

跟踪评级公告

联合[2012] 488 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⁺、2011年度15亿元企业债券的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一二年七月十七日



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 ⁺
11 株城发债	15 亿元	2011/11/10-2021/11/09	AA	AA

跟踪评级时间: 2012 年 7 月 17 日

财务数据

项目	2010 年	2011 年
现金类资产(亿元)	11.98	16.41
资产总额(亿元)	220.29	262.90
所有者权益(亿元)	128.59	134.18
短期债务(亿元)	9.43	9.86
全部债务(亿元)	69.84	86.77
营业收入(亿元)	6.83	7.74
利润总额(亿元)	2.48	2.87
EBITDA(亿元)	3.78	4.36
经营性净现金流(亿元)	3.32	3.06
营业利润率(%)	24.03	15.21
净资产收益率(%)	1.84	2.07
资产负债率(%)	41.63	48.96
全部债务资本化比率(%)	35.19	39.27
流动比率(%)	112.50	118.48
全部债务/EBITDA(倍)	18.49	19.88
经营现金流/全部债务(%)	11.48	6.50

分析师

刘献荣

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; 株洲市政府通过资金补贴等方式继续对株洲市城市建设发展集团有限公司(以下简称“公司”)进行支持; 公司各项业务经营正常, 资产规模增长较快。同时联合资信评估有限公司(“联合资信”)也关注到, 随着基础设施项目建设和武广新城开发的进一步推进, 公司资金需求加大, 导致债务规模继续上升, 整体债务负担将加重。

未来两年武广片区投资将成为株洲市城市投资的重点, 其开发和完善将有助于提升公司土地出让收入; 不断增强的财政实力为公司持续获得政府资金补贴和债务偿还支持提供了保障, 有望继续支撑公司良好的信用基本面。

“09株城投债”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, 上述偿债方案对本期债券的保障程度高。“11株城发债”设立了偿债资金专户, 偿债资金来源较为丰富, 偿债资金专户由国家开发银行湖南省分行监管并为债券提供流动性贷款支持, 债券偿债风险较低。

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⁺、“11株城发债”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, 株洲市在资金补贴等方面持续获得政府的有力支持。

关注

1. 跟踪期内公司债务规模扩大, 回购款到位

滞后，资金压力上升。

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. “09 株城投债”以应收账款作为质押，应收账款回款具有一定的不确定性；“11 株城发债”偿债资金主要来源于债券募投项目收益，受市场多种因素影响，其收益具有不稳定性。

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2011年底，注册资本为40.00亿元，实收资本17.64亿元，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号文件要求，公司注册资金将于2014年全部到位。

公司目前经营范围包括：城市基础设施的投资与建设；项目开发与经营；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2011年底，公司下辖12个子公司，分别为株洲市自来水有限责任公司（以下简称“自来水公司”）、株洲市城市排水有限公司（以下简称“排水公司”）、株洲市公共交通有限公司（以下简称“公交公司”）、株洲市管线资源经营有限公司（以下简称“管线公司”）、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”）、株洲市城发集团建设开发有限公司（以下简称“建设开发公司”）、株洲市武广新城建设有限公司（以下简称“武广公司”）、株洲市城发集团房地产开发有限公司（以下简称“房地产公司”）、株洲市城发体育产业有限公司（以下简称“体育产业公司”）、株洲市教育资产投资管理有限公司（以下简称“建投公司”）、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”）。公司本部设有综合管理部、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。

截至2011年底，公司合并资产总额为262.90亿元，所有者权益合计为134.18亿元（其中少数股东权益0.38亿元）。2011年公司实现营业收入7.74亿元，利润总额2.87亿元。

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2011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2011年全市地区生产总值1563.9亿元，同比增长14.1%，继续处在高位增长区间，株洲市GDP稳居全省第五位。其中第一产业增加值133.3亿元，增长4.2%；第二产业增加值945.5亿元，增长17.3%；第三产业增加值485.1亿元，增长11.4%。三次产业结构由上年的9.7: 58.5: 31.8调整为8.5: 60.5: 31.0，其中第一产业比重下降1.2个百分点，第二产业比重提高2个百分点。

2011年，株洲市全市实现全社会固定资产投资849亿元，同比增长35.6%，第三产业投资425.8亿元，增长47.8%，其中城市基础设施投资214.2亿元，同比增长53%。

