# 信用等级公告

联合〔2019〕1607号

联合资信评估有限公司通过对湘潭振湘国有资产经营投资有限公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持湘潭振湘国有资产经营投资有限公司主体长期信用等级为AA，“13振湘治理债/PR湘振湘”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

二〇一九年六月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

# 湘潭振湘国有资产经营投资有限公司跟踪评级报告

**跟踪评级结果**

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 振湘治理债/PR 湘振湘 | 7.2 亿元 | 2020/8/7 | $AA^+$ | $AA^+$ |

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

**跟踪评级时间：**2019 年 6 月 21 日

**财务数据**

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|---|
| 现金类资产(亿元) | 8.62 | 18.92 | 13.69 |
| 资产总额(亿元) | 126.75 | 152.24 | 166.31 |
| 所有者权益(亿元) | 61.43 | 64.48 | 66.54 |
| 短期债务(亿元) | 14.05 | 25.65 | 24.70 |
| 长期债务(亿元) | 38.26 | 47.02 | 54.33 |
| 全部债务(亿元) | 52.31 | 72.66 | 79.03 |
| 营业收入(亿元) | 6.56 | 7.47 | 11.19 |
| 利润总额(亿元) | 3.23 | 2.90 | 3.64 |
| EBITDA(亿元) | 4.96 | 4.66 | 5.91 |
| 经营性净现金流(亿元) | 5.22 | 0.74 | -0.51 |
| 营业利润率(%) | 22.64 | 24.03 | 23.08 |
| 净资产收益率(%) | 5.18 | 5.24 | 4.71 |
| 资产负债率(%) | 51.53 | 57.64 | 59.99 |
| 全部债务资本化比率(%) | 45.99 | 52.98 | 54.29 |
| 流动比率(%) | 328.44 | 280.31 | 284.83 |
| 经营现金流动负债比(%) | 20.40 | 1.87 | -1.22 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 10.55 | 15.59 | 13.37 |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 8.87 | 9.49 | 8.17 |

**分析师：**张 丽　任黛云
**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**

湘潭振湘国有资产经营投资有限公司（以下简称“公司”）是湘潭市产业开发投资建设及湘潭市重金属污染治理的投资主体。跟踪期内，公司锰材料销售和污水处理业务经营稳定，重金属污染治理业务持续获得政府补贴。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产中其他应收款占比大、短期支付压力较大、盈利能力较弱、对外担保规模较大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

随着公司新增产能逐渐释放及产品结构改善，公司收入及利润或将提高。

“13 振湘治理债/PR 湘振湘”设置分期偿付条款，降低了集中兑付压力。公司以其拥有的 41 宗土地使用权（评估价值 34.03 亿元）为“13 振湘治理债/PR 湘振湘”提供抵押担保，对“13 振湘治理债/PR 湘振湘”的偿付形成有效保障。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“13振湘治理债/PR湘振湘”的信用等级为$AA^+$，评级展望为稳定。

**优势**

1. 跟踪期内，公司在财政补贴方面持续得到湘潭市政府的大力支持。
2. 土地抵押担保对“13 振湘治理债/PR 湘振湘”的偿付形成有效保障。“13 振湘治理债/PR 湘振湘”设有分期偿还本金的条款，有利于减轻公司集中偿付压力。

**关注**

1. 湘潭市政府债务负担重。
2. 公司资产中其他应收款占比大，资产流动性偏弱。
3. 公司短期支付压力较大。
4. 公司期间费用对利润的侵蚀较大，整体盈利能力较弱。
5. 公司对外担保规模较大，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振湘国有资产经营投资有限公司（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；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 湘潭振湘国有资产经营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，按照联合资信关于湘潭振湘国有资产经营投资有限公司（以下简称“公司”）及其“13 振湘治理债/PR 湘振湘”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，公司股权结构以及经营范围未发生变化。截至 2018 年底，公司注册及实收资本均为 1.20 亿元，股东为湘潭产业投资发展集团有限公司（以下简称“产业集团”），湘潭市国资委对产业集团持股 100%，为公司实际控制人。

截至 2018 年底，公司资产总额 166.31 亿元，所有者权益合计 66.54 亿元（含少数股东权益 7.43 亿元）。2018 年公司实现营业收入 11.19 亿元，利润总额 3.64 亿元。

公司注册地址：湘潭市雨湖区人民路 163 号；法定代表人：彭伯境。

## 三、存续债券及其募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券包括“13 振湘治理债/PR 湘振湘”，债券余额为 7.20 亿元，详情见表 1。跟踪期内上述债券已按时还本付息。

