信用等级公告

联合〔2019〕1115 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，并维持“13 湘潭九华债/PR 湘九华”、“15 湘潭九华债/PR 湘九债”、“16 九华双创债/16 双创债”、“17 湘潭九华 MTN001”和“17 湘潭九华 MTN002”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

二〇一九年五月三十日

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
http://www.lhratings.com

湘潭九华经济建设投资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

债券名称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
13 湘潭九华债/PR 湘九华	7.20 亿元	2020/10/15	AA	AA
15 湘潭九华债/PR 湘九债	9.00 亿元	2022/1/21	AA	AA
16 九华双创债/16 双创债	10.00 亿元	2026/7/25	AA	AA
17 湘潭九华 MTN001[1]	10.00 亿元	2024/10/18	AA	AA
17 湘潭九华 MTN002	10.00 亿元	2024/11/17	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 5 月 30 日

财务数据

项　　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	39.34	25.02	2.48	0.21
资产总额(亿元)	710.35	719.34	709.98	699.70
所有者权益(亿元)	280.65	287.99	295.46	296.84
短期债务(亿元)	125.07	98.41	98.83	102.41
长期债务(亿元)	241.10	210.84	162.59	163.43
全部债务(亿元)	366.17	309.25	261.42	265.84
营业收入(亿元)	39.20	42.29	42.61	10.09
利润总额(亿元)	6.77	7.64	8.00	1.45
EBITDA(亿元)	11.36	12.16	14.09	--
经营性净现金流(亿元)	1.39	21.56	3.79	5.32
应收类款项/资产总额(%)	2.70	2.57	3.36	2.87
营业利润率(%)	12.34	14.46	15.29	14.02
净资产收益率(%)	2.37	2.55	2.53	--
资产负债率(%)	60.49	59.96	58.38	57.58
全部债务资本化比率(%)	56.61	51.78	46.94	47.25
流动比率(%)	347.75	352.56	247.72	248.78
经营现金流动负债比(%)	0.90	14.06	1.77	--
全部债务/EBITDA(倍)	32.24	25.44	18.55	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计。

[1]设置投资者回售选择权，投资者有权选择在第 3 个付息日和第 5 个付息日将其持有的中期票据全部或部分按票面金额回售给公司，或放弃回售选择权而继续持有，如未回售，将于到期日一次性兑付，下同。

评级观点

跟踪期内，湘潭九华经济建设投资有限公司（以下简称“公司”）作为湘潭市九华示范区（以下简称“九华示范区”）唯一的土地一级开发主体及重要的基础设施主体，业务具有一定的区域专营性；公司在财政补贴等方面获得股东的支持。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司资金流动性紧张、征信报告中曾出现关注类记录、对外担保存在一定风险、公司近期面临很大的兑付压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

九华示范区待开发土地规模较大，公司业务持续性较强，随着公司土地开发业务的逐步推进，公司整体的收入规模和利润水平有望进一步提升。2018 年以来湘潭九华示范区管理委员会（以下简称“九华管委会”）与多家企业签订合作协议，约定对九华示范区进行合作开发，预计将会实现土地出让、商品房、经营性房地产等收入，或将为公司的收入及九华示范区的财力增长提供有力支撑。

“13 湘潭九华债/PR 湘九华”、“15 湘潭九华债/PR 湘九债”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，并维持 “13湘潭九华债/PR湘九华”、“15湘潭九华债/PR湘九债”、“16九华双创债/16双创债”、“17湘潭九华MTN001”和“17湘潭九华MTN002”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为九华示范区唯一的土地一级开发主体及重要的基础设施主体，业务具有一定的区域专营性。
2. 跟踪期内，公司在财政补贴等方面受到股东的支持。

分析师：霍正泽　张雪婷
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

3. 九华示范区待开发土地规模较大，公司主营业务持续性较强。
4. 2018 年以来九华管委会与多家企业签订合作协议，约定对九华经开区进行合作开发。截至目前，相关协议仅对项目合作做出初期规划，具体实施细则待后续签订合同做出安排。预计相关项目实施后会实现土地出让、商品房、经营性房地产等收入，或将为公司的收入及九华示范区的财力增长提供有力支撑。

关注

1. 跟踪期内，公司现金类资产快速下降，资金流动性紧张。公司有息债务规模有所下降，但短期债务规模大，公司的短期偿债压力大。
2. 公司征信报告中曾出现关注类的信贷记录、欠息记录及不良类的对外担保记录。
3. 公司的其他应收款中有与民营企业的往来款。公司对外担保金额较大，且部分为对民营企业的担保，存在一定风险。
4. 从现有债务规模及未来到期偿付情况来看，公司近期面临很大的兑付压力。联合资信将持续关注公司的资金筹措情况。

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（以下简称“联合资信”）关于湘潭九华经济建设投资有限公司（以下简称“公司”）的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“九华管委会”）。截至2019年3月底，公司的注册资本和实收资本均为6.00亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。公司内部设立综合管理部、财务部等共7个职能部门。截至2019年3月底，公司合并口径子公司7家。

截至2018年底，公司合并口径资产总额709.98亿元，所有者权益合计295.46亿元；2018年，公司合并口径实现营业收入42.61亿元，利润总额8.00亿元。

截至2019年3月底，公司合并口径资产总额699.70亿元，所有者权益296.84亿元；2019年1~3月，公司合并口径实现营业收入10.09亿元，利润总额1.45亿元。

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：包胥琪。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2019年3月底，联合资信所评公司债券余额合计46.20亿元（详见表1）。跟踪期内，公司均已按期支付存续债券利息及本金，公司既往还本付息情况良好。存续债券“13湘潭九华债/PR湘九华”和“15湘潭九华债/PR湘九债”的募投项目已完工，“16九华双创债/16双创债”募投项目正在建设中，募投项目总投资14.51亿元，已投资13.90亿元。

募集资金使用方面，截至2018年底，“13湘潭九华债/PR湘九华”、“15湘潭九华债/PR湘九债”、“17湘潭九华MTN001”和“17湘潭九华MTN002”的募集资金已使用完毕。“16九华双创债/16双创债”已使用募集资金9.99亿元。