2011年，株洲市实现财政总收入175.4亿元，较上年增长33.9%，增幅创1994年分税制改革后的历史新高。从一般预算收入情况看，2011年株洲市财政一般预算收入为109.2亿元，较上年增长40%，以税收收入构成为主（占70.16%）。一般预算收入中非税收收入主要包括行政事业性收费收入、罚没收入、国有资本经营收入以及国有资产有偿使用收入等。株洲市财政总收入和一般预算收入均在湖南省14个地级市（州）中继续保持第2位。一般预算收入是财政收入中最稳定的来源，其较快增长为株洲市可控财力的快速增加提供较强保障。

2011 年株洲市实现基金收入 53.41 亿元，其中土地出让收入占 92.19%，土地出让收入是城市基础设施建设的重要资金来源，但未来稳定性弱。2011 年获得上级补助收入和预算外收入分别为 94.80 亿元和 8.84 亿元，且上级补助收入中的专项转移支付较大，其使用须配套特定的项目，地方政府可自由支配程度较弱。

2011 年株洲市实现可控财力 266.28 亿元，较上年增长 24.39%。2011 年株洲市财政结余 11.71 亿元。

整体看，株洲市财政收入增长快速，财政整体实力不断增强。

2. 政府支持

财政补贴资金

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，2010 年已到位 2 亿元，2011 年到位 2.79 亿元。截至 2011 年底，公司实收资本增至 17.64 亿元。

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。2011 年公司获得上述补贴收入 3.71 亿元，在“营业外收入”中反映。

对于财政划拨的项目建设款项，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 2011 年底公司专项应付款为 2.70 亿元。

债务本息偿还

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 2011 年底，公司现有有息债务合计 86.77 亿元，仅有 10.52 亿元为经营性项目贷款，其他均为政府计划建设项目贷款。对于政府计划建设项目贷款，株洲市政府已经为公司建立了偿债准备金，并设立了资金专户。从城市建设资金专户实际运作情况来看，截至 2011 年底，公司资金专户归集资金为 5.32 亿元。

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。

政府回购

政府以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，2011 年株洲市财政局需支付公司回购款 5.23 亿元，截至 2012 年 5 月 30 日已全部到位。

总的来看，株洲市政府对公司支持力度较大，有望为公司未来业务发展提供有力支撑。联合资信同时注意到，政府资金注入的效率有待提高，对 BT 项目政府回购所形成的应收账款，其实际到款出现一定滞后性。

3. 公司经营

2011 年，公司实现主营业务收入 7.74 亿元，较 2010 年增长 14.84%，主要是公交、水务和房地产板块的收入增加。公司本部及下属 8 家重要子公司资产和收入分布情况如下表。

表1 重要下属子公司2010年和2011年资产和收入占比情况

公司名称	2010 年						2011 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	76.97	34.94	0.61	9.09	2.17	87.41	128.9	49.03	0.64	8.27	1.65	57.49
行资公司	29.31	13.31			-0.22	-8.89	30.74	11.69	0	0	0	0
教授公司	21.26	9.65	0.01	0.09	-0.06	-2.48	28.44	10.82	0.11	1.42	1.02	35.54
公交公司	3.93	1.78	2.18	32.34	0.04	1.61	4.56	1.73	2.22	28.68	-0.04	-1.39
自来水公司	7.10	3.22	3.36	49.83	0.47	19.02	9.61	3.66	3.53	45.61	0.06	2.09
排水公司	6.08	2.76	0.52	7.72	0.08	3.19	8.74	3.32	0.67	8.66	0.06	2.09
建设开发公司	38.08	17.28					2.05	0.78		0	0	0
房地产公司	2.52	1.14	0.06	0.89	0.01	0.53	8.15	3.10	0.57	7.36	0.14	4.88
武广公司	34.45	15.64	0.004	0.05	-0.01	-0.40	41.03	15.61	0.01	0.13	0.01	0.35
其他	0.59	0.27				0.01	0.68	0.26		0	-0.03	-1.05
合计	220.29	100	6.74	100	2.48	100.00	262.90	100	7.74	100.00	2.87	100

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、武广公司、行资公司、教授公司。公司收入主要分布在自来水公司、公交公司、本部、排水及房地产公司；利润主要分布在公司本部和教授公司（搬迁后原职业院校原有土地、校舍等资产的处置收益）。公司主营公用事业板块属公共产品，价格受到政府管制，属微利行业，导致盈利较少或出现一定程度的经营性亏损，为弥补公司盈利不足状况，株洲市政府给予公司一定补贴收入。

