

跟踪评级公告

联合[2011] 918 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持株洲市城市建设发展集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持其2009年度15亿元企业债券的信用等级为AA⁺。

特此公告。



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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

株洲市城市建设发展集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
09 株城投债	15 亿元	2009/8/28-2016/8/28	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2011 年 12 月 6 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年
现金类资产(亿元)	15.01	11.98
资产总额(亿元)	161.45	220.29
所有者权益	81.74	128.59
短期债务(亿元)	11.95	9.43
全部债务(亿元)	63.90	69.84
营业收入(亿元)	4.52	6.83
利润总额(亿元)	1.51	2.48
EBITDA(亿元)	2.60	3.78
经营性净现金流(亿元)	2.41	3.32
营业利润率(%)	25.19	24.03
净资产收益率(%)	1.84	1.84
资产负债率(%)	49.37	41.63
全部债务资本化比率(%)	43.87	35.19
流动比率(%)	173.77	112.50
全部债务/EBITDA(倍)	24.59	18.49
经营现金流动负债比(%)	9.23	11.48

分析师

王紫临

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 株洲市区域经济保持增长, 财政实力继续增强, 城市化建设需求的增长为公司营造了良好的外部环境; 株洲市政府通过资金补贴和资产注入等方式, 进一步加大对公司的支持力度, 公司资产规模保持快速增加; 随着下属子公司合并范围扩大以及供水价格的上调, 公司公交及水务板块收入同比增加, 带动公司整体经营情况向好; 较大规模的投资支出导致公司债务规模继续上升, 但随着土地资产的注入, 公司整体债务负担反而有所下降。

未来两年武广片区投资将成为株洲市城市投资的重点, 公司存在一定的对外筹资压力, 但武广片区的开发和完善将有助于提升公司土地出让收入, 未来盈利能力有望提升, 进而支撑其良好的信用基本面。

“09株城投债”(以下简称“本期债券”)的专项偿债资金由株洲市财政每年从预算中统一安排, 并用政府回购形成的应收账款提供质押担保, 以上偿债方案对本期债券的保障程度高。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为AA, 评级展望为稳定; 并维持“09株城投债”(以下简称“本期债券”)AA⁺的信用等级。

优势

1. 株洲市区域经济和财政收入快速增长, 城市建设力度加大, 公司面临良好的发展环境。
2. 跟踪期内, 株洲市在资产注入和资金补贴等方面持续获得政府的有力支持。
3. 跟踪期内, 公司资产快速增长, 公交及水务板块收入的增加带动整体经营业绩向好。

关注

1. 跟踪期内公司债务规模扩大, 且在建项目

投资力度大，公司具有一定的资金压力。

2. 目前公司利润主要来源于政府补贴，自身盈利能力偏弱。

3. 本期债券以应收账款作为质押，应收账款回款具有一定的不确定性。

一、企业基本情况

株洲市城市建设发展集团有限公司（以下简称“公司”或“株洲城发集团”）原名株洲市城市建设投资经营有限公司，系经株洲市人民政府下发的株政函[2003]22 号文批准，由株洲市国有资产监督管理委员会（株洲市国资委）出资设立，于2003年6月3日在株洲市工商行政管理局登记注册成立，注册号430200000000737。根据2009年9月15日株洲市国资委签发的株国资产权[2009]37号文件，公司名称变更为现名，并于2010年1月22日办理了工商变更登记手续。公司历经多次国有资产整合和国有股权划转，截至2010年底，注册资本为40.00亿元。

公司目前经营范围包括：城市基础设施的投资与建设；项目开发经营；土地整理；房地产开发、置业；对外投资（需专项审批的除外）和资本运作；水务投资。

截至2010年底，公司下辖11个子公司，其中株洲市城市道路建设开发有限公司（以下简称“道路公司”）、株洲市城市建设开发有限责任公司（以下简称“城建开发公司”）和株洲市武广新城建设有限公司（以下简称“武广公司”）等3个公司为集权型子公司；株洲市城市排水有限公司（以下简称“排水公司”）、株洲市自来水有限责任公司（以下简称“自来水公司”）、株洲市公共交通有限公司（以下简称“公交公司”）、株洲市湘江大桥维护管理有限公司（以下简称“大桥维护公司”）和株洲市城发体育产业有限公司（以下简称“体育产业公司”）等5个公司为授权型子公司；株洲市教育资产投资管理有限公司（以下简称“教投公司”）、株洲市行政资产经营有限责任公司（以下简称“行资公司”）和株洲市水利建设投资有限公司（以下简称“水利公司”）等3个公司为分权型子公司（见附件1）。公司本部设有综合部、规划发展部、资产管理部、计划财务部、审计监察部、土地经营部6个职能部门（见附件1）。

截至2010年底，公司合并资产总额220.29亿元，所有者权益128.59亿元（含少数股东权益0.45亿元）。2010年公司实现营业收入6.83亿元，利润总额2.48亿元。

公司注册地址：湖南省株洲市天元区联谊路86号金城大厦9-13楼；法定代表人：王事兴。

二、经营管理分析

1. 区域经济和财政实力

根据《株洲市 2010 年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，“十一五”期间，株洲市经济总量年均增长 14.2%，其中 2010 年全市地区生产总值 1274.85 亿元，同比增长 15.3%，株洲市 GDP 稳居全省第五位（见表 1）。其中第一产业增加值 123.8 亿元，增长 4.2%；第二产业增加值 745.5 亿元，增长 20.8%；第三产业增加值 405.5 亿元，增长 10.5%。三次产业结构由上年的 10.5: 54.7: 34.8 调整为 9.7: 58.5: 31.8。

