

信用等级公告

联合〔2019〕1116号

联合资信评估有限公司通过对湘潭九华经济建设投资有限公司及其拟发行的 2019 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定湘潭九华经济建设投资有限公司主体长期信用等级为 AA，湘潭九华经济建设投资有限公司 2019 年度第一期中期票据信用等级为 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

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA
本期中期票据信用等级: AA
评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据基础发行规模: 5.00 亿元
本期中期票据发行金额上限: 10.00 亿元
本期中期票据期限: 3+2 年; 附第 3 年末调整票面利率选择权及投资者回售选择权
偿还方式: 按年付息, 到期一次性还本
募集资金用途: 偿还有息债务

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

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

评级观点

湘潭九华经济建设投资有限公司(以下简称“公司”)是湘潭市九华示范区内(以下简称“九华示范区”)唯一的土地一级开发及重要的基础设施建设主体, 业务专营性较强。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级, 反映了其在政府补助等方面获得外部支持。同时, 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。

近年来, 湘潭市和九华示范区经济发展稳定, 为公司提供了良好的外部发展环境。九华示范区待开发土地规模较大, 未来随着公司业务的逐步开展, 公司的营业收入及利润水平有望进一步提升。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, 约定对九华经开区进行合作开发, 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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低, 安全性很高。

优势

1. 近年来, 湘潭市及九华示范区经济运行稳定, 为公司发展创造了良好的外部环境。
2. 近年来, 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建设主体, 业务专营性较强。公司在财政补贴等方面获得外部支持。
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. 近年来,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,公司存在一定风险。
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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；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

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

根据中共湘潭市委、湘潭市人民政府2003年10月8日《关于设立昭山、九华经济区的决定》（潭市发[2003]28号文）及湘潭九华经济区（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《关于成立“湘潭九华经济建设投资有限公司”的决定》，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2019年3月底，公司注册资本为60000万元，全部由湘潭九华示范区管理委员会（以下简称“九华管委会”）出资，九华管委会为公司的实际控制人和唯一股东。

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、物业管理以及各类房产的租赁与管理，户外广告资产的租赁与管理（以上经营项目中需资质证的以有效资质证为准）。

公司设立财务部、投融资部等共7个职能部门。截至2019年3月底，公司纳入合并报表范围的子公司7家。

截至2018年底，公司资产总额709.98亿元，所有者权益合计295.46亿元；2018年，公司实现营业收入42.61亿元，利润总额8.00亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额699.70亿元，所有者权益296.84亿元；2019年1~3月，公司实现营业收入10.09亿元，利润总额1.45亿元。

公司注册地址：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。

二、本期中期票据概况

公司已于2017年注册总金额为40.00亿元的中期票据，本次计划发行2019年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），基础发行规模5.00亿元，发行金额上限10.00亿元，期限3+2年，附第3年末调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期中期票据按年付息，到期一次性还本，募集资金计划用于偿还有息债务。

三、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，我国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，我国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降

低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类、粮油食品、饮料烟酒类、服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构矛盾不断凸显。2018年，我国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占

我国进出口总额的比重(57.8%)较2017年提高1.4个百分点。从国别来看,2018年,我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%,对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元,同比增长13.3%,我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放,成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看,机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力,进口方面仍以能源、原材料为主。

展望2019年,国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下,我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策,坚持以供给侧结构性改革为主线,坚持深化市场化改革、扩大高水平开放,继续打好三大攻坚战,统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作,推动经济高质量发展,2019年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看,固定资产投资增速或逐步企稳,但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下,积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制,加上城投企业转型对基建投资的拖累效应,基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响;在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下,制造业投资将保持较快增长;在我国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下,房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下,我国居民消费将持续扩容和升级,居民消费将保持平稳增长。外贸方面,受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响,外部需求或将持续弱化,出口增长受到制约;受到2018年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响,进口增速或将继续回落。总体来看,考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落,预计2019年我国GDP增速在6.3%左右。

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。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 1 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 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 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》国办发〔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	严格按照要求规范的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

（1）湘潭市

湘潭市依托“长株潭城市群”良好的交通环境和工业基础，近年来经济稳定增长。

湘潭市是湖南省辖地级市，位于湖南省中部偏东地区，湘江下游，是长株潭城市群“两型社会”建设综合配套改革试验区、长株潭国家自主创新示范区核心成员，全市总面积5006平方公里，下辖湘潭县、湘乡市、韶山市、雨湖区、岳塘区5个县市，拥有湘潭高新区、湘潭经开区两个国家级园区和湘潭综合保税区。截至2018年底，湘潭市全市常住人口286.5万人，城镇化率62.9%。

根据《湘潭市国民经济和社会发展统计公报》，2016~2018年，湘潭市分别实现地区生产总值1845.7亿元、2055.8亿元和2161.4亿元，2018年同比增长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%。2018年，湘潭市人均GDP达到7.56万元，比上年增长7.3%，三次产业比重为5.8:48.2:46.0。

2018年，湘潭市全年全部工业实现增加值932.1亿元，同比增长7.4%。其中，规模以上工业增加值增长7.4%。在规模以上工业中，非公有制企业增加值增长7.3%，占规模以上工业的比重为79.7%；高加工度工业增加值增长4.0%，占规模以上工业的比重为49.4%；装备制造业增加值增长3.6%，占规模以上工业的比重为24.4%；省级及以上产业园区工业增加值增长8.4%，占规模以上工业增加值的比重为