公司本部

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 2011 年底，公司归控的土地约 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，建设开发公司以建设为主”的一级土地开发-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”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对于除武广公司负责外的一级土地开发，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%。

2011 年公司出让土地 174 亩，收到土地返还资金扣除相应的土地开发成本税费后确认收入 1.38 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。2011 年，公司本部实现车辆通行费收入 0.64 亿元，和上年基本持平。

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 2011 年底，公交公司共有 81 条运营线路，1423 标台运营车辆；2011 年客运量为 19952 万人次，实现票款收入约 2.22 亿元。公交服务具有公益性质，近几年由于燃油价格持续偏高，运营成本高于票款收入，其差额主要由财政补贴补充。

公司供水业务是由下属子公司自来水公司

经营。截至 2011 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）752 千米。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。新水价的实施有效改善了自来水公司经营性亏损的现状，2011 年自来水公司实现收入 3.53 亿元，实现利润总额 0.06 亿元。

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，污水处理量由 2008 年的 13 万吨/日提升至 2011 年的 22.5 万吨/日，污水处理率提升至 92.66%。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。2011 年公司获得的财政补贴资金 17561 万元，较 2010 年增加 3139 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。

城建板块

截至 2011 年底，公司共完成建设投资 67.97 亿元，其中完成项目建设投资 13.42 亿元，同比增长 28.30%。

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。截至 2011 年底，公司实际完成投资 13.42 亿元，其中续建项目 6.43 亿元，实际投资超过计划投资。2011 年公司城建板块重大项目建设主要包括迎宾大道、东环北路、沿江防洪景观道路工程等。

根据 2009 年 3 月 13 日株洲市政府下达的《关于对原市城投公司投资建设的中环大道等城市基础设施项目实施政府回购的通知》（株政函[2009]38 号文），市政府将对公司投资建设的 7 条城市道路、四桥项目以及体育中心采取分期付款的方式进行政府回购，回购项目本金合计 48.00 亿元，年投资回报率和利息率分别为 2%和 7%，分 12 年偿还（2010-2021 年），回购协议金额合计 81.80 亿元。根据回购协议，2011

年株洲市财政局需支付公司回购款 5.23 亿元，截至 2012 年 5 月 30 日已全部到位。

房地产板块

公司房地产业务由下属全资房地产子公司承担。2011 年房地产公司完成房地产投资 2.39 亿元，同比增长 112.87%；新开工房屋面积 17.1 万平方米，房屋竣工面积 7.73 万平方米。

公司目前正在建设的主要是安置房项目，安置模式为由政府支付建设资金，以 1:1.13 比例置换拆迁面积，不对外销售，政府的建设资金逐年分期投入。房地产公司目前盈利主要来自政府与施工单位的工程结算价差，此外还对公司委托经营的部分场地及物业收取租金。

武广新城开发

武广公司主要负责武广新城及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。

2011 年武广公司实际完成投资 6.54 亿元，主要为配套基础设施建设，支付工程款 3.44 亿元；使用银行贷款 4.5 亿元，使用自有资金 2 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，逐步增加的投资支出可能会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。

总体看，跟踪期，公司各项业务经营正常；随着基础设施项目建设和武广新城开发的进一步推进，公司资金需求加大。

4. 管理分析

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 2011 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了标准无保留意见的审计报告。

截至 2011 年底，公司合并资产总额为 262.90 亿元，所有者权益合计为 134.18 亿元（其中少数股东权益 0.38 亿元）。2011 年公司实现营业收入 7.74 亿元，利润总额 2.87 亿元。

1. 盈利能力

公司营业收入主要源于经营性业务中的自来水销售、公交运营、污水处理等。2011 年公司实现营业收入 7.74 亿元，较上年的 6.83 亿元增长 13.43%；营业利润为-0.91 亿元，仍处于亏损状态。

受益于株洲市财政补贴收入的注入，2011 年利润总额同比增长 15.47%，为 2.87 亿元，其中营业外收入 3.82 亿元，同比增长 41.45%，包含补贴收入 3.71 亿元。

从主要盈利指标看，2011 年公司总资产收益率和净资产收益率分别为 1.40%和 2.07%，与 2010 年相比略有上升，但公司整体盈利能力仍偏弱。

总体来看，跟踪期内，公司收入规模有所增长，但相对于其资产规模仍偏小，经营性亏损仍未得到改善，公司自身造血能力有待加强，公司盈利能力受补贴影响较大。

2. 现金流及保障

经营活动方面，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。2011 年公司经营活动流入量和净流量分别为 24.86 亿元和 3.06 亿元，同比分别增长 37.79%和-7.95%。其中收到的其它与经营活动有关的现金流入量为 13.30 亿元，扣除支付的其他项后净流量为 4.18 亿元。