表 1 跟踪评级债券基本信息（单位：亿元、年、%）

| 债券简称 | 债券余额 | 起息日 | 期限 | 票面利率 |
|---|---|---|---|---|
| 13 振湘治理债/PR 湘振湘 | 7.20 | 2013-08-07 | 7 | 6.60 |

资料来源：公开信息，联合资信整理

“13 振湘治理债/PR 湘振湘”募集资金用于 7 个项目建设，其中 5 个属于 2011 年 3 月国务院批复的《湘江流域重金属污染治理实施方案》中项目；另外 2 个项目（污水处理厂二期扩建及提标改造项目）是湘潭市湘江流域重金属污染治理的配套设施建设项目。7 个项目总投资额 41.44 亿元，各项目投资总额及资金使用情况见下表。截至 2018 年底，募集资金已全部使用。

表 2 “13 振湘治理债/PR 湘振湘”募投项目投资额及进度（单位：万元）

| 募集资金用途 | 项目投资总额 | 募集资金额度（规划） | 截至 2018 年底已使用募集资金 | 截至 2018 年底项目进程 |
|---|---|---|---|---|
| 湘潭市竹埠港区域重金属污染综合治理一期工程 | 79804.00 | 35000.00 | 35000.00 | 28 家企业已全部关停，一期 8 家企业拆除已完成，已处理污染土壤 19.64 万方，关停拆除已全部完成，污染土地治理完成 60.36% |
| 湘潭市岳塘区王家晒渠重金属治理工程 | 12150.600 | 5400.00 | 5400.00 | 90% |
| 湘潭电化集团有限公司整体搬迁及环境治理项目 | 105725.00 | 45000.00 | 45000.00 | 位于岳塘区滴水埠的电化厂区搬迁至锰矿鹤岭镇，搬迁后的遗留建筑物、构筑物、生产设备设施已进行拆除及规范处理，新基地生产区生产线及配套设施已进入生产阶段，二期项目已基本完工，项目已完成 95% |
| 湘潭昭山示范区重金属污染治理与土壤修复项目 | 119917.00 | 52000.00 | 52000.00 | 98% |
| 湘潭锰矿地区含重金属废渣治理与综合利用工程 | 52011.00 | 22500.00 | 22500.00 | 已完工 |
| **小计** | **369607.60** | **159900.00** | **159900.00** | -- |
| 湘潭河西污水处理厂二期扩建工程 | 34114.00 | 15500.00 | 15500.00 | 已完工 |
| 湘潭市河西污水处理厂提标改造工程 | 10660.80 | 4500.00 | 4500.00 | 已完工 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 小计 | 44774.80 | 20000.00 | 20000.00 | -- |
| 合计 | 414382.40 | 180000.00 | 180000.00 | -- |

资料来源：公司提供

## 四、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，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中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，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 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，中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，中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性矛盾不断凸显。2018 年，中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，一般贸易进出口占中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，中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%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中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。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位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，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。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，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

## 五、行业及区域经济环境

### 1. 基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。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，城投公司快速增加，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，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司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公司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 3　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【2019】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。 |

资源来源：联合资信综合整理

（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公司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。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2. 区域经济环境

湘潭市位于湖南省中部偏东，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，辖湘潭县、湘乡市、韶山市、雨湖区、岳塘区 5 个县市区，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，总面积 5006 平方公里，常住人口 286.5 万人。

湘潭市交通条件良好，京港澳公路长潭段及湘黔线、京广线、沪昆高铁和长株潭城际铁路等多条铁路横贯湘潭。湘潭市是湖南省重要的工业城市，工业体系比较齐全，其中先进装备制造业、精品钢材及深加工业、汽车及零部件制造业和电子信息设备制造业系湘潭市的四大战略性产业。

根据《湘潭市 2018 年国民经济和社会发展统计公报》，湘潭市经济持续增长，2018 年实现地区生产总值 2161.4 亿元，同比增长 7.8%。按常住人口计算，2018 年湘潭市人均地区生产总值 75609 元，同比增长 7.3%。

从产业结构来看，2018 年湘潭市三次产业结构为 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，第二产业占比有所下降，但仍为湘潭市的支柱产业。

从固定资产投资来看，2018 年，全市固定资产投资（不含农户）为 2427.6 亿元，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%。

财政收入方面，根据湘潭市财政局公布的数据，2018 年，湘潭市财政总收入达到 214.84 亿元，同口径增长 6.63%。2018 年底，湘潭市政府债务余额为 376.82 亿元，其中，一般债务余额为 173.74 亿元，专项债务余额为 203.08 亿元。

总体看，湘潭市经济持续增长，但基建投资显著下滑，地方政府债务负担重。

## 六、基础素质分析

公司是湘潭市产业开发投资建设及湘潭市重金属污染治理的投资主体。 跟踪期内，湘潭市政府在财政补贴方面对公司支持力度较大。2018 年，公司收到政府补贴 2.62 亿元，其中湘江流域环境污染治理补贴 2.50 亿元。