78.8%。全年全社会建筑业增加值 116.7 亿元，比上年增长 5.6%，具有资质等级的总承包和专业承包建筑企业实现利润总额 12.5 亿元，增长 14.1%。房屋建筑施工面积 2108.9 万平方米，增长 2.3%，房屋建筑竣工面积 733.3 万平方米，增长 3.5%。

2018 年，湘潭市全年固定资产投资（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%。全年房地产开发投资比上年增长 38.8%。

（2）九华示范区

九华示范区为推动长株潭城市群“两型社会”建设五大示范区之一，也是国家级经济技术开发区。2018 年九华示范区的经济发展稳定，公司的外部发展环境向好。

九华示范区始建于 2003 年，2008 年正式确立其为长株潭“两型社会”五大示范区之一；同时也是湖南省政府批准的台商投资区，2011 年 9 月获批为国家级经济技术开发区。九华示范区包括响水乡全境，总面积 138 平方公里。九华示范区地处“长株潭城市群”核心地带，拥有良好的交通条件，上瑞高速和长潭西线高速两条分别连接其东西和南北的高速在区内交汇，黄花机场、湘黔铁路和沪昆高铁将进一步扩大园区的交通辐射范围。从产业规划来看，九华示范区总体规划为三个组团，包括产业新区 40 平方公里、滨江新城 60 平方公里、生态环境保育区 38 平方公里。产业新区确立了以汽车及零部件制造、电子信息、装备和制造为主的三大主导产业。

2011 年，根据《国务院办公厅关于湖南省湘潭九华工业园区升级为国家级经济技术开发区的函》（国办函[2011]109 号），九华示范区范围内 12.46 平方公里的工业园区成功批准为国家级经济技术开发区，即“湘潭经济技术开发区”。

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。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2019 年 3 月底，公司注册资本为 60000 万元，九华管委会为公司的唯一股东和实际控制人。

2. 企业规模及竞争优势

公司作为九华示范区内唯一的土地一级开发主体及重要的基础设施建设主体，业务具有一定的专营性。

湘潭市本级现有 6 家平台公司，除公司外另 5 家分别为湘潭城乡建设发展集团有限公司、湘潭产业投资发展集团有限公司、湘潭土地资源经营有限公司、湘潭高新投资开发有限公司及湘潭昭山投资开发有限公司。上述公司均处于长株潭经济走廊，在地域划分上，前三家均在湘潭市内有不同的产业定位，后两家分属于不同的开发区，即高新技术产业开发区、昭山示范区，在各个开发区/示范区内均为唯一的国有投融资公司，在基础设施业务开展方面享有独占性。

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建设主体，在经营地域上与其他平台公司无交叉，此外，公司较其他 5 家平台公司的竞争优势在于：①享有示范区及国家级经济技术开发区的政策优惠。公司所处九华示范区是湖南省五大示范区之一，并且示范区内部分地域还成功申请了国家级经济技术开发区，享有多重政策优惠。②行政管理权限优势。九华示范区有权行使湘潭市发改委等 11 个部门实施的 42 项行政管理职能，须上报省直或省以上有关部门办结的，可直接上

报相关部门。③区位及发展潜力优势。公司所处九华示范区位于长株潭城市群规划的核心地带，上瑞高速和长潭西线高速两条分别连接其东西和南北的高速公路在区内交汇，距黄花国际机场仅半小时车程，东面紧临河西中心港，同时区内沪昆高铁和一级车站，区内规划起点较高，接受长株潭经济辐射的能力较强，九华示范区及公司具有较大的发展潜力。

3. 人员素质

公司高管人员具有丰富的管理经验，整体员工构成合理，素质较高，能够满足日常经营需要。

截至 2019 年 3 月底，公司高级管理人员 5 人，其中包括董事长 1 人，总经理 1 人，副总经理 3 人。

包胥琪女士，1984 年 5 月出生，研究生学历；曾任湖南省高速公路投资集团广和投资有限公司副总经理、沅江市人民政府副市长。现任公司董事长、法定代表人。

刘先明先生，1962 年 11 月出生，本科学历；曾任湘潭九华项目建设投资有限公司经理、湘潭经济技术开发区住房与城乡建设局副局长、湘潭九华建设发展（集团）有限公司副董事长、副总裁、湘潭九华项目建设投资有限公司经理、湘潭经济技术开发区住房和城乡建设局局长。现任公司董事、总经理。

截至 2019 年 3 月底，公司在职员工 114 人，从文化程度来看，本科及以上学历人员占 79.80%，大专学历人员占 20.20%；从年龄分布来看，50 岁以上人员占 9.60%，30~50 岁占 70.20%，30 岁以下占 20.20%。

4. 外部支持

近年来，湘潭市一般公共预算收入持续增长。九华示范区地方综合财力和一般公共预算收入持续下降，国有土地使用权收入有所增长，九华示范区整体财政实力一般。公司在政府补贴等方面得到外部支持。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 2016~2018 年国民经济和社会发展统计公报，2016~2018 年湘潭市一般公共预算收入不断增长，分别为 186.5 亿元、201.5 亿元和 214.8 亿元。2018 年，湘潭市一般公共预算收入同比增长 6.6%。其中，地方收入 126.3 亿元，下降 0.3%。地方收入中，税收收入 80.3 亿元，增长 14.7%；非税收入 46.0 亿元，下降 18.7%。上划中央收入 71.7 亿元，增长 18.9%。上划省级收入 16.9 亿元，增长 15.8%。全市一般公共预算支出 307.5 亿元，增长 9.4%。财政自给率 69.85%，自给能力较弱。