表1　截至2019年3月底公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
13湘潭九华债/PR湘九华	18.00	7.20	2013/10/15	7年
15湘潭九华债/PR湘九债	15.00	9.00	2015/1/21	7年
16九华双创债/16双创债	10.00	10.00	2016/7/25	10年
17湘潭九华MTN001	10.00	10.00	2017/10/18	7年[2]
17湘潭九华MTN002	10.00	10.00	2017/11/17	7年
合 计	**63.00**	**46.20**	--	

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业分析

（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。

[2]设置投资者回售选择权，投资者有权选择在第3个付息日和第5个付息日将其持有的中期票据全部或部分按票面金额回售给公司，或放弃回售选择权而继续持有，如未回售，将于到期日一次性兑付，下同。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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，《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》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业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

根据2014年《43号文》，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），对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，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。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 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
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 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	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，

	号	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 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10 号	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底，中国城镇化率为59.58%，较2017年底提高1.06个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019年3月5日，《2019年政府工作报告》对中国政府2019年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2. 区域经济情况

跟踪期内，湘潭市和湘潭九华示范区以下简称“九华示范区”）经济发展稳定，公司外部发展环境向好。

根据《湘潭市 2018 年国民经济和社会发展统计公报》，2018 年湘潭市地区生产总值 2161.4 亿元，比上年增长 7.8%。其中，第一产业增加值 125.1 亿元，增长 2.8%；第二产业增加值 1042.0 亿元，增长 7.2%；第三产业增加值 994.3 亿元，增长 9.4%。按常住人口计算，人均地区生产总值 75609 元，增长 7.3%。全市三次产业结构为 5.8:48.2:46.0。第三产业增加值占地区生产总值的比重比上年提高 1.8 个百分点；工业增加值占地区生产总值的比重为 43.1%，比上年下降 1.7 个百分点；高新技术产业增加值占地区生产总值的比重为 33.8%，比上年提高 1.1 个百分点；非公有制经济增加值 1414.8 亿元，增长 10.5%，占地区生产总值的比重为 65.5%。第一、二、三次产业对经济增长的贡献率分别为 2.7%、48.6%、48.7%。

2018 年湘潭市固定资产投资（不含农户）

比上年增长 10.1%。分经济类型看，国有投资下降 40.0%；非国有投资增长 39.5%。分投资方向看，民生投资增长 4.2%；生态投资增长 12.9%；基础设施投资下降 34.0%。

2018 年湘潭市房地产开发投资比上年增长 38.8%。其中，住宅投资增长 62.1%。商品房销售面积 436.1 万平方米，增长 20.0%。其中，住宅销售面积 386.5 万平方米，增长 16.4%。商品房销售额 232.7 亿元，增长 33.6%。其中，住宅销售额 201.2 亿元，增长 30.8%。年末商品房待售面积 62.5 万平方米，下降 10.7%。

根据公司提供的材料，2018 年九华示范区完成技工贸总收入 1604.9 亿元，同比增长 15.5%；工业总产值 901.8 亿元，同比增长 14.2%；固定资产投资 303.5 亿元，同比增长 15.4%；2018 年实现招商合同引资近 257 亿元。

六、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化，实际控制人仍为九华示范区管委会。

2. 人员素质

跟踪期内，公司的高管、员工情况等未发生重大变化。

3. 外部支持

跟踪期内，湘潭市一般预算收入有所增长。九华示范区地方综合财力和一般预算收入同比有所下降，国有土地使用权收入有所增长，但整体财政实力仍较强。公司在政府补贴方面得到外部支持。此外，九华管委会及湖南省政府相关部门对于九华经开区及湘潭市的债务化解事项作出规划。

根据《湘潭市 2018 年国民经济和社会发展统计公报》，2018 年湘潭市一般公共预算收入 214.8 亿元，同比增长 6.6%。其中，地方收入 126.3 亿元，同比下降 0.3%。地方收入中，税收收入 80.3 亿元，同比增长 14.7%；非税收入 46.0 亿元，同比下降 18.7%。上划中央收入 71.7 亿元，同比增长 18.9%。上划省级收入 16.9 亿元，同比增长 15.8%。全市一般公共预算支出 307.5 亿元，同比增长 9.4%。

根据《2016~2018 年九华示范区财政收入情况表》2018 年，九华示范区地方可控财力及一般预算收入同比均有所下降，其中一般预算收入下降系非税收入下降所致。国有土地使用权收入同比有所增长。

表 3　2016~2018 年九华示范区财政收入情况

（单位：亿元）

	2016 年	2017 年	2018 年
一般预算收入	26.74	25.55	21.45
税收收入	15.45	14.20	14.62
非税收入	11.29	11.35	6.82
国有土地使用权出让收入	40.88	42.67	45.46
转移支付和税收返还收入	6.94	2.97	2.51
预算外专户收入	--	--	--
地方可控财力	**74.56**	**71.19**	**69.42**

资料来源：公司提供

2018 年和 2019 年 1~3 月公司分别获得政府补助 6.61 亿元和 1.21 亿元，计入公司营业外收入。

债务化解规划

根据九华经开区管委会出具的《湘潭经开区2019年债务化解工作方案》，为了确保2019年还本付息债务不出现风险，湘潭经开区（即九华示范区），计划采取以下措施保障偿付到期债务：通过土地挂牌上市筹资、通过发行债券筹资、通过片区开发筹资、通过战略合作筹资等。

根据湖南省地方金融监督管理局出具的《湘潭市银企合作推介会备忘录》，2019年4月24日上午，由湖南省人民政府、湖南省地方金融监督管理局、湖南省财政厅、人民银行长沙中心支行、湖南银保监局、湖南证监局等单位组织召开会议，与会单位表示全力支持湘潭市

债务化解。会议期间，绿地集团、运达集团、长沙先导投、湖南建工集团、长房集团与湘潭市进行了项目签约。

4. 企业信用记录

公司征信报告中曾出现关注类的信贷记录、欠息记录及不良类的对外担保记录。其中已结清的欠息记录多发生在 2018 年下半年以来，需持续关注企业信用履约状况。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1043030200006480D），截至 2019 年 5 月 14 日，在当前负债信息概要中存在 7 笔关注类贷款和 1 笔关注类类贷款；在已还清债务信息概要中，存在 14 笔欠息及 1 笔关注类贷款，其中大部分已结清的欠息记录集中在 2018 年下半年以来。对外担保中存在关注类和不良类记录。

