

跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 952 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持湘潭九华经济建设投资有限公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13湘潭九华债/13湘九华”和“15湘潭九华债/15湘九华”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年六月二十一日



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>

湘潭九华经济建设投资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
13 湘潭九华债/13 湘九华	18 亿元	2013/10/15-2020/10/15	AA	AA
15 湘潭九华债/15 湘九华	15 亿元	2015/1/21-2022/1/21	AA	AA

跟踪评级时间: 2016 年 6 月 21 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	23.38	28.93	67.55
资产总额(亿元)	413.40	486.25	617.98
所有者权益(亿元)	240.42	245.36	260.79
长期债务(亿元)	103.93	168.54	228.77
全部债务(亿元)	136.40	226.28	335.06
营业收入(亿元)	36.72	33.91	35.41
利润总额(亿元)	9.14	5.21	6.68
EBITDA(亿元)	11.63	8.21	9.08
经营性净现金流(亿元)	-34.94	-48.98	-44.42
营业利润率(%)	19.17	12.63	13.90
净资产收益率(%)	3.33	2.01	2.34
资产负债率(%)	41.84	49.54	57.80
全部债务资本化比率(%)	36.20	47.98	56.23
流动比率(%)	440.46	517.61	392.82
全部债务/EBITDA(倍)	11.73	27.55	36.89
经营现金流流动负债比(%)	-50.60	-67.69	-34.59

分析师

霍正泽 闫蓉
 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, 湘潭市九华示范区作为“两型社会”示范区、国家级经济技术开发区, 享有国家、省、市多级政府支持, 财政实力近年大幅增强, 为湘潭九华经济建设投资有限公司(以下简称“公司”)的发展创造了良好的外部环境。作为湘潭市九华示范区内唯一的基础设施建设主体, 公司在代建成本返还及财政补贴等多方面持续获得湘潭九华示范区管委会的大力支持。同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 公司债务规模增长快、短期偿债压力加大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

“13 湘潭九华债/13 湘九华”与“15 湘潭九华债/15 湘九华”还款来源主要为项目周边土地出让收入等, 同时, 两期债券均设置了分期还款安排, 土地出让计划安排对债券分期偿还各年本金覆盖程度良好, 九华管委会对两期债券偿还的支持有助于更好保障其偿付安全性。

综合考虑, 联合资信维持公司AA的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“13湘潭九华债/13湘九华”AA的信用等级, 维持“15湘潭九华债/15湘九华”AA的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 湘潭市及九华示范区经济稳定增长, 财政实力不断增强, 为公司发展创造了良好的外部环境。
2. 跟踪期内, 九华示范区管委会继续在代建成本返还、财政补贴方面给予公司有力支持。
3. “13 湘潭九华债/13 湘九华”与“15 湘潭九华债/15 湘九华”募投项目周边土地出让计划安排对债券分期偿还各年本金覆盖程度好, 九华管委会对“13 湘潭九华债/13 湘九华”还本付息的承诺以及针对“15 湘潭九华债/15 湘九华”的财政补贴有助于更好地保障其偿付的安全性。

关注

1. 跟踪期内，公司在建项目投资额大，债务规模快速增长，存在短期支付压力。
2. 公司以准公益性项目投资为主，对政府补助依赖程度较高，自身盈利能力较弱。
3. 公司账面土地资产抵押率偏高，资产流动性较弱。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与湘潭九华经济建设投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与湘潭九华经济建设投资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因湘潭九华经济建设投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由湘潭九华经济建设投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于湘潭九华经济建设投资有限公司主体长期信用及存续期内“13 湘潭九华债/13 湘九华”及“15 湘潭九华债/15 湘九华”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

湘潭九华经济区（2008年12月25日后亦称湘潭九华示范区，以下简称“九华示范区”）管理委员会（以下简称“九华管委会”）于2003年11月6日投资设立湘潭九华经济建设投资有限公司（以下简称“公司”），初始注册资本3000万元。后经多次增资变更，截至2015年底，公司注册资本为60000万元，全部由九华管委会出资，九华管委会为公司的实际控制人。

公司经营范围：基础设施投资与建设、园区土地开发与经营、园区项目投资建设、项目策划、物业管理。

公司内部设立综合管理部、财务部、工程部和融资部共4个职能部门（详见附件1-1）。截至2015年底，公司拥有全资及控股子公司6家，纳入合并报表范围的子公司共6家。

截至2015年底，公司合并资产总额617.98亿元，所有者权益合计260.79亿元。2015年公司合并口径实现营业收入35.41亿元，利润总额6.68亿元。

目前，公司注册地址为：湘潭九华示范区宝马东路1号九华大厦；法定代表人：李文军。

三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP 67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续

下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为GDP增速回落的主要原因。2015年，中国固定资产投资（不含农户）55.2万亿元，同比名义增长10.0%（扣除价格因素实际增长12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015年，中国社会消费品零售总额30.1万亿元，同比增长10.7%，增幅较2014年下降1.3个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长8.9%，扣除价格因素实际增长7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015年，中国进出口总值4.0万亿美元，同比下降8.0%，增速较2014年回落11.4个百分点。贸易顺差5930亿美元，较上年大幅增加54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人

民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13% 以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市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物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速发展、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。近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设的投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

2. 行业政策

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城

市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010年以来，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，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预[2012]463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013年4月，银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底，国家发改委办公厅下发发改办财金[2013]2050号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014年10月初，国务院发布“国发[2014]43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43号文》”）。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，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，以下简称“《351号文》”），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2016年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推

出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年《43 号》文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

3. 中国基础设施建设发展展望

国家加快投融资体制改革，放宽市场准入，新的市场主体大量涌现，激发了民间投资活力，其中国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。

