跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1235 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的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“13湘潭九华债/PR湘九华”、“15湘潭九华债/15湘九华”和“16九华双创债/16双创债”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十六日

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(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

债券名称	债券余额	起息日	期限	跟踪评级结果	上次评级结果
13 湘潭九华债/PR 湘九华	14.40 亿元	2013/10/15	7 年	AA	AA
15 湘潭九华债/15 湘九华	15.00 亿元	2015/1/21	7 年	AA	AA
16 九华双创债/16 双创债	10.00 亿元	2016/7/25	10 年	AA	AA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	28.80	67.55	39.34
资产总额(亿元)	486.25	617.98	710.35
所有者权益(亿元)	245.36	260.79	280.65
短期债务（亿元）	57.74	106.29	125.07
长期债务(亿元)	149.81	209.43	241.10
调整后长期债务(亿元)	168.54	228.77	275.16
全部债务(亿元)	207.55	315.72	366.17
调整后全部债务(亿元)	226.28	335.06	400.23
营业收入(亿元)	33.91	35.41	39.20
利润总额(亿元)	5.21	6.68	6.77
EBITDA(亿元)	8.21	9.08	11.36
经营性净现金流(亿元)	-48.98	-44.42	1.39
营业利润率(%)	12.63	13.90	12.34
净资产收益率(%)	2.02	2.34	2.37
资产负债率(%)	49.54	57.80	60.49
全部债务资本化比率(%)	45.90	54.76	56.61
调整后全部债务资本化比率(%)	47.98	56.23	58.78
流动比率(%)	512.66	392.82	347.75
经营现金流动负债比（%）	-67.04	-34.59	0.90
全部债务/EBITDA(倍)	25.27	34.76	32.24
调整后全部债务/EBITDA(倍)	27.55	36.89	35.24

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款中的有息债务。

分析师

张龙景　霍正泽

邮箱：lianhe@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，财政实力较强，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，公司在资金注入、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，公司在建项目投资规模大、有息债务快速增长等因素对公司信用水平带来的不利影响。

“13 湘潭九华债/PR 湘九华”、“15 湘潭九华债/15 湘九华”和“16 九华双创债/16 双创债”，均设置了本金分期还款条款，在一定程度上降低了公司的集中偿付压力。

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，评级展望为稳定，并维持“13湘潭九华债/PR湘九华”、“15湘潭九华债/15湘九华”和“16九华双创债/16双创债”的信用等级为AA。

优势

1. 湘潭市及九华示范区经济稳定，财政实力较强，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土地出让金返还、资金注入和财政补贴等方面给予公司有力支持。
3. 2016 年公司经营活动流入量对待偿还本金合计的保障程度一般，对分期偿还债券本金峰值的保障程度好。

关注

1. 跟踪期内，公司账面存货及其他应收款占比较大，资产流动性较弱。
2. 公司在建项目投资额大，未来公司将面临一

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

定的资金筹措压力。

3. 2016 年公司有息债务快速增长，偿债压力有所加重，财务费用大幅增长。
4. 公司对外担保金额较大，且大部分为对园区内的民营企业的担保，存在一定或有负债风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由湘潭九华经济建设投资有限公司（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；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

湘潭九华经济建设投资有限公司跟踪评级报告

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关于湘潭九华经济建设投资有限公司（以下简称“公司”）主体长期信用及存续期内债券跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东和实际控制人未发生变化，仍为湘潭九华示范区管理委员会（以下简称“管委会”）。截至2016年底，公司的注册资本和实收资本均为6.00亿元。

公司经营范围：基础设施投资与建设、园区土地开发与经营、园区项目建设投资、项目策划；物业管理以及各类房屋的租赁与管理，户外广告资产的租赁与管理。（经营项目中需资质证的以有效资质证为准）。

公司内部设立综合管理部、财务部、投融资部、规划前期部、招标采购部、项目建设部和审计风控部共7个职能部门（参见附件1-1）。截至2016年底，公司合并口径子公司9家。截至2017年3月底，公司员工108人。

截至2016年底，公司资产总额710.35亿元，所有者权益280.65亿元；2016年公司营业收入39.20亿元，利润总额6.77亿元。

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：喻芳。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2016年底，联合资信所评债券余额合计39.40亿元（详见表1）。跟踪期内，公司均已按期支付存续债券利息，并于2016年10月17日兑付“13湘潭九华债/PR湘九华”的本金3.60亿元，公司既往还本付息情况良好。公司存续债券“13湘潭九华债/PR湘九华”的募投项目已完工，“15湘潭九华债/15湘九华”和“16九华双创债/16双创债”募投项目正在建设中。“13湘潭九华债/PR湘九华”已使用募集资金17.75亿元，募集资金余额0.03亿元；“15湘潭九华债/15湘九华”已使用募集资金14.79亿元，募集资金余额0.01亿元；“16九华双创债/16双创债”已使用募集资金6.33亿元，募集资金余额3.67亿元。