根据《2016~2018 年九华示范区财政收入情况表》，2016~2018 年九华示范区地方可控财力及一般公共预算收入不断下降，其中一般公共预算收入下降系非税收入下降所致。三年来国有土地使用权收入不断增长。

表 2 2016~2018 年九华示范区财政收入情况

(单位：亿元)

	2016 年	2017 年	2018 年
一般公共预算收入	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

政府补助

2016~2018 年和 2019 年 1~3 月公司分别获得政府补助 6.33 亿元、6.69 亿元、6.61 亿元和 1.21 亿元，计入“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。

5. 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。已结清的欠息记录部分系电脑系统升级、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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构较为健全，运行情况良好，能够为公司经营管理提供保障。

公司根据《中华人民共和国公司法》制定了《公司章程》，并按照现代企业制度建立了较为完善的法人治理结构和内部控制制度。公司设立董事会、监事会和管理层，形成了较为清晰的管理机制和决策流程。

公司不设股东会，九华管委会作为公司唯一股东，行使股东权力。

公司董事会成员由股东委派，对股东负责，执行股东决定，决定公司的经营计划。截至2018年底，公司董事会成员7名，其中董事长1人，其他董事6人，其中包括职工董事1人。董事长由董事会选举产生，任期3年。董事由股东任命，任期每届3年，任期届满，连续任命可以连任。

公司设监事会，成员共5人，其中职工代表监事2人，由职工代表大会选举产生，非职工代表监事由出资人委派，设主席1人，由全体监事过半数选举产生。

公司设总经理，由董事会聘任或解聘，对董事会负责。公司总经理主持公司日常经营管理工作、拟定公司内部基本管理制度、决定聘任或者解聘除应由董事会决定聘任或者解聘以外的负责管理人员。

2. 管理水平

公司建立了一整套较为健全的管理制度，能够满足公司日常经营管理需要。

公司本部设置了财务部、投融资部等7个职能部门，并建立内部管理制度。

财务管理制度方面，公司根据《中华人民共和国会计法》《中华人民共和国公司法》《企业会计准则》《企业会计制度》等有关规定及财政相关规定等制定了财务管理制度，要求公司按照国家统一会计制度的规定设置总账、明细账、日记账及其他辅助性账簿，会计核算以实际发生业务为依据，并定期编制财务报告。会计凭证、会计账簿、会计报表和其他会计资料的内容和要求符合国家统一会计制度的要求。财务管理制度保证了公司财务报表的完整性和准确性，真实公允的反映公司的财务状况、经营成果和现金流量。

对外投资融资管理制度方面，公司建立了投融资管理制度，该制度要求公司规范筹资行为和投资行为，降低资本成本，提高资金运作效率，保证资金运营的安全性、收益性。对于债务性筹资，应以维护公司信誉为首要原则，及时办理相关还款程序。企业投资实行投资、经营和监管相结合的原则，投资单位对投资项目实行专人专项监管，做到责权利相对称，确保项目按计划顺利实施。

对外担保制度方面，为有效控制公司对外担保风险行为，防范对外担保风险，确保国有资金安全和保护投资者的合法权益，保护公司财务安全，根据《中华人民共和国公司法》《国有资产管理法》《中华人民共和国担保法》及等法律、行政法规的相关规定，公司制定了《对外担保管理办法》。公司对外担保实行统一管理，对外担保必须经股东批复，未经批准的，公司不得对外提供担保。

基本项目建设管理制度方面，公司为加强和规范基本建设管理工作，制定了《招标投标及采购管理办法》《工程造价管理办法》《工程施工设计变更管理细则（试行）》《建设工程项目档案管理实施细则（试行）》《工程项目管理办法（试行）》《工程变更管理办法（试行）》。集团公司对基本建设项目实行统一管理，分级负责。造价管理部按年度建设计划拟订年度招标计划及月度招标计划。造价管理部

按招标计划编制招标实施方案，经公司招投标领导小组审议通过后实施。公司招投标领导小组（简称领导小组）由公司领导层组成，招投标领导小组为公司招标管理的决策机构，董事长为组长，总经理为副组长，公司其他领导为小组成员。建设工程项目在前期准备阶段和控制管理阶段由相对应的部门档案员协助项目代表收集归档、分类管理，在完工后由部门档案员向档案专员移交，由档案专员将项目档案立卷编目、集中管理，其他个人不得自行分散保存有关工程项目资料。

风险管理制度方面，为降低企业风险，公司专门成立了审计部，并制定了《内控审计监察管理办法》《检查督办管理办法（试行）》《保密管理办法（试行）》，集团内审工作不仅审计财务收支，更重视从内部控制的制度评审出发，及时发现企业管理中存在的漏洞和经营风险，为公司识别、防范风险服务，实现内部会计控制再监督。公司逐步建立并完善了以子公司的绩效为核心的激励约束机制，对子公司管理层进行激励、约束，降低管理风险。同时，公司制定了风险管理解决方案，从注重成本、质量与效率的平衡出发，坚持经营战略与风险策略、风险控制与运行效率的统一。

对下属公司的管理制度方面，公司根据《公司法》、公司《章程》等，从财务会计报告与财务分析制度、成本管理制度、年终盘点制度、财产清查制度、资金计划申报和款项支付管理制度、内部稽核制度等方面对子公司进行了制度约束和规范。财务方面，公司对下属公司在所辖范围内实行统一集中管理，并制定了一系列对子公司的财务进行事前、事中和事后的控制与管理的财务管理制度；在人力资源管理方面，公司对子公司的人力资源和社保管理工作进行指导、监督和检查；在原材料采购方面，子公司生产经营活动中所需的原材料、动力、物资等，除部分低值易耗品由子公司自行采购外，都由公司进行统一招标采购。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是九华经开区内唯一的土地一级开发和重要的基建主体，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。近年来，公司营业收入和毛利率均不断增长。