2015 年，全年全社会固定资产投资 562000 亿元，比上年增长 9.8%，扣除价格因素，实际增长 11.8%。其中，固定资产投资(不含农户) 551590 亿元，增长 10.0%。东部地区投资 232107 亿元，比上年增长 12.4%；中部地区投资 143118 亿元，增长 15.2%；西部地区投资 140416 亿元，增长 8.7%；东北地区投资 40806 亿元，下降 11.1%。在固定资产投资(不含农户)中，第一产业投资 15561 亿元，比上年增长 31.8%；第二产业投资 224090 亿元，增长 8.0%；第三产业投资 311939 亿元，增长 10.6%。基础设施投资 101271 亿元，增长 17.2%，占固定资产投资(不含农户)的比重为 18.4%。

截至 2015 年底，中国城镇化率为 53.10%，较上年提高 1.33 个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

4. 区域经济和财政实力

湘潭市

根据《湘潭市 2015 年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，全市地区生产总值 1703.1 亿元，比上年增长 9.6%。其中，第一产业增加值 140.8 亿元，增长 3.6%；第二产业增加值 933.8 亿元，增长 8.4%；第三产业增加值 628.5 亿元，增长 12.8%。按常住人口计算，人均地区生产总值 60430 元，增长 9.4%。全市三次产业结构为 8.3:54.8:36.9。第一、二、三次产业对经济增长的贡献率分别为 2.8%、50.3%、46.9%，第三产业贡献率比上年提高 7.9 个百分点。工业对经济增长的贡献率为 44.8%，比上年下降 7.9 个百分点。资本形成总额、最终消费支出对经济增长的贡献率分别为 58.0%、42.0%。

财政收入方面，2014 年，湘潭市财政总收入为 159.40 亿元，比上年增长 10.16%；一般预算收入 107.20 亿元，增长 9.51%。

湘潭市本级地方政府债务以直接债务为主。截至 2014 年底，湘潭市本级政府债务 93.04 亿元，较 2014 年三月底统计额增加 52.96 亿元（全部来自直接债务增加）；其中直接债务 85.69 亿元，主要体现为国内金融结构借款、债券融资；担保债务 14.70 亿元，主要为担保的国内金融机构借款以及融资平台债券融资。湘潭市债务率（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%）为 87.26%，债务负担较重。

湘潭九华示范区

湘潭九华示范区作为长株潭“两型社会”五大示范区之一发展势头良好。截至目前，九华示范区已引进企业 308 家，已投产企业 147 家；以吉利汽车、恒润高科为龙头的汽车及零部件制造、以全创科技、蓝思科技、兴业太阳能龙头的电子信息以及以泰富重工、中冶京诚、金海钢构为龙头的机电装备制造三大产业集群已基本形成。

2015 年，九华示范区地方可控财力为 68.36 亿元，比上年增长 4.16%，其中，国有土地使用权出让收入占比大，为 42.75 亿元，占当年地方可控财力的 62.53%；一般预算收入 22.43 亿元，比上年增长 10.97%，其中税收收入 9.76 亿元，增长 17.44%，非税收入 12.67 亿元，增长 6.44%；另有少部分转移支付和税收返还收入，金额小。

九华示范区政府债务以直接债务为主。截至 2015 年底，九华示范区债务余额 46.60 亿元；其中直接债务 45.80 亿元，全部为由财政承担偿还责任的融资平台公司借款；担保债务 1.59 亿元。湘潭市九华区政府债务率（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%）为 68.17%，债务负担较重。

总体来看，2015 年湘潭市经济平稳发展，地方财政收入稳步提升；九华示范区财力较强，以国有土地使用权出让收入为主。上述运营环境有利于公司业务的持续发展。

五、基础素质分析

跟踪期内，公司作为湘潭九华示范区唯一的基础设施建设主体，继续获得九华管委会的大力支持。

2015 年，根据湘潭九华经济区（及九华示范区）财政局文件《关于对湘潭九华经济建设投资有限公司给予财政补贴的通知》（潭九财发[2015]60 号），公司共收到财政补贴资金 42654.18 万元，计入“补贴收入”科目。

2015 年 11 月 27 日，根据九华管委会文件《关于向湘潭九华经济建设投资有限公司注入注册资本的批复》九华管委会向公司增资 10 亿元，在公司“资本公积”中予以反映。

对于九华示范区工程机械装备制造基地基础设施建设项目（“12 湘潭九华债”募投项目），九华管委会与公司签订了《湘潭九华示范区工程机械装备制造基地基础设施建设项目建设与移交收购（BT）协议书》，该协议项下回购总价款为 32.86 亿元，于 2013~2020 年逐年分期支付，规定毛利率为 23.98%。该回购资金专项用于“12 湘潭九华债”的本息偿付。截至 2015 年底，回购资金 12.00 亿元已到位（其中，2014 年回购款 4 亿元）。

六、管理分析

跟踪期内，公司高管人员未发生变化，公司管理体制、管理制度等其他方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

2015 年，公司营业收入 35.41 亿元，较 2014 年上升 4.42%，公司的主营业务全部为土地开发项目收入，由于 2015 年公司审计调整，将市政回购项目收入和成本调整至土地开发项目反映。

从毛利率方面看，2015 年公司主营业务毛利率为 13.96%，较 2014 年增长了 1.27 个百分点。2015 年由于审计调整，将毛利率较高的市政回

购项目调至土地开发项目反映，故2015年土地
开发项目毛利率略高于2014年土地开发项目毛

表1 公司营业收入及毛利率情况 (单位: 亿元、%)

业务板块	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发项目	33.53	98.86	13.10	35.41	100.00	13.96
市政回购项目	0.33	0.97	14.53	--	--	--
其他	0.06	0.17	-241.98	--	--	--
合计	33.91	100.00	12.69	35.41	100.00	13.96

