

信用评级公告

联合〔2021〕837号

联合资信评估股份有限公司通过对岳阳市交通建设投资集团有限公司及其拟发行的 2021 年公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定岳阳市交通建设投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA，2021 年岳阳市交通建设投资集团有限公司公司债券（第一期）的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年三月十日

2021年岳阳市交通建设投资集团有限公司

公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

发行人主体长期信用等级：AA

本期债券信用等级：AA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：10.80 亿元（基础发行额 5.40 亿元，弹性配售额 5.40 亿元）

本期债券期限：3+4 年

偿还方式：按年付息，分期还本

募集资金用途：项目建设和补充流动资金

评级时间：2021 年 3 月 10 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级		aa ⁻	评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	3
		资本结构		4
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
外部支持				1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

岳阳市交通建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）是湖南省岳阳市重要的交通基础设施建设主体，主要承担岳阳市交通类基础设施的投资和建设任务。近年来，岳阳市经济快速发展，公司持续得到岳阳市政府在股权划拨、资金和资产注入等方面的大力支持。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司建设项目投资压力较大、经营性业务存在不确定性等可能对其信用水平带来的不利影响。

公司拟发行的 2021 年岳阳市交通建设投资集团有限公司公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）设置分期还本条款，可在一定程度上减轻公司的集中兑付压力。

未来，公司将继续保持现有业务地位，并有望持续得到岳阳市政府支持，综合竞争实力有望提升，联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，公司本期债券到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势

- 外部发展环境良好。**近年来岳阳市经济快速发展，财政实力较强，经济实力居湖南省第二位。2020 年，岳阳市实现地区生产总值 4001.55 亿元，同比增长 4.2%；完成一般公共预算地方收入 152.7 亿元，同比增长 1.7%。
- 定位明确且持续获得政府大力支持。**公司是岳阳市重要的基础设施建设主体，获得岳阳市政府在股权划拨、资金和资产注入等方面的大力支持。
- 分期还本条款可减轻公司的集中兑付压力。**本期债券设置分期还本条款，在债券存续期的第 3~7 年末，公司等额偿还债券本金的 20%，可在一定程度上减轻公司的集中兑付压力。

分析师:

文 中 登记编号 (R0150220120008)

刘沛伦 登记编号 (R0150221010019)

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址: www.lhratings.com

关注

1. **资产流动性较弱。**公司资产中基础设施建设项目开发成本和土地占比高,应收类款项对资金形成一定占用,受限资产规模较大。
2. **未来筹资压力大。**公司基建项目投资规模大,近两年公司经营活动现金流持续大额净流出,目前在建和拟建项目待投资规模很大,存在较大的筹资压力。
3. **经营性业务收益实现存在不确定性。**公司土地转让收入受市场需求影响大,物流园等经营性项目投资规模较大,且投资回收期较长。
4. **募投项目收益实现存在不确定性。**本期债券募投项目的未来经营收入易受客流及交易量、商业出售和租赁市场波动等因素影响,存在一定的不确定性。

主要财务数据:

合并口径			
项 目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产(亿元)	5.74	3.20	7.44
资产总额(亿元)	30.68	64.19	83.89
所有者权益(亿元)	4.87	34.14	36.62
短期债务(亿元)	3.21	5.92	9.92
长期债务(亿元)	17.26	16.62	24.53
全部债务(亿元)	20.47	22.54	34.45
营业收入(亿元)	9.41	8.66	12.14
利润总额(亿元)	1.59	1.21	0.98
EBITDA(亿元)	1.67	1.24	1.02
经营性净现金流(亿元)	-6.76	-31.63	-5.79
营业利润率(%)	18.54	16.20	10.77
净资产收益率(%)	24.35	2.61	1.95
资产负债率(%)	84.12	46.81	56.34
全部债务资本化比率(%)	80.78	39.77	48.47
流动比率(%)	353.63	474.44	363.41
经营现金流流动负债比(%)	-79.11	-235.54	-26.20
现金短期债务比(倍)	1.79	0.54	0.75
EBITDA 利息倍数(倍)	12.22	18.18	33.92
全部债务/EBITDA(倍)	1.51	1.00	0.72
公司本部(母公司)			
项 目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额(亿元)	31.04	63.74	83.36
所有者权益(亿元)	4.88	34.23	36.93
全部债务(亿元)	19.43	19.98	32.47
营业收入(亿元)	9.38	8.60	8.72
利润总额(亿元)	1.59	1.28	1.30
资产负债率(%)	84.26	46.30	55.70
全部债务资本化比率(%)	79.91	36.86	46.79
流动比率(%)	325.55	435.30	345.30
经营现金流流动负债比(%)	-55.90	-214.69	-23.42

注: 1. 尾差系四舍五入所致; 2. 本报告将长期应付款中有息债务纳入债务计算

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2020/12/30	文中、章进	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表) V3.0.201907	--
AA	稳定	2018/12/29	顾喆彬、任黛云	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2018 年) 城投行业企业主体信用评级模型(2016 年)	--

注: 2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由岳阳市交通建设投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合资信评估股份有限公司

2021 年岳阳市交通建设投资集团有限公司 公司债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

岳阳市交通建设投资集团有限公司（以下简称“公司”）原名“岳阳市交通建设投资有限公司”，是经岳阳市人民政府批准、岳阳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“岳阳市国资委”）出资，于 2010 年 7 月设立的国有独资公司，初始注册资本 1.00 亿元。后经过多次增资，截至 2019 年底，公司注册资本为 15.00 亿元，实收资本为 3.23 亿元¹，岳阳市国资委为公司唯一股东及实际控制人。

公司经营范围：筹集、使用和管理市本级公共基础服务设施建设资金，投资和建设道路、桥梁、隧道、港口、站场等公共基础设施，园区、停车场、中小学公共服务设施、教育体育文化产业的经营和管理，开发和运营智慧城市、大数据平台信息产业，从事土地开发，建筑材料销售，公路建设信息咨询服务。

截至 2019 年底，公司本部内设党群部、融资部、财务部、工程部、综合管理部、人力资源部、审计部、土地开发部、企业发展部、法律事务部和纪检监察部 11 个职能部室；拥有纳入合并范围的子公司 13 家。（详见附件 1-2）

截至 2019 年底，公司资产总额 83.89 亿元；所有者权益 36.62 亿元（含少数股东权益 0.04 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 12.14 亿元，利润总额 0.98 亿元。

公司注册地址：岳阳经济技术开发区旭园路市总工会 8 楼；法定代表人：刘爱军。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

¹根据公司章程，岳阳市国资委计划于 2020 年 12 月 31 日之前完成剩余出资；截至报告出具日，公司实收资本尚未补足，岳阳市国资委计划未来通过股权划转补足剩余注册资本，并修改公司章程中的出资完成时间。

公司计划发行 2021 年岳阳市交通建设投资集团有限公司公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”），发行规模 10.80 亿元，其中基础发行额 5.40 亿元、弹性配售额 5.40 亿元。本期债券期限 7 年，在存续期的第 3 个计息年度末附设公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券按年付息，分期还本，在债券存续期的第 3~7 年末，每年等额偿还债券本金的 20%。募集资金用于岳阳市胥家桥综合物流园城市配送中心项目（以下简称“募投项目”）建设和补充流动资金。

在本期债券存续的第 3 个计息年度末，如投资者行使回售选择权，则回售部分债券本金在当期兑付日偿还，同时公司还需偿还未回售债券本金的 20%；剩余未回售债券本金将于剩余四个计息年度末等额偿还。

2. 本期债券募集资金规模及用途

本期债券募集资金 10.80 亿元，其中基础发行额 5.40 亿元、弹性配售额 5.40 亿元。

在未触发弹性配售条款情况下，本期债券按基础发行规模 5.40 亿元发行，其中 4.00 亿元用于募投项目，1.40 亿元用于补充流动资金。

在触发弹性配售条款情况下，本期债券按计划发行规模 10.80 亿元发行，其中 8.00 亿元用于募投项目，2.80 亿元用于补充流动资金。

表 1 触发弹性配售条款下本期债券募集资金使用情况（单位：亿元、%）

资金用途	项目投资总额	拟使用募集资金	募集资金占投资总额比例
岳阳市胥家桥综合物流园城市配送中心项目	13.02	8.00	61.46
补充流动资金	--	2.80	--
合计	13.02	10.80	--

资料来源：公司提供

募投项目概况

岳阳市胥家桥综合物流园城市配送中心项目位于岳阳市岳阳楼区岳阳胥家桥综合物流园内部。项目规划占地面积317.31亩，总建筑面积263929.00平方米。项目建设内容包括展销中心、分拣仓库、配送仓库、流通加工车间、配套用房、宿舍楼及相关配套附属设施等。募投项目由公司作为实施主体。