根据中国人民银行企业信用报告（编号：G1043030200124090N），公司于 2018 年 1 月 21 日发生一笔欠息，于 1 月 22 日还清。根据长沙银行湘潭分行出具的证明，该笔欠息记录系银行系统升级原因导致。截至 2019 年 3 月 21 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往信用记录良好。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司法定代表人兼总经理变更为彭伯境。

彭柏境，1978 年出生，本科学历，高级物业经理人，曾服役于中国人民解放军空降兵十五军 39312 部队，曾任湘潭市房产管理局法规监察队办公室主任、湘潭市房产管理局团委副书记、湘潭市城镇房屋拆迁事务所副所长、湘潭房产集团物业管理有限公司副总经理，现兼任产业集团总经理。

高级管理人员变更对公司经营无重大影响。跟踪期内公司管理制度未发生重大变化。

## 八、经营分析

1. 经营概述

2018年，公司实现营业收入11.19亿元，同比增长49.77%，主要系锰材料销售收入大幅增长所致。2018年，公司实现锰材料销售收入9.12

亿元，污水处理收入1.02亿元，其他业务收入1.04亿元。从收入构成看，锰材料销售、污水处理和其他业务占比分别为81.45%、9.16%和9.40%，较2017年变化不大。

毛利率方面，2018年公司综合毛利率为24.97%，同比略有下降，主要系污水处理和其他业务毛利率下降所致。公司锰材料销售业务毛利率小幅提升至24.45%，系跟踪期内公司进一步优化产品结构，提升锰酸锂正极材料等高毛利率产品占比所致。公司污水处理业务毛利率下降至49.11%，主要系鹤岭污水处理厂处于运营初期，对收入贡献较小但折旧较高所致。

表 4　公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 项　目 | 2017 年 | | | 2018 年 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 锰材料销售 | 6.18 | 82.73 | 23.14 | 9.12 | 81.45 | 24.45 |
| 污水处理 | 0.71 | 9.50 | 56.34 | 1.02 | 9.16 | 49.11 |
| 其他 | 0.58 | 7.76 | 24.66 | 1.04 | 9.40 | 5.91 |
| **合　计** | **7.47** | **100.00** | **26.24** | **11.19** | **100.00** | **24.97** |

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2. 业务经营分析

（1）锰材料销售业务

公司锰材料销售业务由子公司湘潭电化集团有限公司（以下简称“电化集团”）负责。

生产情况

截至2018年底，湘潭电化电解二氧化锰年产能8.00万吨，较2017年底无变化。随着2017年新增产能的释放（金属锰生产线改造的高性能电解二氧化锰生产线及高性能锰酸锂型电解二氧化锰生产线），2018年公司生产电解二氧化锰8.45万吨，同比增长31.21%。

表 5　2017~2018 年湘潭电化产销情况

| | 2017年 | 2018年 |
|---|---|---|
| 产能（万吨） | 8.00 | 8.00 |
| 产量（万吨） | 6.44 | 8.45 |
| 销量（万吨） | 6.71 | 8.52 |
| 平均价格（元/吨，含税） | 10537.79 | -- |

资料来源：公司提供
注：公司未提供2018年电解二氧化锰平均销售价格

采购情况

电解二氧化锰的主要原材料为碳酸锰（锰矿），截至 2018 年底，湘潭电化自身拥有可供开采的锰矿资源储量约 400 万吨。按照 20 万吨/年测算，湘潭电化拥有的锰矿预计可开发 20 年。2018 年，公司采矿 21.82 万吨，同比下降 8.16%；同期，公司对外销售矿石 14.78 万吨，同比大幅增长，矿石销售单价 609.37 元/吨，同比基本稳定。

表 6　2017~2018 年碳酸锰采购情况

| 碳酸锰 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|
| 开采矿石量（万吨） | 23.76 | 21.82 |
| 平均开采矿石成本（元/吨） | 584.21 | 538.59 |
| 从外采购矿石量（万吨） | -- | 1.52 |
| 从外采购矿石单价（元/吨） | -- | 638.93 |
| 矿石对外销售量（万吨） | 3.83 | 14.78 |
| 矿石对外销售单价（元/吨） | 610.92 | 609.37 |