表1　截至2016年底公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	起息日	期限	债券余额	还本付息方式
13 湘潭九华债/PR 湘九华	18.00	2013/10/15	7 年	14.40	存续期第 3 个计息年度起每年偿还本金的 20%
15 湘潭九华债/15 湘九华	15.00	2015/1/21	7 年	15.00	存续期第 3 个计息年度起每年偿还本金的 20%
16 九华双创债/16 双创债	10.00	2016/7/25	10 年	10.00	自 2019 年至 2026 年每年分别按照本期债券发行总额的 10%，10%，10%，10%，15%，15%，15%，15%的比例偿还本金。
合计	**43.00**	--	--	**39.40**	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数

（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，我国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，我国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，我国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，我国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居

民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、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。近些年，全国各地区城市建设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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可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的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。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

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。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政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，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。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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，以下简称“《351 号文》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和

系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定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，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文”），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、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有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

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 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 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。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时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。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 区域经济和财政实力

湘潭市

根据《湘潭市 2016 年国民经济和社会发展统计公报》，2016 年湘潭市地区生产总值 1845.7 亿元，比上年增长 8.2%。其中，第一产业增加值 150.9 亿元，增长 2.9%；第二产业增加值 976.1 亿元，增长 6.6%；第三产业增加值 718.7 亿元，增长 11.6%。按常住人口计算，人均地区生产总值 65200 元，增长 7.7%。湘潭市三次产业结构为 8.2 : 52.9 : 38.9。规模以上服务业实现营业收入 83.9 亿元，比上年增长 24.2%；实现营业利润 4.6 亿元，增长 64.3%。第三产业比重比上年提高 2.0 个百分点。工业增加值占地区生产总值的比重为 48.2%，比上年下降 1.8 个百分点。高新技术产业增加值占地区生产总值的比重为 33%，比上年提高 1.5 个百分点。非公有

制经济增加值 1256.5 亿元，增长 8.5%，占地区生产总值的比重为 68.1%，比上年提高 1.1 个百分点。第一、二、三次产业对经济增长的贡献率分别为 3.0%、44.4%、52.6%，第三产业贡献率比上年提高 5.7 个百分点。工业对经济增长的贡献率为 41.2%，比上年下降 3.6 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 56.5%、43.5%。

2016 年湘潭市固定资产投资（不含农户）1938.2 亿元，比上年增长 14.5%。其中，民间投资 1163.5 亿元，增长 0.2%，占全部投资的比重为 60.0%。分经济类型看，国有投资 524.4 亿元，增长 9.1%；非国有投资 1413.9 亿元，增长 16.6%。分投资方向看，民生投资 137.2 亿元，增长 34.6%；生态投资 55.8 亿元，增长 69.1%；基础设施投资 535.2 亿元，增长 28.2%；高技术产业投资 149.2 亿元，增长 72.9%；技改投资 843.7 亿元，增长 1.9%。

2016 年湘潭市一般预算收入 186.5 亿元，比上年增长 7.2%。其中，地方收入 125.4 亿元，增长 6.8%。地方收入中，税收收入 61.1 亿元，增长 5.0%；非税收入 64.3 亿元，增长 8.6%。

湘潭九华示范区

2016 年湘潭九华示范区（以下简称“九华示范区”）地区生产总值 510 亿元，同比增长 25%。固定资产投资 450 亿元，同比增长 30.81%。

2016 年，九华示范区地方综合财力 74.56 亿元，同比增长 9.06%，其中，国有土地使用权出让收入占比大，为 40.88 亿元，同比下降 4.37%；一般预算收入 26.74 亿元，同比增长 19.20%，其中税收收入 15.45 亿元，同比增长 58.26%，非税收入 11.28 亿元，同比下降 10.97%；另有少部分转移支付和税收返还收入。

表 2　九华示范区 2014～2016 年地方综合财力构成情况表（单位：亿元、%）

科目	2014 年	2015 年	2016 年	2016 年同比增长率
（一）一般预算收入	20.22	22.43	26.74	19.20
其中：税收收入	8.31	9.76	15.45	58.26
非税收入	11.90	12.67	11.28	-10.97
（二）转移支付和税收返还收入	1.97	3.18	6.94	118.19
（三）国有土地使用权出让收入	43.44	42.75	40.88	-4.37
（四）预算外财政专户收入	--	--	--	--
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	**65.63**	**68.36**	**74.56**	**9.06**

资料来源：九华示范区财政局

表 3　2016 年九华示范区地方政府债务余额及综合财力统计表（单位：亿元）

地方债务（截至 2016 年底）	金额	地方财力（2016 年度）	金额
（一）直接债务余额	14.40	（一）地方一般预算收入	26.74
（二）担保债务余额	1.24	1、税收收入	15.45
（三）可能承担一定救助责任的债务余额	47.40	2、非税收入	11.28
		（二）转移支付和税收返还收入	6.94
		（三）国有土地使用权出让收入	40.88
		（四）预算外财政专户收入	
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%+（三）×50%	38.72	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	74.56
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		**51.93%**	