根据公司提供的说明，公司的关注类贷款主要系授信展期、银行的风险管理制度等因素所致。公司已结清的关注类贷款主要为还款金额借据的还款日早于合同还款日导致系统自动检测进入关注类。已结清的欠息记录系电脑系统升级、转账问题、系统问题等导致。对外担保中的不良类系被担保对象泰富国际工程有限公司（以下简称：“泰富国际”）的贷款逾期所致；对外担保中的关注类系担保对象泰富国际母公司的股东两次变动，被银行列入关注类；公司对湘潭九华水利建设投资有限公司的担保，因项目正在进行租金计划调整，根据相关规定，在调整前需挂为关注类；公司对湘潭九华综合保税区开发投资有限公司、湘潭九华水利建设投资有限公司分别提供 5000 万元的保证担保，因贷款正在商谈展期，故列入关注类。

截至 2019 年 5 月 21 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司的法人治理结构、管理体制、管理制度等其他方面无重变化。

八、经营分析

跟踪期内，公司业务稳定发展，营业收入有所增长，构成仍以土地一级开发及项目建设为主。公司基建业务接近尾声，无新签或拟建项目，未来业务持续性有待关注。

2018年公司营业收入42.61亿元，同比略有增长，主要为土地一级开发收入增长所致；同期毛利率为16.11%，同比增长0.82个百分点。2019年1~3月，公司营业收入10.09亿元，毛利率14.96%。

表4 公司营业收入及毛利率情况 (单位：亿元、%)

业务板块	营业收入			毛利率		
	2017年	2018年	2019年1~3月	2017年	2018年	2019年1~3月
土地一级开发	11.98	14.11	4.52	19.35	16.89	19.35
项目建设	30.14	28.22	5.53	13.28	15.01	10.71
其他	0.17	0.28	0.04	83.72	87.43	100.00
合 计	**42.29**	**42.61**	**10.09**	**15.29**	**16.11**	**14.96**

资料来源：公司审计报告。

跟踪期内，九华示范区出让土地收入有所增长，但毛利有所下降。总体看公司土地一级开发业务稳定，考虑到九华示范区待开发土地规模较大，公司土地一级开发业务持续性较强。

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。

目前公司负责的九华示范区土地开发业务主要模式为：2011 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。

跟踪期内，公司的土地出让成本同比无变化。土地在开发面积等方面同比均有所增长。

表 5 公司土地开发综合成本情况

（单位：万元/亩、亩、亿元）

	2017 年	2018 年
商业用地综合开发成本	60.73	60.73
工业用地综合开发成本	65.73	65.73
当年在开发地块面积	15590.89	16962.15
当年在开发地块总投资	211.85	238.24
当年在开发地块已投资	112.03	123.98

资料来源：公司提供

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和商居用地的出让规模同比均有所下降，但由于商住用地均价在 2017 年有所增长，故公司获得的土地出让金同比有所增长。

表 6 九华示范区 2017～2018 年土地出让情况

（单位：亩、万元/亩、万元）

项目	内 容	2017 年	2018 年
工业用地	出让面积	1500.15	1247.00
	均价	39.00	39.00
	土地出让金	58506.00	48633.00
商居用地	出让面积	1052.00	1014.97
	均价	350.00	400.00
	土地出让金	368208.00	405987.00
合计	**出让面积**	**2552.15**	**2261.97**
	土地出让金	**426708.00**	**454620.00**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司土地开发业务在财务处理及收入确认方面未发生变化，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。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 45 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攀升。

2018 年公司土地一级开发收入 14.11 亿元，同比略有增长，毛利率 16.89%，同比略有下降。2019 年 1~3 月土地开发收入 4.52 亿元，毛利率 19.35%。

跟踪期内，公司基建业务正常开展，公司主要在建和拟建未来投资规模一般，考虑到公司当前现金类资产规模很小，未来公司将面临较大的筹资压力。此外，基建业务持续性有待关注。

截至 2019 年 3 月底，公司在建重大项目共 8 个，总投资额合计 83.71 亿元，已投资 70.86 亿元，尚需投资 12.85 亿元，主要在建的代建项目已经收到回款 9.94 亿元。其中部分项目与湘潭市政府、九华示范区管委会签订代建协议，其中部分项目回购收益体现在公司“土地一级开发”收入中；部分项目为公司自营项目，其中沪昆高铁湘潭北站项目建成运营后将为公司实现商铺的出租、出售、停车场的收费、广告铺面租金收入等；湖南华研实验室项目建成后将为公司实现厂房出租、门面房出租出售等收入。公司拟建项目 4 个，均为代建项目，总投资 5.75 亿元，规模较小。

表 7　截至 2019 年 3 月底公司在建重大项目情况
（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资金额	项目模式
沪昆高铁湘潭北站	44.60	43.44	自营
疏港公路项目	7.76	7.26	代建
220KV 电力线路二期	8.49	6.62	代建
湘江路项目	4.70	3.55	代建
江南大道南段	2.44	1.75	代建
发展东路建设项目	7.80	4.62	代建
湖南华研实验室项目	3.92	1.56	自营
G320 湘潭绕城线工程	4.00	2.06	代建
合 计	**83.71**	**70.86**	--

资料来源：公司提供

表 8　截至 2019 年 3 月底公司拟建项目情况
（单位：亿元）

项目名称	建设周期	总投资计划	投资进度安排
中心医院	3 年	5.00	预计 2019 年完成 20%
产业项目场平工程	2 年	0.20	预计 2019 年完成 10%
九华科大和平小学续建	2 年	0.21	预计 2019 年完成 80%
九华港口消防站	2 年	0.34	预计 2019 年完成 80%
合 计	--	**5.75**	--

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司项目建设业务稳定，考虑到部分项目建设进度接近尾声，且无新增项目，未来该板块业务的可持续性有待关注。