表1 湖南省2010年各地级市（州）GDP排名情况

市（州）	GDP（亿元）	排名
长沙	4547.06	1
岳阳	1539.36	2
常德	1491.57	3
衡阳	1420.34	4
株洲	1274.85	5
郴州	1081.76	6
湘潭	894.01	7
永州	767.16	8
邵阳	730.33	9
益阳	712.27	10
娄底	680.72	11
怀化	674.92	12
湘西州	303.44	13
张家界	242.48	14

资料来源：湖南省统计局

2010 年，株洲市全市实现全社会固定资产投资 808.50 亿元，同比增长 37.1%，全市重点投资项目完成投资 160.3 亿元，为年初计划投

资的 109.8%，其中基础设施类项目投资完成 81.2 亿元，同比增长 13.09%。

2010 年，株洲市实现财政总收入 130.93 亿元，其中实现一般预算收入 78.04 亿元，同比增长 17.21%。株洲市财力呈现持续增长态势。株洲市财政实力的不断增强为公司项目建设提供了可靠的资金支持，有利于公司各项业务的持续发展。

2. 政府支持

资产注入方面，2010 年，株洲市政府继续向公司注入天元区莲花管理处和武广片区等合计约 2638.74 亩、评估价值为 37.45 亿元的经营性土地，以及石峰公园 1404 亩（公益公园，无门票收入）、价值 4.41 亿元的非经营性土地。公司对于以上土地使用权在“无形资产”和“资本公积”中反映。

资金补贴方面，2009 年 9 月 15 日，根据株洲市人民政府国有资产监督管理委员会签发的株国资产权[2009]37 号文件，公司注册资金将在 2008 年底 6.68 亿元的基础上增加至 40 亿元，新增 33.32 亿元（其中 10 亿元财政资金）注册资金分 5 年到位，其中 2009 年已到位 6.67 亿元，包括市财政投入货币资金 2 亿元、资本公积转增 4.67 亿元。以后四年每年市财政将投入 2 亿元，从公司资本公积转增 4.67 亿元。2010 年，市财政已投入货币资金 1.50 亿元，剩余的 0.50 亿元也于 2011 年 5 月份到位。

对于公司及下属子公司公用事业板块，株洲市财政给予财政补贴用以弥补运营成本或者偿还借款本息。2010 年公司获得上述补贴收入 2.65 亿元，在“营业外收入”中反映；对于财政拨款的项目建设款项，公司在“专项应付款”中反映，该部分负债不需公司实际偿付，待在建项目形成固定资产时，公司将其转入“资本公积”，截至 2010 年底公司专项应付款为 2.35 亿元。

债务偿还方面，根据株办发[2003]18 号文件精神，对于公司的贷款，根据其建设项目不

同，分为政府计划建设项目贷款和经营性项目贷款。政府项目贷款是指经市政府批准的城市基础设施建设计划项目而申请的贷款，市财政负有还本付息的责任；经营性贷款是指为自主开发项目申请的贷款，公司负责还本付息。截至 2010 年底，公司现有有息债务合计 69.49 亿元（全部债务中公交公司 0.35 亿元应付票据属无息票据），仅有 8.68 亿元为经营性项目贷款，其他均为政府计划建设项目贷款。政府通过回购方式向公司支付建设项目贷款还款资金，对于公司目前已完工或在建的 7 条城市道路、四桥项目以及体育中心，株洲市政府以分期付款的形式进行政府回购。2009 年株洲市政府授权市财政局与公司就以上 9 个项目签订了 81.80 亿元的回购协议，其中 48 亿元为公司投入的本金，26.29 亿元为资本化利息（7%计算），7.51 亿元为投资回报（2%计算）。株洲市政府从 2010-2021 年分期支付回购款，每年支付金额在 5.14 亿元至 8.34 亿元之间。对于以上回购款，由株洲市财政纳入每年的财政预算。根据回购协议，2010 年株洲市财政局需支付公司回购款 5.32 亿元，2011 年上半年，上述回购款已陆续到位。

此外，对于公司 2009 年 10 月已发行的 15 亿元公司债券，株洲市人大同意根据其还本付息计划，由株洲市财政每年从预算中统一安排资金，设立专项偿债资金。

总的来看，跟踪期内株洲市在资产注入、资金补贴等方面进一步加大对公司提供的支持力度。联合资信同时注意到，2010 年注入的资产中，存在部分非经营性资产；政府资金注入的效率也有待提高，对 BT 项目政府回购所形成的应收账款，其实际到款具有一定的不确定性。

3. 公司经营

2010 年，公司实现主营业务收入 6.74 亿元，较 2009 年增长 51.05%，主要来自公交公司将巴士股份株洲公交有限责任公司（以下简称“巴士公司”）纳入合并范围引起的收入增加以及水

务板块收入的增加。公司本部及下属 8 家重要 子公司资产和收入分布情况如表 2。

表2 重要下属子公司2009年和2010年资产和收入占比情况

公司名称	2009 年						2010 年					
	资产（亿元/%）		主营业务收入（亿元/%）		利润总额（亿元/%）		资产（亿元/%）		主营业务收入（亿元/%）		利润总额（亿元/%）	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
公司本部	60.78	37.65	0.52	11.51	1.44	95.64	76.97	34.94	0.61	9.09	2.17	87.41
行资公司	28.77	17.82			-0.18	-12.13	29.31	13.31			-0.22	-8.89
教投公司	18.02	11.16			0.42	27.57	21.26	9.65	0.01	0.09	-0.06	-2.48
公交公司	2.32	1.44	0.97	21.46	0.02	1.56	3.93	1.78	2.18	32.34	0.04	1.61
自来水公司	6.25	3.87	2.63	58.19	-0.02	-1.09	7.10	3.22	3.36	49.83	0.47	19.02
排水公司	4.7	2.91	0.28	6.19	-0.17	-11.24	6.08	2.76	0.52	7.72	0.08	3.19
城市道路公司	35.52	22.00					38.08	17.28				
城建开发公司	1.42	0.88	0.12	2.65	0.0023	0.15	2.52	1.14	0.06	0.89	0.01	0.53
武广公司	3.61	2.23			-0.01	-0.45	34.45	15.64	0.004	0.05	-0.01	-0.40
其他	0.06	0.04					0.59	0.27			0.0003	0.01
合计	161.45	100	4.52	100	1.51	100	220.29	100	6.74	100	2.48	100.00