2016~2018 年，公司营业收入不断增长，三年分别为 39.20 亿元、42.29 亿元和 42.61 亿元。公司的营业收入毛利率三年不断增长，2018 年为 16.11%。2019 年 1~3 月，公司营业收入 10.09 亿元，相当于 2018 年的 23.67%，毛利率 14.96%。

表 3 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地一级开发	10.48	26.73	18.83	11.98	28.33	19.35	14.11	33.11	16.89	4.52	44.80	19.35
项目建设	28.47	72.63	11.37	30.14	71.27	13.28	28.22	66.23	15.01	5.53	54.81	10.71
其他业务	0.25	0.64	18.14	0.17	0.40	83.72	0.28	0.66	87.43	0.04	0.40	100.00
合 计	39.20	100.00	13.41	42.29	100.00	15.29	42.61	100.00	16.11	10.09	100.00	14.96

资料来源：公司审计报告，2019 年 1~3 月数据由公司提供

2. 业务经营分析

土地一级开发

近年来，公司土地一级开发收入不断增长，毛利率波动下降。公司是九华示范区内唯一的土地一级开发主体，公司的土地开发业务稳定。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。

公司的土地开发业务模式为：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。

表 4 公司土地开发综合成本情况

（单位：万元/亩、亩、亿元）

	2016 年	2017 年	2018 年
商业用地综合开发成本	60.73	60.73	60.73
工业用地综合开发成本	65.73	65.73	65.73
当年在开发地块面积	15482.65	15590.89	16962.15
当年在开发地块总投资	211.44	211.85	238.24
当年在开发地块已投资	104.09	112.03	123.98

资料来源：公司提供

土地开发成本由政府制定，故 2016~2018 年公司商住用地和工业用地土地开发成本保持一致。2018 年公司在开发地块面积较 2017 年有所增长。

从九华示范区土地出让情况看，2016~2018 年，土地出让面积持续下降，土地出让金合计不断增长，主要为商住用地出让价格高所致。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 2016~2018 年土地出让情况

（单位：亩、万元/亩、万元）

项目	内 容	2016 年	2017 年	2018 年
工 业	出让面积	1636.59	1500.15	1247.00
	均价	39.00	39.00	39.00

用地	土地出让金	63827.00	58506.00	48633.00
商 居 用 地	出让面积	1500.00	1052.00	1014.97
	均价	230.00	350.00	400.00
	土地出让金	345000.00	368208.00	405987.00
合 计	出让面积	3136.59	2552.15	2261.97
	土地出让金	408827.00	426708.00	454620.00

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。

2016~2018年，公司土地开发收入不断增长，三年分别为10.48亿元、11.98亿元和14.11亿元；同期毛利率波动下降，分别为18.83%、19.35%和16.89%。2019年1~3月土地开发收入4.52亿元，毛利率19.35%。

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。

基建业务

近年来，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，自营项目收益规模情况及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，截至2019年3月底，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、九华管委会签订代建协议，其回购收益体现在公司的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，还有湘潭北站周边商业用地

的出让收入等；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6 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7 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

项目建设

公司的项目建设收入主要为代建九华示范区内其他企业的基建项目所产生的回购收入。近年来，公司的项目建设业务收入有所波动，毛利率不断增长，主要在建项目未来投资规模一般，无拟建项目，公司项目建设板块业务持续性有待关注。

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”）委托承建基建项

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,委托方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。

2016~2018年,公司项目建设收入有所波动,分别为28.47亿元、30.14亿元和28.22亿元;毛利率不断增长,分别为11.37%、13.28%和15.01%。2019年1~3月,公司项目建设收入5.53亿元,毛利率10.71%。

表8 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

3. 未来发展

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,将公司的偿债需求及九华经开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,将作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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2015~2017年度三年连审合并财务报表,中审华会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报表进行审计,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。

合并范围方面,2016年底,公司合并范围子公司9家,较2015年底新增3家:湖南隆平九华科技博览园有限公司、湘潭九华经济园区服务有限公司和湖南华研实验室有限公司;2017年,公司合并范围无变化;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。

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。

截至 2018 年底，母公司资产总额 686.01 亿元，所有者权益总额 296.89 亿元；2018 年，母公司实现营业收入 42.57 亿元，利润总额 8.70 亿元。

截至 2019 年 3 月底，母公司资产总额 675.06 亿元，所有者权益 298.26 亿元；2019 年 1~3 月，母公司实现营业收入 10.09 亿元，利润总额 1.45 亿元。

2. 资产质量

近年来，公司资产总额略有波动，构成以流动资产为主，其中其他应收款中存在与民营企业的往来款，存货占比大，非流动资产中主要为自营项目投资形成较大规模的在建工程，公司整体资产流动性较弱。公司货币资金快速下降，资金流动性紧张。

2016~2018 年，公司资产总额略有波动，截至 2018 年底为 709.98 亿元，同比有所下降，资产结构以流动资产为主。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	39.34	5.54	25.02	3.48	2.48	0.35	0.21	0.03
其他应收款	19.16	2.70	18.32	2.55	23.81	3.35	20.02	2.86
存货	461.16	64.92	494.09	68.69	494.19	69.61	489.83	70.00
流动资产	537.39	75.65	540.51	75.14	530.85	74.77	520.15	74.34
固定资产	7.44	1.05	7.21	1.00	7.00	0.99	6.98	1.00
在建工程	63.29	8.91	70.39	9.79	72.72	10.24	73.62	10.52
无形资产	99.66	14.03	98.09	13.64	96.11	13.54	95.66	13.67
非流动资产	172.96	24.35	178.83	24.86	179.13	25.23	179.56	25.66
资产总额	710.35	100.00	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 年一季度整理