资料来源: 公司审计报告。

注: 2015 年由于审计调整, 将市政回购项目收入及成本调整至土地开发项目反映

2. 经营概况

公司土地开发及基础设施建设业务资金来源主要为滚动开发留存收益、政府补贴款及公司对外融资。政府补贴方面, 2015 年, 九华示范区财政局给予公司 4.27 亿元政府补贴, 用以增强公司经营发展能力; 融资方面, 公司主要通过抵押土地使用权进行融资以及发行债券融资, 截至 2015 年底, 公司将账面价值 133.81 亿元的自有土地用于抵押。

土地一级开发方面, 跟踪期内, 公司按九华管委会要求, 安排土地综合开发项目建设, 并根据项目与九华管委会签订协议。按协议条款及九华示范区财政局出具的项目进度确认函, 九华管委会拨付进度款以确保项目按期施工。

从九华示范区土地出让情况看, 跟踪期内, 工业及商居用地出让规模有所下降, 但伴随九华示范区整体经济实力的提升, 土地出让价格及土地出让金收入均保持增长。九华示范区土地出让收入的稳定增长加强了该区的财政实力, 并对公司获得土地出让金返还提供了有力保障。

表 2 九华示范区 2013~2015 年土地出让情况

项目	内容	2013 年	2014 年	2015 年
工业用地	出让面积 (亩)	3421.10	1351.53	2870.00
	均价 (万元/亩)	30.00	37.22	38.00
	土地出让金 (万元)	102633.00	50303.55	109060.00
商	出让面积 (亩)	1441.20	1720.43	1415.00

居用地	均价 (万元/亩)	195.00	223.00	225.05
	土地出让金 (万元)	281034.00	384096.75	318445.75
合计	出让面积 (亩)	4862.30	3071.96	4285.00
	土地出让金 (万元)	383667.00	434400.30	427505.75

资料来源: 公司提供

在财务处理方面, 公司土地综合开发投入全部在“存货”科目反映。收入确认方面, 公司根据针对各项目分别签订的协议及九华财政局出具的工程进度确认函按进度确认收入及成本。

公司现阶段所有土地开发业务均由九华管委会统筹安排, 公司无储备开发土地。但考虑到九华示范区 138 平方公里土地, 剔除不需进行一级开发的生态环境保护区 38 平方公里及已经开发建成面积 40 平方公里, 未来公司可开发面积广阔。近年来, 随着九华示范区的逐步建设、发展, 其土地使用权出让价值亦逐年大幅攀升。考虑到九华示范区可开发面积广阔, 且土地出让价格提升, 未来九华示范区国有土地使用权出让收入规模将较大, 从而有助于支撑公司未来大规模的土地综合开发支出。

市政回购方面, 与上游政府的运营模式为: 公司根据九华示范区统一部署实施建设项目, 公司目前所承建的基础设施建设项目通过委托代建模式进行。公司就所承建的基础设施建设项目与政府签订委托建设协议, 项目工程的前期规划、施工及分包管理、工程进度、工程质量和竣工验收等由公司全权负责, 根据项目工

程主体的不同部分的专业要求，部分项目会将一部分工程分包给在相关领域专业的分包商，公司负责各分包实施单位的监督和验收，对政府承担全面责任。资金方面，项目建设主要依靠公司自筹，九华区管委会将根据项目进度及资金需求分期向公司划款；针对部分项目，公司与湘潭市财政局签订 BT 协议书，就回购总额以及分期回购时间做出具体规定。

在财务处理方面，公司市政回购项目建设投入全部在“存货-开发成本”科目反映。收入确认方面，公司根据针对各项目分别签订的协

议及九华财政局出具的工程进度确认函按进度确认收入及成本。

3. 在建工程

目前，公司在建重大项目共 7 个，合计投资额 91.20 亿元，截至 2015 年底，公司已完成投资额 80.95 亿元，尚需投资 10.25 亿元。公司目前存续债券募投项目共 4 个，合计投资额 147.35 亿元，截至 2015 年底，合计已完成投资 121.38 亿元，尚需投资 25.97 亿元。

表 3 公司在建重大项目情况 （单位：万元）

项目名称	项目概况	总投资	截至 2015 年底已投资金额	预计工期
防洪及配套工程	位于湘潭九华示范区防洪保护圈，从王家坝子撤洪渠，逆湘江而上；用地面积 3551 亩；包括 16.2KM 防洪大堤加厚，对内外进行护砌，将 4 处泵站和各处涵闸进行重建和改造	31.44	32.41	2012.1-2016.8
九华大道建设项目	项目位于九华区东北部，为南北走向，奔驰路以北至长沙坪塘交界处；项目总长 5280 米，其中包括 800 米桥梁一座	4.91	5.73	2012.8-2016.12
进出口加工基地（三期）	项目选址于湘潭九华示范区中部地区的科大路以东，江南大道以西，沪昆高速铁路以南和九昭路以北地区；征地 2592 亩；包括道路 7 条	13.41	12.75	2012.10-2017.7
湘竹防洪大堤	北二环以北防洪堤长 3150 米	6.30	6.15	2012.8-2016.8
机电产业园	位于湘潭九华示范区内疏港公路以南，上瑞高速公路以北、兴隆路以西，九华大道以东	15.49	9.68	2014.9-2016.8
软件产业园	位于湘潭九华经开区内，位于和平大道以东、江南大道西侧、奔驰路以北，发展路以南	5.07	4.51	2014.8-2016.2
大学生创业园	位于湘潭九华示范区西部，潭锰路以东，响水大道以西，吉利西路以南，东风西路以北	14.58	9.72	2014.8-2016.7
合计		91.20	80.95	