资料来源：公司提供

注：部分子公司 2010 年收入利润很小，以亿元为单位，四舍五入后基本为零

可以看出，公司资产主要分布在本部、城市道路公司、行资公司、教投公司，2010 年底合计占资产总额的 75.18%。此外，2010 年武广公司土地资产大幅增加，使其在合并资产中占比上升较快（为 15.64%），构成公司资产的重要组成部分；收入主要分布在自来水公司、公交公司、本部、排水及城市建设开发公司，其他子公司目前均或暂未实现收益，或为非营利性公司；利润主要分布在公司本部，其他具有收入来源的子公司盈利很少或出现一定程度的经营性亏损。

公司本部

2010年，公司共计融资24.29亿元，占全市总融资额的58.09%，其中：银行贷款17.21亿元、财政拨款1.60亿元、土地出让收入2.45亿元、招商引资2.40亿元、其他0.63亿元。

作为对公司投资城市基础设施建设的补偿，株洲市政府将城区范围内的大部分土地交给公司进行一级开发。截至2010年底，公司归控的土地30000余亩。

对于上述土地的开发，公司基本形成了“公司本部以出让为主，武广公司以储备为主，城建开发公司以建设为主”一级土地开发-储备和

出让模式。出让流程是，每年根据市场的需求和上级核定的土地开发指标，公司选择相应的地块进行报批后再通过土地交易市场“招拍挂”后对外出让。对于出让金返还的核算方式，主要包括两种：①对于武广公司负责一级开发的土地，土地出让后的收益为市财政按出售土地总金额的 67%作为土地开发成本返还公司，剩下的 33%扣除政策性计提后返还 61%，返还总额是出售土地总金额的 87.1%。武广片区的土地成本不仅仅是出让地块的报批和拆迁费用，还包括整个片区配套的基础设施建设成本；②对于城建开发公司一级开发的土地，土地出让后的收益为市财政按出售土地总金额的 50%作为土地开发成本返还公司，剩下的 50%扣除政策性计提后返还 41%，返还总额是出售土地总金额的 70.50%。2010 年公司共计完成土地审批 2323 亩，完成新增经营性土地报批 1178 亩，垃圾焚烧发电项目用地报批 170 亩，共计报批、审批土地 3671 亩，实现土地出让收入总额 3.66 亿元，公司 2010 年到账的土地出让返还收入为 2.45 亿元。公司收到的土地出让收入首先用于弥补相应的土地开发成本，余额在“营业外收入-补贴收入”中反映。

此外，公司本部受市政府委托，负责城区贷款修建路桥通行费的征收和管理。2010年，公司本部实现车辆通行费收入0.61亿元，同比增长17.31%。

公交和水务板块

公司公交业务是由下属子公司公交公司经营。截至2010年底，公交公司共有64条运营线路，1053.25标台运营车辆；2010年客运量为17587万人次。截至2010年底，公交公司对巴士公司持股42.35%。2009年考虑到公司对其不拥有控制权，故未合并，2010年起巴士公司正式纳入合并范围，导致公交公司实现主营业务收入（合并）2.18亿元，较上年的0.97亿元大幅增加。

公司供水业务是由下属子公司自来水公司经营。截至2010年底，自来水公司拥有4座水厂，5个专业服务中心（业务受理、管网、抄表、收费、计量），4个中途加压站，供水管网（DN100以上）648千米。2009年自来水公司实现收入2.63亿元，利润总额-0.02亿元，呈现亏损状态。2009年底，株洲市在长株潭地区率先完成水价调整工作，净水价平均上调0.43元，调整幅度达36%，供水价格调整从2010年1月1日起实施。2010年自来水公司实现利润总额0.47亿元，新水价的实施有效改善了自来水公司经营性亏损的现状。

公司污水处理业务由下属全资子公司排水公司承担。排水公司现已成功建成并投入运行的有霞湾、龙泉和董家垅3个污水处理厂，截至2010年底，污水处理量提升至19万吨/日，污水处理率提升至88.20%。污水处理费收入采用收支两条线的方式，由政府按用水量统一征收并返还，2010年获得的财政补贴资金14422万元，较2009年大幅增加7861万元，主要包括返还的污水处理费，以及各项国债资金和专项资金。

截至2010年底，河西污水处理厂一期工程已基本完工并投入试运行。此外，根据株洲市的安排，未来三年，株洲市计划通过新建或对现有工业企业的污水处理站改造升级等途径，

并新增不同规模的污水处理厂，届时能更进一步提高株洲市城市污水处理能力。

基础设施投资建设板块

截至2010年底，公司共完成建设投资54.55亿元，其中2010年完成项目建设投资10.46亿元，同比增长14.95%。其中续建项目完成投资8.55亿元，湘江五桥桥体于2010年6月22日合龙，2010年12月26日已建成通车；新建项目重点对接武广片区的开发，完成投资1.91亿元（详见表3）。

表3 2010年城建板块重大项目投资完成情况

2010年续建项目：8.55亿元			2010年新建项目：1.91亿元		
序号	项目名称	完成投资（亿元）	序号	项目名称	完成投资（亿元）
1	沿江防洪景观道路工程	1.31	1	昆仑山路	0.50
2	田心立交桥	0.69	2	湘芸路	0.50
3	湘江五桥	3.68	3	东环北路	0.35
4	迎宾大道	1.75	4	垃圾焚烧厂	0.20
5	武广客运联络线	1.11	5	芦淞路	0.36
合计		8.55	合计		1.91