公司主要承担株洲市基础设施建设职能，近年来投资活动产生的现金流均以流出为主。2011 年投资流出为 28.72 亿元；受处置固定资产和收到与其他投资活动有关的现金（主要为财政拨付的项目资本金和公司收到的项目保证

金等）影响，2011 年公司投资活动现金流入量为 8.80 亿元，由于当年较大规模的投资支出，导致其投资活动现金流依然表现为较大的净流出，2011 年为-19.92 亿元。由于公司经营现金流较小，投资支出规模较大，因此大规模的外部融资成为现阶段平衡公司资金需求的主要来源。收到其他与筹资活动有关的现金 10.21 亿元，主要是排水公司收到融资租赁款项 1.28 亿元、教投公司收到施工单位项目合作资金及其它往来款项 6.78 亿元、行资公司收到相关往来单位款项 2.16 亿元。2011 年公司筹资活动现金流净额大幅增加至 20.15 亿元，主要是吸收投资、银行借款、发行债券等。

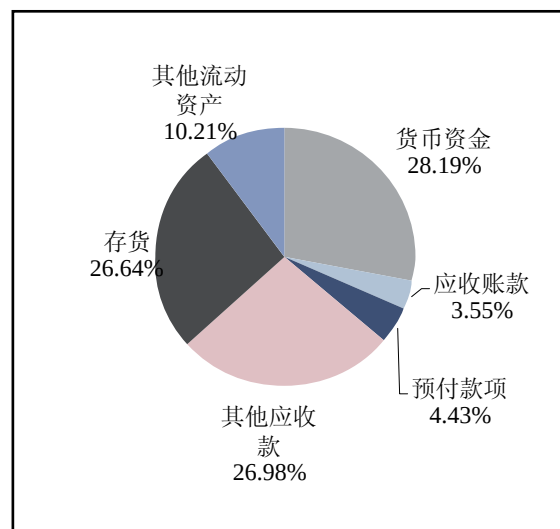
总体看，公司经营现金流量正常，对外投资规模大，融资压力上升，筹资规模增大。

3. 资本及债务结构

截至 2011 年底，公司（合并）资产 262.90 亿元，较 2010 年增长 19.34%。其中流动资产和非流动资产分别占 21.21%和 78.79%。

截至 2011 年底，公司流动资产 55.75 亿元，同比增长 71.24%，主要来自其他应收款和存货的增加，从流动资产构成来看，其中货币资金、其他应收款、存货和其他流动资产合计占比 92.03%。

图 1 2011 年底流动资产构成



资料来源：公司财务报表

截至 2011 年底,公司货币资金 15.71 亿元,较 2010 年增加 4.29 亿元,主要是由于 2011 年发行债券和其他应付款增加所致。

截至 2011 年底,公司其他应收款账面余额 15.04 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 56.10%,其他应收款集中度较高(见表 2)。2011 年公司其他应收款较 2010 年增加 8.85 亿元。主要是公司本部增加应收株洲市财政局 7.01 亿元。从账龄看,2011 年其他应收款中,1 年以内的占 85.77%,1-2 年的占 2.29%,2-3 年的占 6.43%,3-5 年的占 0.99%,5 年以上的占 4.52%。公司对账龄较长的款项计提了 0.39 亿元的坏账准备,其他应收款质量一般,集中度较高。

表 2 2011 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(%)
1	株洲市财政局	7.02	44.93
2	株洲市城发集团房地产开发有限公司	0.94	6.03
3	湖南发展投资集团有限公司	0.38	2.43
4	株洲市天元区湘江防洪景观道路工程雷打石段建设协调指挥部	0.30	1.92
5	株洲市大桥管理处	0.12	0.79
	合计	8.76	56.10