资料来源：公司提供

销售情况

2018 年，湘潭电化电解二氧化锰销售 8.52 万吨，同比增长 26.97%。其中锰酸锂正极材料实现营业收入 1.46 亿元，同比增长 82.34%。

回款结算方面，公司电解二氧化锰主要客户为国内外各大电池厂家（金霸王、双鹿、劲量、南孚等），国内厂家回款账期为 30~60 天，国际厂家回款账期为 30 天。

（2）污水处理业务

目前湘潭市拥有河西、河东和鹤岭污水处理厂，纳污范围各不相同。河东污水处理厂为产业集团子公司，不在公司合并范围内，负责处理河东地区生活污水。河西和鹤岭污水处理厂为湘潭电化子公司。截至 2018 年底，公司污水日处理能力 21 万吨，较 2017 年底无变化。公司负责处理湘江以西和鹤岭地区污水，目前服务面积 105.38 平方公里。2018 年公司污水处理量为 7926.58 万吨，同比增长 20.63%，实现污水处理收入 1.02 亿元，同比增长 43.66%。

河西污水处理厂采用“政府特许、政府采购、企业经营”的经营模式，取得了湘潭市政府授予的污水处理特许经营权，特许经营期自 2014 年 1 月 1 日起至 2043 年 12 月 31 日，期限 30

年。湘潭市自来水费和污水处理费均由湘潭市自来水公司捆绑收取，其中污水处理费由湘潭市财政局按照 1.25 元/吨的标准返还河西污水处理厂，每两月结算一次。鹤岭污水处理厂与湘潭市住房和城乡建设局签署了《污泥处置特许经营合同》，特许经营期自 2019 年 4 月 1 日至 2049 年 3 月 31 日，期限 30 年。湘潭市财政局以 2.75 元/吨的标准每两个月与公司结算污泥处置服务费，并于结算后 10 个工作日内支付。

河西污水厂于 2019 年启动三期工程建设，项目投资总额 3.72 亿元，截至 2019 年 3 月底已投资 258.73 万元。

（3）重金属污染治理业务

公司是湘潭市重金属污染治理的主体，目前主要实施的是湘江流域重金属污染治理项目，5 个项目投资总额 36.96 亿元，使用“13 振湘治理债/PR 湘振湘”募集资金 16.00 亿元（“13 振湘治理债/PR 湘振湘”发行金额 18.00 亿元，其中 2.00 亿元用于河西污水厂提标改造）。具体操作中，公司将筹集到的资金拨付给湘潭竹埠港重金属污染治理投资有限公司（湘潭平台公司）、湖南昭山经济建设投资有限公司（湘潭平台公司）和产业集团等公司进行项目建设。根据潭政函【2013】64 号，湘潭市政府承诺按项目总投资额的 30%（11.08 亿元）给予公司财政补助，并在治理项目完成后将不低于 40 亿元的经营性资产注入公司。截至 2018 年底公司累计收到 12.50 亿元政府补贴,尚未发生经营性资产注入。

3. 未来发展

锰材料销售方面，公司将致力于高性能型（用于无汞碱锰电池的生产）和锰酸锂型电解二氧化锰（用于二次锂离子电池正极材料锰酸锂的生产）的技术研发和市场开拓，争取提高产品附加值，执行差异化竞争战略。

污水处理方面，公司将在条件成熟时整合区域内其他新增的城市污水处理企业。随着湘潭市及周边地区污水处理业务的发展，公司该板块发展空间较大。

## 九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018 年合并财务报告，亚太集团会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留审计意见。跟踪期内，公司合并范围变更涉及的子公司资产、收入规模均较小，公司财务数据可比性强。

截至 2018 年底，公司资产总额 166.31 亿元，所有者权益合计 66.54 亿元（含少数股东权益 7.43 亿元）。2018 年公司实现营业收入 11.19 亿元，利润总额 3.64 亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年底，公司总资产 166.31 亿元，同比增长 9.24%；从构成看，流动资产占 71.42%，非流动资产占 28.58%，流动资产占比较上年末略有下降，公司资产以流动资产为主。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

| 科目 | 2017 年 | | 2018 年 | |
|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 18.71 | 12.29 | 13.23 | 7.96 |
| 预付款项 | 15.44 | 10.14 | 15.39 | 9.25 |
| 存货 | 24.68 | 16.21 | 24.92 | 14.98 |
| 其他应收款 | 49.24 | 32.34 | 61.76 | 37.14 |
| **流动资产** | **110.64** | **72.67** | **118.78** | **71.42** |
| 固定资产 | 14.43 | 9.48 | 15.82 | 9.51 |
| 无形资产 | 10.73 | 7.05 | 11.08 | 6.66 |
| **非流动资产** | **41.60** | **27.33** | **47.53** | **28.58** |
| **资产总额** | **152.24** | **100.00** | **166.31** | **100.00** |

资料来源：公司审计报告

**流动资产**

截至2018年底，公司流动资产118.78亿元，同比增长7.36%，主要系其他应收款大幅增长所致。

截至2018年底，公司货币资金13.23亿元，同比下降29.27%；公司预付款项15.39亿元，同比基本稳定，主要系公司与产业集团合作治理南天化工厂周边重金属污染土地，公司将发行