资料来源：公司提供

表 4 公司存续债券募投项目情况 （单位：亿元）

债项	项目名称	总投资	截至 2015 年 6 月 30 日已投资金额	尚需投资	工程进度
10 湘潭九华债	长株潭城市群“两型”社会建设改革试验区九华示范区先进装备制造基地基础设施建设项目	33.24	33.24	--	项目已完工
12 湘潭九华债	湘潭九华示范区工程机械装备制造基地基础设施建设项目	20.60	18.01	2.59	4999 亩土地征收已全部完成，项目区内 9 条（段）道路已有九华大道、银盖北路、桃李北路建成通车，截至 2015 年底，项目已累计完成投资总额的 87.39%
13 湘潭九华债 /13 湘九华	沪昆高铁湘潭（九华）北站站前广场、配套基础设施及周边道路建设项目	44.60	41.07	3.53	土地征拆工作已基本完成，站前广场建设已竣工，6 条进出道路也已全面启动，进入站前广场的莲城大道、九华大道和银盖路已竣工通车，其余 3 条道路预计将于 2016 年底全部竣工，截至 2015 年底项目已累计完成投资总额的 92.09%
15 湘潭九华债 /15 湘九华	湘潭综合保税区配套基础设施建设项目	48.91	29.06	19.85	于 2015 年 1 月 28 日海关总署验收合格，2015 年 3 月 28 日封关运行，截止到 2015 年 6 月 30 日，亮化工程与道路建设除保税一路以外，其余已全部完成，截至 2015 年底，项目已累计完成投资总额的 59.42%
合计	--	147.35	121.38	25.97	--

资料来源：公司提供

总体看，公司未来投资规模大，面临一定的筹资压力。

4. 未来发展

《湘潭市国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》对湘潭经开区产业发展定位是：重点发展以海工装备为主的先进装备制造业、以整车生产为主的节能及新能源汽车制造业、以电子制造与软件开发为主的新一代信息技术产业，突出抓好海洋工程装备产业园建设，打造中部重要的节能及新能源汽车生产基地、国内有影响的海工装备制造基地、湖南新一代信息技术产业示范基地。确保主导产业产值占园区经济总量比重60%以上。

2016年九华示范区将实现开发面积45平方公里，完成基础设施总投资600亿元以上，工业总产值将达到1,200亿元，其中：汽车及零部件产业300亿元；电子信息产业200亿元；先进装备制造业500亿元，实现财税收入68亿元以上。2020年，九华示范区工业总产值达到2000亿元，其中：汽车及零部件产业800亿元；电子信息产业500亿元；先进装备制造业及其他产业700亿元，实现财税收入100亿元以上。

为实现九华示范区的发展目标，公司制定了2015年至2020年发展规划如下：

五年共计划投入资金约220亿元，进行以下工程项目建设：1、完成征地拆迁30000亩和6000户以上拆迁户安置住房建设，投资额1300000万元；2、完成15条（段）共79公里的主干道建设，投资额352644万元；3、完成25条（段）次干道建设，投资额147944万元；4、完成工业用地场平22700亩，投资额158900万元；5、完成湘江配套水系-兴隆湖水系整治工程建设，投资额232000万元。

总体看，公司作为九华区示范区唯一的基础设施建设、土地开发及投融资主体，九华示范区未来大规模建设投入有望对公司整体实力的增强提供有力保障。同时联合资信关注到，伴随九华示范区建设投入的加大，公司未来融

资需求将继续扩大，加之在建项目尚存在资金缺口，公司将面临一定的筹资压力。

八、募集资金使用情况

公司于2013年10月15日发行了18亿元7年期“13湘潭九华债/13湘九华”，募集资金全部用于湘潭九华经开区沪昆高铁湘潭（九华）北站站前配套基础设施及周边道路建设项目。截至2015年底，该项目累计完成投资41.07亿元，投资金额完成计划投资92.09%，其中使用募集资金17.75亿元。该项目土地征拆工作已基本完成，站前广场建设已竣工，6条进出道路也已全面启动，进入站前广场的莲城大道、九华大道和银盖路已竣工通车，其余3条道路预计将于2016年底全部竣工。

公司于2015年1月21日发行了15亿元7年期“15湘潭九华债/15湘九华”，募集资金全部用于湘潭综合保税区配套基础设施建设项目。截至2015年底，该项目累计完成投资29.06亿元，投资金额完成计划投资59.42%，其中使用募集资金14.79亿元。该项目于2015年1月28日海关总署验收合格，2015年3月28日封关运行，截至到2015年6月30日，亮化工程与道路建设除保税一路以外，其余已全部完成。

九、财务分析

公司提供的2013~2015年度三年连审合并财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见审计结论。截至2015年底，公司合并范围子公司6家，分别为湘潭九华建设置业有限公司、湘潭九华资产管理与经营有限公司、湘潭九华创新创业服务有限公司、湘潭九华产业发展投资有限公司、湘潭九华生态建设工程有限公司和九望投资管理（上海）有限公司。

截至2015年底，公司资产总额617.98亿元，所有者权益260.79亿元。2015年，公司实现营业收入35.41亿元，利润总额6.68亿元。

1. 盈利能力

公司营业收入主要为土地开发收入。2015 年公司营业收入 35.41 亿元，同比增长 4.42%，主要为土地出让收入增长所致。2015 年，公司营业利润率较 2014 年有所增长，为 13.90%。

期间费用方面，主要受九华示范区管委会注入土地使用权影响，公司无形资产中土地使用权摊销额大幅增长，导致公司管理费用波动中有所增长，2015 年为 2.48 亿元，年均复合增长 5.88%。2015 年公司期间费用合计 2.47 亿元，同比下降 24.74%，公司期间费用占 2015 年营业收入的 6.98%，较 2014 年下降了 0.96 个百分点。

非经常性损益方面，公司每年均收到一定规模的补贴收入，2015 年为 4.27 亿元，主要为九华管委会根据“13 湘潭九华债/13 湘九华”的偿付安排给与公司的土地出让收入返还。补贴收入是公司利润总额的有效补充，2015 年公司利润总额为 6.68 亿元。补贴收入对利润总额影响大。