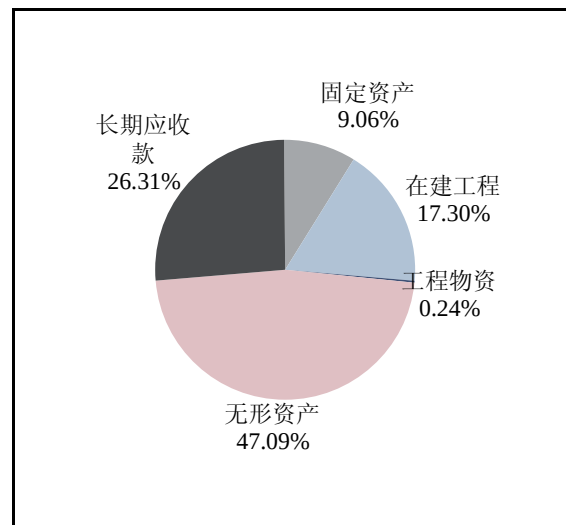
资料来源:2011 年审计报告

截至 2011 年底,公司存货 14.85 亿元,较 2010 年增加 7.26 亿元,主要是房地产公司及武广公司开发成本增加导致。其中在产品(开发成本)占 97.17%。

截至 2011 年底,公司其他非流动资产 5.00 亿元,主要是委托国家开发银行贷款,其中 4.00 亿元为湖南省高速公路建设开发总公司贷款,1 亿元为长沙市轨道交通一号线建设发展有限公司贷款。

截至 2011 年底,公司非流动资产 207.15 亿元,较上年增长 10.34%,主要由固定资产、在建工程、无形资产和长期应收款构成。

图 2 2011 年底非流动资产构成



资料来源:公司财务报表

截至 2011 年底,公司长期应收款为 52.86 亿元,较上年增长 212.19%,主要为公司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。

截至 2011 年底,公司固定资产 18.76 亿元,其中市政工程占 36.96%,房屋建筑物占 36.84%。

截至 2011 年底,公司在建工程 35.85 亿元,较 2010 年大幅减少主要是部分在建工程结转为固定资产,公司在建工程主要为城市道路和立交桥。由于上述资产基本上为非经营性资产,目前其经营效率低。但根据株洲市政府签订的相关回购协议,上述已建、在建和拟建的总投资额为 48 亿元的市政工程中,政府将通过市场化运作的手段陆续对其回购,该部分非经营性资产将陆续得以盘活。

截至 2011 年底,公司无形资产 97.56 亿元,主要是土地使用权,受限于株洲市土地市场容量,土地整体变现能力一般。

总体来看,跟踪期内公司资产规模平稳增长,其中在建工程、无形资产、长期应收款占比高,整体资产质量一般。

截至 2011 年底,公司所有者权益 134.18 亿元,其中实收资本和资本公积分别占 13.18%和 75.59%,盈余公积和未分配利润分别占

1.16%和 10.06%。截至 2011 年底，公司实收资本 17.64 亿元，较 2010 年增长 18.79%，系由市财政投入货币资金，资本公积未转增资本；资本公积 101.14 亿元，资本公积构成为行政性资产和土地使用权。总体看，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 2011 年底，公司负债合计 128.72 亿元，较上年增长 40.37%。其中流动负债占 36.55%，非流动负债占 63.45%。流动负债 47.05 亿元中，主要包括短期借款（占 10.02%）、应付账款（占 17.10%）、预收账款（占 9.31%）、其他应付款（占 50.47%）和一年内到期的非流动负债（占 9.68%）；公司其他应付款 23.75 亿元，在流动负债中占比较高，较 2010 年增加 12.25 亿元，主要是由于建投公司增加 6.00 亿元，为新增施工单位工程质保金，公司本部增加施工单位投标保证金及项目合作方支付的前期建设资金 2.7 亿元，武广公司增加项目合作方支付的前期建设资金 1.2 亿元。

截至 2011 年底，公司非流动负债 81.67 亿元，长期借款和应付债券分别占比 57.67%和 36.50%。2011 年底合计 73.84 亿元有息债务中，长期债务占比 86.49%，绝大部分为政府计划建

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。

截至 2011 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 48.96%、36.43%和 39.27%，均较上年有所上升，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。

总体看，公司负债规模上升，有息债务负担加重，考虑到有息债务由市财政负责偿还，自身实际债务负担较轻。

4. 偿债能力

截至 2011 年底，公司流动比率和速动比率分别为 118.48%和 86.92%，均较上年有所上升。由于公司债务性质和株洲市偿债机制的特殊性，截至 2011 年底，公司现有有息债务合计 86.77 亿元，仅有 10.52 亿元为经营性项目贷款，其他均为政府计划建设项目贷款。对于上述债务的偿还，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 2011 年底有息债务偿债资金来源见表 3。