资料来源：九华示范区财政局

九华示范区政府债务以可能承担一定救助责任的债务为主。截至 2016 年底，九华示范区债务余额 38.72 亿元；其中直接债务余额 14.40 亿元；担保债务余额 1.24 亿元；可能承担一定

救助责任的债务余额47.40。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51.93%，债务负担尚可。

总体来看，2016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，政府债务负担尚可，但是联合资信关注到九华示范区一般预算收入中非税收入占比较大，地方财税质量一般。

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至2016年底，公司注册资本和实收资本均为6.00亿元，管委会为公司唯一股东和实际控制人，持股比例为100%。

2. 企业规模

跟踪期内，公司合并范围子公司9家，其中新纳入合并范围的子公司一家：湖南隆平九华科技博览园有限公司。

3. 政府支持

2016年九华示范区管委会代公司偿还银行借款14.17亿元（政府债务置换款项），增加公司资本公积。

2016年公司获得政府补贴6.23亿元，计入公司营业外收入。

跟踪期内，管委会在资金注入和政府补贴方面给予公司支持。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（编号：G1043030200006480D），截至2017年5月8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。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度等其他方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司的营业收入由土地一级开发、项目建设和其他业务收入构成，其中土地一级开发业务收入和项目建设收入占比大。2016年公司营业收入39.20亿元，同比增长10.70%，主要为项目建设收入增长所致；同期毛利率为13.41%，同比略有下降。

表4 公司营业收入及毛利率情况 (单位：亿元、%)

业务板块	收入			毛利率		
	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年
土地一级开发	7.10	15.51	10.48	22.17	18.10	18.83
项目建设	26.75	19.70	28.47	10.71	10.71	11.37
其他	0.06	0.20	0.25	-241.98	12.92	18.14
合 计	**33.91**	**35.41**	**39.20**	**12.69**	**13.96**	**13.41**

资料来源：公司审计报告。

2. 经营分析

根据潭政函[2009]96号《湘潭市人民政府关于同意将湘潭九华经济建设投资有限公司纳入市级融资平台的批复》，公司作为九华示范区唯一的基础设施建设、土地开发及投融资主体，主要负责湘潭市九华示范区138平方公里

土地的报批、征地拆迁、九通一平及基础设施建设。

公司土地一级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。

土地一级开发

目前公司负责的九华示范区土地开发业务与政府存在着两种结算模式：①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，九华管委会拨付进度款以确保项目按期施工。②2011 年，公司根据九华管委会《关于印发九华示范区土地综合开发成本测算的通知》（潭九管发[2011]55 号），公司按照九华管委会要求垫资进行土地一级开发，九华管委会对土地综合开发成本进行单独核算（包括土地报批税费、征拆安置补偿金、基础实施建设成本、资金成本及约 20%的公司净利润），并参照核定的土地综合开发成本给予公司土地出让金返还。2016 年公司商业用地综合开发成本为 60.73 万元/亩，工业用地综合开发成本为 65.73 万元/亩。目前公司该板块业务主要依据第二种模式结算。截至 2016 年底，公司在开发土地共有 77 个地块，合计 15482.65 亩，总投资 211.44 亿元，已投资 104.09 亿元。

从九华示范区土地出让情况看，跟踪期内，九华示范区工业用地出让规模同比有所下降，商住用地出让规模同比略有增长，但由于工业用地在 2016 年的出让土地的比重大，故公司获得的土地出让金同比有所下降。

2014～2016 年，九华示范区土地出让面积波动增长，出让价格有所增长，土地出让金收入有所下降，系工业用地出让规模较大所致。九华示范区土地出让收入的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 5　九华示范区 2014～2016 年土地出让情况

（单位：亩、万元/亩、万元）

项目	内 容	2014 年	2015 年	2016 年
工业用地	出让面积	1351.53	2870.00	1636.59
	均价	37.22	38.00	39.00
	土地出让金	50303.55	109060.00	63827.00
商居用地	出让面积	1720.43	1415.00	1500.00
	均价	223.00	225.05	230.00
	土地出让金	384096.75	318445.75	345000.00
合计	**出让面积**	**3071.96**	**4285.00**	**3136.59**
	土地出让金	**434400.30**	**427505.75**	**408827.00**

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。2016 年公司土地一级开发收入 10.48 亿元，同比有所下降，毛利率 18.83%，同比变化不大。

公司现阶段所有土地开发业务均由九华管委会统筹安排。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育区 38 平方公里及已经开发建成面积 44 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。

项目建设

2012 年以来公司与湘潭九华水利建设投资有限公司（以下简称“水利投”）签订了湘江防洪工程、湘潭九华示范区湘江防洪、景观工程（和平堤段）、湘潭九华示范区争光渠、双庆渠水系水利建设（改造）工程、湘潭九华示范区泰富箱涵工程等投资建设合同，合同约定公司作为承包方负责项目的材料费用、工程施工、工程进度、工程质量和工程管理等，水利投依据成本加成一定比例按季度支付工程款。资金方面，项目建设资金依靠公司自筹。