募投项目资金来源

募投项目计划总投资13.02亿元，其中项目资本金5.02亿元，占总投资的38.54%；剩余8.00亿元通过融资解决。

项目审批情况

截至2020年底，募投项目已获得相关主管部门的批复，具体批复文件如下：

表2 募投项目批复情况

批准部门	批准文件	批准文号	批文日期
岳阳市规划局	《建设项目选址意见书》	岳规（选）2019008号	2019/4/18
岳阳市发展和改革委员会	《关于岳阳市胥家桥综合物流园城市配送中心项目可行性研究报告的批复》	岳发改审（2019）26号	2019/5/5
岳阳市发展和改革委员会	《关于岳阳市胥家桥综合物流园城市配送中心项目节能报告的批复》	岳发改能审（2019）8号	2019/5/30
岳阳市环境保护局岳阳楼区分局	《关于岳阳市交通建设投资有限公司岳阳市胥家桥综合物流园城市配送中心项目环境影响报告表的批复》	岳阳楼区环批（2019）11号	2019/7/8
岳阳市自然资源和规划局	《关于岳阳市2019年第十七批次建设项目预审意见》	岳资规预审字（2019）17号	2019/7/29

资料来源：公司提供

项目进度

募投项目于2019年12月开工建设，建设工期预计为24个月，计划于2022年投入使用，实际投入使用时间可能会受筹备工作进度和资金到位情况影响，存在一定不确定性。截至2020年底，募投项目已完成330余亩土地报批工作，部分展销中心、分拣中心、配送仓库主体施工已陆续完成，物流总部大楼及公寓楼已召开初步

设计评审会，准备招标挂网。

截至2020年底，募投项目已累计投资2.86亿元，占项目总投资约21.97%。

项目效益

（1）社会效益

根据北京华灵四方投资咨询有限责任公司出具的《岳阳市胥家桥综合物流园城市配送中心项目工程可行性研究报告》（以下简称“《可研报告》”），募投项目的建成将为岳阳市打造现代物流创新发展示范区，有利于解决当前岳阳市城市配送物流与城市发展矛盾日益突出问题，整合散小物流资源、打造综合性物流园区，同时可为岳阳市打造陆港经济，拉动招商引资、增强经济内生活力，促进地方经济的发展。

（2）经济效益

募投项目收入主要包括物业租赁收入、物业销售收入、其他业务收入和货物装卸收入。根据《可研报告》，募投项目预计在本期债券存续期内可实现经营收入13.21亿元，包括物业租赁收入4.06亿元、物业销售收入6.89亿元、其他业务收入0.91亿元和货物装卸收入1.37亿元；项目总投资收益率5.22%，财务内部收益率所得税后为7.28%，所得税后投资回收期为10.12年（含建设期2年）。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导LPR下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，中国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90% 和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，

GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年中国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 3 2016 - 2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP (万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速 (%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速 (%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速 (%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速 (%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速 (%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅 (%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅 (%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率 (%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速 (%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速 (%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016 - 2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年中国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50

万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80% 和 1.20%，东盟成为中国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企业稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1 - 11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值

分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万

元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出中国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 中国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年中国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”

一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度**。2021年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微企业和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为2020年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021年中国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响2020年消费的两大主要因素分别是疫情控制制约和居民收入增速下降，2021年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计2021年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测2021年中国GDP增速将达到8.50%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨

等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆

经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城

投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 4 2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019 年 3 月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退

2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019年5月	财政部	关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019年6月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019年6月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点
2020年1月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年2月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济

适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，

“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

近年来，岳阳市经济快速发展，整体财政实力较强，公司发展的外部环境良好。

岳阳市辖2市4县3区和4个非行政区，总面积1.5万平方公里。岳阳是港口物流城市，拥有163公里长江岸线资源，是国家首批沿江对外开放城市、长江沿岸亿吨级大港城市，城陵矶港是长江八大深水良港之一。岳阳拥有石化、食品两大千亿产业集群，是中南地区重要的石化、造纸、电力能源和再生资源产业基地，北斗应用、生物医药等新兴产业快速发展，拥有国家级开发区岳阳经济技术开发区。岳阳市拥有洞庭湖60%以上的水域面积，正致力于打造全域旅游目的地城市，先后被评为国家历史文化名城、中国优秀旅游城市。截至2019年底，岳阳市常住人口577.13万人，其中城镇常住人口341.66万人，占总人口比重为59.2%。

近年来，岳阳市经济总量不断扩大。根据《岳阳市国民经济和社会发展统计公报》，2017—2019年岳阳市经济持续增长，分别实现地区生产总值3173.63亿元、3474.76亿元和3780.41亿元，长年位居湖南省第二。2019年，岳阳市地区生产总值同比增长8.0%。其中：第一产业增加值380.62亿元，增长3.1%；第二产业增加值1525.83亿元，增长7.9%；第三产业增加值1873.96亿元，增长8.9%，三次产业结构由2017年的11.1:43.8:45.1调整为10.0:40.4:49.6。2019年，岳阳市人均GDP为65357元，较上年增长7.7%。

2017—2018年，岳阳市分别完成固定资产投资2633.55亿元和2912.71亿元，增速分别为13.6%和10.6%。2019年，岳阳市全市固定资产投资比上年增长11.3%，其中工业投资增长28.6%，民生投资增长18.4%，生态投资增长15.4%，基础设施投资下降4.1%，高新技术产业

投资增长67.6%。

根据岳阳市财政局公布的2017—2019年度财政决算草案，2017—2019年，岳阳市全市一般公共预算地方收入分别为152.14亿元、143.89亿元和150.18亿元，增速分别为0.1%、-5.4%和4.4%。其中，2019年完成税收收入96.14亿元，增长4.79%，在一般公共预算收入中的占比为64.02%。2019年，岳阳市全市完成一般公共预算支出532.43亿元，财政自给率为28.21%。2017—2019年，岳阳市上级补助收入分别为259.42亿元、282.28亿元和279.68亿元；政府性基金收入分别为93.87亿元、254.29亿元和243.57亿元。

截至2019年底，岳阳市全市地方政府债务余额549.42亿元，政府债务负担尚可。

根据岳阳市统计局发布的简报，2020年岳阳市地区生产总值为4001.55亿元，按可比价格计算，同比增长4.2%。根据岳阳市财政局发布的《关于岳阳市2020年预算执行情况与2021年预算草案的报告》，2020年岳阳市完成一般公共预算收入152.7亿元，同比增长1.7%；完成一般公共预算支出539.2亿元，同比增长1.3%。

五、基础素质分析

公司是岳阳市重要的基础设施建设投融资主体，主要承担岳阳市交通类基础设施的投资和建设任务。自公司成立以来，岳阳市政府在股权划转、资金和资产注入等方面给予了公司有力支持。

1. 股权状况

截至2020年9月底，公司注册资本为15.00亿元，实收资本为3.23亿元，岳阳市国资委为公司唯一股东和实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是岳阳市重要的基础设施建设主体，

主要承担岳阳市交通类基础设施的投资和建设任务。

除公司外，岳阳市另有四家重要的市级国有企业，其中岳阳市城市建设投资有限公司（以下简称“岳阳城投”）主要承担城市基础设施、重大城建项目的投资与建设、项目开发与管理等职责，与公司业务类型相近，但在业务区域上与公司有所区分。在交通类基础设施建设方面，岳阳城投承担城市核心区的交通基础设施建设业务，公司承担城区周边范围内的交通基础设施建设项目，与岳阳城投不存在明显的业务竞争关系。

其他三家分别为岳阳市国有资产经营有限责任公司、岳阳市公共交通集团有限责任公司和岳阳市粮油工业饲料公司，分别主要负责国有股权管理与经营、公共交通客运和粮油产品的制造与销售，与公司业务范围差别较大。

表 5 岳阳市市级基础设施建设主体 2019 年主要财务数据

(单位: 亿元、%)

公司名称	资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额	资产负债率
岳阳市城市建设投资有限公司	741.91	163.25	41.06	3.51	78.00
岳阳市交通建设投资集团有限公司	83.89	36.62	12.14	0.98	56.34

资料来源：联合资信根据公开资料整理

3. 人员素质

截至 2020 年 9 月底，公司共拥有董事 7 名、监事 5 名和高级管理人员 6 名。

公司董事长刘爱军先生，1973 年出生，本科学历；历任湖南省电信有限公司岳阳市分公司岳阳电信局局长，湖南电信实业集团观音岩建设工程办公室主任（副处级），湖南省电信有限公司岳阳市分公司副总经理、党委委员，中国电信股份有限公司岳阳分公司副总经理、党委委员，岳阳三荷机场投资建设管理有限公司总经理；自 2019 年 7 月起担任公司董事长。

公司总经理湛曦先生，1970 年出生，本科学历；历任华容县交通规费征稽所所长，岳阳市交通规费征稽处副处长、纪委书记，岳阳市

交通规费征稽处党委委员、副处长，岳阳市城市公交管理局副局长、岳阳市城市公交执法支队副支队长，公司副总经理、城市公交管理局副局长；自 2019 年 7 月起担任公司总经理。

