信用等级公告

联合[2018] 2016 号

联合资信评估有限公司通过对湖南湘江新区投资集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持湖南湘江新区投资集团有限公司的主体长期信用等级为 AA^+，“14 长沙土开 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十六日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

湖南湘江新区投资集团有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA+
上次主体长期信用等级：AA+

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 长沙土开 MTN001	1 亿元	2019/5/23	AA+	AA+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 7 月 26 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	34.17	8.18	2.98	11.54
资产总额(亿元)	261.71	268.94	307.65	312.77
所有者权益(亿元)	126.69	132.82	147.30	147.29
短期债务(亿元)	3.55	7.45	10.06	12.48
长期债务(亿元)	55.75	53.80	76.42	73.66
全部债务(亿元)	59.30	61.25	86.49	86.15
营业收入(亿元)	6.85	14.00	12.98	0.00
利润总额(亿元)	1.11	1.17	1.39	-0.009
EBITDA(亿元)	1.30	1.47	1.40	--
经营性净现金流(亿元)	-22.01	-29.29	-35.49	9.65
应收类款项/资产总额(%)	3.11	11.13	13.59	9.77
营业利润率(%)	8.85	6.36	11.48	--
净资产收益率(%)	0.88	0.88	0.94	--
资产负债率(%)	51.59	50.61	52.12	52.91
全部债务资本化比率(%)	31.88	31.56	36.99	36.90
流动比率(%)	958.53	940.70	969.89	862.26
经营现金流动负债比(%)	-86.91	-114.75	-126.03	--
全部债务/EBITDA(倍)	45.47	41.66	61.77	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计。

分析师

张龙景　朱 煜
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

评级观点

跟踪期内，湖南湘江新区投资集团有限公司（以下简称“公司”）作为湖南湘江新区重要的土地一级开发与基础设施项目建设主体，在资金支持和资本金注入等方面得到了有力的外部支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司土地开发收入的实现易受政府规划等外部因素影响，收现质量较差以及随着坪塘片区土地一级开发整理以及基础设施建设业务的开展，公司外部融资压力显著上升等因素给公司信用基本面带来的不利影响。公司可用于开发的土地资源较多，公司未来现金回流情况有望得到改善。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA+，并维持“14长沙土开MTN001”的信用等级为AA+，评级展望为稳定。

优势

1. 长沙市和湘江新区经济实力稳步增强，为公司的发展提供了良好的外部环境。
2. 公司可用于开发的土地资源较多，对公司营业收入形成一定保障。

关注

1. 跟踪期内，公司基础设施建设板块未确认收入；大王山物业公司划出后，未来将不再产生旅游开发管理服务收入；土地出让易受外部环境和政策影响；公司收入结构稳定性较差。
2. 跟踪期内，公司高管变动较频繁，存在一定管理风险。
3. 公司资产中存货占比高，存货以土地整理及代建成本为主，资产流动性较差。
4. 公司债务规模持续扩大，面临一定短期支付压力；随着坪塘片区土地一级开发整理以及基础设施建设业务的开展，公司外部融资压力较大。

声　明

一、本报告引用的资料主要由湖南湘江新区投资集团有限公司（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。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

湖南湘江新区投资集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于湖南湘江新区投资集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东未发生变化，实际控制人发生变更：2017 年 3 月，根据长沙市人民政府出具的《关于印发长沙市推进政企分开政资分开工作实施方案的通知》（长政发[2016]13 号），及湖南湘江新区管理委员会（以下简称“湘江新区管委会”）下达的《关于湖南湘江新区发展集团有限公司股权无偿划转的批复》文件，湘江新区管委会将其持有的公司股东湖南湘江新区发展集团有限公司（以下简称“湘新发公司”）的股权无偿划转给长沙市人民政府国有资产监督委员会（以下简称“长沙市国资委”）。上述权益变动事项完成后，公司实际控制人由湘江新区管委会变更为长沙市国资委。2017 年 4 月，公司股东湘新发公司以货币形式认缴公司实收资本 9.80 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 50.00 亿元，湘新发公司为公司全资股东，公司实际控制人为长沙市国资委。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。公司主要从事坪塘片区的土地开发整理及配套基础设施投资建设，系湘江新区管委会授权开发建设坪塘片区的唯一主体。截至 2018 年 3 月底，公司内设行政综合部、财务管理部、计划运营部等 12 个部门，合并范围内一级子公司共计 4 家。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 307.65 亿元，所有者权益合计 147.30 亿元（含少数股东权益 2.58 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 12.98 亿元，利润总额 1.39 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 312.77 亿元，所有者权益合计 147.29 亿元（含少数股东权益 2.58 亿元）；2018 年 1~3 月，公司未实现营业收入，利润总额-0.009 亿元。

公司注册地址：长沙市岳麓区坪塘街道狮峰山村潭州大道二段 168 号；法定代表人：谢冀勇。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年6月底，联合资信所评“14长沙土开MTN001”尚需偿还债券余额1.00亿元。跟踪期内，“14长沙土开MTN001”已按期足额支付债券利息。

截至2018年6月底，“14长沙土开MTN001”募集资金已使用1.00亿元，全部用于置换银行贷款。

表 1　跟踪评级债券概况　（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
14 长沙土开 MTN001	1.00	1.00	2014/5/23	5 年

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是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的基础设施建设，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各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、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，从而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。特别是随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