2016~2018 年，公司流动资产波动下降，截至 2018 年底为 530.85 亿元，同比下降 1.79%，主要系货币资金大幅减少所致。

2016~2018 年，公司货币资金快速下降，年均复合下降 74.90%。截至 2018 年底，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。

2016~2018 年，公司预付款项波动增长，年均复合增长 6.97%。截至 2018 年底，公司预付款项 3.14 亿元，同比增长 25.25%，主要为公司预付的工程款等，账龄在 1 年以内的占 36.26%、1~2 年的占 15.71%、2~3 年的占 29.17%、3 年以上的占 18.86%，账龄整体较短。

2016~2018 年，公司应收账款规模很小，截至 2018 年底为 0.03 亿元，账龄全部为 1 年

以内。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，公司收现情况较好。

2016~2018 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 11.49%。截至 2018 年底，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

富重装”）的往来款 4.38 亿元，公司为泰富重装及其子泰富国际的担保。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。

表 10 截至 2018 年底公司其他应收款前五名情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	占比	期限	款项性质
泰富重装集团有限公司	4.38	17.91	1 年以内 1~4 年	往来款
湘潭九华水利建设投资有限公司	3.18	13.02	1 年以内	关联方往来款
湘潭九华经济区征地拆迁事务所	1.21	4.93	4~5 年	征拆款
湘潭高铁北站商务区开发投资有限公司	0.95	3.90	1 年以内	关联方往来款
湘潭九华经济区管理委员会	0.94	3.84	1~2 年	关联方往来款
合计	10.67	43.60	--	--

资料来源：公司审计报告

2016~2018 年，公司存货规模保持增长，年均复合增长 3.52%。截至 2018 年底，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。

2016~2018 年，公司其他流动资产分别为 14.88 亿元、0.37 亿元和 7.20 亿元，主要构成理财产品，其中 2016 年的理财产品规模为 14.70 亿元，2018 年的理财产品规模为 7.01 亿元。

2016~2018 年，公司非流动资产小幅增长，年均复合增长 1.77%。截至 2018 年底，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。

2016~2018 年，公司可供出售金融资产不断增长，年均复合增长 14.30%。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 2.95 亿元，同比增长 5.97%，主要系对湘潭九华项目建设投资有限公司、湘潭国中水务有限公司、湘潭企业融

资担保有限公司、湘潭智造谷产业投资管理有限公司等企业的股权投资。

2016~2018 年，公司固定资产受计提折旧影响逐年减少，年均复合下降 2.98%，截至 2018 年底为 7.00 亿元，构成主要为房屋及建筑物，公司固定资产累计计提折旧 1.84 亿元。

2016~2018 年，公司在建工程保持增长，年均复合增长 7.19%。截至 2018 年底，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、九华经济区污水处理工程等项目。

2016~2018 年，公司无形资产逐年小幅下降，年均复合下降 1.79%。截至 2018 年底，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。

截至 2019 年 3 月底，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 年底大幅下降，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。

3. 资本结构

公司所有者权益以资本公积为主，权益稳定性较好。近年来，受未分配利润增加影响，所有者权益保持增长。

2016~2018 年,公司所有者权益不断增长,年均复合增长 2.60%。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。

2016~2018 年,公司实收资本均为 6.00 亿元,资本公积均为 233.25 亿元,均无变化。

2016~2018 年,公司未分配利润快速增长,年均复合增长 16.44%,截至 2018 年底为 50.46 亿元,同比增长 15.19%。

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,其中实收资本和资本公积分别为 6.00 亿元和 233.25 亿元,较 2018 年底仍无变化。

表11 公司主要所有者权益构成情况(单位:亿元、%)

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	6.00	2.14	6.00	2.08	6.00	2.03	6.00	2.02
资本公积	233.25	83.11	233.25	80.99	233.25	78.94	233.25	78.58
未分配利润	37.22	13.26	43.81	15.21	50.46	17.08	51.84	17.46
所有者权益合计	280.65	100.00	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年一季度整理

近年来,公司流动负债规模持续增长,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。

2016~2018 年,公司负债总额波动下降,年均复合下降 1.78%。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%,负债结构调整以流动负债为主。

表12 公司主要负债构成情况(单位:亿元、%)

	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	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	21.03	4.90	45.14	10.46	106.12	25.60	97.15	25.84
一年内到期的非流动负债	125.07	29.11	95.16	22.06	92.54	22.32	95.33	23.66
流动负债	154.53	35.96	153.31	35.54	214.29	51.70	209.08	51.90
长期借款	109.20	25.41	32.34	7.50	25.09	6.05	28.93	7.18
应付债券	131.90	30.70	178.50	41.38	137.50	33.17	134.50	33.39
长期应付款	34.07	7.93	67.19	15.58	37.30	9.00	30.35	7.53
非流动负债	275.16	64.04	278.04	64.46	200.23	48.30	193.79	48.10
负债总额	429.70	100.00	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年一季度整理

2016~2018年,公司流动负债波动增长,年均复合增长17.76%。截至2018年底,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。

2016~2018 年,公司短期借款不断增长,截至 2018 年底为 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。