盈利指标方面，2015 年公司营业利润率较 2014 年有所增长，为 13.90%；由于公司全部债务规模的增长，公司总资本收益率有所下降，2015 年为 1.10%，较 2014 年下降 0.17 个百分点；净资产收益率波动增长，2015 年为 2.34%，同比增长 0.32 个百分点，受行业性质影响，公司整体盈利能力弱。

总体来看，公司盈利能力弱，利润总额对补贴收入依赖程度高。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2015 年公司销售商品提供劳务收到的现金为 51.63 亿元，同比增长 86.52%，其构成为公司本年度确认的营业收入及收回之前年度未确认的收入；同期，公司现金收入比为 145.79%，同比增长 64.17 个百分点，公司收现质量较好；2015 年，公司收到的其他与经营活动有关的现金为 11.64 亿元，同比增长 67.22%，其构成为九华示范区财政局对

公司项目补助款、往来款、利息收入等现金流入，为公司经营资金的重要补充。2015 年公司经营活动现金流入为 63.27 亿元，同比增长 82.64%。受公司项目开发进度影响，同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金为 93.32 亿元，同比增长 53.68%；2015 年，公司支付的其他与经营活动有关的现金为 12.03 亿元，同比下降 46.57%，系公司支付客户其他经营往来的减少；2015 年，公司经营活动现金流量净额为 -44.42 亿元，同比增长 4.56 亿元。

投资活动方面，2015 年，公司投资活动现金流入为 5.79 亿元，同比增长 54.79%；2015 年公司收到其他与投资活动有关的现金 4.40 亿元定期存款，系受限资金解除，相关款项收回。投资活动现金流出方面，2015 年，公司投资活动现金流出为 15.63 亿元，同比增长 236.72%；公司的购建固定资产、无形资产等支付的现金主要以综合保税区、湘潭北站、九华大道等项目建设支出为主，公司投资支付的现金 8.18 亿元为公司购买理财产品的支出，公司支付其他与投资活动有关的现金 3.80 亿元定期存款，为受限资金；公司投资活动表现为净流出，为 -9.84 亿元。

为维持较大规模的经营现金周转，以及同期到期债务本息的偿付，公司对外部融资需求较高，公司以银行借款、企业债券募集资金（体现在借款所收到的现金）及往来借款（体现在收到的其他与筹资活动有关的现金）为主的有息债务规模加大，筹资活动现金流入增长，2015 年为 186.17 亿元，同比增长 16.54%；2015 年，公司偿还债务所支付的现金为 68.85 亿元，支付的其他与筹资活动有关的现金 3.75 亿元；公司筹资活动表现为净流入，为 93.32 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入规模加大，收现质量有所改善，但是土地开发、基础设施投资等项目需要大规模的资金投入，使得大规模的银行借款、企业债券募集资金以及九华示范区财政往来款和投入款成为公司滚动发展所需资金的主要来源。

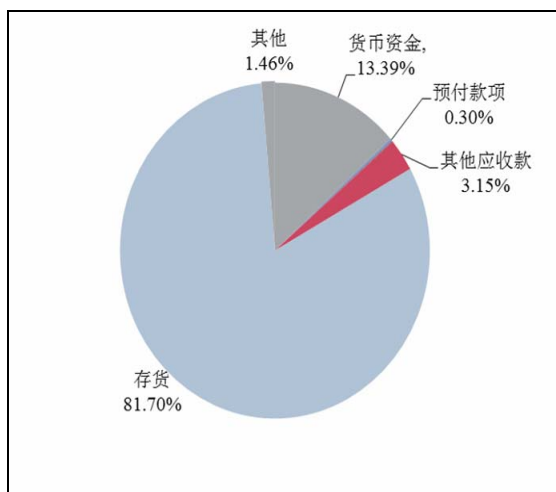
3. 资本及债务结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额为 617.98 亿元，其中流动资产和固定资产分别占 81.63% 和 18.37%。

截至 2015 年底，公司流动资产为 504.47 亿元，同比增长 34.70%。公司流动资产中，存货占 81.70%，货币资金占 13.39%。

图 1 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司货币资金 67.55 亿元，同比增长 134.52%，增长主要来自公司 2015 年增加的借款所致。截至 2015 年底，公司货币资金中银行存款占 82.83%，其他货币资金（包括定期存款和借款保证金等）占 17.17%；受限资金 8.20 亿元。

公司应收利息及应收账款规模很小，截至 2015 年底分别为 3559.74 万元和 21.48 万元。公司应收账款规模小，一方面由于公司收到与九华管委会的往来款部分具有预收工程款性质，另一方面公司根据九华示范区财政局出具的工程进度确认函确认收入，其中确认额度由财政局当年完成拨付。

截至 2015 年底，公司其他应收款为 15.87 亿元，同比下降 15.58%，主要系公司回收代付征拆款所致。公司其他应收款前五大客户欠款占 2015 年底其他应收款总额的 63.42%，主要为往

来款。从账龄分析看，1 年以内的占 82.91%，1~2 年的占 11.81%，2~3 年的占 1.24%，3~4 年的占 0.10%，4~5 年的占 0.52%，5 年以上的占 3.42%。2015 年公司对其他应收款计提坏账准备 0.30 亿元。

截至 2015 年底，公司预付账款为 1.51 亿元，同比下降 25.22%，主要为预付工程款减少所致。

截至 2015 年底，公司存货为 412.16 亿元，同比增长 27.07%，其中土地成本 127.93 亿元，开发成本 284.23 亿元。存货资产价值高，跌价风险较小，因此，2015 年底公司未对存货计提存货跌价准备。