截至 2020 年 6 月底，公司在职员工合计 70 人；其中本科及以上学历人员占 71%，大专及以下学历人员 29%；30 岁以下人员占 51%，30~50 岁人员占 44%，50 岁以上人员占 5%。

4. 外部支持

近年来，岳阳市政府在股权划转、资金和资产注入等方面给予了公司有力支持。

(1) 股权划转

经岳阳市人民政府、岳阳市国资委批准（岳国资〔2019〕54 号），经董事会作出决议、股东做出决定，2019 年 7 月 1 日公司吸收合并岳阳市教育建设投资有限公司（以下简称“岳阳教投”）。原岳阳教投下设的岳阳市教图科技发展有限公司、岳阳市云梦科教书刊有限公司和岳阳市教投物业管理有限公司共 3 家全资子公司变成公司的全资子公司，同时注销岳阳教投。截至 2018 年底，岳阳教投净资产 1.72 亿元，计入公司“资本公积”。

(2) 资本金注入

2018 年，公司收到财政资金 28.17 亿元，根据《岳阳市国资委关于同意增加国有资本金的批复》（岳国资〔2018〕184 号），公司将其计入“资本公积”。

(3) 土地资产注入

2010 年 6 月，岳阳市政府将五里牌路以北的土地注入公司。该块土地使用权面积为 2.60 万平方米。根据湖南三湘资产评估有限公司出具的《土地评估报告书》（湘三湘验评字〔2010〕第 192-1 号），该块土地在土地评估基准日的评估价值为 0.51 亿元。

(4) 财政补贴

2019 年，公司收到财政补贴 0.03 亿元，计入“其他收益”。

5. 企业信用记录

根据企业信用报告（授信机构版）（中征码 4306000000599808），截至 2021 年 2 月 19 日，公司本部无未结清及已结清不良信贷记录，过往信用记录良好。

六、管理分析

公司按照现代企业制度要求，建立了较为规范的法人治理结构和较为完善的管理制度，能满足日常经营管理需要。

1. 法人治理结构

公司建立了较规范的法人治理结构，初步形成了决策机构、监督机构和经营层之间各负其责、协调运转的治理机制。

公司不设股东会，岳阳市国资委为公司唯一股东。

公司设董事会，由 7 名董事组成，包括职工代表董事 1 人，由职工代表大会或职工大会或其他民主形式选举产生，非职工董事均由岳阳市国资委委派。董事会设董事长 1 名，董事长是公司的法定代表人，由岳阳市国资委从董事会成员中指定。董事每届任期 3 年，任期届满，可连选连任。董事会对出资人负责，主要行使以下职权：执行出资人的决议，决定公司的经营计划和投资方案等。

公司设监事会，监事会成员 5 名。监事会主席、非职工监事由岳阳市国资委委派。监事会中有职工代表 2 人，由职工代表大会或职工大会或其他民主形式选举产生。监事每届任期三年，任期届满可连选连任。监事会行使检查公司财务，对董事和高级管理人员的行为进行监督等职权。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或者解聘，总经理对董事会负责，行使主持集团公司的生产经营管理工作、组织实施集团公司年度经营计划和投资方案等职权。

2. 管理水平

公司本部内设综合管理部、党群部、纪检监察部、财务部、融资部等 11 个职能部室，部门设置基本满足现阶段经营管理需要。公司根据需要，从融资管理、项目建设管理、安全生产、招投标管理等方面入手，建立了较为完善的规章制度体系。

融资管理方面，公司制定了《融资管理制度》，从融资工作的决策控制、执行控制、监督检查加以规范。制度要求所有融资方案需交由公司党委会及相关决策会议进行决定，根据会议决定的授权由相关的高管层人员审批实施。制度要求公司应在法律、执行、偿债能力及监督检查等多个层面强化内部管理以控制融资风险。

项目建设管理方面，公司制定了《项目建设管理制度》，从项目施工现场管理、工程进度管理、工程质量管理、工程成本控制、工程监理、设计管理、竣工验收与移交等方面所涉及的合规流程、风险控制、违约责任等方面作出规定。

安全生产方面，公司制定了《安全生产管理制度》，对安全生产管理目标、安全生产责任、施工安全管理作出规定。公司安全生产管理的目标为伤亡事故控制、安全环保达标、实现文明施工。

招投标管理方面，公司制定了《招投标管理制度》，对招投标工作的流程、招标范围、施工单位选定方式、招标监督作出规定。公司设立专职招标办公室，由总经理担任办公室主任。公司拟通过《招投标管理制度》规范公司的招投标行为，优化招投标结果。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事道路等交通类基础设施的建设业务，2019 年起公司新增钢材贸易业务和土地转让收入。近年来，公司营业收入波动增长，由于毛利率较低的业务收入占比提升，公司综

合毛利率持续下降。

2017—2019 年，公司分别实现营业收入 9.41 亿元、8.66 亿元和 12.14 亿元，公司收入规模波动上升，收入结构变化较大。2017 年，公司营业收入主要由项目建设收入（占 78.62%）和土地整理收入（占 21.06%）构成；由于土地整理业务系公司非经常性业务，2018 年起公司未实现土地整理收入，2018 年公司营业收入中项目建设收入占 99.27%；2019 年，公司新增贸易和土地转让业务，项目建设收入占比降至

33.67%，贸易和土地转让收入分别占 37.62%和 24.79%。

从毛利率来看，近三年公司综合毛利率持续下降，分别为 19.04%、16.67%和 11.44%，主要系毛利率较低的贸易业务收入占比提升。公司项目建设业务毛利率较为稳定，近三年维持在 17%左右；2017 年确认收入的土地整理业务毛利率较高，为 23.51%；2019 年新增的贸易业务毛利率较低，为 2.24%，新增的土地转让业务当年毛利率为 15.10%。

表 6 公司营业收入构成与毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
项目建设	73950.19	78.62	17.77	85990.87	99.27	16.67	40889.93	33.67	17.60
贸易	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--	45680.59	37.62	2.24
土地整理/转让	19806.90	21.06	23.51	0.00	0.00	--	30108.00	24.79	15.10
工程施工	220.70	0.23	39.73	502.76	0.58	13.67	3165.74	2.61	13.68
其他	84.34	0.09	29.86	131.07	0.15	30.73	1594.18	1.31	43.54
合计	94062.13	100.00	19.04	86624.70	100.00	16.67	121438.44	100.00	11.44

资料来源：联合资信根据审计报告和财务报表整理

2. 业务经营分析

（1）基础设施建设

公司受岳阳市交通运输局等政府单位委托开展岳阳市城区周边的交通基础设施建设、管网建设和棚改及安置房建设等工作，公司承担前期资金投入，待项目竣工验收后按照成本加成确定项目结算价款并签订结算协议。近年来，公司项目建设收入波动下降，回款质量一般。

公司承担的基础设施建设项目主要以岳阳市政府通过政府文件形式下发的建设任务为依据，主要由岳阳市交通运输局与公司签订委托代建协议，公司承担项目建设的初期资金投入，待项目竣工验收后，委托方与公司签订项目结算协议，对项目进行结算和支付。结算协议对委托方应支付的项目价款作出约定，项目结算内容包括对建安工程费用、工程建设其他费用、预备费用、建设期贷款利息备用等项目投资总额进行确认；需整理土地的工程项目还需对土地整理支出进行确认。代建协议中约定基础设

施建设项目成本加成比例为 25%，最终以双方签订的项目结算协议为准。

公司承接的基础设施建设项目以岳阳市城区周边的交通类基础设施为主，还包括少量棚户区改造与安置房建设、水务设施建设等项目，均采用以上委托代建模式。其中，棚户区改造与安置房建设项目共 3 个，均仍在建设中，代建协议系与岳阳市交通运输局签订，公司暂无拟建棚户区改造与安置房建设项目；水务设施建设项目共 1 个，即云溪供水工程（临湖公路供水管线），已于 2019 年完工结算确认收入，代建协议系与岳阳市水务集团有限公司签订，公司暂无拟建水务设施建设项目。

截至 2019 年底，公司所有在建委托代建项目均已与岳阳市交通运输局签订代建协议，协议书中约定项目移交时公司按审定的工程投资额加成 25% 计算确认代建收入，代建款于移交使用之日起 3 年内付清。

2017—2019 年，公司结算了赶山东路、临

湖公路、岳阳东客运枢纽项目一期和云溪供水工程（临湖公路供水管线）项目，分别确认收入 7.40 亿元、8.60 亿元和 4.09 亿元，截至 2019 年底累计收到回款 12.35 亿元。

截至 2019 年底，公司主要在建项目包括岳阳东客运枢纽项目、赶山东路二期、长康路等。公司在建项目计划总投资为 79.74 亿元，已投

资 27.77 亿元，尚需投资 51.98 亿元；2020—2022 年拟分别投资 23.08 亿元、18.64 亿元和 8.52 亿元。截至 2019 年底，公司拟建项目包括青年西路提质改造工程、G353 洞庭湖大桥至岳阳东站（北环线）等，计划总投资 9.07 亿元。公司项目储备较为充足但未来资本支出压力很大。