资料来源：公司提供

2011年公司在城建板块的计划投资规模为5.63亿元，其中续建项目3.66亿元。与2010年公司该板块实际投资完成额相比，2011年公司计划投资额规模下降较快。

房地产板块

公司房地产业务由下属全资子公司城建开发公司承担。2010年城建开发公司房地产投资为1.12亿元，同比增长98.60%。2010年，城建开发公司房屋竣工面积7.8万平方米，实际销售额1.07亿元（主要体现在预收帐款，大部分尚未反映为收入），确认收入0.06亿元，较上年有所减少。

武广新城开发

武广公司主要负责武广新城的规划与建设开发、武广新城内公共基础设施的规划与建设

开发、土地资源的一级开发、商业项目的开发以及其他公司资产的经营与资本运作等。

2010年，武广公司完成投资6.67亿元，主要为报批土地1687亩，缴纳报批费1.26亿元；拆迁1390亩土地，支付拆迁款2.04亿元，完成武广联络线建设、湘芸路路基建设，支付工程款3.05亿元，其他费用及利息0.32亿元。其资金来源为：使用银行贷款5.73亿元，使用自有资金0.94亿元。未来两年武广片区投资将成为株洲市城市投资的重点，大规模的投资支出将加重其自身的债务负担，而土地出让进度和出让收入实现情况是影响武广公司未来偿债资金稳定性的重要因素。

2010年新纳入合并范围的水利公司为非经营性企业。水利公司作为水利基础设施开发和建设的主体，主要职能是管理水利工程项目，目前包括2个防洪排渍站和1个水库，尚未产生收入。

4. 管理分析

以跟踪期内公司在治理结构、高管人员、管理制度方面无重大变化。

三、财务分析

公司提供的2010年财务报表已经天职国际会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的审计报告。2010年，公司合并范围新增水利公司，因其资产规模占比很低，未实现收入利润，对合并报表影响不大；此外，株洲市政府向公司本部和武广公司新注入资产（土地及公园）合计41.86亿元。

截至2010年底，公司合并资产总额220.29亿元，所有者权益128.59亿元（含少数股东权益0.45亿元）。2010年公司实现营业收入6.83亿元，利润总额2.48亿元。

1. 盈利能力

2010年公司实现营业收入6.83亿元，同比增长51.05%，主要来自公交公司将巴士公司纳

入合并范围引起的收入增加以及水务板块收入的增加。尽管2010年公司期间费用同比增长29.59%，在收入增长的带动下，公司营业利润亏损程度较2009年-0.46亿元有所收缩，为-0.20亿元。

2010年利润总额同比增长64.96%，为2.48亿元，一方面来自主业亏损的减少，另一方面，公司2010年获得营业外收入2.70亿元，同比增长35.88%，其中补贴收入为2.65亿元，全部来源于当年到位的土地出让收入及财政给予下属负责公用事业板块子公司的补贴收入。

从主要盈利指标看，2010年公司总资本收益率和净资产收益率分别为1.35%和1.84%，与2009年基本保持稳定，公司整体盈利能力仍偏弱。

2. 现金流及保障

经营活动方面，与行业特性相关，公司主业产生的经营性现金流较小，往来款对经营现金流净额影响较大，此外公司每年收到的土地出让收入返还资金和其他补贴资金也反映在收到的其它与经营活动有关的现金科目。2010年实现流入量和净流量分别为18.04亿元和3.32亿元，同比分别增长89.08%和37.96%。

受收回投资收到的现金（主要为理财收入）和收到与其他投资活动有关的现金（主要为财政拨款的项目资本金和公司收到的项目保证金等）影响，2010年公司投资活动现金流入量为8.71亿元，与2009年基本持平；2010年投资流出为16.25亿元，同比减少18.67%。公司投资活动现金流依然表现为较大规模的净流出，为-7.54亿元。由于公司经营性现金流较小，投资支出规模较大，因此外部融资成为现阶段平衡公司资金需求的主要来源。公司筹资活动产生的现金流量净额的变化趋势与投资活动现金流量变化趋势一致，2010年公司筹资活动现金流净额为0.88亿元，较上年大幅回落。

未来几年公司仍有较大规模的投资支出，公司依靠自身的收入水平不能满足资金需求，

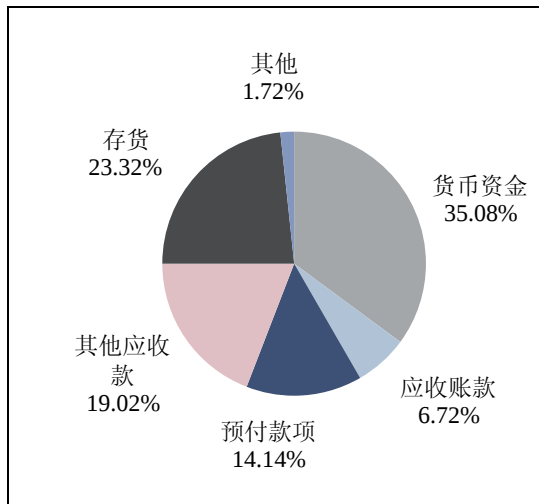
预计未来仍将保持一定的融资规模。

3. 资本及债务结构

截至2010年底，公司（合并）资产220.29亿元，较2009年增长36.44%。其中流动资产和非流动资产分别占14.78%和85.22%，非流动资产占比较上年提高了13.32个百分点。

2010年底，公司流动资产32.56亿元，同比减少28.23%，主要来自其他应收款的减少，从流动资产构成来看，其中货币资金、其他应收款、存货和预付账款合计占比91.56%。