财务处理方面，项目建设的投入在“存货-开发成本”科目反映。收入确认方面，公司按

照与水利投签订的投资建设合同，按季度确认收入及成本。

截至 2016 年底，公司项目建设板块项目总投资 113.27 亿元。2016 年项目建设业务实现收入 28.47 亿元，同比有所增长。毛利率 11.37%，同比略有增长。

表 6　公司项目建设板块情况（单位：亿元）

项目名称	合同总金额	截至 2016 年底工程进度	项目工期
湘潭九华示范区湘江防洪工程	27.97	已完成工程的 95%	2012 年 7 月~2018 年 7 月
湘潭九华示范区湘江防洪、景观工程（和平堤段）	10.28	已完工，待结算	2012 年 7 月~2016 年 7 月
湘潭九华示范区争光渠、双庆渠水系水利建设（改造）工程	7.32	已完工，待结算	2012 年 7 月~2016 年 7 月
湘潭九华示范区泰富箱涵工程	2.54	已完成项目的 34%	2014 年 10 月~2017 年 7 月
湘潭九华示范区学府路建设项目	31.69	已完成项目的 38%	2015 年 1 月~2018 年 12 月
湘潭九华示范区九昭路建设项目	33.47	已完成项目的 35%	2015 年 1 月~2018 年 12 月
合计	**113.27**		

资料来源：公司提供

市政回购业务

政府项目的运营模式为：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。

财务处理方面，公司预付的工程款计入“预付账款”，按协议进度逐步结转至“存货”，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。

公司承接的市政回购中的项目大部分包含土地整理和基础设施建设业务，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。故 2015~2016 年公司未确认该板块业务收入。

主要在建项目

截至 2016 年底，公司在建重大项目共 11 个，总投资额 178.77 亿元，项目与湘潭市政府、九华示范区管委会签订代建协议，截至 2016 年底，公司已完成投资额 157.09 亿元，尚需投资 21.68 亿元。

表 7　截至 2016 年底公司在建重大项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	截至 2016 年底已投资金额	预计工期
沪昆高铁湘潭（九华）北站	44.60	43.59	2013-2017
九华大道建设项目	4.91	6.00	2012.8-2016.12
进出口加工基地（三期）	13.41	13.77	2012.10-2017.7
机电产业园	15.49	15.49	2014.9-2016.8

湘潭综合保税区配套基础设施建设项目	48.90	35.57	2014-2018
湘潭九华示范区创新创业基地建设项目	14.51	14.47	2015-2017
疏港公路项目	7.76	7.76	2009-2018
220KV 电力线路二期	8.49	6.44	2012-2018
湘江路项目	5.71	3.72	2012-2018
江南大道南段	7.74	5.03	2012.7-2018
奔驰西路项目	7.25	5.25	2012-2018
合 计	**178.77**	**157.09**	

资料来源：公司提供

总体看，考虑到公司经营板块（土地开发项目、基础设施建设项目和项目代建）投资规模较大，未来公司将面临一定的资金筹措压力。

3. 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。

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：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130亿元；2、完成15条（段）共79公里的主干道建设，投资额35.26亿元；3、完成25条（段）次干道建设，投资额14.79亿元；4、完成工业用地场平22700亩，投资额15.89亿元；5、完成湘江配套水系-兴隆湖水系整治工程建设，投资额23.20亿元。

总体看，公司作为九华区示范区唯一的基础设施建设主体，九华示范区为公司提供有力支持。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。

九、财务分析

公司提供的2014～2016年度三年连审合并财务报表已经中审华会计师事务所（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2016年底，公司合并范围子公司9家，其中新纳入合并范围的子公司一家：湖南隆平九华科技博览园有限公司。因新纳入合并范围子公司规模较小，对财务数据的可比性影响较小。

截至2016年底，公司资产总额710.35亿元，所有者权益280.65亿元。2016年，公司实现营业务收入39.20亿元，利润总额6.77亿元。

1. 资产质量

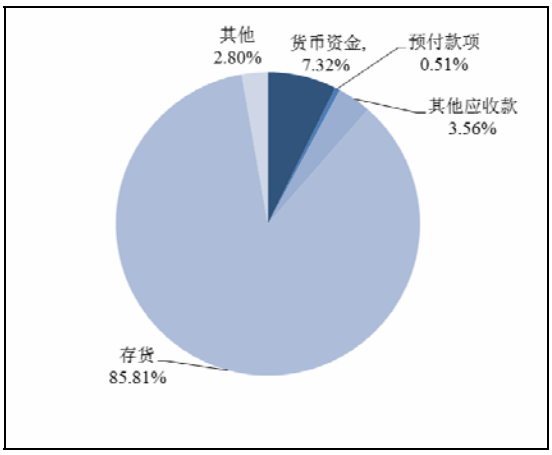
截至 2016 年底，公司资产总额为 710.35 亿元，其中流动资产和非流动资产分别占 75.65%和 24.35%。