2016~2018年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长124.62%。截至2018年底，公司其他应付款106.12亿元，同比增长135.11%，主要系公司收到的往来款增长所致，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。公司其他应付款构成中往来款104.16亿元，较上年底增加66.25亿元；保证金1.65亿元。公司其他应付款前五名合计42.29亿元，占公司其他应付款合计的39.85%，款项性质全部为往来款。

表 13 截至 2018 年底公司其他应付款前五名情况
(单位：亿元、%)

单位名称	金额	占比
潭九华兴隆湖开发投资有限公司	15.00	14.13
湘潭高铁北站商务区开发投资有限公司	14.54	13.71
湘潭产业投资发展集团有限公司	5.00	4.71
湖南昭山经济建设投资有限公司	4.00	3.77
湘潭城乡建设发展集团有限公司	3.75	3.53
合计	42.29	39.85

资料来源：公司审计报告

2016~2018年，公司一年内到期的非流动负债规模较大，公司短期偿债压力大。截至2018年底，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。

2016~2018年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降14.70%。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的下降所致。

2016~2018年，公司长期借款快速下降，年均复合下降52.07%。截至2018年底，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。

2016~2018年，公司应付债券波动较大，年均复合增长2.10%。2017年，公司发行“17九华01”“17湘潭九华MTN001”“17湘潭九华PPN001”等债券，发行金额合计60.00亿元，

应付债券期末余额同比大幅增长35.33%。2018年，公司偿还或回售“12湘潭九华债”“13湘潭九华债”“15湘潭九华债”“17湘潭九华SCP001”等债券到期本金合计34.76亿元，截至2018年底，公司应付债券余额137.50亿元，较上年底减少22.97%。

表 14 截至 2018 年底公司应付债券情况
(单位：亿元)

债券名称	债券余额
13 湘潭九华债/PR 湘九华	7.20
15 潭九华	0.80
15 湘潭九华债/PR 湘九华	12.00
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 01	4.30
16 潭九华 02	5.50
16 潭九华 03	2.70
16 湘九华	20.00
17 九华 01	7.50
17 潭九华 01	2.00
17 潭九华 02	5.50
17 湘潭九华 MTN001	10.00
17 湘潭九华 MTN002	10.00
17 湘潭九华 PPN001	10.00
17 湘潭九华 PPN002	10.00
17 年私募债	0.64
减：一年内到期部分	20.64
合计	137.50

资料来源：公司审计报告

2016~2018年，公司长期应付款波动增长，年均复合增长4.64%。截至2018年底，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%，三年分别为 400.23 亿元、376.44 亿元和 298.71 亿元，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。截至 2018 年底，公司调整后全部债务 298.71 亿元，同比下降 20.65%，其中短期债务为 98.83 亿元，占比 33.08%。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 年底进一步下降，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，近年来，公司有息债务规模不断下降，考虑到同期公司现金类资产持续下降，其他应收款的持续增长，需关注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 15 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：根据公司审计报告及公司提供材料整理

4. 盈利能力

近年来，公司营业收入和营业利润率水平均保持增长；期间费用对利润侵蚀程度持续加重；利润总额对补贴收入的依赖程度高，公司整体盈利能力弱。

公司营业收入主要来自土地一级开发、项目建设等，2016~2018 年，公司营业收入年均复合增长 4.27%，2018 年为 42.61 亿元，同比增长 0.76%。同期，公司营业利润率不断增长，分别为 12.34%、14.46%和 15.29%。

2016~2018 年，公司期间费用快速增长，年均复合增长 16.10%，系管理费用和财务费用均逐年增加所致。2018 年，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。2016~2018 年，公司财务费用快速增长，分别为 1.98 亿元、2.07 亿元和 3.03 亿元，同期公司有息债务规模持续下降，公司的融资成本不断增长。2016~2018 年，公司期间费用占当年营业收入的比重分别为 11.84%、12.24%和 14.68%，期间费用对利润的侵蚀不断加重，公司期间费用控制能力有待提升。

非经营性损益方面，2016~2018 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波动增长，年均复合增长 75.41%，2018 年为 1.07 亿元，全部来自理财产品投资收益。此外，公司每年均收到一定规模的补贴收入，2016~2018 年，分别为 6.33 亿元、6.69 亿元和 6.61 亿元；同期，公司实现利

润总额 6.77 亿元、7.64 亿元和 8.00 亿元，利润总额对补贴收入依赖程度高。

盈利指标方面，2016~2018 年，公司总资产收益率不断增长，分别为 1.34%、1.45% 和 1.91%；净资产收益率波动增长，分别为 2.37%、2.55% 和 2.53%。总体看，公司整体盈利能力弱。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 10.09 亿元，相当于 2017 年全年营收的 23.67%，较 2018 年一季度营收水平基本持平；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。

5. 现金流分析

近年来，公司经营活动现金流量净额波动较大，收入实现质量好；投资活动现金流入及流出规模均大幅下降，净流量波动较大，存在资金缺口；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经营业务收支及往来款收支等。2016~2018 年，公司经营活动现金流入不断增长，年均复合增长 11.37%。2018 年，公司实现经营性现金流入 63.87 亿元，同比增长 2.01%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 42.98 亿元，主要系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 20.89 亿元，主要构成为财政补贴 6.50 亿元、利息收入 0.96 亿元和经营性往来收现 13.43 亿元。同期，公司现金收入比分别为 99.72%、99.70% 和 100.86%，收入实现质量好。2016~2018 年，公司经营活动现金流出波动增长，年均复合增长 9.50%。2018 年，公司经营性现金流出 60.07 亿元，同比增长 46.35%，其中购买商品、接受劳务支付的现金 17.40 亿元，为