表 7 截至 2019 年底公司主要在建基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资金额	待投资金额	未来投资计划		
				2020 年	2021 年	2022 年
岳阳东客运枢纽项目	158987.29	20126.35	138860.94	76942.07	61918.87	-
赶山东路二期	89189.84	14349.42	74840.42	41162.23	33678.19	-
太阳桥互通 980 米项目	18000.00	9721.04	8278.96	2483.69	2483.69	3311.58
长康路（冷水铺路互通-奇西路）工程	68627.00	53706.21	14920.79	14920.79	-	-
岳阳市 G107 线跨巴陵东路皇姑塘立交工程	50122.00	37028.12	13093.88	3928.17	9165.72	-
长康南路（长康路南段（G107 段）提质改造工程	143925.88	38818.42	105107.46	21021.49	31532.24	52553.73
G353 岳阳土马至岳阳东站公路及联合村至三荷机场公路工程	107145.00	17734.57	89410.43	15161.82	36495.48	20495.24
岳阳市监管中心进出口道路工程	16531.45	14857.57	1673.88	1673.88	-	-
枫树山路	40577.90	1228.34	39349.56	39349.56	-	-
尹家冲路	6191.30	539.34	5651.96	5651.96	-	-
郭镇泵站至湖滨大道配套设施工程（赶山路污水管网工程）	4607.60	3260.42	1347.18	1347.18	-	-
原岳港棚户区改造	18510.00	11371.09	7138.91	2498.62	3212.51	1427.78
赶山片区安置房项目	33000.00	26462.58	6537.42	1961.22	4576.19	-
赶山路周边棚户区改造项目（一期）	42000.00	28457.64	13542.36	2708.47	3385.59	7448.30
合计	797415.26	277661.11	519754.15	230811.15	186448.48	85236.63

注：岳阳东客运枢纽项目中的一期于 2019 年结算确认收入，但一期计划总投资和已投资额未从表中剔除
资料来源：公司提供

（2）土地整理/土地转让

土地整理系公司非持续性业务，2017 年实现土地整理收入后未继续开展；2019 年公司新增土地转让收入，系将所持土地委托至土储中心挂牌转让产生。土地转让受市场需求影响较大，收入实现存在不确定性。

土地整理业务系公司非持续性业务，2015 年，公司承接了赶山片区路网配套建设工程附属的土地整理开发项目，该地块于 2017 年收储出让后，公司收到了岳阳市土地储备中心拨付的土地整理成本和收益，并确认了土地整理收入 1.98 亿元。公司未开展其他土地整理项目。

土地转让方面，公司通过公开竞拍取得土

地后，对地块周边的道路和绿化等基础设施进行进一步完善，当开发商有意开发公司所持土地并与公司达成初步合作意向后，公司委托第三方评估公司对相关土地进行评估定价，随后委托岳阳市土地储备中心挂牌转让，岳阳市土地储备中心收到开发商缴纳的土地款项后扣除增值税和手续费，随后拨付给公司。2019 年，公司共确认了 2 宗土地转让收入，受让人系公司参股公司岳阳澳海房地产开发有限公司，公司共确认土地转让收入 3.01 亿元。由于土地转让款来自受让人分期缴付的土地出让金，截至 2019 年底，尚有 2.83 亿元未回款。

截至 2019 年底，公司持有的可供开发经营

性用地面积共计 38.34 万亩，主要位于赶山片区，账面价值 29.95 亿元，后续出让依赖区域土地市场发展，具有不确定性。

表 8 2019 年土地转让项目收入情况
(单位：平方米、万元)

出让地块	面积	出让价格	确认收入
岳土网挂(2019)09号	41712.00	12500.00	7467.26
岳土网挂(2019)08号	92523.00	37900.00	22640.74
合计	134235.00	50400.00	30108.00

注：2019 年公司土地转让交易涉及出让价格 50400.00 万元扣除 5% 的增值税、3.5% 的手续费后，公司本部财务报表确认收入 46320.00 万元，由于公司持有岳阳澳海房地产开发有限公司 35% 的股份，合并报表经进行抵消后，合并口径确认收入为 30108.00 万元
资料来源：公司提供

(3) 经营性业务

公司经营性业务主要包括商业物业、物流园和停车场项目的开发和运营，待投资规模较大，投资回收期较长。

公司在建经营性项目中，商业物业项目主要是公司承接的基础设施建设项目周边的物业开发，由公司自主建设和经营，通过对外租售实现资金平衡，公司在建商业物业项目总投资规模约 4.65 亿元，待投资 3.59 亿元；岳阳市胥家桥综合物流园城市配送中心即本期债券募投项目，计划总投资 13.02 亿元，目前尚处于投资初期，未来将通过物业租赁收入、物业销售收入、其他业务收入和货物装卸收入实现收益。

公司拟建经营性项目以物流园和停车场建设为主。岳阳城市综合物流园项目(不包含城市配送中心)建设内容包括公寓、酒店、商务写字楼、物流企业办公楼、商贸展示中心、配送控制中心、信息服务中心、货运车辆交易中心、文化活动中心、住宅、加油站、仓库等功能建筑，以及园区道路、广场、绿化、给排水、电力、通信等配套设施建设。岳阳城市综合物流园项目总用地面积 5183.25 亩，分四期实施，其中一期已立项启动建设，项目采用 PPP 模式开发，总投资 29.73 亿元，公司担任政府方代表出资 30%，计划于 2022 年建成；剩余三期具体开发模式尚未确定。停车场建设方面，公司

承接了岳阳市多个社会停车场的建设和经营项目，未来将通过停车费、物业租赁管理费及综合管理服务费实现资金平衡。

截至 2019 年底，公司拟建和在建经营性项目计划总投资 35.76 亿元，待投资 33.63 亿元，公司面临较大的资金压力。

表 9 2019 年底公司主要经营性项目情况
(单位：亿元)

项目名称	总投资	已投资	待投资
在建项目			
工人文化宫项目	2.80	0.03	2.77
岳阳东站广场提质改造项目	0.77	0.37	0.40
高铁东站出口改造北侧站房加盖项目	1.00	0.58	0.42
岳阳市胥家桥综合物流园城市配送中心	13.02	1.14	11.88
小计	17.59	2.12	15.46
拟建项目			
胥家桥综合物流园一期 PPP 项目	8.92	0.00	8.92
胥家桥综合物流园首开区配套道路项目	3.60	0.00	3.60
岳阳市南湖景区周边地下停车场项目	1.30	0.00	1.30
岳阳市商业步行街周边地下停车场项目	1.50	0.00	1.50
赶山西路社会停车场项目	1.35	0.00	1.35
岳阳楼区巴陵大桥桥下社会停车场项目	1.50	0.00	1.50
小计	18.17	0.00	18.17
合计	35.76	2.12	33.63

注：1. 工人文化宫项目包含工人文化宫改建和物业开发，其中改建部分政府已拨付专项资金建设，物业开发部分采用市场化模式建设和经营；2. 表中“胥家桥综合物流园一期 PPP 项目”列示的计划总投资为公司需要承担的部分；3. 尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

(4) 贸易

公司依托自身基础设施建设业务，自 2019 年起开展钢材贸易业务，该业务主要依靠渠道资源盈利，毛利率较低。

公司贸易业务由子公司岳阳市交投诺一商贸有限公司(以下简称“诺一商贸”)负责经营，贸易品种以钢材为主，业务主要来自少数股东湖南省诺一网络科技有限公司(持股 40%)的业务渠道以及公司基建业务施工方的采购需求。公司钢材贸易业务订单大部分采用预收款方式，少量需要公司垫资。预收款模式下，货物由客户自提；垫资模式下，公司与客户达成合作协议后，将货物从供应商处直接运往客户指定交

货地点，不涉及仓储环节，以客户签收货物作为收入确认的依据和时点。

2019年，公司实现贸易收入4.57亿元，毛利率为2.24%。公司贸易业务供应商较为集中，主要为湖北金盛兰冶金科技有限公司、安徽贵航特钢有限公司和钢棒棒电子商务有限公司；客户较为分散，2019年前五大客户交易金额在总收入中的占比为28.56%。

表10 2019年公司钢材贸易业务主要客户和供应商情况（单位：万元、%）

客户名称	金额	占比
中铁六局集团太原铁路建设有限公司	4272.57	9.35
湖南桂鑫钢材贸易有限公司	3991.15	8.74
湖南巴铁物资贸易有限公司	2507.51	5.49
湖南振邦物流有限公司	1265.05	2.77
湖南泽联经贸有限公司	1011.44	2.21
合计	13047.73	28.56
供应商名称	金额	占比
湖北金盛兰冶金科技有限公司	25755.11	57.67
安徽贵航特钢有限公司	8796.13	19.70
钢棒棒电子商务有限公司	5159.68	11.55
湖南华菱涟钢薄板有限公司	2329.64	5.22
湖南天鑫诺一商贸有限公司	887.33	1.99
合计	42927.90	96.13