2011 年株洲市财政总收入为 175.4 亿元（其中一般预算收入 109.2 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3 2011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	建投公司	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 政府偿债准备金	1、财政拨款；2、资产处置收益	1、财政补贴；2、处置原址资产	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、财政支付工程款；2、公司营业收入	公司营业收入	

资料来源：公司提供

截至 2011 年底，公司对外担保余额 5 亿元，担保比例为 3.73%，担保比例较小，或有负债风险不大。

截至 2012 年 3 月底，公司授信总额 107.45 亿元，已使用 63.02 亿元，尚未使用额度为 44.43 亿元。

四、偿债保障分析

1. 债券概况

公司分别于 2009 年、2011 年发行了额度均为人民币 15 亿元的公司债券，分别简称“09 株城投债”和“11 株城发债”。

“09 株城投债”募集资金 15 亿元，期限为 7 年，从 2013 年开始分期偿还本金，2013-2016 年每期分别偿还 3 亿元、3 亿元、4.5 亿元和 4.5 亿元。债券按债券面值平价发行，采用固定利率（票面利率为 7%），按单利每年付息。

“11 株城发债”募集资金 15 亿元，期限为 10 年，附第 5 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，自第 6 个计息年度起，每年分别偿还债券本金的 20%，即 2017-2021

年分别偿还行使回售权后本金余额的 20%。债券按债券面值平价发行，采用固定利率（票面利率为 8.36%），按单利每年付息。

2. 债券投资项目进展情况

“09 株城投债”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。截至 2010 年底，本期债券已全部投入使用，截至 2011 年底上述项目已全部建成并通车。

“11 株城发债”募集资金中，12 亿元将用于株洲市清水塘工业区棚户改造一期项目、株洲市新塘片区城中村改造一期项目、太阳村城中村改造项目、株董路经济适用房一、二期项目、枫溪大道经济适用房和株洲市垃圾焚烧发电厂等 6 个项目的建设，其余 3 亿元将用于补充公司运营资金。以上 6 个募投项目总投资 30.20 亿元。截至 2011 年底，债券投入情况及项目进展情况如下表。

表 4 “11 株城发债”投资项目情况（单位：亿元）

项目	总投资规模	债券投入金额	截至 2011 年底，债券投入金额	截至 2011 年底，项目进展情况
株洲市清水塘工业区棚户改造项目一期工程	6.30	2.00	0.68	已完成投资 6822 万元
株董路经济适用房小区建设项目	7.08	3.00	1.70	已完成投资 20611 万元
枫溪路经济适用房小区建设项目	4.61	2.00	0.18	已完成投资 5347 万元
株洲市新塘片区城中村改造项目一期工程	2.19	1.00	0.40	已完成投资 9005 万元
株洲市太阳村城中村改造项目一期工程	5.02	2.00	1.19	已完成投资 15410 万元

株洲市垃圾焚烧发电厂工程项目	5.00	2.00	0.32	已完成投资 10314 万元
合计	30.20	12.00	4.47	

资料来源：公司提供

3. 偿债资金到位情况及偿债保障分析

“09 株城投债”：

“09 株城投债”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 5。根据《BT 协议》,2011 年株洲市财政局需支付公司回购款 5.23 亿元,目前已全部到位。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。

表 5 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。

“11 株城发债”

“11 株城发债”设立了偿债资金专户，偿债资金主要来源于三个方面：一是债券募集资金投向项目建成后运营形成的收益 69.03 亿元、

利润 13.72 亿元、EBITDA 为 20.95 亿元，对债券本金的覆盖倍数分别为 4.60 倍、0.91 倍以及 1.40 倍；二是公司其他经营业务产生的收益。另外，偿债资金专户由国家开发银行湖南省分行监管并为债券提供流动性贷款支持，债券偿债风险较低。公司于 2011 年 11 月发行此债券，2012 年 11 月将支付利息。