图1 2010年底流动资产构成



资料来源：公司财务报表

2010年底，公司货币资金11.42亿元，较2009年底减少3.36亿元，主要为2009年10月公司发行的15亿元公司债券资金逐步投放到项目上；公司预付账款合计4.60亿元，账龄在1年内的占比21.23%，1-2年的占比66.09%，主要为尚未办理完工结算的预付工程款；2010年底，公司存货7.59亿元，其中在产品（开发成本）占96.83%。公司存货较2009年增加5.13亿元，主要是开发公司及武广公司开发成本合计增加4.69亿元。

2010年底，公司其他应收款账面余额7.19亿元，其他应收款前五名债务人欠款资金在其他应收款账面余额中占43.24%，其他应收款集中度较高（见表4）。与2009年底相比，2010

年底公司其他应收款减少11.25亿元，原因主要是公司本部将应收株洲市天元区体育产业公司7.03亿元、高开区建设局1.42亿元转至长期应收款-应收财政建设资金等。从账龄看，1年以内的占0.43%，1-2年的占69.12%，2-3年的占15.94%，3-5年的占3.19%，5年以上的占11.32%。公司账龄分布相对分散，且部分其他应收款账龄较长，计提了0.87亿元的坏账准备，其他应收款质量一般。

表4 2010年底其他应收款前五名债务人情况

序号	债务人名称	金额(亿元)	占比	明细
1	株洲市财政局	1.10	15.28%	往来款
2	株洲市城市建设与偿债资金专户	0.74	10.30%	往来款
3	株洲市经建科	0.47	6.54%	往来款
4	小街小巷改造贷款资金	0.40	5.57%	往来款
5	天元体育产业有限公司	0.40	5.55%	行资公司应收财政建设资金，尚未结转至长期应收款
合计		3.11	43.24%	--

资料来源：2010年审计报告

2010年底，公司非流动资产187.74亿元，其中固定资产、在建工程 and 无形资产合计占比90.25%。2010年公司在建工程增加了12.61亿元，主要为项目投资增加；2010年底，公司无形资产97.58亿元，较2009年新增43.15亿元，土地使用权在无形资产中占99.97%，新增部分主要为株洲市国资委注入本部的天元区莲花管理处二十五区土地使用权评估价值14.04亿元，以及注入武广公司的武广片区1385867.38平方米土地使用权评估价23.41亿元，可以看出，2010年新增的土地使用权主要为武广片区的经营性土地，上述土地的注入为公司未来城建资金提供了较为可靠的来源，但受限于株洲市土地市场容量，该部分土地整体变现能力一般；2010年底，公司长期应收款16.93亿元，主要为向财政应收的代建项目款或者根据回购协议确认的长期应收款。2010年公司长期应收款较

2009 年大幅增加，主要为部分其他应收款转至该科目导致。

总体来看，跟踪期内公司资产规模快速增长，其中固定资产、在建工程及无形资产占比高，目前公司整体资产质量一般。

截至 2010 年底，公司所有者权益 128.59 亿元，其中实收资本和资本公积分别占 11.55% 和 78.57%，盈余公积、未分配利润和少数股东权益分别占 1.08%、8.45% 和 0.35%。2010 年底，公司实收资本较 2009 年增加 1.50 亿元，系由市财政投入货币资金 1.50 亿元，剩余的 0.50 亿元货币资金也于 2011 年 5 月份到位。根据株国资产权[2009]37 号文件，2010-2013 年每年市财政将投入 2 亿元，并从公司资本公积转增 4.67 亿元，公司实收资本将持续增加；土地使用权的注入使得 2010 年公司资本公积大幅增加，2010 年底公司资本公积 101.04 亿元，较 2009 年底净增 42.80 亿元。截至 2010 年底，公司资本公积构成行政性资产和土地使用权。总体来看，公司实收资本质量有所提升，但目前所有者权益中资本公积占比较大，考虑到资本公积的构成及属性，公司所有者权益质量一般。

截至 2010 年底，公司负债合计 91.70 亿元，同比增长 15.04%。其中流动负债占 31.56%，非流动负债占 68.44%。流动负债中，主要包括短期借款（占 14.91%）、应付账款（占 14.66%）、预收账款（占 10.49%）、其他应付款（占 39.75%）和一年内到期的非流动负债（占 16.48%），公司其他应付款在流动负债中占比较高，与 2009 年相比，净增 3.26 亿元，主要为新增施工单位工程保证金和新增株洲市财政局欠款。非流动

负债中，长期借款和应付债券分别占比 72.51% 和 23.73%。2010 年底，公司 69.49 亿元有息债务（全部债务中公交公司 0.35 亿元应付票据属无息票据）中，仅有 8.68 亿元为经营性项目贷款，其他均为政府计划建设项目贷款。对于该部分贷款，株洲市人大 2003 年批准建立了城市建设资金和财政兜底偿还贷款机制。

虽然 2010 年公司债务规模同比继续增长，但随着土地资产的注入，改善了公司资本结构，使得公司账面反映的债务负担同比有较大幅度的下降。截至 2010 年底，公司账面反映的资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 41.63%、31.96% 和 35.19%，同比分别下降 7.74、6.89 和 8.68 个百分点。结合公司现有债务性质和偿还机制，公司自身债务压力不大。

4. 偿债能力

由于公司债务性质和株洲市偿债机制的特殊性，2010 年底，公司 69.49 亿元有息债务（全部债务中公交公司 0.35 亿元应付票据属无息票据）中，仅有 8.68 亿元为经营性项目贷款，其余 60.81 亿元债务均为政府计划建设项目贷款，对于 60.81 亿元债务的偿还，株洲市设立了偿债准备金，因此其实际偿还能力主要取决于株洲市财力。公司 2010 年底有息债务偿债资金来源见表 5。