截至 2016 年底，公司流动资产为 537.39 亿元，同比增长 6.53%。公司流动资产中，存货占比大。

截至 2016 年底，公司货币资金 39.34 亿元，同比下降 41.76%，系银行存款下降所致，公司货币资金中银行存款 37.62 亿元，使用权受限制的保证金 1.72 亿元，受质押的定期存单 0.40

亿元。

图 1　截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司预付款项 2.75 亿元，同比增长 81.96%，为公司预付的工程款等，账龄在 1 年以内的占 60.11%，1~2 年的占 11.49%，2~3 年的占 7.69%，3 年以上的占 20.71%，账龄较短。

截至 2016 年底，公司无应收账款，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2016年底，公司其他应收款19.16亿元，同比增长20.69%，系往来款的增长所致。公司其他应收款中往来款14.68亿元，保证金4.90亿元。其他应收款中按账龄组合的15.35亿元。其中1年以内的占35.44%，1~2年的占54.28%，2年以上的占10.28%，账龄较短。公司其他应收款中前五名单位金额合计8.79亿元，占其他应收款总额的44.92%。2016年公司其他应收款计提坏账准备0.42亿元，计提金额较低。其他应收款中应收工商银行湘江支行的4.85亿元为收购工商银行对外的债权。

表8 截至2016年底公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	账龄	占其他应收款的比重
工商银行湘江支行	4.85	1~2年	24.75
泰富重装集团有限公司	1.00	1年以内	5.11
	0.93	1~2年	4.75
湘潭九华经济区征地拆迁事务所	1.21	2~3年	6.17
湘潭九华水利建设投资有限公司	0.21	1年以内	1.10
农行湘潭莲城支行-九华钢材物流29户	0.60	1年以内	3.04
合计	**8.79**		**44.92**

资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司存货为461.16亿元，同比增长11.89%，其中土地成本139.28亿元，开发成本321.88亿元，土地成本全部为公司自有土地，开发成本为公司的土地一级开发成本149.67亿元及公司代建项目的工程成本172.21亿元，主要为滨江路及水利工程、环保产业园项目、九华大道、奔驰路等。公司未对存货计提存货跌价准备。

截至2016年底，公司的其他流动资产为14.88亿元，同比大幅增长112.05%，其中理财产品（保本型）14.70亿元。

截至2016年底，公司非流动资产172.96亿元，其中在建工程和无形资产占比大。

截至2016年底，公司的固定资产为7.44亿元，同比下降4.12%，构成主要为房屋及建筑物，公司固定资产累计计提折旧1.38亿元。

截至2016年底，公司在建工程为63.29亿元，同比大幅增长369.67%，主要为在建项目投资额增加所致，公司在建工程中的项目为完工后出租以收取租赁收益。截至2016年底公司重要的在建项目为：综合保税区项目、九华中学、沪昆高铁等项目。

截至 2016 年底，公司无形资产 99.66 亿元，同比增长 9.63%，为特许经营权的增加所致，无形资产中土地使用权 99.41 亿元，滨江新城地下管廊特许经营权 8.20 亿元，无形资产累计摊销 7.96 亿元。

2016年，公司存货及无形资产中，合计账面价值203.50亿元土地，其中63.89亿元的土地

用于抵押。公司用于抵押的土地占公司账面上土地的比例为31.40%，土地抵押比率较高，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，资产流动性弱，公司用于抵押的土地资产规模大。

2. 负债及所有者权益

截至2016年底，公司的所有者权益合计280.65亿元，同比增长7.62%，系九华示范区管委会于2016年代公司偿还银行贷款14.17亿元，以资本公积形式注入增长所致。截至2016年底，公司资本公积233.25亿元，同比增长6.47%。实收资本6.00亿元，同比无变化。未分配利润37.22亿元，同比增长15.96%。总体看，公司所有者权益以资本公积为主，稳定性较好。

截至2016年底，公司负债合计429.70亿元，其中流动负债占35.96%，非流动负债占64.04%，以非流动负债为主。

截至2016年底，公司流动负债154.53亿元，同比增长20.33%，其中一年内到期的非流动负债占比大。

截至2016年底，公司应付账款1.92亿元，同比略有下降，全部为应付的项目工程款，其中账龄在3年以上的占99.57%，账龄长。

截至2016年底，公司的其他应付款21.03亿元，同比增长47.03%，系往来款的增长所致。公司的其他应付款中往来款13.65亿元，工程款6.16亿元。其他应付款前五名金额合计8.01亿元，占公司其他应付款的38.09%，大部分为往来款。