截至 2015 年底，公司的其他流动资产为 7.02 亿元，较 2014 年底增长 6.88 亿元，公司的其他流动资产构成为理财产品和预付的广告牌租赁费。

截至 2015 年底，公司非流动资产为 113.52 亿元，其构成为可供出售金融资产、固定资产、在建工程、无形资产和递延所得税资产，占非流动资产的比重分别为 1.15%、6.84%、11.87%、80.07% 和 0.07%。

截至 2015 年底，公司的固定资产为 7.76 亿元，同比下降 2.58%，其构成为房屋及建筑物 7.66 亿元，电子设备及其他 423.21 万元和运输设备 585.38 万元。截至 2015 年底，公司固定资产累计计提折旧 1.12 亿元。

截至 2015 年底，公司在建工程为 13.48 亿元，同比增长 37.53%，在建工程的增长系公司增加对项目投资所致。截至 2015 年底公司重要的在建项目为：台湾工业园创新创业中心、三星厂房、台湾工业园创新创业中心-九华产业社区、台湾工业园创新创业中心-标准厂房、九华国际服务中心、三星产业社区、公交汽车服务中心、综合保税区项目等项目。

截至 2015 年底，公司无形资产为 90.90 亿元，同比下降 1.90%，为专利权的减少所致，截至 2015 年底公司无形资产中全部为土地使用权。

2015 年，公司存货及无形资产中，合计账

面价值218.83亿元土地中有133.81亿元的土地用于银行贷款、信托借款和企业债券等的抵押。公司用于抵押的土地占公司账面上土地的比例为61.15%，抵押比率高，公司土地储备和土地开发成本大规模变现能力较弱。

总体来看，跟踪期内，公司资产以流动资产为主，流动资产中存货占比大，资产流动性偏弱，资金周转压力加大，此外，公司用于抵押的土地资产规模大。

负债及所有者权益

截至2015年底，公司资本公积为219.08亿元，同比增长4.78%，系湘潭九华示范区管理委员会于2015年11月向公司增资10亿元所致，根据管委会于2015年11月27日签署的文件《关于向湘潭九华经济建设有限公司注入资本金的批复》，管委会将公司于2015年11月收到的财政资金中安排10亿元作为资本金注入，在资本公积中核算。2013~2015年，公司实收资本均为6.00亿元。截至2015年底，公司未分配利润32.10亿元，同比增长20.76%。截至2015年底，公司实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润在所有者权益中的占比分别为：2.30%、84.01%、1.39%和12.31%，总体看，公司所有者权益以资本公积为主，权益稳定性好。

随着公司资产规模的扩张，公司负债规模也快速增长，截至2015年底，公司负债总额357.19亿元，同比增长47.85%；其中流动负债占35.95%，非流动负债占64.05%。

截至2015年底，公司流动负债以一年内到期的长期负债（占74.62%）、短期借款（占5.96%）和其他应付款（11.14%）为主。

截至2015年底，公司短期借款7.66亿元，同比下降24.68%。公司短期借款中，以房产、土地作为抵押获得的抵押借款为3.90亿元，以定期存款为质押取得的质押借款为3.76亿元。

截至2015年底，公司应付账款为1.94亿元，同比下降9.43%，为公司前期预估的工程款本期已支付致应付账款的减少。

截至2015年底，公司其他应付款为14.31亿

元，同比增长79.58%，系往来款的增长所致，公司其他应付款前五名欠款对象主要包括应付湘潭市国土资源储备中心的收储资金1.76亿元、九华财政局的往来款1.00亿元、湖南健晖实业有限公司的征拆资金0.82亿元、湘潭市雨湖区和平街道九华第一中学的往来款0.80亿元和湘潭弘原房地产开发公司的待兑付购房补贴0.45亿元。

截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债为95.83亿元，同比大幅增长105.77%，为长期借款转入所致。

公司长期负债由长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至2015年底，公司长期借款为154.63亿元，其中质押借款3.80亿元、抵押借款219.28亿元、保证借款1.25亿元和信用借款10.31亿元；公司应付债券54.80亿元，其中包括“10湘潭九华债”4.00亿元、“12湘潭九华债”7.20亿元、“13湘潭九华债”18.00亿元、“15湘潭九华债/15湘九华”15.00亿元和“15潭九华债”20.00亿元。

有息债务方面，截至2015年底，公司全部债务合计335.06亿元，同比增长48.08%，其中长期债务合计228.77亿元，占全部债务比例为68.28%。

债务指标方面，受长、短期借款规模上升影响，2015年底公司负债水平明显上升，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57.80%、56.23%和46.73%。公司整体债务水平一般。

总体来看，跟踪期内，公司所有者权益稳定性好，随着公司项目投入的加大，公司债务规模快速增长，债务负担有所上升但仍然可控。

4. 偿债能力

2015年公司流动比率有所下降，为392.82%，同比下降了119.84个百分点。同期，公司速动比率同比增长3.42个百分点至71.88%，但由于存货的流动性偏弱，公司实际短期偿还能力弱于该指标值；公司经营活动现

金流量净额为负，对短期债务无保障能力。整体看，公司存在短期支付压力。

从长期偿债能力看，2015年，公司EBITDA为9.08亿元，同比减少0.87亿元；由于全部债务增长较快，2015年公司全部债务/EBITDA为36.89倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度有所降低。公司长期偿债能力指标较弱。但考虑到公司较为丰富的优质土地资产，及九华示范区持续的资金支持，公司整体偿债能力尚可。

截至2015年底，公司对外担保总额34.03亿元，担保比率为13.05%；公司的对外担保情况为：对湘潭九华水利建设投资有限公司担保8.00亿元、对湘潭九华综合保税区开发投资有限公司担保11.73亿元、对湖南健晖实业有限公司担保2.00亿元、对湘潭九华兴隆湖开发投资有限公司担保2.00亿元、对泰富重工制造有限公司担保0.80亿元、对泰富重装集团有限公司担保5.00亿元、对泰富国际工程有限公司担保4.50亿元。其中，湘潭九华水利建设投资有限公司、湘潭九华综合保税区开发投资有限公司、湘潭九华兴隆湖开发投资有限公司为国资背景企业；湖南健晖实业有限公司、泰富重工制造有限公司、泰富重装集团有限公司和泰富国际工程有限公司为当地民营企业，运营情况正常。公司存在一定的或有负债风险。