2010 年株洲市财政总收入 130.93 亿元（其中一般预算收入 78.04 亿元），对于未来年度公司债务资金，株洲市财政偿付能力强。

表 5 2010 年底公司现有债务偿还期限分布和偿债资金来源（单位：万元）

年 份	公司本部	行资公司	教投公司	自来水公司	城建公司	排水公司	公交公司	武广公司	水利公司	合计
2011 年	42229.59	31000.00		15100.00	2400.00	4000.00	3300.00		1000.00	99029.59
2012 年	6000.00	4000.00		3750.00						13750.00
2013 年	29785.09						2000.00	10000.00		41785.09
2014 年	98785.09		30000.00					25391.85		154176.94
2015 年	74677.64		12000.00							86677.64
2016 年	44677.65									44677.65

2017 年								23692.80		23692.80
2018 年	118000.00			500.00						118500.00
2019 年	36250.00									36250.00
2020 年	17000.00			700.00						17700.00
2021 年	22800.00									22800.00
2022 年										
2023 年	15000.00									15000.00
2024 年	2000.00					3700.00				5700.00
2025 年及以后						15136.63				15136.63
合 计	507205.06	35000.00	42000.00	20050.00	2400.00	22836.63	5300.00	59084.65	1000.00	694876.34
还款来源	1、政府回购；2、财政补贴；3、公司营业收入；4 土地收益	1、财政拨款；2、资产处置收益	1、财政补贴；2、土地收益	公司营业收入	公司营业收入	污水处理费收益	公司营业收入	1、土地出让收入；2、公司营业收入	公司营业收入	

资料来源：公司提供

截至 2010 年底，公司无对外担保等或有事项。

截至 2010 年底，公司授信总额 75.25 亿元，已使用 53.16 亿元，尚未使用额度为 22.09 亿元，尚未使用额度全部集中在下属子公司武广公司。

四、偿债保障分析

1. 本期债券概况

公司于2009年8月28日发行“09株城投债”（以下简称“本期债券”），募集资金15亿元，期限为7年，从第四个计息年度开始偿还本金，第四、第五、第六、第七个计息年度分别偿还

本金3亿元、3亿元、4.5亿元和4.5亿元。本期债券按债券面值平价发行，采用固定利率（票面利率为7%），单利按年计息。

2. 本期债券投资项目进展情况

本期债券募集资金中，12亿元用于湘江红港大桥（简称“湘江五桥”）、株洲市城市快速环道项目中的田心立交桥（简称“田心立交”）、迎宾东路、迎宾西路、泰山西路和武广客运联络线工程合计6个项目，其余3亿元用于补充流动资金。以上6个募投项目总投资225223万元，具体项目进度见表6。截至2010年底，本期债券已全部投入使用。

表6 本期公司债券投资项目情况

项目	总投资规模 (万元)	建设进度	其中：截至 2010 年底本期债券投入资金（万元）
湘江五桥	72565	2010 年 12 月 26 日建成通车	43500
田心立交	26634	2010 年已完工	15000
迎宾东路	27319	截至 2010 年底已完成投资 16683 万元	11000
迎宾西路	27202	截至 2010 年底已完成投资 16650 万元	11000
泰山西路	19688	2009 年已完工	8500
武广客运联络线	51815	已于 2009 年 12 月 25 日通车	31000
合计	225223	--	120000

资料来源：公司提供

3. 偿债资金到位情况及偿债保障分析

本期债券设立专项偿债资金，由株洲市财政每年从预算中统一安排，并以 BT 项目政府回购形成的 81.80 亿元应收账款提供质押担保。当公司专项偿债资金不足以偿付本期债券当年应付利息或本金时，公司从应收账款回款中安排资金偿还本息。

公司与经株洲市政府授权的株洲市财政局签订了《株洲市中环大道、四桥等工程项目等城市基础设施建设项目建设-移交(BT)合作协议》(以下称“《BT 协议》”),《BT 协议》期限为 12 年,在协议存续期内,株洲市财政局向公司每年支付回购款项,具体各期支付金额见表 7。根据《BT 协议》,2010 年株洲市财政局需支付回购款 5.32 亿元。2011 年上半年,公司陆续收到株洲市财政局地方财政库划入的 5.32 亿元回购款。2010 年 8 月 30 日和 2011 年 8 月 29 日,公司分别按时支付了该年度应支付的利息。

款在支付时间上与之初各方的约定存在一定的滞后性,联合资信将对此保持持续关注,如对未来偿付本息形成影响,将据此对本期债券债项级别进行调整。

综合考虑,联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA,评级展望为稳定,并维持“09 株城投债”AA⁺的信用等级。