在2014年发布的《43号文》的背景下，财政部通过《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清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表2　2017年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017年4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号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范PPP合作行为，再次明确43号文内容。
2017年5月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017年6月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55号）	PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017年6月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。

2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
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	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
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	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济

跟踪期内，长沙市经济实力稳步增强，湘江新区经济运行良好，为公司发展构建了良好的区域环境。作为长沙市未来重点建设规划之一，湘江新区的建设发展有望稳定持续推进。

根据《长沙市 2017 年国民经济和社会发展统计公报》，经初步核算，长沙市全年实现地区生产总值（GDP）10535.51 亿元，比上年增长 9.0%。分产业看，第一产业实现增加值 379.45 亿元，增长 3.0%；第二产业实现增加值 4998.26 亿元，增长 7.7%；第三产业实现增加值 5157.80 亿元，增长 10.9%。第一、二、三次产业分别拉动 GDP 增长 0.1、3.8、5.1 个百分点，三次产业对 GDP 增长的贡献率分别为 1.2%、42.1%、56.7%。按常住人口计算，人均 GDP 达 135388 元，比上年增长 5.6%。三次产业结构调整为 3.6：47.4：49.0。全市非公有制经济实现增加值 6811.30 亿元，占 GDP 的比重为 64.7%。

2017 年，长沙市完成固定资产投资 7567.77 亿元，比上年增长 13.1%。全市计划总投资超过 5000 万元的在建项目（不含房地产开发）1732 个，完成投资 3607.33 亿元，占固

定资产投资总额的47.7%。

湖南湘江新区，为全国第12个国家级新区，享受副省级行政区的权限和待遇。2017年，湘江新区实现地区生产总值2208.85亿元，同比增长11.2%。其中，第二产业产值占66.58%，第三产业占30.54%。同年，实现规模以上工业增加值1173.14亿元，增长12.0%。2017年，湘江新区实现固定资产投资2313.27亿元，增长16.3%，其中工业投资810.79亿元、房地产开发投资586.08亿元。同年，实现社会消费品零售总额697.14亿元，增长14.8%；城镇居民人均可支配收入4.99万元，同比增长8.6%。

2018年1季度，湘江新区实现地区生产总值441.51亿元，完成固定资产投资总额307.90亿元。

根据湘江新区发布的《十三五发展规划》，“十三五”期间，湘江新区地区生产总值年均增长12%、固定资产投资年均增长20%以上。到2020年，湘江新区承载能力显著提升，产业结构明显优化，城乡品质实现倍升，体制机制更趋完善，重点领域改革实现突破，开放格局基本形成，基本建成两型社会标杆、高端品质新城、现代产业高地，率先实现基本现代化。土地制度改革方面，探索建立城乡统一的建设用地市场，减少非公益性用地划拨，完善土地租赁、转让、抵押二级市场，扩大市场配置国有土地范围改革土地储备资源管理，建立土地储备、开发的政府采购工作机制。

根据长沙市发展规划，未来重点任务之一为加快湘江新区建设，加快滨江、洋湖、梅溪湖、大王山（公司负责）四大重点片区建设，推进梅溪湖路西延线、潇湘大道和坪塘大道南延线、莲坪大道学士段等重要节点项目建设，加强教育、医疗等公共服务设施配套。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东仍为湘新发公司，公司实际控制人变更为长沙市国资委。

2. 外部支持

2017 年，长沙市及湘江新区财政收入持续增长。跟踪期内，公司股东在资本金注入与资金支持等方面持续给予公司支持。

2017 年，长沙市一般公共预算收入1403.29 亿元，比上年增长 14.0%，其中地方一般公共预算收入 800.35 亿元，增长 11.5%；一般公共预算支出 1186.57 亿元，增长 13.9%，财政自给率 67.45%。

2015年5月24日，湘江新区正式成为国家级新区，财政进入独立核算筹划阶段。2017年，湘江新区财政收入以上级补助收入和政府性基金收入为主。其中，上级补助收入61.76亿元，同比增长41.35%，包括一般性转移支付收入61.12亿元和专项转移支付收入0.64亿元。2017年，湘江新区新增政府性基金收入21.56亿元，以国有土地使用权出让收入为主。

公司在资本金注入和资金支持方面获得股东的支持。2017 年 4 月，公司共收到股东湘新发公司认缴注册资本 9.80 亿元。同年，公司收到湘江新区管委会拨付的 7.89 亿元土地储备款转增资本公积。

3. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员变动频繁，董事长暂时空缺，存在一定管理风险。

2017 年 2 月，公司决定免去蒋奕董事长、董事、法定代表人职务，免去罗爱英董事、总裁职务、免去云曦副总裁职务、免去蒋正良副总裁职务。任命谢冀勇担任董事长、董事和法定代表人，任命李江担任董事、副总裁职务，任命蒋正良担任董事、常务副总裁职务。

2017 年 9 月，公司决定任命许峰担任公司党委副书记、副董事长。2017 年 11 月 24 日，任命蒋正良担任公司总裁，不再担任公司常务副总裁；谢志国为公司党委委员、董事、常务副总裁，不再担任公司副总裁；免去李江兼任