公司用于项目建设支出款项；支付其他与经营活动有关的现金 42.44 亿元，同比增长 129.40%，主要系支付的往来款以及保证金等，其余为支付的职工薪酬和各项税费。2016~2018 年，受往来款收支变动影响，公司经营活动现金流量净额波动较大，分别为 1.39 亿元、21.56 亿元和 3.79 亿元，均维持净流入。

投资活动方面，2016~2018 年，公司投资活动现金流入快速下降，分别为 82.09 亿元、31.75 亿元和 2.80 亿元，年均复合下降 81.53%，主要系收回投资收到的现金减少所致。2016~2018 年，投资活动现金流出快速下降，分别为 113.13 亿元、24.73 亿元和 10.91 亿元，年均复合下降 68.94%，主要系购建固定资产等支付的现金以及投资支付的现金减少所致，投资活动的现金流主要为支出的理财投资款。2016~2018 年，公司投资活动现金流量净额波动较大，分别为 -31.04 亿元、7.02 亿元和 -8.11 亿元，存在一定资金缺口。

筹资活动方面，2016~2018 年，公司筹资活动现金流入波动下降，年均复合下降 8.71%，其中通过发行债券收到的现金规模快速下降，三年分别为 81.59 亿元、59.76 亿元和 0.95 亿元，年均复合下降 89.20%。2018 年，公司筹资活动现金流入 169.94 亿元，同比减少 27.49%，其中取得借款收到的现金 164.79 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金 4.19 亿元，主要为信托保证金等。2016~2018 年，公司筹资活动现金流出波动较大，分别为 192.57 亿元、277.43 亿元和 186.26 亿元，其中偿还债务支付的现金分别为 145.74 亿元、242.86 亿元和 153.78 亿元，近三年公司债务偿还规模大；支付其他与筹资活动有关的现金主要为支付的票据、信托保证金和融资顾问费等，近三年波动下降，2018 年为 6.16 亿元。2016~2018 年，受支付大额偿债资金影响，公司筹资活动现金流净额由净流入转为净流出，分别为 11.32 亿元、-43.08 亿元和 -16.32 亿元。

2019年1~3月,公司经营活动现金流入15.19亿元,系销售商品、提供劳务收到的现金10.20亿元和收到的政府补贴、经营性往来款等4.99亿元;经营活动现金流出9.88亿元,主要系支付的经营性往来款等,经营活动现金流量净额为5.32亿元。投资活动现金流量规模较小,净额为-0.77亿元。筹资活动方面,筹资活动现金流入1.84亿元,全部来自取得借款收到的现金;筹资活动现金流出8.65亿元,其中偿还债务支付的现金4.69亿元,分配股利、利息或偿付利息支付的现金3.96亿元,筹资活动现金流量净额-6.81亿元,仍为净流出。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力弱,长期偿债能力较弱。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。

2016~2018年,公司流动比率分别为347.75%、352.56%和247.72%,2018年底受流动负债大幅增加影响,公司流动比率同比大幅下降。因资产中流动性较弱的存货占比高,同期公司速动比率分别为49.33%、30.28%和17.11%,逐年快速下降。2019年3月底,公司流动比率248.78%,较上年底基本持平,速动比率略有下降至14.50%。2016~2018年,公司经营现金流动负债比分别为0.90%、14.06%和1.77%,整体水平低。2016~2018年及2019年3月底,公司现金类资产快速下降,分别为39.34亿元、25.02亿元、2.48亿元和0.21亿元,分别为同期短期债务的0.31倍、0.25倍、0.03倍和0.002倍,现金类资产对短期债务覆盖很弱,公司整体短期偿债能力弱。

从长期偿债能力看,2016~2018年,公司EBITDA不断增长,分别为11.36亿元、12.16亿元和14.09亿元,其中2018年EBITDA由折旧摊销2.21亿元、费用化利息支出3.88亿元和利润总额8.00亿元构成;2016~2018年,公司调整后全部债务/EBITDA分别为35.24倍、30.97倍和21.20倍。总体看,公司长期偿债能力较弱。

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。

7. 母公司财务概况

截至2018年底,母公司资产总额686.01亿元,同比下降2.71%。其中流动资产占74.32%、非流动资产占25.68%,资产结构较上年底相对保持稳定。

截至2018年底,母公司所有者权益合计296.89亿元,同比增长2.82%。其中实收资本占2.02%、资本公积占78.56%、未分配利润占17.48%。

截至2018年底，母公司负债总额389.12亿元，同比下降6.55%，主要系应付债券和长期应付款大幅下降所致。其中流动负债占51.55%、非流动负债占48.45%，流动负债占比大幅提升。

2018年，母公司实现营业收入42.57亿元，较上年相对保持稳定，营业利润率为15.30%，利润总额8.70亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司现有债务有一定影响。公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据基础发行规模5.00亿元，发行金额上限10.00亿元，上限金额分别相当于2018年底公司调整后长期债务和调整全部债务的5.00%和3.35%，本期中期票据的发行对公司债务水平有一定影响。

2018年底，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分别为58.38%、50.27%和40.35%，以此财务数据为基础，不考虑其他因素，若本期中期票据按上限金额发行成功，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将分别上升至58.96%、51.10%和41.53%，公司债务负担略有上升，考虑到公司本期中期票据全部用于偿还有息债务，公司实际债务指标将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016~2018年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据发行金额上限的5.15倍、6.26倍和6.39倍；公司经营活动现金流量净额分别为本期中期票据发行金额上限的0.14倍、2.16倍和0.38倍；公司EBITDA分别为本期中期票据发行金额上限的1.14倍、1.22倍和1.41倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据的