截至2015年底，公司银行授信额度为56.55亿元，已用授信额度45.97亿元，未使用授信额度为10.58亿元；公司间接融资渠道有待拓展。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（编号：G1043030200006480D），截至2016年6月6日，公司已结清贷款中存在一笔关注类贷款，为此中国工商银行股份有限公司湘潭岳塘支行出具说明，公司于2009年4月借入4亿元，第一笔还款金额2800万元的借据还款日（2009年12月25日）早于合同还款日（2010年12月25日），故系统自动监测进入关注类；该笔借款共

2800万元已于2009年结清。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及湘潭市及九华示范区区域发展及财力水平的综合分析，并考虑到九华管委会对于公司在土地资产注入、代建成本返还、补贴收入划拨，公司整体抗风险能力强。

十、存续期内债券偿还能力

“13湘潭九华债/13湘九华”发行额度为18亿元，“15湘潭九华债/15湘九华”发行额度为15亿元；两期债券期限均为7年，均采用提前偿还方式，从各自存续期第3个计息年度起每年偿还本金的20%。

2015年，公司EBITDA、经营活动产生的现金流入和净流量分别为9.08亿元、63.27亿元和-44.42亿元，分别是“13湘潭九华债/13湘九华”本金的0.50倍、3.52倍和-2.47倍，分别是“15湘潭九华债/15湘九华”本金的0.61倍、4.22倍和-2.96倍。两期债券本金偿还存在重叠，最高分期还款额为6.60亿元，公司2015年EBITDA、经营活动产生的现金流入和净流量覆盖倍数为1.38倍、9.59倍和-6.73倍。总体看，公司2014年经营活动产生的现金流入量对两期债券本金具有一定的保障能力，EBITDA、经营活动产生的现金流入量对分期偿还各年本金覆盖程度尚可。

“13湘潭九华债/13湘九华”募投项目为湘潭九华经开区沪昆高铁湘潭（九华）北站站场配套基础设施及周边道路建设，公司偿债资金除依靠日常收入外，另根据九华管委会文件潭九管发[2013]3号和潭九管发[2013]5号，湘潭北站周边共2069.20亩土地规划为商业用地并计划于2014~2021年逐年出让，土地出让收入总额将不低于47.59亿元，且全部返还给公司，此外，湘潭北站项目建成后，湘潭市人民政府将委托公司对站前广场和相关配套设施等资源进行长期运营和管理，该部分业务产生的收入也

将用于该期债券的本金偿付。如上述收入不能保证完全覆盖债券存续期内所需偿还的本息金额，九华管示范区委会承诺将通过增加公司的土地出让返还以及安排相应财政资金等方式，使公司每一年的偿债资金都能够覆盖当年的本息金额，保证该期债券还本付息。2014年，由于公司仍在完善基础设施建设以提升土地价

值，故未形成土地出让收入。2015年，公司获得土地出让收入4.27亿元，反映在公司营业外收入中。总体看，土地出让计划安排对该期债券分期偿还各年本金覆盖程度好，九华管委会保证该期债券还本付息的承诺进一步提高了该期债券偿付的安全性。

表5 湘潭北站周边土地出让计划 (单位: 亿元)

项目	总额	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
土地出让收入	47.59	3.54	4.09	8.96	8.90	6.97	6.97	6.90	1.26
分期偿还本金	18.00			3.60	3.60	3.60	3.60	3.60	

资料来源：公司提供。

根据湘潭市人民政府出具的《关于湘潭综合保税区配套基础设施建设项目投资收益情况及偿债资金支持的说明》(潭政[2014]32号)，“15 湘潭九华债/15 湘九华”募投项目湘潭综合保税区项目投资收益包括(具体测算见表6)：①湘潭综保区项目范围内除必要建设用地之外的 5770 亩土地，在项目完工后规划为工业用地于 2017 年至 2021 年按每年 20%的比例，逐年出让，该部分土地出让净收益预计不低于 166124.07 万元全部返还给公司。②湘潭市政府同意九华管委会将长株潭中横线以南，长潭西线以东，银盖路以西共 2150.3 亩土地，在湘潭综保区项目建成后规划为商住用地于 2017 年至 2021 年按每年 20%的比例逐年出让，该部分土地出让净收益预计不低于 282140.86 万元将全部返还给公司。③湘潭综保区项目建成后，湘潭市人民政府将委托公司对区域内的厂房、仓库及货物堆场等资产进行长期运营和管理，经测算，该部分收入共计 38102.40 万元。④根据《湘潭九华经济区财政局关于对湘潭九华经济建设投资有限公司给予专项补贴的通知》(潭九财发[2014]21号)，九华财政局计划从地方财政一般预算收入提取 35000 万元作为公司项目收益。综上所述，若湘潭综保区内 7920.30 亩土地及 14.40 万平方米的标准厂房在项目建成后 5 年内出让完毕，九华财政局补贴全部到位，其他配套设施在项目建成后运营 5 年，则公司

与湘潭综保区项目的投资总收益将不低于 521367.33 万元。

表6 综合保税区未来收入年度实现计划

(单位: 万元)

收入来源	年 度	金 额
工业用地、配套	2017 年	96147.39
商住用地出让	2018 年	96881.79
收入及标准厂	2019 年	97616.19
房出售、出租和	2020 年	97860.99
仓库、货物堆场	2021 年	97860.99
出租收入		
专项补贴收入		35000.00
合计		521367.33