的公司党委委员、董事和副总裁职务。

2018 年 2 月 5 日，谢冀勇不再担任公司董事长，任命纪锋担任公司董事长。

2018 年 3 月，因身体健康原因，纪锋不再担任公司董事长、党委书记，任命谢冀勇暂时主持公司党委工作，公司董事长暂时空缺。

谢冀勇先生，1973 年出生，工商管理硕士学位；历任长沙市环路建设开发公司财务部副部长、湖南投资集团董事长助理、财务总监、副总经理、党委委员；2016 年至今就职于湘新发公司，任党委委员、董事、副总裁；2016 年 11 月至 2017 年 2 月兼任湖南湘江新区市政建设投资有限公司董事长；2017 年 2 月到 2018 年 1 月兼任公司党委书记、董事长。2018 年 2 月，不再担任董事长，暂时主持公司党委工作。

蒋正良先生，1970 年出生，中共党员，本科学历。曾任湖南大学设计研究院有限公司任市政设计所所长；2011 年 11 月起先后担任公司副总工程师兼总工办负责人、副总经理（聘任）；2014 年 10 月至 2016 年 7 月起担任公司副总裁，2017 年 2 月至 2017 年 11 月担任公司董事、常务副总裁；2017 年 11 月起担任公司董事、总裁；2018 年 3 月起暂时主持公司党委工作。

4．企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码为 G10430104009748603），截至 2018 年 5 月 4 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2018 年 7 月 11 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

5．重大事项

跟踪期内，公司拟吸收合并股东下属子公司湘新市政，具体方案正在进一步探讨。

2018 年 6 月 25 日，公司发布公告，拟吸收合并湖南湘江新区市政建设投资有限公司（以下简称“湘新市政”，系公司股东湘新发公司下属全资子公司）。目前，具体方案正在进行探讨，存在一定不确定性。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

2017 年 10 月 12 日，公司对章程进行了修订：将董事会成员由 5 人变更为 6 人；副总经理由 2 人变更为 4 人。

根据公司的任免结果，公司董事会人员有所变化：蒋奕、李江和罗爱英不再担任公司董事，任命蒋正良担任公司董事，任命许峰为公司副董事长，任命谢志国为公司董事。

七、经营分析

跟踪期内，公司收入仍以旅游开发土地整理业务收入为主，由于土地价格的上涨，公司毛利率水平有所提升。

2017 年，公司实现营业收入 12.98 亿元，主要为旅游开发土地整理业务收入。当年，公司未确认配套基础设施建设收入。2017 年，旅游开发管理服务业务仅实现收入 426.49 万元，同比下降 74.00%，主要系长沙大王山物业服务有限公司（以下简称“大王山物业”）划出所致。跟踪期内，公司新增代建管理收入 307.72 万元，主要系子公司运营管理 PPP 项目收到政府支付的管理费[1]。

从毛利率情况看，2017 年，受土地平均出让价格上涨影响，公司旅游开发土地整理业务毛利率同比增长 5.02 个百分点至 11.28%；受此影响，公司综合毛利率提升至 11.54%。

由于公司于每年年底依据工程计量情况与财政确认基础设施回购收入，2018 年 1~3 月，公司业务未确认收入。

[1] 子公司非PPP项目公司控股股东，仅负责PPP项目的运营管理并收取政府按照预算支付给公司的项目管理费；前期融资、建设由社会资本方承担。

表 3　2016~2017 年公司营业收入情况（单位：万元、%）

分行业	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
旅游开发土地整理项目	126715.60	90.49	6.26	129039.50	99.41	11.28
旅游开发园区代建项目	3473.28	2.48	7.41	--	--	--
生态治理项目	6822.36	4.87	7.41	--	--	--
市政配套项目	1385.64	0.99	7.41	--	--	--
旅游开发管理服务项目	1640.16	1.17	15.62	426.49	0.33	18.24
代建管理收入	--	--	--	307.72	0.24	100.00
其他收入	--	--	--	37.78	--	100.00
合计	**140037.03**	**100.00**	**6.47**	**129811.49**	**100.00**	**11.54**

资料来源：公司提供

公司承担湘江新区的旅游开发土地整理工作，业务模式未发生变化。2017年，公司土地开发整理业务收入较去年基本稳定，毛利率受平均出让价格影响有所提高，业务实际回款滞后。公司目前仍拥有较多可开发土地，未来土地出让收入仍将是公司收入重要组成部分。

湖南湘江新区管委会赋予公司土地一级开发的职能，公司受托对坪塘片区内的土地进行整理开发。公司首先完成土地征用手续，委托岳麓区拆迁事务所对集体土地进行征迁，岳麓区征地办对国有土地上附着物进行拆除，再作路网及相关配套设施建设。在土地达到出让条件后，公司委托长沙市国土局土地交易中心进行招拍挂，取得的土地转让收入直接进入长沙市财政分局专户，长沙市财政分局再将款项划拨至湘江新区财政分局，湘江新区财政分局将土地开发成本（含财务费用）和增值收益的60%返还公司。

根据湘江新区管委会的规定，宗地出让时，由国土规划部、财政分局与公司进行成本及增值收入核算。经核定的宗地成本，由湘江新区财政分局拨付给公司。土地增值收入按宗地、年度进行预结算，片区开发完成后进行总结算。

2017年，公司整理并出让7宗土地，土地面积合计1125亩，较上年小幅下降。土地出让金额合计17.55亿元，确认土地整理业务收入12.90亿元；土地平均出让价格156万元/亩，较上年有所增长，导致当年公司土地整理业务毛利率有所提升。从回款情况看，2017年实际回款3.04亿元，回款较低系当年土地出让时间集中于2017年底，出让金于2018年返还所致。

