹏元整理

附录六 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 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/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	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券+长期应付款

附录七 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。