“PR湘振湘/16湘振湘”收到的募集资金拨付给产业集团所致。由于污染土地整治难度较大，产业集团已于2018年1月向湘潭市国资委申请将合作期限延长两年。该项目资金平衡方式为治理后的土地出让收益返还，目前土地尚未出让。

截至2018年底，公司其他应收款61.76亿元，同比增长25.41%，主要系跟踪期内新增对产业集团往来款所致。从集中度看，其他应收款中前五名余额合计93.83%，集中度高。整体看，湘潭市其他平台对公司资金形成明显占用，有一定的回收风险。

表 8　2018 年底公司其他应收款余额前 5 名情况

（单位：亿元、%）

| 单位名称 | 金额 | 占比 | 性质 |
|---|---|---|---|
| 湘潭产业投资发展集团有限公司 | 32.55 | 51.75 | 往来款 |
| 湖南昭山经济建设投资有限公司 | 17.82 | 28.33 | 往来款 |
| 湘潭昭山土地经营有限公司 | 3.26 | 5.18 | 往来款 |
| 湘潭昭山创新实业发展有限公司 | 2.89 | 4.60 | 往来款 |
| 湘潭市财政局 | 2.50 | 3.97 | 往来款 |
| **合计** | **59.01** | **93.83** | -- |

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司存货 24.92 亿元，同比基本稳定，其中 21.24 亿元为土地资产。

**非流动资产**

截至2018年底，公司非流动资产47.53亿元，同比增长14.26%，主要系在建工程和其他非流动资产增长所致。

截至2018年底，公司长期应收款4.69亿元，同比增长4.21%，包括拨付给湘潭竹埠港重金属污染治理投资有限公司进行重金属污染治理的项目款1.60亿元、对湘潭城乡建设发展集团有限公司借款1.00亿元和持有的信托受益权2.09亿元。

截至 2018 年底，公司固定资产 15.82 亿元，同比增加 9.66%，主要系一万吨电解二氧化锰生产线和酸雾处理工程完工转入固定资产所致。

截至 2018 年底，公司在建工程 4.83 亿元，同比增长 93.82%，主要系跟踪期内公司对两万吨锰酸锂项目新增投入所致。

截至 2018 年底，公司无形资产账面余额 11.08 亿元，同比基本稳定，主要为土地使用权（大部分为电化集团所持有的工业用地）。

截至 2018 年底，公司受限资产共 36.01 亿元，包括货币资金 7.83 亿元、土地使用权 26.70 亿元和可供出售金融资产 1.04 亿元和少量固定资产、应收票据。

总体看，跟踪期公司资产规模有所扩大，其他应收款占比较高，产业集团和湘潭其他平台对公司资金占用明显。公司资产流动性偏弱，资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

**所有者权益**

截至 2018 年底，公司所有者权益 66.54 亿元，同比增长 3.18%，主要系未分配利润增加所致，公司所有者权益主要由实收资本（占 1.80%）和资本公积（占 65.90%）构成。跟踪期内，公司实收资本无变化，截至 2018 年底，公司资本公积 43.84 亿元，同比略有下降，系产业集团代公司支付的电化集团收购款由资本公积转为对产业集团的债务所致。此外，子公司湘潭嘉年华国际旅行社有限责任公司和湘潭白石文化投资有限公司股权被无偿划出也导致公司资本公积减少。

总体来看，公司权益稳定性一般。

**负债**

截至2018年底，公司负债合计99.77亿元，同比增长13.70%，流动负债和非流动负债分别占41.80%和58.20%，流动负债占比较2017年底有所下降。

截至2018年底，公司流动负债41.70亿元，同比增长5.65%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占24.87%）、应付账款（占10.26%）、其他应付款（占26.00%）和一年内到期的非流动负债（占29.23%）构成。

截至2018年底，公司短期借款10.37亿元，

同比下降33.53%，主要为保证借款；其他应付款10.84亿元，同比增长23.79%，主要系新增与湘潭昭粤投资有限公司往来款；一年内到期的非流动负债12.19亿元，以一年内到期的银行借款为主。

截至2018年底，公司非流动负债58.07亿元，同比增长20.27%，主要系应付债券大幅增长导致。公司非流动负债主要由长期借款（占44.31%）和应付债券（占49.25%）构成。

截至2018年底，公司长期借款25.73亿元，同比增长3.68%，主要为抵押借款；应付债券28.60亿元，同比增长28.83%，主要系公司发行“18振湘01”所致。