表9 截至2016年底公司其他应付款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	款项性质	占其他应付款的比重
湘潭九华产业发展投资有限公司	5.06	往来款	24.06
湘潭九华资产管理与经营有限公司	1.62	往来款	7.70
湘潭市雨湖区和平街道九华第一中学	0.60	往来款	2.85
湘潭市万楼新城开发建设投资有限公司	0.50	往来款	2.38
河南省第三工程公司	0.23	工程保证金、用电押金	1.09
合 计	**8.01**	**--**	**38.09**

资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司一年内到期的非流动负债125.07亿元，同比增长30.51%。其中一年内到期的长期借款95.96亿元，一年内到期的应付债券5.40亿元，一年内到期的长期应付款25.75亿元。

截至2016年底，公司的非流动负债合计275.16亿元，同比增长20.28%，构成为长期借款、应付债券和长期应付款。

截至2016年底，公司长期借款109.20亿元，同比下降29.38%，构成主要为抵押借款。

截至2016年底，公司应付债券131.90亿元，同比增长140.69%。

表10 截至2016年底公司应付债券情况

（单位：亿元）

债券名称	债券余额
12湘潭九华债	5.40
13湘潭九华债/PR湘九华	14.40
15湘潭九华债/15湘九华	15.00
15潭九华	20.00
16湘九华	20.00
16九华01	12.00
16九华02	19.00
16九华03	9.00
16九华双创债/16双创债	10.00
16潭九华02	5.50
16湘潭九华债第一期	4.30
16湘潭九华债第三期	2.70
合 计	**137.30**

减一年内到期的部分期末余额	5.40
合 计	**131.90**

资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司长期应付款34.07亿元，同比增长76.13%，全部为应付的融资租赁款。

有息债务方面，截至2016年底，公司短期债务125.07亿元，同比增长17.67%；公司的长期应付款全部为长期有息债务，将其调整至长期债务中，公司调整后的长期债务为275.16亿元，同比增长20.28%；调整后的全部债务为400.23亿元，同比增长19.45%。2016年公司资产负债率、调整后的长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率同比均略有增长，上述三个指标分别为60.49%、49.51%和58.78%。

总体来看，跟踪期内，公司所有者权益稳定性较好，公司的债务规模有所增长，有息债务以长期债务为主，债务负担较重。

3. 盈利能力

公司营业收入主要以项目代建收入为主。2016年公司营业收入39.20亿元，同比增长10.68%。2016年，公司营业利润率较2015年略有下降，为12.34%，系公司营业税金缴付的增加所致。

期间费用方面，2016年，受财务费用中利息支出增长的影响，公司期间费用同比大幅增长，2016年为4.64亿元，同比增长87.65%。公司期间费用占当年营业务收入的11.84%，同比增长了4.78个百分点，公司在期间费用的控制能力有待提升。

非经常性损益方面，公司每年均收到一定规模的补贴收入，2016年为6.23亿元；同期，公司利润总额为6.77亿元，补贴收入对利润总额影响大。

盈利指标方面，2016年受全部债务和所有者权益规模增长的影响，公司总资本收益率和净资产收益率同比均略有增长，分别为1.34%和2.37%，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。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2016 年公司经营活动现金流入 51.49 亿元，同比下降 18.63%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 39.08 亿元，同比下降 24.30%，构成为公司收到的土地出让金、工程款等；收到其他与经营活动有关的现金 12.40 亿元，同比增长 6.51%，构成为公司与九华示范区财政局的往来款、公司收到的政府补助款等。同期，经营活动现金流出 50.10 亿元，同比下降 53.48%，其中购买商品、接受劳务支付的现金 24.01 亿元，同比下降 74.27%；支付其他与经营活动有关的现金 21.59 亿元，同比增长 79.52%，构成为公司与九华示范区财政局的往来款等。2016 年公司经营活动现金流量净额为 1.39 亿元，同比转负为正。2016 年公司现金收入比 99.72%，同比下降了 46.07 个百分点，公司收入实现能力有所下降，收现质量尚可。

投资活动方面，2016 年公司投资活动现金流入 82.09 亿元，同比大幅增长，系收回投资收到现金同比大幅增长所致，2016 年为 81.74 亿元，为理财产品收到的现金。同期，投资活动现金流出 113.13 亿元，同比大幅增长，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金 15.41 亿元，同比大幅增长；投资支付的现金 95.42 亿元，为购买理财产品支付的现金。2016 年公司投资活动现金流量净额-31.04 亿元，同比大幅下降且持续为负。

筹资活动方面，2016 年筹资活动现金流入 203.89 亿元，同比增长 9.52%，其中取得借款收到的现金 117.30 亿元，同比下降 16.49%；发行债券收到的现金 81.59 亿元，同比大幅增长；收到其他与筹资活动有关的现金 5.00 亿元，同比大幅增长，为收到的票据、信托保证金等。2016 年公司筹资活动现金流出 192.57 亿元，同