2012 年以来公司受湘潭九华水利建设投资有限公司（以下简称“水利投”）、湘潭高铁北站商务区开投资有限公司（以下简称“北站开投”）和湘潭九华兴隆湖开发投资有限公司（以下简称“兴隆湖公司”）委托承建水利项目，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。项目建设的投入在“存货-开发成本”科目反映。公司按照与水利投、北站开投和兴隆湖公司签订的投资建设合同，按季度确认收入及成本。

截至 2019 年 3 月底，公司项目建设板块共有 11 个项目，合同金额合计 125.43 亿元，已投资 101.10 亿元，尚需投资 24.33 亿元，上述项目已经收到回款 57.26 亿元

2018 年公司实现项目建设收入 28.22 亿元，同比有所下降，毛利率 15.01%，同比略有增长。2019 年 1~3 月，公司实现项目建设收入 5.53 亿元，毛利率 10.71%。

表 9　截至 2019 年 3 月底公司项目建设板块情况（单位：亿元）

项目名称	合同总金额	已投资	工程进度	项目工期
湘潭九华示范区湘江防洪工程	27.97	27.97	已完成 96%	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	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	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	2.54	已完工，待结算	2014 年 10 月~2017 年 7 月
湘潭九华示范区学府路建设项目	31.69	22.48	已完成 70%	2015 年 1 月~2018 年 12 月
湘潭九华示范区九昭路建设项目	33.47	24.10	已完成 72%	2015 年 1 月~2018 年 12 月
滨江路 8 标	1.74	1.50	已完成 85%	2017 年 6 月-2019 年 12 月
白石东路（潭州大道-湘江路）	4.19	2.94	已完成 70%	2018 年 3 月-2019 年 12 月
船形山路(沿江路-潭州大道）	1.19	0.36	已完成 30%	2018 年 7 月-2020 年 1 月
金鹏西路（保税大道-湘望路）	2.06	1.03	已完成 50%	2018 年 5 月-2021 年 5 月

保税路（学府路-北二环）	2.98	0.58	已完成 19.5%	2018 年 7 月-2021 年 7 月
合 计	**125.43**	**101.10**	--	--

资料来源：公司提供

2018 年以来九华管委会与多家企业签订合作协议，约定对九华经开区进行合作开发。截至目前，相关协议仅对项目合作做出初期规划，具体实施细则待后续签订合作做出安排。预计相关项目实施后会实现土地出让、商品房、经营性房地产等收入，将为公司的偿债需求及九华示范区的财政收入提供有力支撑。

2018年12月26日，九华管委会与绿地城市投资集团有限公司（以下简称“绿地集团”）签订的《关于兴隆湖滨江新城综合开发项目战略合作框架协议》，约定合作开发九华经开区内土地，其中项目位于经开区东部,湘江西岸,总面积约9平方公里(约13668亩),其中经营性用地约5826亩。标的项目拟分三期进行开发建设,其中一期为核心先导区,东至沿江北路,西至湘江路,南至金鹏东路,总建设用地面积约为1787亩,其中经营性用地面积约为1110亩。二期总建设用地面积约为2742亩,三期总建设用地面积约为7102亩。双方的合作期限为10年。项目的合作模式为，公司与绿地集团下属子公司或其他关联公司合资成立项目公司(以下简称“项目公司”)。绿地集团负责统筹旗下全资或控股的基建板块成员，通过EPC模式对选定区域的基础设施进行投资建设。九华管委会支持项目公司通过合法合规方式获得标的项目整体开发空间设计布局、产业导入、招商引资及区域内道路等基础设施的建设和运营管理服务的权利。九华管委会负责协调政府部门支持项目公司通过公开招拍挂程序获取相应土地,并按约定的内容进行物业开发或运营管理等工作。九华管委会提供300~400亩的土地作为首期启动区地块进行挂牌上市,项目公司或绿地集团下属子公司或其他关联公司依法依规参与竞拍。关于标的项目二、三期的土地开发,根据一期项目开发运营情况及约定的建设内容和时序,将另行约定。上述协议未就项目总投资、项目规划时点等其他方面作出规定，具体实施情况还需后续签订合同并做出具体安排。

2019年4月24日，九华管委会与绿地集团、湖南建工集团有限公司（以下简称“湖南建工”）、湖南湘江新区发展集团有限公司（以下简称“湘江集团”）、长沙先导投资控股集团有限公司（以下简称“先导投控”）和湖南运达实业集团有限公司（以下简称：“运达实业”）进行了项目签约，约定对九华经开区内进行开发建设。根据公司提供的材料：

（1）九华管委会与绿地集团子公司及湖南湘江新区发展集团有限公司（以下简称“湘江集团”）签订了《九华沪昆高铁南片区全面战略合作框架协议》，项目总投资约500亿元,三方成立项目公司对协议规定区域进行片区开发建设。具体项目运营模式等规划待后续签订具体合同明确。

（2）九华管委会与先导投控和湘江集团签订《九华沪昆高铁北片区全面战略合作框架协议》项目总投资约300亿元,三方成立项目公司对协议规定区域进行片区开发建设。具体项目运营模式等规划待后续签订具体合同明确。

（3）九华管委会与湖南建工签订的《湘潭九华医疗健康城项目框架协议》，双方约定合作开发项目，其中项目总投资30亿元，项目建设内容包括但不限于：大型综合性三甲医院、高端康养基地、配套住宅及相关基础设施等。项目总用地面积约500亩，其中医院用地约150亩，高端住宅用地约50亩，康养基地项目用地约300亩。具体项目运营模式等规划待后续签订具体合同明确。

（4）九华管委会与运达实业签订了《九华湖项目合作框架协议》，项目用地位于经开区沿江北路以西、沪昆高速以南的九华湖区域范

围内的，项目建设内容包括但不限于：高档五星级酒店、主题商业街区、高档酒店式公寓、5A级高档写字楼、滨水生态住宅等。具体项目运营模式、投资金额等规划待后续签订具体合同明确。

截至目前，上述项目均处于初期阶段，具体项目的实施明细等未作安排，需要后续合同做出具体规划。但上述项目实施后预计将实现土地出让、商品房、经营性房地产等收入，将为公司的偿债需求及九华经开区的财政收入提供有力支撑。