资料来源：公司提供

（5）其他业务

公司其他业务主要包括工程施工业务、广告牌出租业务和图文业务，收入规模较小但近年来大幅增长，2017—2019年分别确认收入0.03亿元、0.06亿元和0.48亿元。

工程施工业务主要由子公司岳阳市交投园林绿化有限公司（以下简称“园林公司”）负责，采用市场化经营，2019年公司确认工程施工收入0.32亿元。园林公司具有市政公用工程施工总承包叁级、城市及道路照明工程专业承包叁级资质，主要在岳阳市内承担小型市政工程项目。目前主要的在建项目包括长康南路绿化工程、皇姑塘以北长康路绿化提质改造工程、皇姑塘以南长康路绿化提质改造工程和岳阳市皇姑塘立交桥项目景观工程等，主要系绿化工程

建设。

广告牌出租及图文业务主要由子公司岳阳交投文化传媒有限公司承担，收入规模较小。

3. 未来发展

未来，公司将继续定位为岳阳市主要的城市基础设施建设主体之一，公司正积极发展地产开发、沥青生产、移动互联等传统及新兴产业，丰富收入来源，提升盈利能力。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017—2019年三年连审财务报表，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2019年底，公司拥有纳入合并范围的子公司13家。2018年，公司合并范围新增2家新设立的全资子公司；2019年，公司新设立4家全资子公司，吸收合并岳阳市教育建设投资有限公司（现已注销）及其下属3家子公司。其中新设立的诺一商贸营业收入规模较大，吸收合并及新设立的子公司规模较小。整体来看，公司财务数据可比性一般。

截至2019年底，公司资产总额83.89亿元；所有者权益36.62亿元（含少数股东权益0.04亿元）。2019年，公司实现营业收入12.14亿元，利润总额0.98亿元。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模快速增长，以流动资产为主，其中以开发成本和土地为主的存货占比高，应收类款项对资金形成一定占用，受限资产规模较大；公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2017—2019年，公司资产规模快速增长，年均复合增长65.36%，主要来自流动资产的增加。2019年底，公司资产总额83.89亿元，较2018年底增长30.68%，以流动资产为主（占95.67%）。

表 11 公司主要资产构成情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.74	18.71	3.20	4.99	7.44	8.87
应收账款	6.50	21.19	10.84	16.89	11.25	13.41
其他应收款	0.19	0.62	0.20	0.31	1.01	1.20
存货	17.77	57.92	49.43	77.01	60.38	71.98
流动资产	30.22	98.50	63.71	99.25	80.26	95.67
非流动资产	0.46	1.50	0.48	0.75	3.63	4.33
资产总额	30.68	100.00	64.19	100.00	83.89	100.00

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

流动资产

2017—2019 年, 公司流动资产大幅增长, 年均复合增长 62.98%, 主要来自应收账款和存货的增加。2019 年底, 公司流动资产 80.26 亿元, 较 2018 年底增长 25.97%, 主要构成为货币资金 (占 9.27%)、应收账款 (占 14.02%) 和存货 (占 75.23%)。

2017—2019 年, 公司货币资金波动增长, 年均复合增长 13.78%, 主要公司筹资力度较大; 2019 年底, 公司货币资金较 2018 年底增加 4.24 亿元至 7.44 亿元, 其中 0.16 亿元作为贷款保证金使用权受限。

2017—2019 年, 公司应收账款快速增长, 年均复合增长 31.60%, 2019 年底为 11.25 亿元, 较 2018 年底增加 0.41 亿元, 已计提坏账准备 362.29 万元。公司应收账款对象主要是岳阳市交通运输局、岳阳市财政局和岳阳市水务集团有限公司, 三者应收账款余额中的占比分别为 51.70%、26.07% 和 19.58%, 对公司资金形成较大占用。

2019 年底, 公司其他应收款余额 1.01 亿元, 较 2018 年底增加 0.81 亿元, 其中新增保证金 0.77 亿元, 系交至岳阳市公共资源交易中心的土地竞买保证金。除保证金外, 公司其他应收款主要是往来款, 规模较小且近年来变化不大, 往来款对象主要是公司参股子公司岳阳市国鑫能源经营有限公司, 坏账风险较小, 往来款账龄主要为 2~3 年。

2017—2019 年, 公司存货快速增长, 年均

复合增长 84.32%, 主要系开发成本不断增长以及 2018 年公司购入大量土地。2019 年底, 公司存货 60.38 亿元, 包括 29.91 亿元开发成本 (主要为在建的基础设施建设工程项目、棚改项目和安置房项目成本) 和 30.45 亿元存量土地, 较 2018 年底分别增加 10.27 亿元和 0.66 亿元, 均未计提跌价准备。公司存货中 13.66 亿元的土地已用于借款抵押。

非流动资产

2017—2019 年, 公司非流动资产有所增长, 分别为 0.46 亿元、0.48 亿元和 3.63 亿元。2019 年底, 公司非流动资产主要构成为无形资产 (外购财务软件) 和其他非流动资产。2019 年底, 公司其他非流动资产余额 1.98 亿元, 主要包括岳阳市政府有偿注入的洞庭大桥养护中心和边检大楼 1.00 亿元, 待完成结算和权属证明变更程序后将转入固定资产。

截至 2019 年底, 公司所有权或使用权受限的资产规模共计 13.83 亿元, 包括货币资金 0.16 亿元和存货 13.67 亿元, 受限资产在资产总额中占 16.49%。

3. 负债和所有者权益

公司所有者权益以资本公积及实收资本为主, 主要为政府注入的资本金。近年来, 公司债务规模快速增长, 以长期债务为主, 整体债务负担尚可。未来随着项目建设的推进, 公司债务规模或将继续增长。

所有者权益

2017—2019年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 174.23%，主要系 2018 年资本公积大幅增加所致。2019 年底，公司所有者权益较 2018 年底增长 7.26%至 36.62 亿元，主要由实收资本（占 8.82%）和资本公积（占 82.31%）构成。公司资本公积主要是 2018 年岳阳市政府注入的资本金 28.17 亿元。

负债

2017—2019 年，公司负债规模快速增长，年均复合增长 35.33%。2019 年底，公司负债总额 47.26 亿元，较 2018 年底增长 57.30%，流动负债和非流动负债均有所增长。2019 年底，公司负债结构较均衡，其中非流动负债占 53.27%。

2017—2019 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 60.77%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增长。2019 年底，公司流动负债 22.08 亿元，主要由应付账款（占 19.02%）、应交税费（占 11.03%）、其它应付款（占 23.75%）和一年内到期的非流动负债（占 43.11%）构成。

2017—2019 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 61.41%，系应付施工方资金增加所致；2019 年底，公司应付账款较 2018 年底增加 0.56 亿元至 4.20 亿元，主要为应付施工方的工程款。

2017—2019 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 41.12%；2019 年底，公司其它应付款较 2018 年底增加 3.07 亿元至 5.24 亿元，主要构成为往来款。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 72.27%，2019 年底为 9.52 亿元，以一年内到期的长期借款为主。

2017—2019 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 20.77%，2019 年底，公司非流动负债较 2018 年底大幅增长 51.52%至 25.18 亿元，主要是长期借款和长期应付款大幅增长。2019 年底，公司非流动负债主要构成为长期借款（占 81.94%）和长期应付款（占 15.50%）。

2017—2019 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 20.17%；2019 年底，公司长期借款较 2018 年底增加 6.36 亿元至 20.63 亿元，其中信用借款 1.04 亿元、保证借款 2.41 亿元、质押借款 3.10 亿元、抵押+保证借款 9.01 亿元、抵押+质押借款 4.92 亿元。保证借款的增信主要包括岳阳市城市建设投资有限公司为公司提供的担保以及公司本部为子公司提供的担保，抵质押借款的抵质押物主要是公司代建协议享有的权益及土地。

2017—2019 年，公司长期应付款波动增长，年均复合增长 14.50%。2019 年底，公司长期应付款 3.90 亿元，均为金融租赁公司和非金融机构借款，本报告将其纳入长期债务核算。

2019 年底，公司新增专项应付款 0.40 亿元，系政府拨付的工人文化宫项目专项资金。

有息债务方面，2017—2019 年，公司全部债务快速增长，年均复合增长 29.74%。2019 年底，公司全部债务 34.45 亿元，较 2018 年底增长 52.85%，主要是一年内到期的非流动负债和长期借款大幅增长。其中，短期债务占 28.80%，长期债务占 71.20%，公司债务以长期债务为主。

表 12 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
短期债务	3.21	5.92	9.92
长期债务	17.26	16.62	24.53
全部债务	20.47	22.54	34.45
长期债务资本化比率	77.99	32.73	40.11
全部债务资本化比率	80.78	39.77	48.47
资产负债率	84.12	46.81	56.34