表 4　2016~2017 年公司土地储备计划与实际完成情况

项目	计划取得面积（亩）	实际取得面积（亩）	当年出让面积（亩）	平均出让价格（万元/亩）
2016 年	2429	2108	1271	144
2017 年	1200	1501	1125	156

资料来源：公司提供

2017年，公司实际取得土地面积为1501亩，较去年有所下降。截至2018年3月底，公司在整理中的土地共4287.57亩，预计总投资42.30亿元，已完成投资12.15亿元，尚需投资30.15亿元。未来，公司继续享有固定比例的土地开发增值回报，且由于其拥有的可开发土地面积较大，土地开发收入仍将是公司未来收入的重要组成部分。

跟踪期内，公司基础设施建设业务模式未发生变化。由于未达到确认条件，该板块未实现收入。

公司基础设施建设主要是围绕着坪塘片区大王山旅游度假区开展，负责大王山旅游度假区内的污染生态环境的治理工作，主要包括道路绿化、景观改造、水系治理以及生态环境治理工程等基础设施建设。对于代建项目，公司与湘江新区管委会签署回购协议，基础设施建设项目最终的回购价格为工程建设费用审定

结算值的108%，以最终财务决算为准；决算审计前暂按财政批复的总概算作为回购价目，结算审计完成后按审定结算值进行调整。公司每年10月将次年基础设施建设项目及资金需求列于《湖南湘江新区投资集团有限公司资金计划》，并交付湘江新区管委会。公司根据项目计划安排相应的融资，湘江新区管委会审核资金计划之后，将回购款列入财政预算，并印发相关文件，按照项目建设进度和财政资金状况将项目回购款项拨付于公司。对于已完工项目，公司在项目竣工后即时结转成本并确认收入；对于未完工项目，公司在每一个会计年度末按照项目进度结转成本并确认收入。

2017年，公司基础设施代建项目为湘军文化园、清风南路和湘江西岸堤防整治工程。2017年，公司代建业务未达到收入确认条件，故未确认旅游开发园区代建项目、生态治理项目及市政配套项目收入。因公司主要于12月依据工程计量情况与财政确认基础设施回购收入，2018年1~3月公司基础设施建设业务未确认收入。

跟踪期内，公司旅游开发管理服务收入下降较快。由于子公司大王山物业划出，未来公司将不再有旅游开发管理服务收入。

公司旅游开发管理服务由子公司大王山物业负责，大王山物业就大王山度假区市政基础设施收取物业管理费。2017年4月20日，公司与湖南湘江城市运营管理有限公司签订《关于长沙大王山物业服务有限公司的股权转让协议》，以467.67万元将所持有的大王山物业100.00%股权转让给湖南湘江城市运营管理有限公司。由于大王山物业不再纳入公司合并范围，公司旅游开发管理服务收入大幅下降。

公司从事大王山旅游度假区开发工作，公司在建、拟建项目较多，旅游项目前期投入资金规模大，开发周期长，投资回报期长，未来面临的融资压力较大。

未来三年内，公司将通过“三大板块、四大项目”的开发，打造坪塘生态修复提质示范区，“三大板块”是指坪塘生态修复提质示范工程板块、大王山旅游度假区核心区板块、芙蓉山庄板块；“四大项目”是指坪塘生态修复提质示范工程、曾国藩墓区园林修复工程、文正书院和精品酒店、巴溪洲水上公园，初步形成大王山旅游度假区雏形。

到2020年，公司所开发的大王山旅游度假区计划全面建成，大王山旅游度假区预计总投资800亿元，公司旅游开发规模较大，旅游项目建设前期投入大、建设周期较长，且短期内不能形成大规模现金回流，旅游开发投资回报周期长。

截至2018年3月底，公司在建、拟建项目主要包括旅游项目、园区建设、市政基础配套、保障房建设等，总投资136.42亿元，已完成投资63.62亿元，还需投资72.80亿元，项目资金来源主要为公司未来营业收入、财政拨款与外部融资。其中湘军文化园、清风南路和湘江西岸堤防整治工程为代建基础设施项目；剩余项目未与政府签署代建协议，目前归为公司自建项目，总投资128.37亿元。2018年，公司将面临总计约22.91亿元的投资需求，需要通过对外融资解决资金缺口，未来公司资金需求将保持高位，有一定的融资压力。截至2018年3月底，公司主要在建项目如下表所示：

表5　截至2018年3月底公司主要在建项目及未来投资情况（单位：亿元）

项目名称	建设期	计划总投资	截至 2018 年 3 月底已投资额	未来计划投资		
				2018 年	2019 年	2020 年
湘江西岸整治工程	2013-2020	2.98	2.25	0.12	0.40	0.21
清风南路	2013-2020	0.62	0.47	0.09	0.05	0.01