九、财务分析

公司提供了2018年合并财务报表，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2019年一季度财务数据未经审计。

2018年，子公司九望投资管理（上海）有限公司和湘潭九华经济园区服务有限公司因未实际出资和未产生经营分别于2018年2月和2018年12月注销，公司合并范围子公司减少至7家。因新纳入合并范围及注销的子公司规模较小，对财务数据的可比性影响较小。截至2019年3月底，公司合并范围子公司合计7家，较2018年底未发生变化。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产构成无重大变化，仍以流动资产为主。公司的货币资金大幅下降，资金流动性紧张，其他应收款中存在与民营企业的往来款，存货规模大且对公司资金占用明显，自营项目投资形成较大规模的在建工程，但跟踪期内仍未完工结转实现收益。总体看，公司资产流动性弱。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	25.02	3.48	2.48	0.35	0.21	0.03
其他应收款	18.32	2.55	23.81	3.35	20.02	2.86
存货	494.09	68.69	494.19	69.61	489.83	70.00
流动资产	**540.51**	**75.14**	**530.85**	**74.77**	**520.15**	**74.34**
在建工程	70.39	9.79	72.72	10.24	73.62	10.52
无形资产	98.09	13.64	96.11	13.54	95.66	13.67
非流动资产	**178.83**	**24.86**	**179.13**	**25.23**	**179.56**	**25.66**
资产总额	**719.34**	**100.00**	**709.98**	**100.00**	**699.70**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及2019年一季度财务报表整理

截至 2018 年底，公司资产总额为 709.98 亿元，同比略有下降，资产结构以流动资产为主。2018 年，公司货币资金为 2.48 亿元，同比下降 90.10%，全部为银行存款，无受限货币资金，公司账面资金短缺。公司其他应收款 23.81 亿元，同比增长 29.98%，主要系往来款增加所致，公司其他应收款中往来款 18.39 亿元、保证金 4.87 亿元、征拆款 1.21 亿元。按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款 12.99 亿元，其中账龄在 1 年以内的占 8.98%、1~2 年的占 9.10%、2~3 年的占 24.57%、3 年以上的占 57.35%，账龄偏长，2018 年底计提坏账准备 0.66 亿元，计提比例 2.68%。从应收对象来看，公司其他应收款前五名单位金额合计 10.67 亿元，占比 43.60%，集中度一般，其中与泰富重装集团有限公司（以下简称“泰富集团”）的往来款 4.38 亿元，公司为泰富集团及其子公司泰富国际的担保。考虑到泰富国际发生过贷款逾期，

公司的其他应收款存在一定的回收风险。公司存货为494.19亿元，其中土地成本137.67亿元、开发成本356.53亿元。土地成本全部为公司自有土地，以政府划拨方式取得，开发成本包括土地一级开发成本及代建项目工程成本。公司存货中有4.43亿元土地使用权因抵押受限。公司的其他流动资产7.20亿元，同比大幅增长，主要为理财产品的增长所致，其他流动资产中的理财产品规模为7.01亿元。公司非流动资产179.13亿元，同比增长0.17%，其中在建工程和无形资产占比大。公司在建工程72.72亿元，同比增长3.30%，主要系在建项目投资增加所致，重要在建项目包括台湾工业园创新创业中心、九华产业社区、沪昆高铁项目、综合保税区项目、湖南民营休闲运动基地、九华经济区无水处理工程等项目。公司无形资产96.11亿元，同比减少2.02%，其中土地使用权88.25亿元、特许经营权7.86亿元。公司无形资产中有28.04亿元土地使用权因抵押受限。

2019年3月底，公司，公司资产总额699.70亿元，较2018年底小幅下降1.45%，其中流动资产占74.34%、非流动资产占25.66%，公司资产结构仍以流动资产为主。流动资产中存货占比最大，为489.83亿元，较2018年底变化不大；货币资金较2018年底继续快速下降，2019年3月底仅为0.21亿元，公司账面资金紧张。非流动资产仍以在建工程和无形资产为主，分别为73.62亿元和95.66亿元，较2018年底均变化不大。

受限资产方面，截至2018年底，公司受限资产全部为用于抵押的土地资产，账面价值合计32.47亿元，占同期公司账面土地价值总额的14.37%，土地抵押比率尚可。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益变动不大，仍以资本公积为主，权益稳定性好。

表11 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	6.00	2.08	6.00	2.03	6.00	2.02
资本公积	233.25	80.99	233.25	78.94	233.25	78.58
未分配利润	43.81	15.21	50.46	17.08	51.84	17.46
所有者权益合计	**287.99**	**100.00**	**295.46**	**100.00**	**296.84**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及2019年一季度财务报表整理

截至2018年底，公司所有者权益295.46亿元，同比略有增长，主要系未分配利润增加所致，公司所有者权益以资本公积为主。公司的实收资本和资本公积同比无变化。

截至2019年3月底，公司所有者权益合计296.84亿元，较2018年底略有增长，主要系未分配利润增加所致，其他科目变动不大。

跟踪期内，公司流动负债规模有所增长，系其他应付款大幅增长所致。公司有息债务规模有所下降，但短期债务规模大，考虑到公司账面上其他应付款大幅增长，公司对往来款的依存度有所提升，已有的融资渠道并无改善。从现有债务规模及未来到期偿付情况来看，公司近期面临很大的兑付压力。联合资信将持续关注公司的资金筹措情况。

表12 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.25	0.75	6.29	1.52	7.08	1.76

其他应付款	45.14	10.46	106.12	25.60	97.15	25.84
一年内到期的非流动负债	95.16	22.06	92.54	22.32	95.33	23.66
流动负债	**153.31**	**35.54**	**214.29**	**51.70**	**209.08**	**51.90**
长期借款	32.34	7.50	25.09	6.05	28.93	7.18
应付债券	178.50	41.38	137.50	33.17	134.50	33.39
长期应付款	67.19	15.58	37.30	9.00	30.35	7.53
非流动负债	**278.04**	**64.46**	**200.23**	**48.30**	**193.79**	**48.10**
负债总额	**431.35**	**100.00**	**414.52**	**100.00**	**402.86**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及2019年一季度财务报表整理