注：已将长期应付款纳入长期债务核算

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

债务指标方面，2017—2019 年，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率及资产负债率均波动下降，主要受益于 2018 年政府注资带动公司所有者权益增长。

从 2020 年底公司有息债务到期分布情况来看，2021—2023 年公司分别需偿还还有息债务本金（考虑债券回售）7.62 亿元、1.90 亿元和

25.96 亿元。由于公司自 2020 年开始扩大融资规模,当年发行的债券以 3 年期为主,公司 2023 年待偿还债务规模较大。

4. 盈利能力

随着业务规模扩大,公司营业收入波动增长,受新增贸易业务的利润率较低影响,公司整体盈利能力有所下降。

2017—2019 年,公司营业收入波动增长,年均复合增长 13.62%。2019 年,公司实现营业收入 12.14 亿元;同期,公司营业成本年均复合增长 18.84%,2019 年为 10.75 亿元;公司营业利润率持续下降至 10.77%。

2017—2019 年,公司期间费用快速增长,年均复合增长 57.27%,主要是合并范围扩大所致,2019 年为 0.35 亿元。2017—2019 年,期间费用占营业收入的比重分别为 1.50%、2.30% 和 2.87%。公司期间费用主要为管理费用,对公司利润影响较小。

2017—2019 年,公司利润总额持续下降,2019 年为 0.98 亿元,其中包含其他收益(政府补助)0.03 亿元和营业外收入 10.01 万元。公司利润总额主要由营业利润构成,且对政府补助依赖小。

表 13 公司盈利能力情况(单位:亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	9.41	8.66	12.14
利润总额	1.59	1.21	0.98
营业利润率	18.54	16.20	10.77
总资本收益率	4.98	1.60	1.02
净资产收益率	24.35	2.61	1.95

资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

盈利能力指标方面,2017—2019 年,公司总资本收益率和净资产收益率下降幅度较大,主要受 2018 年底公司所有者权益大幅增长影响;2019 年分别为 1.02%和 1.95%。

5. 现金流

近年来,受主营业务投入规模较大影响,公司经营活动现金流一直处于净流出状态。公

司经营现金需求对外部融资依赖程度高。

从经营活动来看,2017—2019 年,公司经营活动现金流入快速增长,2019 年增至 19.70 亿元。同期,公司销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金均大幅增长,2019 年分别增至 14.75 亿元和 4.95 亿元。公司收到其他与经营活动有关的现金主要为往来款。2017—2019 年,公司现金收入比持续提升,分别为 34.52%、53.38%和 121.46%,公司整体收入实现质量受政府资金拨付效率影响较大。2017—2019 年,公司经营活动现金流出波动增长,2019 年为 25.48 亿元,主要为购买商品、接受劳务支付的现金 22.03 亿元。2017—2019 年,公司经营活动产生的现金流量净额持续为负,波动较大,分别为-6.76 亿元、-31.63 亿元和-5.79 亿元。

投资活动方面,2017—2018 年,公司投资活动无现金流入,2019 年,公司处置少量土地收到现金 0.04 亿元,因划入子公司收到现金 0.51 亿元;公司投资活动现金流出主要为追加对联营企业的投资和购入办公设备等。2017—2019 年,公司投资活动产生的现金流量净额分别为-0.04 亿元、-0.14 亿元和 0.06 亿元。

从筹资活动来看,2017—2019 年,公司筹资活动现金流入波动上升。2018 年为 34.24 亿元,主要是收到财政拨款 28.40 亿元;2019 年为 18.29 亿元,主要为新增长期借款和非金融机构借款。同期,公司筹资活动现金流出波动增长,2019 年为 8.50 亿元,均用于偿还债务本息。2017—2019 年,公司筹资活动现金流量净额分别为 6.82 亿元、29.23 亿元和 9.79 亿元。

表 14 公司现金流量情况(单位:亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	3.55	5.92	19.70
经营活动现金流出量	10.31	37.55	25.48
经营活动现金净流量	-6.76	-31.62	-5.79
投资活动现金净流量	-0.04	-0.14	0.06
筹资活动现金净流量	6.82	29.23	9.79
现金收入比	34.52	53.38	121.46

资料来源:联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标尚可，长期偿债能力指标一般，考虑公司的区域地位及岳阳市政府的有力支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年底，公司流动比率分别为 353.63%、474.44% 和 363.41%；速动比率分别为 145.65%、106.32% 和 90.02%。公司流动资产对流动负债的保障程度尚可。2017—2019 年，公司经营活动现金为净流出，对流动负债无保障能力。2017—2019 年，公司现金短期债务比分别为 1.79 倍、0.54 倍和 0.75 倍。公司短期偿债能力指标尚可。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 1.67 亿元、1.24 亿元和 1.02 亿元，持续下降；公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 1.51 倍、1.00 倍和 0.72 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度一般；公司全部债务/EBITDA 分别为 12.22 倍、18.18 倍和 33.92 倍。公司长期偿债能力指标一般。

截至 2020 年 9 月底，公司获得银行授信总额为 49.29 亿元，未使用额度为 4.20 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2020 年底，公司对外担保余额合计 24.84 亿元，相当于 2019 年底公司净资产的 67.82%，被担保对象均系岳阳市国有企业，目前经营正常。公司对湖南临港开发投资集团有限公司（以下简称“临港集团”）担保规模较大，临港集团系湖南城陵矶新港区重要的土地整理和基础设施建设主体；截至 2020 年 9 月底，临港集团资产总额 403.22 亿元，所有者权益 269.87 亿元，资产负债率为 33.07%。整体看，公司对外担保余额规模相对较大，存在一定或有负债风险。

表 15 2020 年底公司对外担保情况（单位：万元）

项目	担保余额
湖南临港开发投资集团有限公司	152400.00
岳阳三荷机场投资建设管理有限公司	50000.00
岳阳市云溪区城市建设投资有限责任公司	26000.00
岳阳市洞庭新城投资建设开发有限公司	20000.00

项目	担保余额
总计	248400.00

资料来源：公司提供

7. 母公司财务分析

公司资产、所有者权益和营业收入均主要来自母公司；近年来，母公司资产规模增长较快，负债水平一般。

2019 年底，母公司资产总额 83.36 亿元，较 2018 年底增长 30.79%。母公司资产以流动资产为主，其中存货和应收账款占比高。

2019 年底，母公司所有者权益 36.93 亿元，资本公积占比较高，权益稳定性较好。2019 年底，母公司负债总额 46.43 亿元，较 2018 年底增长 57.33%，负债结构较为均衡，其中长期借款（19.71 亿元）、一年内到期的非流动负债（8.86 亿元）和其他应付款（7.61 亿元）占比较高。2019 年底，母公司资产负债率为 55.70%，全部债务资本化比率为 46.79%。

2019 年，母公司实现营业收入 8.72 亿元，利润总额 1.30 亿元，同比均变化不大。

九、本期债券偿还能力分析

本期债券发行规模较大，对现有债务影响大，分期还本条款可减轻公司的集中兑付压力，募投项目建设期的债券利息需依靠公司自身的经营收入来支付。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行规模 10.80 亿元，其中其中基础发行额 5.40 亿元、弹性配售额 5.40 亿元，按触发弹性配售条款情况测算（以下同），相当于 2019 年底公司长期债务的 31.35%，全部债务的 44.02%，本期债券发行后对公司现有债务影响大。

截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 56.34%、48.47% 和 40.11%；以公司 2019 年底报表财务数据为基础，考虑 2019 年底迄今发行的 5 期债券余额总计 22.00 亿元，预计本期债

券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至68.61%、64.74%和61.02%，公司债务负担明显加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2017—2019年，公司EBITDA分别为1.67亿元、1.24亿元和1.02亿元，为本期债券的0.16倍、0.11倍和0.09倍；同期，公司经营活动的现金流入量分别为3.55亿元、5.92亿元和19.70亿元，分别为本期债券的0.33倍、0.55倍和1.82倍；公司经营活动现金流量净额持续为负，对本期债券无保障能力。公司经营活动的现金流入量对本期债券保障能力尚可。

考虑到本期债券自发行后第3年起，每年偿还本金的20%，即2.16亿元。2017—2019

年，公司经营活动产生的现金流入量分别为分期偿还本金的1.64倍、2.74倍和9.12倍，EBITDA分别为分期偿还本金的0.78倍、0.57倍和0.47倍。公司经营活动现金流入量对本期债券分期偿还本金的保障能力较强。若在本期债券存续期的第3年末投资人对所持所有债券行使回售权，等同于本期债券一次还本。

3. 募投项目偿债能力分析

根据《可研报告》，募投项目收入主要包括物业租赁收入、物业销售收入、其他业务收入、货物装卸收入。募投项目预计在本期债券存续期内可实现经营收入13.21亿元，包括物业租赁收入4.06亿元、物业销售收入6.89亿元、其他业务收入0.91亿元和货物装卸收入1.37亿元，具体运营数据详见下表。