从有息债务看，截至2018年底，公司全部债务79.03亿元，同比增长8.76%；其中短期债务占31.25%、长期债务占68.75%，短期债务占比有所下降。

表 9 近年公司债务负担情况（单位：亿元，%）

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|
| 短期债务 | 25.65 | 24.70 |
| 长期债务 | 47.02 | 54.33 |
| 全部债务 | 72.66 | 79.03 |
| 资产负债率 | 57.64 | 59.99 |
| 长期债务资本化比率 | 42.17 | 44.95 |
| 全部债务资本化比率 | 52.98 | 54.29 |

资料来源：审计报告，联合资信整理

2018年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均同比有所上升，以上指标分别为59.99%、54.29%和44.95%。

总体来看，跟踪期内公司债务规模有所增长，债务负担一般。

4. 盈利能力

2018年，公司实现营业收入11.19亿元，同比增长49.77%，主要系锰材料销售收入有所增加导致。同期，公司营业成本8.40亿元，同比增长52.55%。

2018 年，公司期间费用共计 2.45 亿元，较上年有所增长，期间费用占营业收入的比重为21.91%，比上年下降 5.27 个百分点，公司期间费用对利润的侵蚀仍较重。

2018 年，公司获得营业外收入 2.64 亿元，其中湘江流域环境污染治理专项奖励 2.50 亿元。同期，公司实现利润总额 3.64 亿元，公司利润总额对政府补贴依赖较大。

表 10 近年公司盈利情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|
| 营业收入 | 7.47 | 11.19 |
| 营业利润 | -0.67 | 1.07 |
| 利润总额 | 2.90 | 3.64 |
| 净利润 | 3.38 | 3.13 |
| 营业利润率 | 24.03 | 23.08 |
| 总资本收益率 | 2.82 | 2.65 |
| 净资产收益率 | 5.24 | 4.71 |

资料来源：审计报告，联合资信整理

从盈利指标看，2018 年公司营业利润率 23.08%。2018 年，公司总资本收益率 2.65%，净资产收益率 4.71%，均同比小幅下降。

总体看，跟踪期间，公司营业收入大幅上升，但期间费用对利润的侵蚀仍较重，利润总额对政府补助依赖强，公司盈利能力较弱。

5. 现金流分析

从经营活动产生的现金流看，2018 年公司经营活动现金流入 49.20 亿元，其中销售商品提供劳务收到现金 9.39 亿元，现金收入比 83.92%，较 2017 年有所提高。2018 年公司收到其他与经营活动有关的现金 39.73 亿元，主要为往来款。2018 年公司经营活动现金流出 49.70 亿元，同比大幅增长，主要系与产业集团的往来款等。跟踪期内，受往来款支出影响，公司经营活动现金流量净额下降至-0.51 亿元。

表 11 近年公司现金流量情况（单位：亿元，%）

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|
| 经营活动现金流入量 | 37.75 | 49.20 |
| 经营活动现金流出量 | 37.01 | 49.70 |
| 经营活动现金流量净额 | 0.74 | -0.51 |
| 投资活动现金流量净额 | -13.31 | -6.51 |
| 筹资活动现金流量净额 | 12.74 | 5.39 |

| | | |
|---|---|---|
| 现金收入比 | 68.35 | 83.92 |

资料来源：公司审计报告和财务报表，联合资信整理。

跟踪期内，公司投资活动现金流入规模较小，投资活动现金流出 6.74 亿元，其中支付其他与投资活动有关的现金主要为与湘潭城乡建设发展集团有限公司的借款和购买信托产品，2018 年公司投资活动现金流量净额-6.51 亿元。

从筹资活动产生的现金流看，2018 年公司筹资活动现金流入 34.58 亿元，以取得借款和发行债券收到的现金为主。公司收到其他与筹资活动有关的现金 6.67 亿元，主要系收到售后回租融资租赁款。2018 年，公司筹资活动现金流出 29.20 亿元，其中支付其他与筹资活动有关的现金 1.83 亿元（应付票据到期和偿还其他金融机构借款等）。2018 年公司筹资活动产生现金流量净额 5.39 亿元，同比明显下降。

整体看，跟踪期内，受往来款支出增加影响，公司经营活动现金流量净额明显下降。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，截至2018年底，公司流动比率和速动比率分别284.83%和225.08%，同比均略有上升。2018年，公司经营净现金流对流动负债不具有保障能力。2018年底，公司现金类资产/短期债务为55.44%，公司短期支付压力较大。

从长期偿债能力看，公司2018年EBITDA为5.91亿元，全部债务/EBITDA为13.37倍，同比有所下降。从偿债指标看，公司EBITDA对全部债务的保障能力较弱。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保金额 25.69 亿元。其中对产业集团的担保余额最大。截至 2018 年底，产业集团资产总额 527.06 亿元，资产负债率 56.24%。2018 年产业集团营业收入 36.13 亿元，主要为其子公司湘潭县建设投资有限公司代建收入，利润总额 2.26 亿元。整体看，被担保单位目前经营正常。但公司担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