截至2018年底，公司负债总额414.52亿元，同比下降3.90%，其中流动负债占51.70%、非流动负债占48.30%，受其他应付款大幅增加影响，公司流动负债较上年底增长39.77%，负债结构调整为以流动负债为主。公司流动负债214.29亿元，同比增长39.77%，主要系其他应付款增加所致，考虑到公司有息债务规模持续下降，但收到的往来款规模大幅增长，对往来款的依存度有所提升。公司短期借款为6.29亿元，同比增长93.54%，由抵押借款6.23亿元和保证借款0.06亿元构成。公司其他应付款106.12亿元，同比增长135.11%，主要系往来款大幅增加所致，收到的往来款规模大幅增长，公司对往来款的依存度有所提升。公司其他应付款中往来款104.16亿元，较上年底增加66.25亿元。公司一年内到期的非流动负债92.54亿元，同比略有下降，其中一年内到期的长期应付款、应付债券和长期借款分别为61.53亿元、20.64亿元和11.41亿元，此外要核减长期应付款未确认融资费用1.04亿元。

截至2018年底，公司非流动负债200.23亿元，同比下降27.98%，主要系长期借款、应付债券和长期应付款较2017年底均有明显下降所致。公司长期借款25.09亿元，同比下降22.43%，以质押、抵押借款为主。公司应付债券余额137.50亿元，较上年底减少22.97%。系公司偿还部分债券所致。公司长期应付款37.30亿元，同比下降44.49%，全部为应付的融资租赁款，应调整至长期有息债务核算。

截至2019年3月底，公司负债总额402.86亿元，较2018年底下降2.81%，负债结构保持稳定。流动资产中其他应付款为97.15亿元，较上年底有所下降；一年内到期的非流动负债95.33亿元，较上年底增加2.79亿元，公司短期债务规模仍较大。非流动负债中长期借款和应付债券分别为28.93亿元和134.50亿元，较上年底均变化不大；长期应付款30.00亿元，较2018年底有所下降系一年内到期部分调整至一年内到期的非流动负债中。

有息债务方面，2016~2018年，公司长期应付款全部为融资租赁款，应调整至长期债务中，公司调整后的全部债务不断下降，年均复合下降13.61%。截至2018年底，公司调整后全部债务298.71亿元，同比下降20.65%，债务结构以长期债务为主，考虑到同期公司现金类资产持续下降，公司的有息债务规模实际上在被动下降。公司全部债务中短期债务为98.83亿元，占比33.08%，公司短期偿债压力较大。2016~2018年，公司资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率均不断下降，2018年底上述三个指标分别为58.38%、40.35%和50.27%。截至2019年3月底，公司调整后全部债务296.20亿元，较2018年底减少2.51亿元，其中短期债务102.41亿元（占34.58%）、调整后长期债务193.79亿元（占65.42%），公司资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别为57.58%、39.50%和49.95%，公司整体债务负担重。总体

看，跟踪期内，公司有息债务规模有所下降，考虑到同期公司现金类资产持续下降，其他应收款的增长，需关注管公司的资金筹措情况。

截至 2018 年底，公司调整后全部债务 298.71 亿元，根据公司提供的有息债务未来偿付计划，公司在 2020 年将会偿付 100.97 亿元有息债务（考虑到提前回售情况），当年将面临集中兑付压力。考虑到截至 2018 年底，公司短期债务规模 98.83 亿元，公司在 2019 年要面对很大的偿债压力。公司在 2019~2020 年均存在很大的兑付压力，联合资信将持续关注公司的资金筹措情况。

表 13 公司有息债务未来偿债计划

（单位：亿元）

年份	长期借款	应付债券	长期应付款	合计
2019 年	11.41	20.64	60.49	**92.54**
2020 年	11.85	66.20	22.92	**100.97**
2021 年	5.37	4.00	9.99	**19.35**
2022 年及以后	7.87	67.30	4.73	**79.90**

资料来源：公司提供

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入同比有所增长，公司对期间费用的控制能力有所下降，利润总额对补贴收入的依赖度仍较高，整体盈利能力仍较弱。

2018年，公司的营业收入同比增长0.76%，至42.61亿元。同期，公司营业利润率同比略有增长增长至15.29%。公司期间费用为6.26亿元，同比增长20.86%，其中管理费用3.23亿元，主要为折旧摊销、职工薪酬、服务费等刚性支出；财务费用3.03亿元，主要系有息债务的利息支出，2018年同比增加0.96亿元，但同期公司有息债务同比有所下降，但公司融资成本却有所增长。公司期间费用占营业收入的比重同比增长2.44个百分点至14.68%。公司对期间费用的控制能力有所下降。2018年，公司通过持有可供出售金融资产和投资理财产品获得的投资收益1.07亿元。公司收到政府补贴6.61亿元，实现利润总额8.00亿元，利润总额对补贴收入依赖程度仍较高。

盈利指标方面，2018年，公司总资本收益率同比有所增长，净资产收益率同比略有下降，分别为1.91%和2.53%。

2019年1~3月，公司实现营业收入10.09亿元，期间费用1.33亿元，仍以管理费用和财务费用为主；营业外收入1.21亿元，利润总额1.45亿元。同期，公司实现营业利润率14.02%，较2018年全年水平略有下降。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金仍为净流入，但规模同比有所下降；公司的收现质量好；受购买理财产品等投资活动支出致投资活动现金净流入；公司的筹资活动现金流持续大额净流出，筹资活动现金流无法满足大额偿债需求。考虑到投资活动净流出及经营活动现金净流入规模，公司整体现金流紧张。此外，公司有息债务规模较大，公司未来的筹资压力持续增大。

公司经营活动现金流主要体现为主营业务收支和往来款的收支，跟踪期内公司业务经营流入规模大，经营活动现金同比仍为净流入，2018年为3.79亿元。2018年公司现金收入比100.86%，同比有所增长，公司的收现质量好。投资活动现金流主要为理财产品支出，2018年公司购买理财产品等投资活动支出致投资活动同比净流出。筹资活动现金流主要体现为取得借款、发行债券收到的现金及偿还债务的现金支出，2018年公司支付大额偿债资金致筹资活动净流出16.32亿元。