总体来看，公司正在积极推进债券募投项目的投建，截至目前，株洲市财政局已向公司支付了协议约定的大部分回购款，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回购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⁺、“11 株城发债”AA 的信用等级。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动资产：			
货币资金	114210.97	157137.34	37.59
交易性金融资产	5008.21	6687.50	33.53
应收票据	608.34	284.89	-53.17
应收账款	21876.74	19775.85	-9.60
预付款项	46023.71	24691.68	-46.35
应收利息	0.00	0.00	-
应收股利	0.00	0.00	-
其他应收款	61914.61	150397.87	142.91
存货	75916.14	148507.93	95.62
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	-
其他流动资产	0.00	50000.00	-
流动资产合计	325558.72	557483.07	71.24
非流动资产：			
可供出售金融资产	0.00	0.00	-
持有至到期投资	0.00	0.00	-
长期应收款	169313.04	528585.06	212.19
长期股权投资	11214.60	15569.56	38.83
投资性房地产	0.00	0.00	-
固定资产	202230.38	187641.91	-7.21
在建工程	516429.17	358455.63	-30.59
工程物资	1622.86	4903.89	202.18
固定资产清理	0.00	0.00	-
生产性生物资产	0.00	0.00	-
油气资产	0.00	0.00	-
无形资产	975763.46	975551.50	-0.02
开发支出	0.00	0.00	-
商誉	0.00	0.00	-
合并价差	0.00	0.00	-
长期待摊费用	216.86	213.32	-1.63
递延所得税资产	589.52	591.83	0.39
其他非流动资产	0.00	0.00	-
非流动资产合计	1877379.89	2071512.70	10.34
资产总计	2202938.61	2628995.77	19.34

附件 1-2 合并资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动负债：			
短期借款	43143.23	47160.00	9.31
交易性金融负债	0.00	0.00	-
应付票据	3500.00	5850.00	67.14
应付账款	42429.96	80451.36	89.61
预收账款	30362.79	43808.55	44.28
应付职工薪酬	1668.21	1726.68	3.50
应交税费	1752.15	3010.40	71.81
应付利息	3509.59	5261.75	49.92
应付股利	282.32	215.50	-23.67
其他应付款	115035.51	237491.45	106.45
预计负债	0.00	0.00	-
一年内到期的非流动负债	47700.00	45550.00	-4.51
其他流动负债	0.00	0.00	-
流动负债合计	289383.75	470525.70	62.60
非流动负债：			
长期借款	455107.64	470975.64	3.49
应付债券	148925.47	298118.06	100.18
长期应付款	121.76	20544.44	16772.58
专项应付款	23468.95	27018.02	15.12
预计负债	0.00	0.00	-
递延收益	0.00	0.00	-
递延所得税负债	0.00	0.00	-
其他非流动负债	0.00	0.00	-
非流动负债合计	627623.83	816656.15	30.12
负债合计	917007.58	1287181.85	40.37
所有者权益：			
实收资本（或股本）	148500.00	176400.00	18.79
资本公积	1010380.15	1011385.67	0.10
减：库存股	0.00	0.00	-
盈余公积	13921.52	15567.40	11.82
未分配利润	108675.51	134649.81	23.90
外币报表折算差额	0.00	0.00	-
归属于母公司所有者权益合计	1281477.19	1338002.89	4.41
少数股东权益	4453.84	3811.03	-14.43
所有者权益合计	1285931.02	1341813.92	4.35
负债和所有者权益总计	2202938.61	2628995.77	19.34

附件 2 合并利润表

(单位：人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	变动率(%)
一、营业收入	68260.86	77430.89	13.43
减：营业成本	50149.50	62641.98	24.91
营业税金及附加	1709.22	3012.65	76.26
销售费用	1033.28	1413.66	36.81
管理费用	15139.35	18021.18	19.04
财务费用	4281.96	3656.85	-14.60
资产减值损失	-2062.81	-1290.80	-37.43
加：公允价值变动收益	4.65	0.00	-100.00
投资收益	24.24	932.51	3747.65
其中：对合营企业投资收益	0.00	0.00	-
汇兑收益	0.00	0.00	-
二、营业利润	-1960.76	-9092.11	363.70
加：营业外收入	26976.92	38159.10	41.45
减：营业外支出	169.75	376.49	121.79
其中：非流动资产处置损失	0.00	0.00	-
三、利润总额	24846.41	28690.51	15.47
减：所得税费用	1245.25	934.28	-24.97
四、净利润	23601.16	27756.23	17.61