表 12　截至 2019 年 3 月底公司对外担保情况

（单位：亿元）

| 被担保企业 | 担保余额 | 企业性质 |
|---|---|---|
| 湘潭产业投资发展集团有限公司 | 19.54 | 国有 |
| 湘潭万楼贸易有限公司 | 1.15 | 国有 |
| 湘潭昭山安居工程建设投资有限责任公司 | 0.99 | 国有 |
| 湘潭盛弘实业有限公司 | 1.10 | 国有 |
| 湘潭昭粤投资发展有限公司 | 0.41 | 国有 |
| 湘潭产投第二污水处理有限公司 | 2.50 | 国有 |
| **合计** | **25.69** | -- |

资料来源：公司提供

融资渠道方面，截至 2019 年 3 月底，公司共获得商业银行授信 68.78 亿元，已使用 56.40 亿元，剩余未使用额度为 12.38 亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

考虑到公司在湘潭市产业开发投资建设及湘潭市重金属污染治理领域的重要地位及地方政府的持续支持，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额为 110.90 亿元，同比增长 8.81%。母公司资产占合并口径资产总额的 66.68%。其中，流动资产为 80.08 亿元。从构成看，流动资产主要由存货和其他应收款构成。非流动资产为 30.82 亿元，主要由长期股权投资构成。

截至 2018 年底，母公司所有者权益为 60.36 亿元，同比增长 4.00%。其中，股本、资本公积和盈余公积合计占 75.81%。

截至 2018 年底，母公司负债总额为 50.54 亿元，同比增长 15.18%，主要系应付债券增长所致。母公司负债主要由长期借款和应付债券构成。公司母公司 2018 年底资产负债率为 45.57%，同比增长 2.52 个百分点。

2018 年，母公司实现营业收入 117.53 万元，占合并口径营业收入的 0.10%。营业成本为 33.81 万元。母公司 2018 年净利润为 2.96 亿元，同比下降 0.32 亿元，主要来自营业外收入（重金属污染治理补贴）。

总体看，母公司资产总额占合并口径的比例适中，对合并口径营业收入的贡献很低。

## 十、存续债券偿债能力分析

公司于2013年发行“13振湘治理债/PR湘振湘”。截至2018年底，债券余额7.2亿元。

2018年，公司经营活动现金流入量为存续债券待偿还本金的6.83倍；经营活动净现金流对存续债券待偿还本金无保障能力；EBITDA为存续债券待偿还本金的0.82倍。2018年底，公司现金类资产对一年内到期债券余额（3.60亿元）的保障倍数为3.80倍。公司经营活动现金流入量对存续债券待偿还本金保障能力强，现金类资产对一年内到期债券余额的保障能力强。

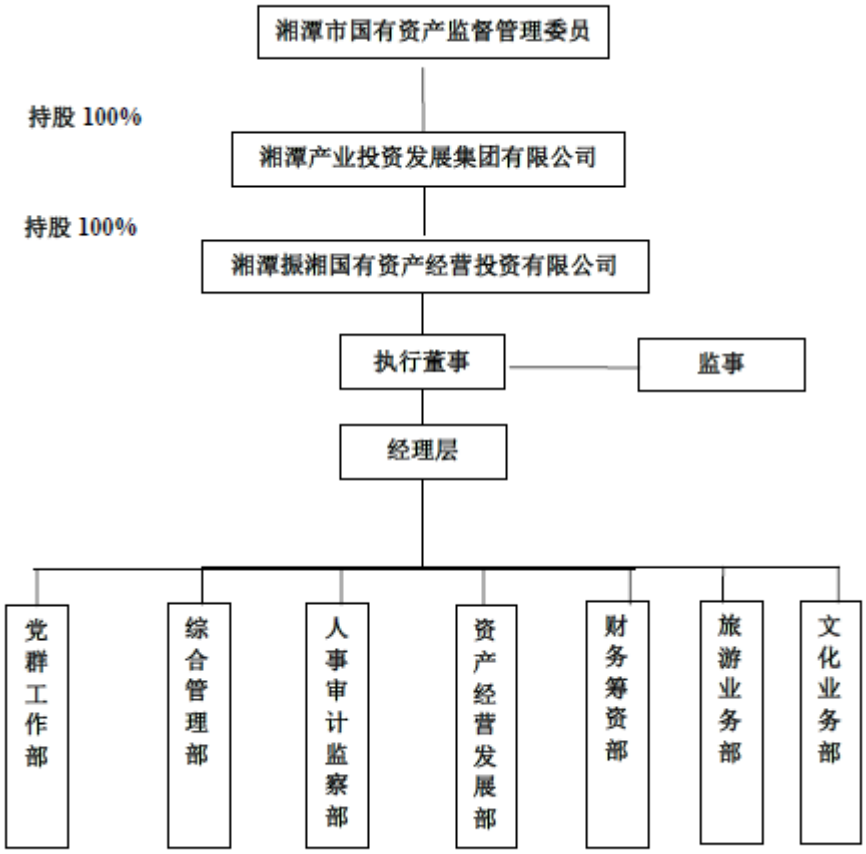
根据公司预测，募投项目完成后每年可为公司带来近1.2亿元的利润，联合资信将持续关注。