2019年1~3月，公司经营活动现金净流入5.32亿元。投资活动净流出。因偿债资金支付，公司筹资活动现金净流出6.81亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力弱。公司对外担保规模较大且存在一定的或有负债风险，

公司整体偿债压力重。

2018年公司流动比率和速动比率同比均有所下降，分别为247.72%和17.11%。公司经营现金流动负债比同比下降至1.77%。2019年3月底，公司现金类资产0.21亿元，同期短期债务为102.41亿元，公司现金类资产对同期短期债务的保障程度很弱，公司整体短期偿债能力弱。

长期偿债指标上来看，2018年，公司EBITDA同比增长至14.09亿元，公司调整后的全部债务/EBITDA下降至21.20倍，公司长期偿债能力较弱，整体偿债压力重。

截至 2019 年 3 月底，公司获得银行授信总额 206.85 亿元，已使用授信 85.04 亿元，尚未使用的授信额度 121.81 亿元。联合资信将持续关注公司授信额度变化及授信额度的持续性等情况。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保合计 65.94 亿元（详见附件 2），担保比率为 22.21 %，其中对泰富集团及其子公司泰富国际的担保余额合计 8.30 亿元，其余全部为对九华管委会下属国有企业的担保。泰富集团是九华示范区内入驻企业，系自然人控股的有限责任公司，主要从事设备生产销售、工程施工、项目管理等业务。截至2018年底，泰富集团资产总额131.91亿元，所有者权益 56.58 亿元，2018 年，实现营业收入 70.27 亿元，净利润 1.56 亿元。公司对泰富集团全资子公司泰富国际总金额为 3.30 亿元的贷款提供了最高额担保及土地使用权抵质押担保，目前扣除保证金后余额为 2.78 亿元。泰富集团向公司提供了股权质押作为反担保措施，出质股权金额为 3.50 亿元，并于 2018 年 5 月 9 日办理了股权质押登记手续。2018 年 10 月 30 日，由于泰富国际发生逾期导致该笔担保被划分为不良类。目前，泰富集团和泰富国际正通过引入战略投资者进行重组来保障贷款人的权益。贷款人目前尚未要求公司对逾期贷款进行代偿。如该笔担保出现代偿，公司将启动追偿流程保障自身利益。考虑到被担保企业发生信用风险事件，公司存在一定的或有负债风险。

十、存续期内债券偿还能力

截至 2018 年底，公司存续债券余额 158.14 亿元，其中一年内到期的应付债券 20.64 亿元。考虑到若其他债券提前兑付及账面上存续的大额的其他短期有息债务，公司短期偿债压力大。此外，公司未来偿债压力集中度高。

截至2018年底，公司一年内到期应付债券20.64亿元，2021年将达到存续债券待偿本金峰值52.50亿元。2018年底，公司现金类资产2.48亿元；2018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63.87亿元、3.79亿元和14.09亿元。总体看，公司未来偿债压力集中度高。

表14　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

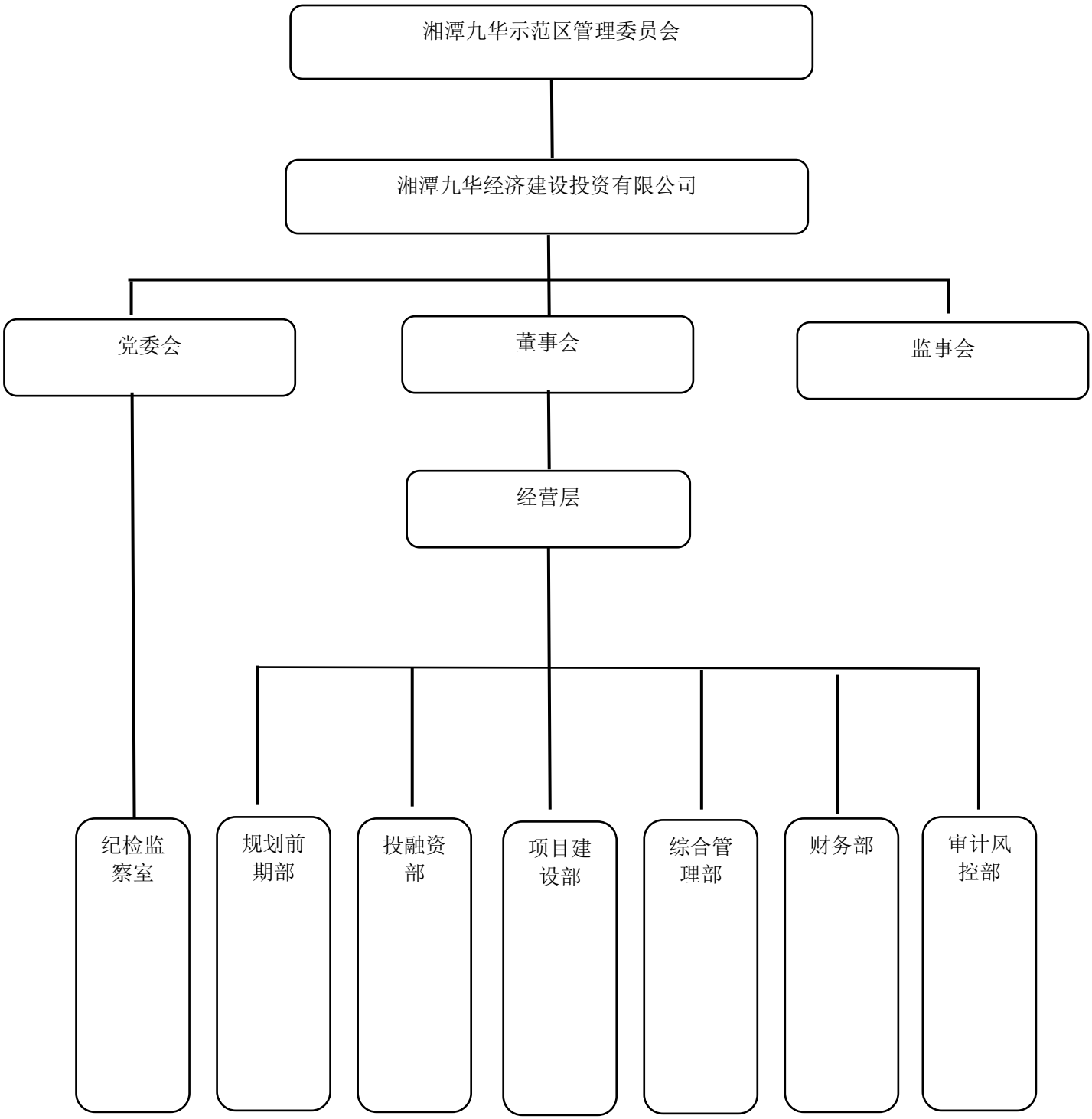
项 目	2018 年
一年内到期债券余额	20.64
未来待偿债券本金峰值	52.50
现金类资产/一年内到期债券余额	0.12
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.22
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.07
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.27