覆盖能力强，EBITDA对本期中期票据的覆盖能力一般。

十、结论

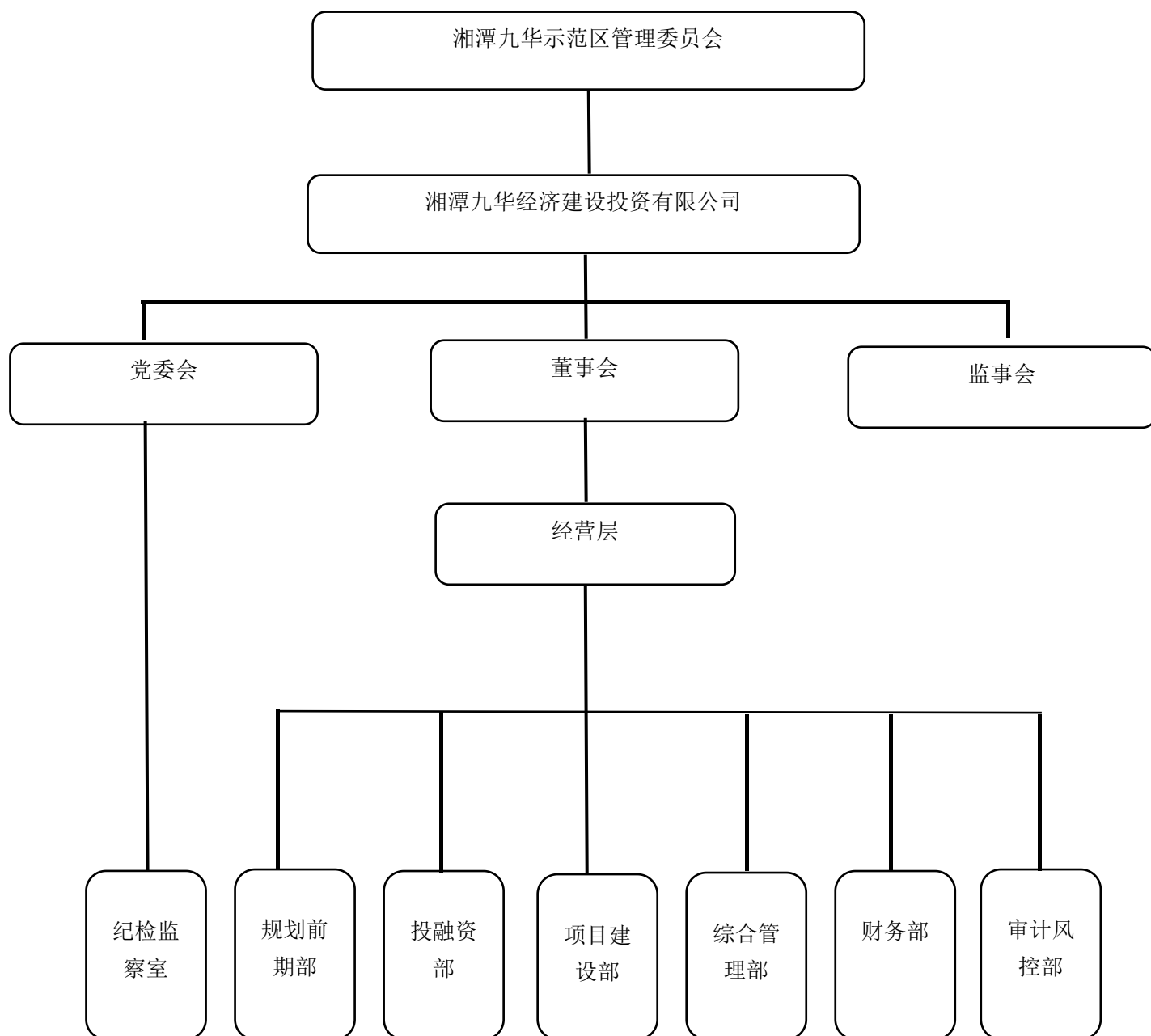
近年来，湘潭市及九华示范区经济平稳发展，公司的外部发展环境向好。公司作为九华示范区唯一的土地一级开发主体及重要的基础设施建设主体，业务具有一定的专营性，公司在财政补贴等方面得到了九华管委会的大力支持。

近年来，公司整体资产流动性较弱，公司货币资金快速下降，账面资金紧缺；所有者权益稳定性较好；短期债务规模大；未来存在集中兑付压力；公司整体盈利能力弱；公司未来将面临较大的筹资压力；公司短期偿债能力弱，整体偿债压力重。

本期中期票据的发行对现有债务水平有一定影响；经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

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	800.00	100%
2	湘潭九华资产管理与经营有限公司	10500.00	100%
3	湘潭九华创新创业服务有限公司	3500.00	100%
4	湘潭九华产业发展投资有限公司	5000.00	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、2019 年一季度财务数据未经审计；2、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=短期债务+调整后长期债务

附件 4 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	
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%
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%
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 5-2 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 5-3 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

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 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

湘潭九华经济建设投资有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

湘潭九华经济建设投资有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对湘潭九华经济建设投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，湘潭九华经济建设投资有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注湘潭九华经济建设投资有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现湘潭九华经济建设投资有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对湘潭九华经济建设投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如湘潭九华经济建设投资有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对湘潭九华经济建设投资有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与湘潭九华经济建设投资有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。