湘军文化园	2013-2019	4.45	2.65	0.39	1.42	0.00
湘江欢乐城—冰雪世界	2014-2019	23.21	16.95	3.34	2.92	0.00
湘江欢乐城—五星级酒店	2014-2019	12.25	5.59	3.29	3.38	0.00
湘江欢乐城—商业步行街及四星级酒店	2014-2019	15.33	11.95	1.76	1.62	0.00
湘江欢乐城—桐溪湖	2015-2019	1.43	0.56	0.19	0.69	0.00
湘江欢乐城—湘江女神公园	2018-2019	1.08	0.00	0.60	0.48	0.00
坪塘北片保障性住房	2012-2020	19.28	9.15	0.96	5.00	4.17
道路路网工程—新学士路	2015-2020	2.81	1.55	0.96	0.20	0.10
潇湘大道三段	2015-2020	4.63	0.19	1.37	1.50	1.57
桐溪水乡	2016-2020	4.98	1.38	2.35	1.00	0.26
教育配套—红桥中学	2014-2018	2.93	2.75	0.18	0.00	0.00
教育配套—坪塘中学	2014-2018	2.98	2.82	0.16	0.00	0.00
海洋公园	2018-2020	7.68	0.00	0.45	3.00	4.23
交通提质及停车设施配套工程	2018-2021	15.00	0.00	2.39	2.50	5.00
合计	--	**121.64**	**58.26**	**18.6**	**24.16**	**15.55**

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了 2017 年财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留审计结论。公司 2018 年 1 季度财务数据未经审计。

2017 年因股权转让减少 1 家子公司，为大王物业公司；大王山物业划出以后，公司将不再产生旅游开发管理服务收入，但大王山物业整体规模较小，对合并报表影响较小，公司财务数据可比性好。2018 年 1~3 月，公司合并范围无变化。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模快速增长，流动资产中存货占比大，其他应收款对公司资金有所占用，资产流动性较差，公司总体资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 307.65 亿元。构成上仍以流动资产为主，占比维持在较高水平。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.18	3.04	2.98	0.97	11.54	3.69
应收账款	14.92	5.55	12.52	4.07	12.49	3.99
其他应收款	15.03	5.59	29.29	9.52	18.08	5.78
存货	198.04	73.63	221.49	72.00	227.89	72.86
流动资产	**240.14**	**89.29**	**273.09**	**88.77**	**277.44**	**88.71**
在建工程	14.81	5.51	19.84	6.45	20.44	6.53
无形资产	10.55	3.92	14.48	4.71	14.38	4.60
非流动资产	**28.81**	**10.71**	**34.56**	**11.23**	**35.33**	**11.29**
资产总额	**268.94**	**100.00**	**307.65**	**100.00**	**312.77**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报告整理

2017 年底，公司流动资产合计 273.09 亿元，同比增长 13.72%，主要系存货和其他应收款增长所致。

2017 年底，公司货币资金为 2.98 亿元，同比下降 63.58%，主要系当年土地整理业务支出及往来款拆借增加所致。货币资金为银行存款及少量库存现金，无使用受限资金。

2017年底，公司应收账款12.52亿元，同比下降16.09%，主要系收到湘江新区财政局土地款所致。公司应收账款主要为应收湘江新区财政分局的土地返还款等，账龄集中在2年以内。

2017 年底，公司其他应收款 29.29 亿元，同比增长 94.90%，主要为与湘新发公司的往来款增长所致。从集中度上看，公司其他应收款欠款金额前五名客户欠款占其他应收款总额的 99.52%，其他应收款集中度高；公司未对其他应收款计提坏账准备。2017 年，公司应收类款项占资产总额的比重为 13.59%，同比增长 2.46 个百分点。

表7　2017年底公司其他应收款前5名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	账面余额	账龄	占比	款项性质
湖南湘江新区发展集团有限公司	26.21	1 年以内	89.51	往来款
长沙中建未来科技城投资有限公司	1.98	1 年以内	6.77	垫付拆迁款
湖南湘江新区管委会	0.47	1~2 年	1.60	垫付项目款
长沙市麓城置业有限责任公司	0.28	3~4 年	0.97	垫付购房款
中建信和地产有限公司	0.20	3~4 年	0.67	垫付购房款
合计	**29.15**	--	**99.52**	--

资料来源：公司审计报告

2017年底，公司存货221.49亿元，同比增长11.84%，主要系基础设施建设及土地开发支出增长所致。公司存货主要由开发成本（占75.80%）及划拨土地（占24.20%）构成。开发成本主要为土地整理成本、代建项目成本。公司存货未计提跌价准备。公司受限存货13.00亿元，为出让、划拨土地和土地整理及前期开发用地，用于银行借款抵押和对外担保，合计占存货的比例为5.87%。

2017 年，公司非流动资产快速增长，为34.56 亿元，同比增长 19.96%，主要系在建工程和无形资产增长所致。

2017 年底，公司在建工程 19.84 亿元，同比增长 83.44%，主要是公司自建的商业和旅游及配套设施的建设项目。同期，公司无形资产 14.48 亿元，同比增长 37.29%，主要为新增欢乐海洋项目的土地使用权，其中受限无形资产 4.20 亿元。2017 年，公司减少其他非流动资产 3.38 亿元，主要为预付土地购置款，由于购买结束调整至无形资产。

2018年3月底，公司资产规模与结构较2017年底变动不大，变化主要来自货币资金及其他应收款。2018年3月底，其他应收款为18.08亿元，较2017年底下降38.26%，系往来款减少所致；货币资金11.54亿元，较上年底增加287.23%。

2. 资本结构

跟踪期内，公司获得股东资本投入，所有者权益实现增长；资本公积和实收资本占比较大，但存在土地使用权置换或收回情况，未来公司所有者权益稳定性可能受到影响。随着公司项目建设的不断推进，公司负债总额快速增长，长期债务占比高。