注：未来待偿还债券本金为到期兑付债券本金合计
资料来源：联合资信整理

十一、结论

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，维持“13湘潭九华债/PR湘九华”、“15湘潭九华债/PR湘九债”、“16九华双创债/16双创债”、“17湘潭九华MTN001”和“17湘潭九华MTN002”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司组织结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底子公司情况

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	湖南隆平九华科技博览园有限公司	23000.00	100%
7	湖南华研实验室有限公司	3000.00	100%

资料来源：公司提供

附件 2　截至 2019 年 3 月底公司对外担保情况

序号	被担保人名称	担保余额（万元）	担保期限	担保类型
1	湘潭高铁北站商务区开发投资有限公司	51221.78	2015.12.11~2019.04.21	连带责任保证担保
2		10000.00	2018.05.25~2019.05.24	连带责任保证担保
3	湘潭九华综合保税区开发投资有限公司	47500.00	2014.12.31~2023.12.14	连带责任保证担保+抵押物担保
4		31000.00	2014.12.24~2024.01.01	抵押物担保
5		7000.00	2019.01.16~2020.01.16	连带责任保证担保+抵押物担保
6		433.33	2016.02.03~2019.02.02	连带责任保证担保
7	湘潭综合保税区建设投资有限公司	8500.00	2017.09.01~2022.08.31	连带责任保证担保
8	湘潭九华兴隆湖开发投资有限公司	15375.25	2017.06.23~2022.04.15	连带责任保证担保+抵押物担保
9		30000.00	2018.10.17~2019.11.01	抵押物担保
10		10000.00	2018.05.25~2019.05.24	连带责任保证担保+抵押物担保
11		16000.00	2018.06.12~2019.06.11	抵押物担保
12	湘潭九华水利建设投资有限公司	50000.00	2017.12.15~2019.12.14	连带责任保证担保
13		18760.00	2018.02.12~2020.02.11	连带责任保证担保
14		26108.00	2018.02.02~2020.02.02	连带责任保证担保
15		37400.00	2016.02.03~2021.02.02	连带责任保证担保+抵押物担保
16		433.26	2016.02.03~2019.02.02	连带责任保证担保
17		4700.00	2016.07.22~2019.07.14	抵押物担保
18		20000.00	2018.10.09~2019.10.08	连带责任保证担保
19		9166.67	2018.03.01~2021.03.15	连带责任保证担保
20		28700.00	2018.01.02~2020.12.20	连带责任保证担保
21		12277.50	2018.01.31~2021.01.25	连带责任保证担保+抵押物担保
22		24600.00	2018.11.29~2019.11.27	抵押物担保
23		100000.00	2018.11.15~2019.05.14	连带责任保证担保+抵押物担保
24		17252.90	2018.01.26~2023.01.26	抵押物担保
25	泰富国际工程有限公司	19999.56	2018.12.29~2019.12.28	连带责任保证担保
26		28000.00	2015.12~2020.12	抵押物担保
27	泰富重装集团有限公司	15000.00	2018.06.21~2019.06.05	连带责任保证担保
28		20000.00	2017.09.25~2019.09.24	应收账款质押担保
合　计		**659428.25**	--	--

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	39.34	25.02	2.48	0.21
资产总额(亿元)	710.35	719.34	709.98	699.70
所有者权益(亿元)	280.65	287.99	295.46	296.84
短期债务(亿元)	125.07	98.41	98.83	102.41
长期债务(亿元)	241.10	210.84	162.59	163.43
调整后长期债务(亿元)	275.16	278.04	199.89	193.79
全部债务(亿元)	366.17	309.25	261.42	265.84
调整后全部债务(亿元)	400.23	376.44	298.71	296.20
营业收入(亿元)	39.20	42.29	42.61	10.09
利润总额(亿元)	6.77	7.64	8.00	1.45
EBITDA(亿元)	11.36	12.16	14.09	--
经营性净现金流(亿元)	1.39	21.56	3.79	5.32
财务指标				
销售债权周转次数(次)	36492.92	437.17	388.26	--
存货周转次数(次)	0.08	0.08	0.07	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.06	0.06	--
现金收入比(%)	99.72	99.70	100.86	101.11
应收类款项/资产总额(%)	2.70	2.57	3.36	2.87
营业利润率(%)	12.34	14.46	15.29	14.02
总资本收益率(%)	1.34	1.45	1.91	--
净资产收益率(%)	2.37	2.55	2.53	--
长期债务资本化比率(%)	46.21	42.27	35.50	35.51
调整后长期债务资本化比率(%)	49.51	49.12	40.35	39.50
全部债务资本化比率(%)	56.61	51.78	46.94	47.25
调整后全部债务资本化比率(%)	58.78	56.66	50.27	49.95
资产负债率(%)	60.49	59.96	58.38	57.58
流动比率(%)	347.75	352.56	247.72	248.78
速动比率(%)	49.33	30.28	17.11	14.50
经营现金流动负债比(%)	0.90	14.06	1.77	--
全部债务/EBITDA(倍)	32.24	25.44	18.55	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	35.24	30.97	21.20	--

注：1.调整后全部债务=全部债务+长期应付款中的有息债务。2.2019 年一季度财务数据未经审计。

附件 4　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

附件 5-1　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 5-3　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。

附件 5-2　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