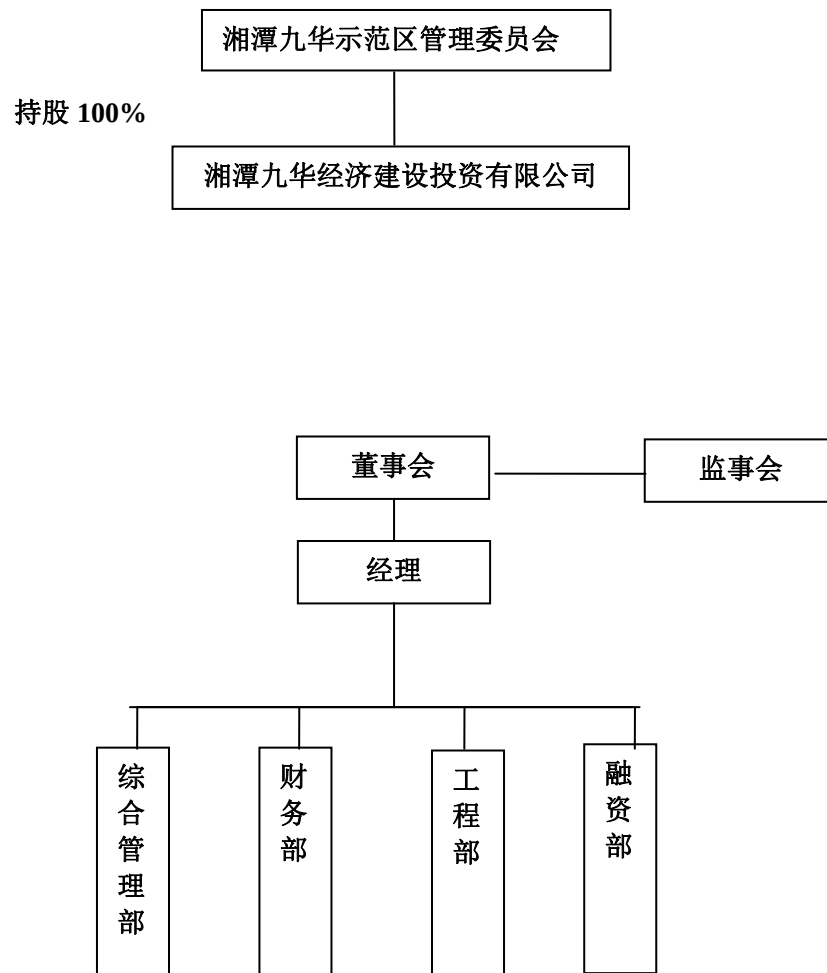
资料来源：公司提供

注：工业用地、配套商住用地出让扣除的税费、政策性计提基金及开发成本按 5 年平均值计入各年度。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13湘潭九华债/13湘九华”与“15湘潭九华债/15湘九华”AA的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2 截至 2015 年底子公司情况

序号	子公司名称	注册资本 (万元)	公司持 股比例	经营范围
1	湘潭九华建设置业有限公司	800	100%	房地产开发建设、九华基础设施建设投资和项目建设、项目策划、物业管理
2	湘潭九华资产管理与经营有限公司	10500	100%	房屋的租赁与管理, 户外广告位的租赁与管理
3	湘潭九华创新创业服务有限公司	3500	100%	房产租赁; 创业指导; 融资咨询服务、管理咨询服务; 人才培养、技术创新; 国家部委及省市各类公共财政支持项目的申报服务; 各类科技计划项目的申报服务; 高新技术、知识产权、专利等认定申报服务; 项目投融资、股权投资、投资咨询服务、信贷担保咨询服务
4	湘潭九华产业发展投资有限公司	5000	100%	土地收储、整理开发经营; 市政基础设施建设开发; 房地产开发经营; 供水、供电、供气工程建设; 通信线路及配套设施开发建设; 实业投资; 建筑材料批发零售; 物业管理
5	湘潭九华生态建设工程有限公司	1000.00	100%	房屋建筑工程施工、市政公用工程施工、园林绿化工程施工; 园林维护与管理; 苗木销售
6	九望投资管理(上海)有限公司	3000.00	100%	投资管理、实业投资(除股权投资和股权投资管理)、商务信息咨询(除经纪)、企业管理咨询、投资咨询、市场营销策划

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	23.38	28.93	67.55
资产总额(亿元)	413.40	486.25	617.98
所有者权益(亿元)	240.42	245.36	260.79
短期债务(亿元)	32.48	57.74	106.29
长期债务(亿元)	103.93	168.54	228.77
全部债务(亿元)	136.40	226.28	335.06
营业收入(亿元)	36.72	33.91	35.41
利润总额(亿元)	9.14	5.21	6.68
EBITDA(亿元)	11.63	8.21	9.08
经营性净现金流(亿元)	-34.94	-48.98	-44.42
财务指标			
存货周转次数(次)	0.12	0.10	0.08
总资产周转次数(次)	0.10	0.08	0.06
现金收入比(%)	93.09	81.62	145.79
主营业务利润率(%)	19.17	12.63	13.90
总资本收益率(%)	2.26	1.31	1.10
净资产收益率(%)	3.33	2.01	2.34
长期债务资本化比率(%)	30.18	40.72	46.73
全部债务资本化比率(%)	36.20	47.98	56.23
资产负债率(%)	41.84	49.54	57.80
流动比率(%)	440.46	517.61	392.82
速动比率(%)	38.76	69.12	71.88
经营现金流动负债比(%)	-50.60	-67.69	-34.59
全部债务/EBITDA(倍)	11.73	27.55	36.89

附件 3 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/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-营业税金及附加) /营业收入×100%
主营业务利润率	主营业务利润/营业收入净额×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%

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(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

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 4 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。