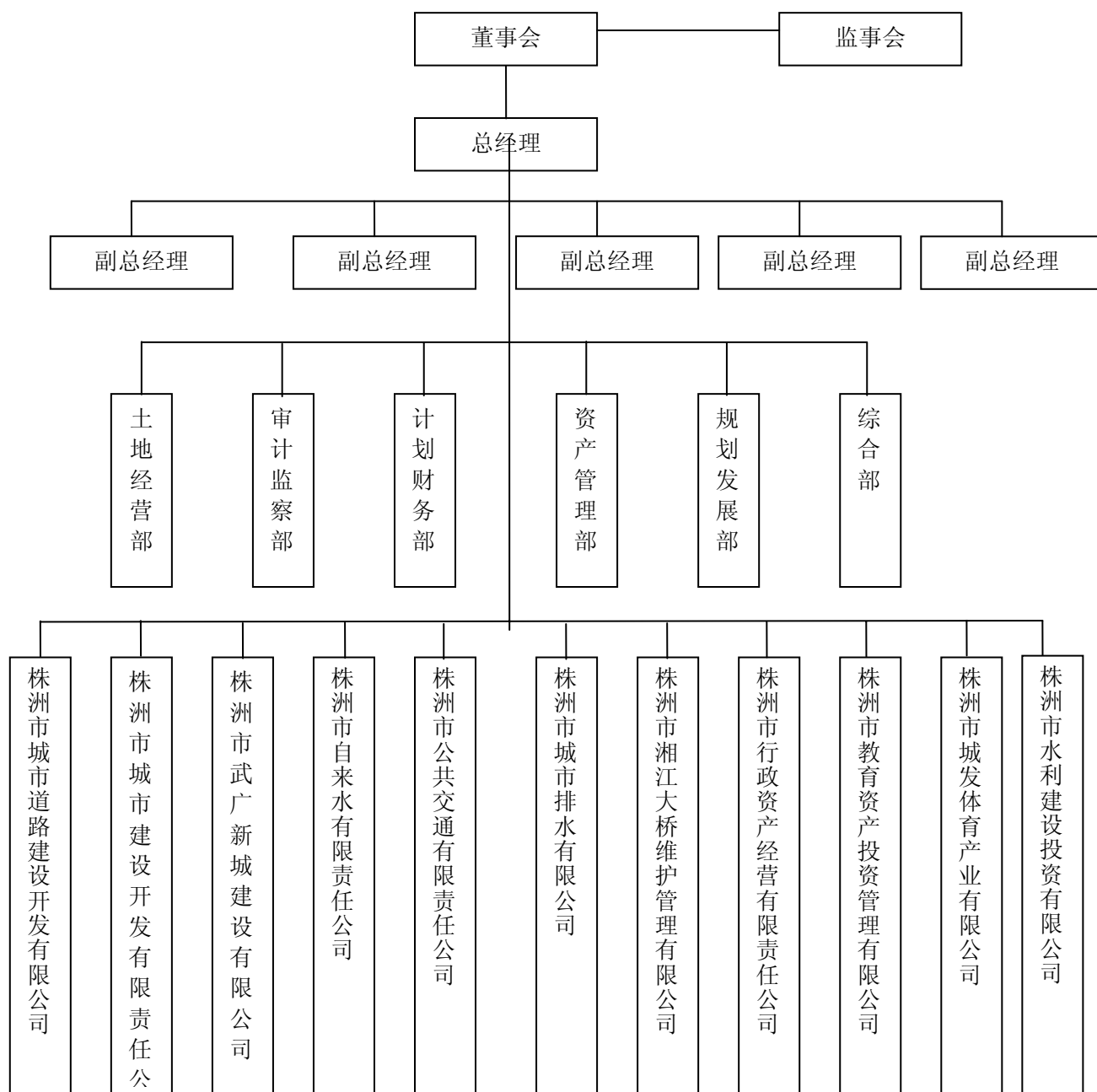
表 7 政府回购应收账款支付表

年度	BT 回款金额(亿元)
2010	5.32
2011	5.23
2012	5.14
2013	8.05
2014	7.69
2015	8.83
2016	8.34
2017	7.34
2018	6.89
2019	6.44
2020	5.99
2021	6.54
合计	81.80

资料来源:公司提供。

总体来看,公司正在积极推进本期债券募投项目的投建,并在跟踪期内取得阶段性进展;截至目前,株洲市财政局已向公司支付了协议约定的回购款,从而为公司足额偿付本期债券本金及利息提供保证,公司已按时足额支付本期债券利息。但联合资信同时也注意到应收账

附件 1 公司组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

	2009 年	2010 年	变动率(%)
流动资产：			
货币资金	147821.47	114210.97	-22.74
交易性金融资产	1203.56	5008.21	316.12
应收票据	1083.38	608.34	-43.85
应收账款	20413.67	21876.74	7.17
预付款项	83993.09	46023.71	-45.21
应收利息			
应收股利			
其他应收款	174435.98	61914.61	-64.51
存货	24659.41	75916.14	207.86
一年内到期的非流动资产			
其他流动资产			
流动资产合计	453610.57	325558.72	-28.23
非流动资产：			
可供出售金融资产			
长期应收款	54127.65	169313.04	212.80
长期股权投资	2861.80	11214.60	291.87
投资性房地产			
固定资产	166608.43	202230.38	21.38
在建工程	390318.39	516429.17	32.31
工程物资	1137.74	1622.86	42.64
固定资产清理			
无形资产	544292.93	975763.46	79.27
开发支出			
商誉			
长期待摊费用	336.90	216.86	-35.63
递延所得税资产	1240.64	589.52	-52.48
其他非流动资产			
非流动资产合计	1160924.49	1877379.89	61.71
资产总计	1614535.06	2202938.61	36.44

附件 2-2 合并资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2009 年	2010 年	变动率(%)
流动负债：			
短期借款	64170.00	43143.23	-32.77
短期应付债券			
应付票据	2570.33	3500.00	36.17
应付账款	40076.46	42429.96	5.87
预收款项	12724.92	30362.79	138.61
应付职工薪酬	1535.21	1668.21	8.66
应交税费	988.06	1752.15	77.33
应付利息	3595.89	3509.59	-2.40
应付股利	161.50	282.32	74.81
其他应付款	82412.17	115035.51	39.59
一年内到期的非流动负债	52800.00	47700.00	-9.66
其他流动负债			
流动负债合计	261034.55	289383.75	10.86
非流动负债：			
长期借款	370707.49	455107.64	22.77
应付债券	148719.45	148925.47	0.14
长期应付款	121.76	121.76	
专项应付款	16506.41	23468.95	42.18
预计负债			
递延所得税负债			
其他非流动负债			
非流动负债合计	536055.12	627623.83	17.08
负债合计	797089.66	917007.58	15.04
所有者权益（或股东权益）：			
实收资本（或股本）	133500.00	148500.00	11.24
资本公积	582381.26	1010380.15	73.49
盈余公积	11749.71	13921.52	18.48
未分配利润	87708.73	108675.51	23.91
外币报表折算差额			
归属于母公司所有者权益合计	815339.71	1281477.19	57.17
少数股东权益	2105.69	4453.84	111.51
所有者权益（或股东权益）合计	817445.40	1285931.02	57.31
负债和所有者权益（或股东权益）总计	1614535.06	2202938.61	36.44