附件 3-1 合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 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	85341.40	115629.43	35.49
收到的税费返还	0.00	0.00	-
收到其他与经营活动有关的现金	95080.92	132972.24	39.85
经营活动现金流入小计	180422.32	248601.68	37.79
购买商品、接受劳务支付的现金	78675.42	98535.55	25.24
支付给职工以及为职工支付的现金	19108.42	22577.28	18.15
支付的各项税费	3827.01	5673.78	48.26
支付其他与经营活动有关的现金	45585.35	91230.22	100.13
经营活动现金流出小计	147196.19	218016.83	48.11
经营活动产生的现金流量净额	33226.13	30584.85	-7.95
二、投资活动产生的现金流量:			
收回投资收到的现金	39710.00	4727.21	-88.10
取得投资收益收到的现金	131.40	824.72	527.64
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	246.80	58211.33	23486.27
收到其他与投资活动有关的现金	46987.52	24273.94	-48.34
投资活动现金流入小计	87075.72	88037.20	1.10
购建固定资产、无形资产等支付的现金	123271.83	198441.34	60.98
投资支付的现金	35000.00	83124.87	137.50
取得子公司等支付的现金净额	0.00	-488.54	-
支付其他与投资活动有关的现金	4241.53	6158.58	45.20
投资活动现金流出小计	162513.36	287236.24	76.75
投资活动产生的现金流量净额	-75437.64	-199199.04	164.06
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资收到的现金	15036.74	27900.00	85.55
取得借款收到的现金	219620.64	118979.48	-45.82
发行债券收到的现金	0.00	148950.00	-
收到其他与筹资活动有关的现金	20827.46	102067.85	390.06
筹资活动现金流入小计	255484.83	397897.33	55.74
偿还债务支付的现金	182364.35	92862.36	-49.08
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	42787.60	50088.14	17.06
支付其他与筹资活动有关的现金	21535.44	53455.76	148.22
筹资活动现金流出小计	246687.39	196406.27	-20.38
筹资活动产生的现金流量净额	8797.44	201491.06	2190.34
四、汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	-
五、现金及现金等价物净增加额	-33414.07	32876.87	-198.39
加: 期初现金及现金等价物余额	128025.04	94610.97	-26.10
六、期末现金及现金等价物余额	94610.97	127487.84	34.75

附件 3-2 合并现金流量表（续）
 （单位：人民币万元）

项 目	2010 年	2011 年	变动率(%)
一、将净利润调节为经营活动的现金流量			
净利润	23601.16	27756.23	57.02
减：未确认的投资损失			
加：计提的资产减值准备	-2062.81	-1290.80	-37.43
固定资产折旧	9428.91	11044.41	17.13
无形资产摊销	262.84	214.01	-18.58
长期待摊费用摊销	125.69	438.46	248.84
待摊费用减少(减：增加)		14.98	-
预提费用增加(减：减少)		0.00	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减：收益)	-15.30	0.00	-100.00
固定资产报废损失	56.38	3807.51	6653.29
公允价值变动损失（减：收益）	4.65	-932.51	-20154.07
财务费用	4514.90	-2.31	-100.05
投资损失(减：收益)	-24.24	0.00	-100.00
递延所得税资产减少（减：增加）	651.12	0.00	-100.00
递延所得税负债增加（减：减少）		0.00	-
存货的减少(减：增加)	-50183.97	-69545.04	38.58
经营性应收项目的减少(减：增加)	-27974.22	-12323.99	-55.95
经营性应付项目的增加(减：减少)	74841.01	71403.93	-4.59
其他		0.00	-
经营性活动产生的现金流量净额	33226.13	30584.85	-7.95
2、无现金收支的重大投资筹资活动：			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产			
3、现金及现金等价物净变动情况：			
现金的期末余额	94610.97	127487.84	34.75
减：现金的期初余额	128021.48	94610.97	-26.10
加：现金等价物的期末余额			
减：现金等价物的期初余额	3.56		-
现金及现金等价物净增加额	-33414.07	32876.87	-

附件 4 主要计算指标

项 目	2010 年	2011 年
经营效率		
销售债权周转次数(次)	3.10	3.64
存货周转次数(次)	1.00	0.56
总资产周转次数(次)	0.04	0.03
现金收入比(%)	125.02	149.33
盈利能力		
营业利润率(%)	24.03	15.21
总资本收益率(%)	1.35	1.40
净资产收益率(%)	1.84	2.07
财务构成		
长期债务资本化比率(%)	31.96	36.43
全部债务资本化比率(%)	35.19	39.27
资产负债率(%)	41.63	48.96
偿债能力		
流动比率(%)	112.50	118.48
速动比率(%)	86.27	86.92
经营现金流动负债比(%)	11.48	6.50
全部债务/EBITDA(倍)	18.49	19.88
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.06	-0.19
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-13.63	-51.76

附件 5 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	
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 / 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

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 6 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。