2017 年底，公司所有者权益合计 147.30 亿元，同比增长 10.90%，主要系公司 2017 年度收到股东认缴的注册资本 9.80 亿元所致。构成上，所有者权益以实收资本和资本公积为主。

2017 年，收到湘江新区管理委员会认缴的注册资本 9.80 亿元，公司实收资本增至 50.00 亿元。2017 年底，公司资本公积 80.65 亿元，同比增长 4.54%。2017 年，湘江新区管委会将之前拨付的 7.89 亿元土地储备款转增公司资本公积；同年湘江新区管委会将之前划拨的土地长国用（2011）第 110570 号、长先导国用（2012）第融 024 号、长先导国用（2012）第

融 023 号收回，调减资本公积 4.39 亿元。当年公司资本公积净增长 3.50 亿元。受公司账面土地性质影响，公司实收资本及资本公积中，存在土地使用权置换或收回情况，此事项将在一定程度上影响公司所有者权益规模及稳定性。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 147.29 亿元，规模及构成较 2017 年底变化不大。

表8　公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	12.32	9.05	10.52	6.56	10.48	6.33
其他应付款	3.11	2.28	3.07	1.92	5.08	3.07
一年内到期的非流动负债	7.45	5.47	9.36	5.84	10.48	6.34
流动负债	**25.53**	**18.75**	**28.16**	**17.56**	**32.18**	**19.44**
长期借款	8.40	6.17	34.62	21.59	35.46	21.43
应付债券	45.40	33.35	41.80	26.07	38.20	23.08
长期应付款	43.90	32.25	50.36	31.41	54.23	32.77
其他非流动负债	11.89	8.74	4.00	2.49	4.00	2.42
非流动负债	**110.59**	**81.25**	**132.19**	**82.44**	**133.30**	**80.56**
负债合计	**136.12**	**100.00**	**160.35**	**100.00**	**165.48**	**100.00**
实收资本	40.20	30.27	50.00	33.94	50.00	33.95
资本公积	77.15	58.08	80.65	54.75	80.65	54.76
未分配利润	12.36	9.30	12.49	8.48	12.48	8.47
所有者权益合计	**132.82**	**100.00**	**147.30**	**100.00**	**147.29**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报告整理

2017 年底，公司负债总额 160.35 亿元，较上年底增长 17.80%。从负债结构来看，公司负债仍以非流动负债为主。

2017 年底，公司流动负债 28.16 亿元，同比增长 10.30%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。

2017 年底，公司应付账款 10.52 亿元，同比下降 14.63%，主要为应付工程款减少所致。2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 9.36 亿元，同比增长 25.69%，主要系长期负债划入所致，构成为一年内到期的长期借款 0.28 亿元，一年内到期的长期应付款 5.48 亿元和一年内到期的应付债券 3.60 亿元。

2017 年底，公司非流动负债 132.19 亿元，同比增长 0.84%，增长主要来自于长期借款及长期应付款的增加。2017 年底，公司长期借款 34.62 亿元，同比增长 312.19%；公司长期借款以抵押、保证借款为主。公司长期借款利率在 4.51%~4.99%之间，2024 年到期金额较大。2017 年底，公司应付债券 41.80 亿元，同比下降 3.60 亿元，主要系“14 长沙土开债”分期偿还本金所致。2017 年底，公司长期应付款 50.36 亿元，同比增长 14.72%，构成包括 23.06 亿元委托借款、5.54 亿元政府借款及 11.76 亿元其他借款，系有息借款性质。其中，政府借款主要系债务置换形成，其他借款为融资租赁款。2017 年底，公司其他非流动负债 4.00 亿元，同比下降 66.39%，主要系经湘江新区管委会批准，将其拨付的 7.89 亿元土地储备资金转作资本公积所致。公司其他非流动负债为教育建设资金。

有息债务方面，跟踪期内，公司债务规模随项目投入的增加快速增长。由于长期应付款为有息借款，计入调整后长期债务核算；截至 2017 年底，公司调整后全部债务合计 136.85 亿元，同比增长 30.15%；其中调整后长期债务占 92.65%，与去年基本一致。考虑到公司经营特性，公司债务结构合理。

债务指标方面，2017 年底，受公司债务规模快速增长的影响，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率同比均有所增长，分别为 52.12%、48.16%和 46.26%。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额为 165.48 亿元，较 2017 年底增加 3.20%，其中，流动负债 32.18 亿元，较 2017 年底增长 14.28%，主要来自短期借款、预收款项及其他应付款的增加；非流动负债 133.30 亿元，较 2017 年底基本稳定。截至 2018 年 3 月底，公司调整后全部债务为 140.38 亿元，较 2017 年底上升 2.58%，其中调整后长期债务占 91.11%。债务指标方面，截至 2018 年 3 月底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率及调整后长期债务资本化比率较 2017 年底均小幅上升，分别为 52.91%、48.80%及 46.48%，公司债务负担不断加重。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营收规模下降。整体看，公司期间费用控制能力强，但由于业务公益性较强，公司整体盈利能力偏弱。

公司的营业收入主要来源为旅游开发土地整理及代建、生态治理、市政配套项目等业务。2017 年，公司实现营业收入 12.98 亿元，同比下降 12.98%，主要由于 2017 年公司基础设施块未确认收入所致。同期，公司营业利润率为 11.48%，同比增长 5.12 个百分点。