表 16 本期债券募投项目运营预测情况（单位：万元）

序号	项目	存续期							
		合计	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年	第7年
1	物业租赁收入	40567.86	-	-	9328.62	9305.31	8566.78	7311.31	6055.84
1.1	展销中心收入	1278.08	-	-	354.73	328.65	272.57	198.23	123.90
1.2	分拣仓库收入	6138.99	-	-	1703.88	1578.60	1309.23	952.17	595.11
1.3	流通车间收入	10441.64	-	-	2898.09	2684.99	2226.84	1619.52	1012.20
1.4	配送仓库收入	3726.63	-	-	1034.33	958.28	794.76	578.01	361.25
1.5	配套用房收入	16603.10	-	-	2919.23	3284.13	3466.58	3466.58	3466.58
1.6	宿舍楼收入	1723.83	-	-	303.09	340.98	359.92	359.92	359.92
1.7	机修车间收入	249.63	-	-	43.89	49.38	52.12	52.12	52.12
1.8	防雨棚收入	405.98	-	-	71.38	80.30	84.76	84.76	84.76
2	物业销售收入	68870.95	-	-	13774.19	13774.19	13774.19	13774.19	13774.19
2.1	展销中心	4483.05	-	-	896.61	896.61	896.61	896.61	896.61
2.2	分拣仓库收入	23491.00	-	-	4698.20	4698.20	4698.20	4698.20	4698.20
2.3	配送仓库收入	14260.05	-	-	2852.01	2852.01	2852.01	2852.01	2852.01
2.4	流通加工车间收入	26636.85	-	-	5327.37	5327.37	5327.37	5327.37	5327.37
3	其他业务收入	9056.41	-	-	1626.70	1743.87	1895.28	1895.28	1895.28
3.1	园区物业费收入	2155.08	-	-	378.92	426.28	449.96	449.96	449.96
3.2	充电桩收入	360.36	-	-	63.36	71.28	75.24	75.24	75.24
3.3	停车费收入	2165.94	-	-	309.42	371.30	495.07	495.07	495.07
3.4	广告费收入	1000.00	-	-	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00
3.5	光伏发电收入	3375.00	-	-	675.00	675.00	675.00	675.00	675.00

4	仓储货物装卸收入	13650.00	-	-	2400.00	2700.00	2850.00	2850.00	2850.00
	合计	132145.22	-	-	27129.51	27523.37	27086.25	25830.78	24575.31

注：1. 以上收入不含增值税、销项税；2. 尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据《岳阳市胥家桥综合物流园城市配送中心项目工程可行性研究报告》整理

本期债券募集资金 10.80 亿元，其中 8.00 亿元用于募投项目建设，假设本期债券于 2021 年发行，发行利率为 6.00%。本期债券设置本金提前偿还条款，在债券存续期的第 3~7 年末，等额偿还处于募投项目的债券本金的 20% 即 1.60 亿元。在不考虑其他因素的情况下，本期债券存续期内募投项目现金流入和净现金流量合计分别为 13.21 亿元和 11.86 亿元，为本期债券用于募投项目部分本息的 1.27 倍和 1.14 倍。债券存续期第 1 年和第 2 年，募投项目尚在建设期未能形成收入，公司需靠自身经营收入支付当期所应付的利息；债券存续期第 3~7 年，项目现金流入量对单年还本付息额的覆盖倍数

介于 1.30~1.45 倍之间，净现金流对单年还本付息额的覆盖倍数介于 1.18~1.31 倍之间。若在本期债券存续期的第 3 年末，投资人对所持所有债券行使回售权，项目现金流入量和净现金流对本期债券当年还本付息的覆盖倍数分别为 0.32 倍和 0.29 倍，公司需靠自身经营收入偿还当期所应付本息。

整体看，募投项目预测运营期现金流入对本期债券募投项目使用金额的保障程度尚可，建设期公司需依靠自身经营收入来保障本期债券利息支付。由于项目未来经营收入易受客流及交易量、商业出售和租赁市场波动等因素影响，项目未来收入存在一定不确定性。

表 17 本期债券募投项目存续期内现金流量预测表（单位：万元、倍）

项目	存续期							
	合计	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
现金流入	132145.22	--	--	27129.51	27523.37	27086.25	25830.78	24575.31
营业收入	132145.22	--	--	27129.51	27523.37	27086.25	25830.78	24575.31
现金流出	13514.67	--	--	2667.40	2697.90	2614.99	2441.07	3093.31
经营成本	12467.39	--	--	2625.92	2653.92	2569.77	2395.85	2221.93
经营税金及附加	1047.28	--	--	41.48	43.98	45.22	45.22	871.38
净现金流量	118630.55	--	--	24462.11	24825.47	24471.26	23389.71	21482.00
偿还本息合计	104000.00	4800.00	4800.00	20800.00	19840.00	18880.00	17920.00	16960.00
偿还利息	24000.00	4800.00	4800.00	4800.00	3840.00	2880.00	1920.00	960.00
偿还本金	80000.00	--	--	16000.00	16000.00	16000.00	16000.00	16000.00
现金流入对本息的覆盖倍数	1.27	--	--	1.30	1.39	1.43	1.44	1.45
净现金流对本息的覆盖倍数	1.14	--	--	1.18	1.25	1.30	1.31	1.27

注：假设本期债券于 2021 年发行，发行利率为 6.00%

资料来源：联合资信根据《岳阳市胥家桥综合物流园城市配送中心项目工程可行性研究报告》整理

十、偿债资金专户监管

公司聘请华融湘江银行股份有限公司岳阳分行（以下简称“监管银行”）为本期债券偿债资金的监管银行，并与该行签订了《偿债资金专户监管协议》，公司将于上报国家发改委前 10 个工作日在监管银行开设偿债资金专项账户，

用以存放本期债券每年所需偿还的利息与本金。募集资金监管账户是公司在监管银行处开立的专门用于接收发行公司债券所募资金及所有项目相关资金的银行账户，所有与本期债券相关的支出活动，均必须通过该账户进行。偿债账户实行专户管理，本期债券存续期间的还本付

息工作将通过该账户来完成。偿债账户内资金仅能划付至本期债券募集说明书规定的债券托管机构的指定银行账户。

安全性很高。

公司应于每年度付息日、本金兑付日前 10 个工作日将偿债资金存入专项账户。如专户内资金数额不足以支付当期本息，监管银行应在 1 个工作日内书面通知公司和债权代理人，并报告湖南省及岳阳市发改委。公司在接到通知后，将通过出售短期投资和票据，使用银行贷款，出售存货或其他流动资产以获得足额资金来弥补差额。专户账户未能完全补足前，公司将暂缓重大对外投资、收购兼并等资本性支出项目的实施，调减或暂缓发放高级管理人员的奖金，以确保本期债券当期应付本息能够完全偿付。

偿债资金专户的设立将保证债券本息的按时兑付，对本期债券偿付安全性起到了进一步保障作用。

十一、结论

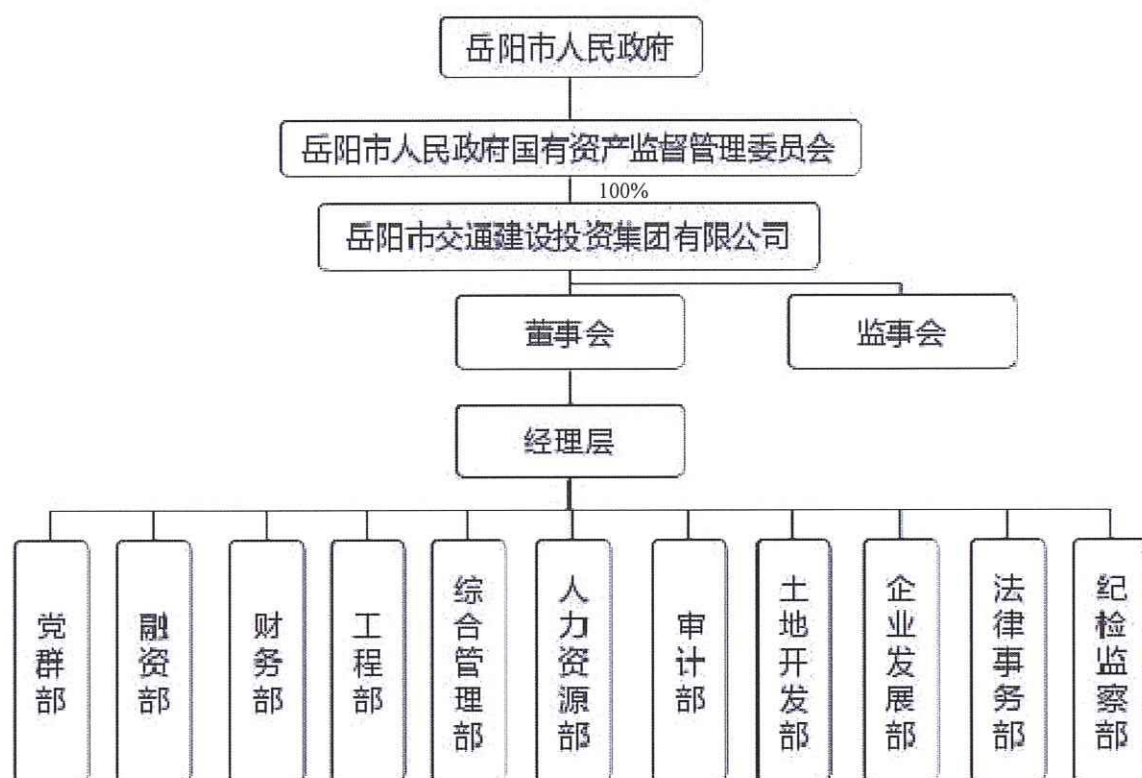
公司是岳阳市重要的基础设施建设主体，承担岳阳市交通类基础设施建设等业务。近年来岳阳市经济快速发展，财政实力较强，岳阳市政府在在股权划转、资金和资产注入等方面给予了公司大力支持。