附件 3 合并利润表

(单位：人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	变动率(%)
一、营业收入	45192.23	68260.86	51.05
减：营业成本	32686.40	50149.50	53.43
营业税金及附加	1122.90	1709.22	52.22
销售费用	985.13	1033.28	4.89
管理费用	11370.41	15139.35	33.15
财务费用	3428.82	4281.96	24.88
资产减值损失	333.18	-2062.81	-719.12
加：公允价值变动收益（损失以“－”号填列）		4.65	
投资收益（损失以“－”号填列）	121.87	24.24	-80.11
汇兑收益（损益以“－”号添列）			
二、营业利润（亏损以“－”号填列）	-4612.74	-1960.76	-57.49
加：营业外收入	19853.89	26976.92	35.88
减：营业外支出	179.31	169.75	-5.33
其中：非流动资产处置损失			
三、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	15061.84	24846.41	64.96
减：所得税费用	30.82	1245.25	3940.74
四、净利润（净亏损以“－”号填列）	15031.02	23601.16	57.02
少数股东损益	303.86	462.57	52.23
五、归属于母公司所有者的净利润	14727.16	23138.59	57.12

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	变动率(%)
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	47577.59	85341.40	79.37
收到的税费返还	1334.00		-100.00
收到其他与经营活动有关的现金	46509.69	95080.92	104.43
经营活动现金流入小计	95421.28	180422.32	89.08
购买商品、接受劳务支付的现金	24108.61	78675.42	226.34
支付给职工以及为职工支付的现金	14835.02	19108.42	28.81
支付的各项税费	3765.88	3827.01	1.62
支付其他与经营活动有关的现金	28627.75	45585.35	59.23
经营活动现金流出小计	71337.26	147196.19	106.34
经营活动产生的现金流量净额	24084.02	33226.13	37.96
二、投资活动产生的现金流量:			
收回投资收到的现金	5227.00	39710.00	659.71
取得投资收益收到的现金	495.10	131.40	-73.46
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	14.60	246.80	1590.83
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.10		-100.00
收到其他与投资活动有关的现金	83415.67	46987.52	-43.67
投资活动现金流入小计	89152.46	87075.72	-2.33
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	182570.76	123271.83	-32.48
投资支付的现金	6917.50	35000.00	405.96
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	159.79		-100.00
支付其他与投资活动有关的现金	10174.97	4241.53	-58.31
投资活动现金流出小计	199823.03	162513.36	-18.67
投资活动产生的现金流量净额	-110670.56	-75437.64	-31.84
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资收到的现金	20517.50	15036.74	-26.71
取得借款收到的现金	383645.30	219620.64	-42.75
收到其他与筹资活动有关的现金	30723.38	20827.46	-32.21
筹资活动现金流入小计	434886.18	255484.83	-41.25
偿还债务支付的现金	145379.17	182364.35	25.44
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	27659.53	42787.60	54.69
支付其他与筹资活动有关的现金	69421.80	21535.44	-68.98
筹资活动现金流出小计	242460.51	246687.39	1.74
筹资活动产生的现金流量净额	192425.67	8797.44	-95.43
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响			
五、现金及现金等价物净增加额	105839.13	-33414.07	-131.57
加: 期初现金及现金等价物余额	22185.91	128025.04	477.06
六、期末现金及现金等价物余额	128025.04	94610.97	-26.10

附件 4-2 合并现金流量表（续）
 （单位：人民币万元）

项 目	2009 年	2010 年	变动率(%)
一、将净利润调节为经营活动的现金流量			
净利润	15031.02	23601.16	57.02
减：未确认的投资损失			
加：计提的资产减值准备	333.18	-2062.81	-719.12
固定资产折旧	7461.46	9428.91	26.37
无形资产摊销	169.12	262.84	55.42
长期待摊费用摊销	208.06	125.69	-39.59
待摊费用减少(减:增加)			
预提费用增加(减:减少)			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	2.68	-15.30	-671.08
固定资产报废损失	35.26	56.38	59.88
公允价值变动损失（减：收益）		4.65	
财务费用	3532.55	4514.90	27.81
投资损失(减:收益)	-121.87	-24.24	-80.11
递延所得税资产减少（减：增加）	-64.00	651.12	-1117.42
递延所得税负债增加（减：减少）			
存货的减少(减:增加)	-12081.00	-50183.97	315.40
经营性应收项目的减少(减:增加)	-23493.30	-27974.22	19.07
经营性应付项目的增加(减:减少)	33070.86	74841.01	126.31
其他			
经营性活动产生的现金流量净额	24084.02	33226.13	37.96

附件 5 主要计算指标

项 目	2009 年	2010 年
经营效率		
销售债权周转次数(次)	2.06	3.10
存货周转次数(次)	1.76	1.00
总资产周转次数(次)	0.03	0.04
现金收入比(%)	105.28	125.02
盈利能力		
营业利润率(%)	25.19	24.03
总资本收益率(%)	1.24	1.35
净资产收益率(%)	1.84	1.84
财务构成		
长期债务资本化比率(%)	38.85	31.96
全部债务资本化比率(%)	43.87	35.19
资产负债率(%)	49.37	41.63
偿债能力		
流动比率(%)	173.77	112.50
速动比率(%)	164.33	86.27
经营现金流动负债比(%)	9.23	11.48
全部债务/EBITDA(倍)	24.59	18.49
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.14	-0.06
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-28.03	-13.63

注：EBITDA 利息倍数中，利息支出不含资本化利息。

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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-营业税金及附加) / 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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券(含短期融资券)待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/一年内到期的债券(含短期融资券)待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券(含短期融资券)待偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+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
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。