从期间费用来看，2017 年，公司期间费用为 712.08 万元，同比增长 13.73%，主要由于管理费用增长所致。由于利息资本化处理，公司财务费用较低。2017 年，公司期间费用占主营业务收入的比重为 0.56%，同比小幅增长。期间费用控制能力强。

2017 年，公司未收到政府补助，实现利润总额 1.39 亿元，同比增长 18.33%。

从主要盈利指标来看，2017 年，公司调整后总资本收益率为 0.49%，较 2016 年底持平；净资产收益率为 0.94%，较 2016 年底小幅增长。受公司经营职能所限，公司总资本收益率及净资产收益率较低，但与公司所属行业经营特征相符合。

2018 年 1~3 月，因公司主要于每年年底依据工程计量情况与财政确认基础设施回购收入，1 季度未实现营业收入。同期，公司利润总额和净利润均为-92.61 万元。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司收到回款较少，导致公司经营活动现金净流量持续为负，收现质量仍很差；公司投资活动的资金流入较少，投资及经营活动资金缺口主要依靠银行借款及吸收投资解决。

2017 年，公司经营活动现金流入量较上年下降 31.45%，为 7.72 亿元。公司销售商品、提供劳务收到的现金为 3.90 亿元，较上年大幅下降 50.46%，主要系旅游开发土地整理业务回款较少及代建业务未产生现金流所致；受此影响，公司经营获现能力进一步降低，现金收入比为 30.03%，收入实现质量差。2017 年，公司收到的其他与经营活动有关的现金 3.83 亿元，较上年增长 12.55%，主要为往来款及收到的工程保证金。同期，公司经营活动现金流出小幅增长，2017 年为 43.21 亿元；其中，土地开发整理及基础设施代建的项目支出 36.94 亿元（体现在购买商品、接受劳务支付的现金），较上年增长 30.91%。2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额持续为净流出状态，进一步下降为-35.49 亿元。

2017 年公司新增投资活动现金流入 1.64 亿元，主要为收回理财产品投资收到的现金；投资活动现金流出量为 8.39 亿元，同比小幅增长，主要系自建项目投资支出；跟踪期内，公司投资活动现金流量净额保持净流出状态，为-6.75 亿元。

2017 年，公司通过取得借款和吸收投资获得筹资活动现金流入 51.33 亿元，同比下降 5.14%。其中，吸收投资收到现金 10.71 亿元（主

要系股东认缴的注册资本 9.80 亿元）。同期，公司筹资活动现金流出量为 14.30 亿元，同比下降 66.53%，主要为偿还债务支付的现金及分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2017，公司筹资活动产生的现金流量净额为 37.03 亿元，同比增长 224.97%。

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流入量为 20.15 亿元，主要为收到其他与经营活动有关的现金；经营活动产生的现金流出 10.50 亿元。同期，经营活动产生的现金流量净额为 9.65 亿元。公司投资活动产生的现金流量净额为-1.28 亿元；2018 年 1 季度，公司取得借款 7.30 亿元，筹资活动现金流出以偿债资金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金为主，筹资活动产生的现金流量净额为-0.19 亿元。

5. 偿债能力

公司现金类资产同比大幅减少，短期和长期偿债能力较弱，间接融资渠道有待拓宽。考虑到股东对公司的支持力度较强，公司整体偿债风险较小。

从短期偿债能力看，2017 年底，公司流动比率和速动比率均保持较高水平，为 969.89%和 183.25%；2018 年 3 月底，上述指标均有所下降，分别为 862.26%和 153.99%。公司存货规模很大，流动性较差，且现金类资产少，公司实际短期偿付能力弱于上述指标值。

从长期偿债能力看，2017年，公司EBITDA略有下降，为1.40亿元；同期，调整后全部债务/EBITDA倍数增长较快，为97.74倍。公司自身对现有有息债务的保障能力弱，对外部支持有较强依赖。

2018年3月底，公司获得各类金融机构授信总额度为23.80亿元，其中已使用14.39亿元，尚未使用9.41亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

2018 年 3 月底，公司对外担保余额 25.51 亿元，担保比率为 17.32%。被担保企业基本为政府下属单位，被担保企业目前经营情况良好，但公司仍存在一定或有负债风险。

九、存续债券偿债能力分析

截至2018年6月底，公司存续债券余额41.80亿元，一年内到期的应付债券4.60亿元，公司面临一定短期偿付压力，未来集中偿债压力大。

截至2018年6月底，公司一年内到期兑付债券4.60亿元。如果投资者行使回售选择权，公司将于2019年达到存续债券待偿本金峰值34.60亿元；如果投资者不行使回售选择权，公司将于2021年达到存续债券待偿本金峰值33.60亿元。2017年底，公司现金类资产2.98亿元；2017年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为7.72亿元、-35.49亿元和1.40亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	4.60
未来待偿债券本金峰值	34.60
现金类资产/一年内到期债券余额	0.65
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.22
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-1.03
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.04