比增长 107.40%，其中偿还债务支付的现金 145.74 亿元；支付其他与筹资活动有关的现金 8.02 亿元，同比增长 114.17%，为支付的票据、信托保证金和融资顾问费等费用支出。2016 年底，筹资活动现金流量净额 11.32 亿元，同比下降 87.87%。

总体看，2016 年，公司经营活动现金净流入，较上一年转负为正，收入实现质量一般，投资活动持续净流出，筹资活动净流入。公司以银行借款和发行债券为主要融资手段，考虑到投资活动净流出规模较大，公司存在一定的筹资压力。

5. 偿债能力

2016年，公司流动比率和速动比率同比均有所下降，分别为347.75%和49.33%；公司经营现金流动负债比0.90%，同比转负为正；公司现金类资产39.34亿元，同比有所下降。考虑到公司短期债务规模较大，公司存在一定短期偿债压力。

从长期偿债能力看，2016年，公司EBITDA为11.36亿元，同比增长25.06%；公司调整后的全部债务/EBITDA倍数为35.24倍，同比略有下降。公司长期偿债能力指标较弱。

截至 2017 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 96.01 亿元，已用授信额度 56.83 亿元，未使用授信额度 39.18 亿元；公司间接融资渠道有待拓展。

6. 对外担保

截至 2016 年底，公司对外担保总额 21.63 亿元，担保比率为 7.71%；公司的对外担保中湘潭九华兴隆湖开发投资有限公司为国企；泰富重工制造有限公司（以下简称“泰富重工”）、泰富重装集团有限公司（以下简称“泰富重装”）和泰富国际工程有限公司（以下简称“泰富国际”）为民营企业，截至 2016 年底泰富重工、泰富重装和泰富国际运营情况均正常。公司存在一定的或有负债风险。

表11 截至2016年底公司对外担保情况

（单位：亿元）

被担保企业	担保金额	企业性质
泰富国际工程有限公司	11.62	私企
泰富重装集团有限公司	5.00	私企
泰富重工制造有限公司	3.01	私企
湘潭九华兴隆湖开发投资有限公司	2.00	国企
合 计	**21.63**	

资料来源：公司审计报告

十、存续期内债券偿还能力

截至2016年底，公司待偿还债券本金合计39.40亿元。2016年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为待偿还债券本金合计的1.31倍、0.04倍和0.29倍。

“13 湘潭九华债/PR 湘九华”、“15 湘潭九华债/15 湘九华”和”16 九华双创债/16 双创债”均设置了分期偿付条款， 公司于 2019 年偿付上述债券本金峰值 7.60 亿元（其中“13 湘潭九华债/PR 湘九华”的 3.60 亿元、“15 湘潭九华债/15 湘九华”的 3.00 亿元、”16 九华双创债/16 双创债”的 1.00 亿元）。2016 年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为分期偿还债券本金峰值的 6.77 倍、0.18 倍和 1.49 倍。

2016 年公司经营活动流入量对待偿还本金合计的保障程度一般，对分期偿还债券本金峰值的保障程度好。

“13湘潭九华债/PR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。

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12 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：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投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。

截至 2016 年底，公司尚未收到两期债券对应的土地出让金返还。

表 13 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、配套商住用地出让收入及标准厂房出售、出租和仓库、货物堆场出租收入	2017 年	96147.39
	2018 年	96881.79
	2019 年	97616.19
	2020 年	97860.99
	2021 年	97860.99
专项补贴收入		35000.00
合 计		**521367.33**