近年来，公司资产规模快速增长，资产中基础设施建设项目开发成本和土地占比非常高，应收类款项对资金占用明显；受政府工程结算效率不确定性影响，公司存货周转速度和变现能力具有一定不确定性，公司资产流动性较弱。公司在建和拟建项目资金需求大，面临较大的筹资压力，其中经营性项目投资回收期较长。考虑到公司为岳阳市重要的交通基础设施投资主体，岳阳市政府对公司的持续支持进一步支撑公司整体偿债能力。

本期债券设置本金分期偿还条款，可在一定程度上减轻公司的集中兑付压力。

综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本期债券到期不能偿还的风险很低，

附件 1-1 截至 2019 年底公司股权结构图及组织架构图



附件 1-2 截至 2019 年底公司主要子公司情况

子公司名称	注册资本 (万元)	主营业务	持股比例 (%)		取得方式
			直接	间接	
岳阳君临交通建设有限公司	5051.00	公路、桥梁建设与养护的管理；建筑材料的销售；花卉、苗木的种植和销售	100.00	--	设立
岳阳市交投园林绿化有限公司	1000.00	苗木、花卉、盆景、草坪的培育、生产和经营，凭资质证从事园林绿化设计、施工，建筑材料销售，市政公用工程、水利水电工程、城市及道路照明工程、工程环保设施施工，公路工程建筑，钢结构工程，古建筑工程、园林绿化工程服务，建筑装饰，建筑劳务分包（不含劳务派遣和境外劳务输出），建筑幕墙工程、地基与基础工程专业承包	100.00	--	设立
岳阳市交投教育文化发展有限公司	20000.00	自有场地及房屋租赁、中小学公共服务设施经营，工程管理服务	100.00	--	设立
岳阳市交投建设港务有限公司	5000.00	港口货物装卸、运输、仓储（不含危险化学品和爆炸品）；建筑材料销售	100.00	--	设立
岳阳市交投工程项目管理有限公司	5000.00	市工人文化宫及东风广场项目的管理、开发、运营及建设	100.00	--	设立
岳阳交投棚改有限公司	10000.00	市政基础设施投资、建设、运营，棚户区改造、建设、经营，土地开发，物业管理，建筑材料的销售	100.00	--	设立
岳阳市教图科技发展有限公司	510.00	图书销售、图文业务、广告牌业务、图书推广	100.00	--	划拨
岳阳市交投物业管理有限公司	200.00	物业服务、装饰装修服务	100.00	--	划拨
岳阳市交投诺一商贸有限公司	2000.00	建材、政策允许的矿产品、化工产品（不含危险化学品和易制毒化学品）、机械设备、五金产品、电子产品（不含无线电管制器材和卫星地面接收设备）的批发，钢材零售，水泥销售	60.00	--	设立
岳阳市交投园区物业服务服务有限公司	500.00	物业管理，建筑装饰，室内装饰设计服务，公路工程施工，弱电工程总承包，监控系统的设计、安装，水电安装，建筑物外墙清洗、翻新服务，环境卫生管理，从事城市生活垃圾经营性清扫、收集、运输服务，建筑劳务分包，城市道路养护，林业有害生物防治活动，园林绿化工程施工，代收代缴水电费，餐饮管理，钢制床、柜、家具、五金制品生产，物流设备维修，运行维护服务，消防设施设备维修、保养，市政道路清扫保洁、维护，轨道交通机车、车辆和生产场地保洁服务，公厕保洁服务	--	100.00	设立
岳阳市云梦科教书刊有限公司	130.00	批发、零售文体用品、教学用具、出版物批发	100.00	--	划拨
岳阳市交投交通科技服务有限公司	20000.00	工程建设、固定资产租赁、图文中心、停车场服务、物业管理服务、水电费代收代缴	100.00	--	设立
岳阳市交投园区建设管理有限公司	20000.00	园区的建设、开发及运营管理，城市基础设施建设，企业信息服务平台与货物交易平台的开发、建设及运营，交通运输工程研究，国内国际货运代理、仓储服务、装运、包装、流通加工及配送，与物流产业管理相关的软件开发，从事土地开发、房地产开发与运营，物流服务，会议会展服务、停车场服务	100.00	--	设立

注：岳阳市交投交通科技服务有限公司曾用名“岳阳市交投文化传媒有限公司”

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	5.74	3.20	7.44
资产总额（亿元）	30.68	64.19	83.89
所有者权益（亿元）	4.87	34.14	36.62
短期债务（亿元）	3.21	5.92	9.92
长期债务（亿元）	17.26	16.62	24.53
全部债务（亿元）	20.47	22.54	34.45
营业收入（亿元）	9.41	8.66	12.14
利润总额（亿元）	1.59	1.21	0.98
EBITDA（亿元）	1.67	1.24	1.02
经营性净现金流（亿元）	-6.76	-31.63	-5.79
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.45	1.00	1.10
存货周转次数（次）	0.43	0.21	0.20
总资产周转次数（次）	0.31	0.18	0.16
现金收入比（%）	34.52	53.38	121.46
营业利润率（%）	18.54	16.20	10.77
总资本收益率（%）	4.98	1.60	1.02
净资产收益率（%）	24.35	2.61	1.95
长期债务资本化比率（%）	77.99	32.73	40.11
全部债务资本化比率（%）	80.78	39.77	48.47
资产负债率（%）	84.12	46.81	56.34
流动比率（%）	353.63	474.44	363.41
速动比率（%）	145.65	106.32	90.02
经营现金流动负债比（%）	-79.11	-235.54	-26.20
现金短期债务比（倍）	1.79	0.54	0.75
全部债务/EBITDA（倍）	12.22	18.18	33.92
EBITDA 利息倍数（倍）	1.51	1.00	0.72

注：1. 尾差系四舍五入所致；2. 本报告将长期应付款中有息部分纳入债务核算

附件3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	5.41	2.17	7.24
资产总额（亿元）	31.04	63.74	83.36
所有者权益（亿元）	4.88	34.23	36.93
短期债务（亿元）	2.50	4.85	8.86
长期债务（亿元）	16.94	15.13	23.61
全部债务（亿元）	19.43	19.98	32.47
营业收入（亿元）	9.38	8.60	8.72
利润总额（亿元）	1.59	1.28	1.30
EBITDA（亿元）	1.67	1.30	1.32
经营性净现金流（亿元）	-5.15	-30.87	-5.34
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.45	0.99	0.82
存货周转次数（次）	0.43	0.21	0.13
总资产周转次数（次）	0.30	0.18	0.12
现金收入比（%）	34.62	52.37	107.34
营业利润率（%）	18.48	16.20	15.45
总资本收益率（%）	4.90	1.77	1.41
净资产收益率（%）	24.39	2.80	2.65
长期债务资本化比率（%）	77.62	30.66	39.00
全部债务资本化比率（%）	79.91	36.86	46.79
资产负债率（%）	84.26	46.30	55.70
流动比率（%）	325.55	435.30	345.30
速动比率（%）	133.51	94.31	84.20
经营现金流动负债比（%）	-55.90	-214.69	-23.42
现金短期债务比（倍）	2.17	0.45	0.82
全部债务/EBITDA（倍）	11.60	15.34	24.55
EBITDA 利息倍数（倍）	1.51	1.00	0.87

注：1. 尾差系四舍五入所致；2. 本报告将长期应付款中有息部分纳入债务核算

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1] ×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 2021年岳阳市交通建设投资集团有限公司 公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本期债券存续期内，在每年岳阳市交通建设投资集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

岳阳市交通建设投资集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。岳阳市交通建设投资集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对岳阳市交通建设投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，岳阳市交通建设投资集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注岳阳市交通建设投资集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现岳阳市交通建设投资集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对岳阳市交通建设投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如岳阳市交通建设投资集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对岳阳市交通建设投资集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

跟踪评级结果将同时报送岳阳市交通建设投资集团有限公司、监管部门、交易机构等。若需在本公司和交易所等网站公布，交易所网站公布时间不晚于本公司等网站。