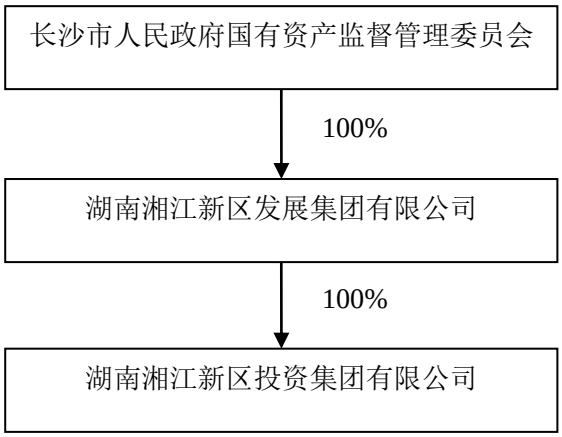
资料来源：联合资信整理

整体看，公司存续债券短期偿债压力较大；现金类资产、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对未来待偿债券本金峰值的保障能力弱，未来集中偿债压力大。

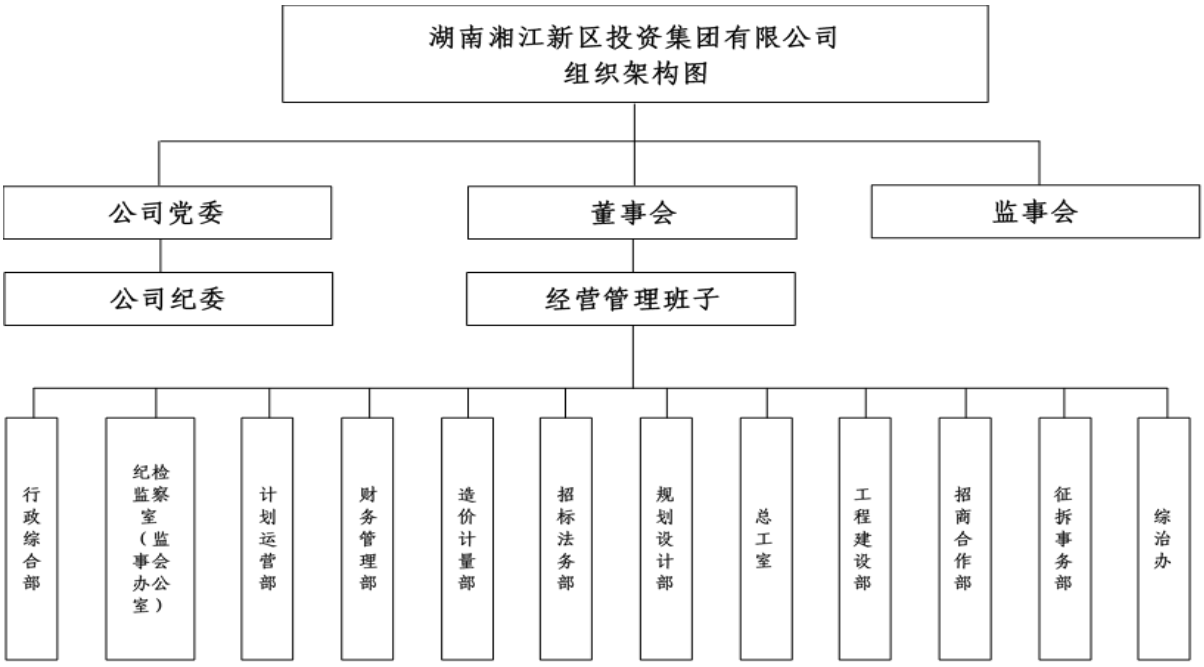
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，并维持“14 长沙土开 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	34.17	8.18	2.98	11.54
资产总额(亿元)	261.71	268.94	307.65	312.77
所有者权益(亿元)	126.69	132.82	147.30	147.29
短期债务(亿元)	3.55	7.45	10.06	12.48
长期债务(亿元)	55.75	53.80	76.42	73.66
调整后长期债务(亿元)	92.44	97.70	126.78	127.89
全部债务(亿元)	59.30	61.25	86.49	86.15
调整后全部债务(亿元)	95.99	105.15	136.85	140.38
营业收入(亿元)	6.85	14.00	12.98	0.00
利润总额(亿元)	1.11	1.17	1.39	-0.009
EBITDA(亿元)	1.30	1.47	1.40	--
经营性净现金流(亿元)	-22.01	-29.29	-35.49	9.65
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.92	1.43	0.95	--
存货周转次数(次)	0.03	0.07	0.05	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.05	0.05	--
现金收入比(%)	57.76	56.19	30.03	--
应收类款项/资产总额(%)	3.11	11.13	13.59	9.77
营业利润率(%)	8.85	6.36	11.48	--
总资本收益率(%)	0.60	0.60	0.59	--
调整后总资本收益率(%)	0.50	0.49	0.49	--
净资产收益率(%)	0.88	0.88	0.94	--
长期债务资本化比率(%)	30.56	28.83	34.16	33.34
调整后长期债务资本化比率(%)	42.19	42.38	46.26	46.48
全部债务资本化比率(%)	31.88	31.56	36.99	36.90
调整后全部债务资本化比率(%)	43.11	44.19	48.16	48.80
资产负债率(%)	51.59	50.61	52.12	52.91
流动比率(%)	958.53	940.70	969.89	862.26
速动比率(%)	180.66	164.93	183.25	153.99
经营现金流动负债比(%)	-86.91	-114.75	-126.03	--
全部债务/EBITDA(倍)	45.47	41.66	61.77	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	73.60	71.51	97.74	--

注：2018 年 1 季度财务数据未经审计；调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息部分；调整后全部债务=调整后长期债务+短期债务。

附件 3　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	（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/营业收入×100%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×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-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%
长期偿债能力指标	
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%

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

附件 4-1　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 4-2　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

附件 4-3　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。