“13振湘治理债/PR湘振湘”采用土地使用权抵押担保方式进行增信。长沙永信土地房地产评估测绘有限公司对抵押土地进行评估，并出具了（湘潭）长永信（2019）（估）字第005号《土地估价报告》，41宗土地使用权评估价值为34.03亿元（评估基准日2019年6月3日），较2018年略有上升，土地评估价值为本期债券待偿还本金7.20亿元的4.73倍，能对“13振湘治理债/PR湘振湘”的偿付形成有效保障。

## 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，“13振湘治理债/PR湘振湘”的信用等级为$AA^{+}$，评级展望为稳定。

# 附件 1-1　截至 2018 年底公司股权结构图及组织结构图




# 附件 1-2　截至 2018 年底公司直接持股的子公司情况表

| 序号 | 企业名称 | 注册资本（万元） | 直接持股比例（%） | 经营范围 |
|---|---|---|---|---|
| 1 | 湘潭昭扬投资发展有限公司 | 80000.00 | 100.00 | 水利项目、棚户区改造等基础设施建设；土地一级开发 |
| 2 | 湘潭电化集团有限公司 | 8559.00 | 100.00 | 锰材料销售及污水处理 |

资料来源：审计报告

# 附件 2　主要财务数据及指标

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | |
| 现金类资产(亿元) | 8.62 | 18.92 | 13.69 |
| 资产总额(亿元) | 126.75 | 152.24 | 166.31 |
| 所有者权益(亿元) | 61.43 | 64.48 | 66.54 |
| 短期债务(亿元) | 14.05 | 25.65 | 24.70 |
| 长期债务(亿元) | 38.26 | 47.02 | 54.33 |
| 全部债务(亿元) | 52.31 | 72.66 | 79.03 |
| 营业收入(亿元) | 6.56 | 7.47 | 11.19 |
| 利润总额(亿元) | 3.23 | 2.90 | 3.64 |
| EBITDA(亿元) | 4.96 | 4.66 | 5.91 |
| 经营性净现金流(亿元) | 5.22 | 0.74 | -0.51 |
| **财务指标** | | | |
| 存货周转次数(次) | 0.21 | 0.23 | 0.34 |
| 总资产周转次数(次) | 0.05 | 0.05 | 0.07 |
| 现金收入比(%) | 130.27 | 68.35 | 83.92 |
| 营业利润率(%) | 22.64 | 24.03 | 23.08 |
| 总资本收益率(%) | 3.29 | 2.82 | 2.65 |
| 净资产收益率(%) | 5.18 | 5.24 | 4.71 |
| 长期债务资本化比率(%) | 38.38 | 42.17 | 44.95 |
| 全部债务资本化比率(%) | 45.99 | 52.98 | 54.29 |
| 资产负债率(%) | 51.53 | 57.64 | 59.99 |
| 流动比率(%) | 328.44 | 280.31 | 284.83 |
| 速动比率(%) | 235.22 | 217.78 | 225.08 |
| 经营现金流动负债比(%) | 20.40 | 1.87 | -1.22 |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 8.87 | 9.49 | 8.17 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 10.55 | 15.59 | 13.37 |

# 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%<br>（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% |
| **债务结构指标** | |
| 资产负债率 | 负债总额/资产总计×100% |
| 全部债务资本化比率 | 全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100% |
| 长期债务资本化比率 | 长期债务/（长期债务+所有者权益）×100% |
| 担保比率 | 担保余额/所有者权益×100% |
| **长期偿债能力指标** | |
| EBITDA 利息倍数 | EBITDA/利息支出 |
| 全部债务/ EBITDA | 全部债务/ EBITDA |
| **短期偿债能力指标** | |
| 流动比率 | 流动资产合计/流动负债合计×100% |
| 速动比率 | （流动资产合计-存货）/流动负债合计×100% |
| 经营现金流动负债比 | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100% |

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（非流动）负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

# 附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

注：　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　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 4-3　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 |