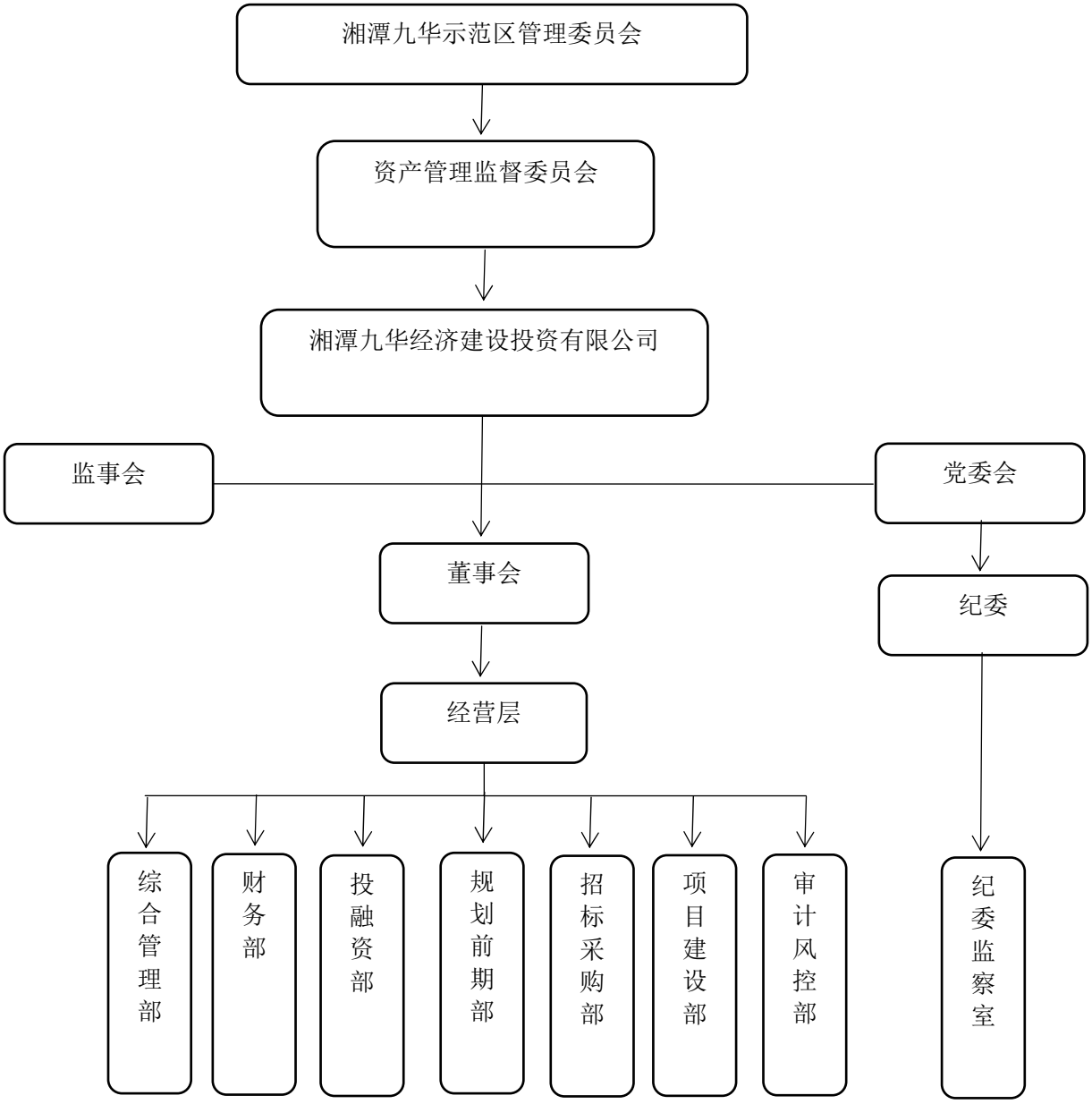
资料来源：公司提供

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，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“13湘潭九华债/PR湘九华”、“15湘潭九华债/15湘九华”和“16九华双创债/16双创债”的信用等级为AA。

附件 1-1　公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2　截至 2016 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
1	湘潭九华建设置业有限公司	800	100%
2	湘潭九华资产管理与经营有限公司	10500	100%
3	湘潭九华创新创业服务有限公司	3500	100%
4	湘潭九华产业发展投资有限公司	5000	100%
5	湘潭九华市政工程有限公司	1000.00	100%
6	九望投资管理（上海）有限公司	3000.00	100%
7	湖南隆平九华科技博览园有限公司	23000.00	100%
8	湘潭九华经济区园区服务有限公司	10.00	100%
9	湖南华研实验室有限公司	3000.00	100%

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	28.80	67.55	39.34
资产总额(亿元)	486.25	617.98	710.35
所有者权益(亿元)	245.36	260.79	280.65
短期债务(亿元)	57.74	106.29	125.07
长期债务(亿元)	149.81	209.43	241.10
调整后的长期债务(亿元)	168.54	228.77	275.16
全部债务(亿元)	207.55	315.72	366.17
调整后的全部债务(亿元)	226.28	335.06	400.23
营业收入(亿元)	33.91	35.41	39.20
利润总额(亿元)	5.21	6.68	6.77
EBITDA(亿元)	8.21	9.08	11.36
经营性净现金流(亿元)	-48.98	-44.42	1.39
财务指标			
存货周转次数(次)	0.10	0.08	0.08
总资产周转次数(次)	0.08	0.06	0.06
现金收入比(%)	81.62	145.79	99.72
营业利润率(%)	12.63	13.90	12.34
总资本收益率(%)	1.32	1.10	1.34
净资产收益率(%)	2.02	2.34	2.37
长期债务资本化比率(%)	37.98	44.54	46.21
调整后的长期债务资本化比率(%)	40.72	46.73	49.51
全部债务资本化比率(%)	45.90	54.76	56.61
调整后的全部债务资本化比率(%)	47.98	56.23	58.78
资产负债率(%)	49.54	57.80	60.49
流动比率(%)	512.66	392.82	347.75
速动比率(%)	68.46	71.88	49.33
经营现金流动负债比(%)	-67.04	-34.59	0.90
全部债务/EBITDA(倍)	25.27	34.76	32.24
调整后的全部债务/EBITDA(倍)	27.55	36.89	35.24

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款中的有息债务。

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	（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%
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	
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

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 4-1 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。