信用等级公告

联合〔2020〕1790 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

二〇二〇年六月二十四日

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
2020年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
13 振湘治理债/PR 湘振湘	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
13 振湘治理债/PR 湘振湘	18.00 亿元	3.60 亿元	2020/08/07

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2020 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	盈利能力	2
			现金流量	2
			资产质量	4
		资本结构		3
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
政府支持				1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

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”）是湖南省湘潭市重金属污染治理和国有资产运营主体。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对公司资金占用明显、短期债务偿付压力较大、对外担保规模较大等可能给公司信用水平带来的不利影响。

公司以其拥有的 41 宗土地使用权（2020 年评估价值 35.08 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。“13 振湘治理债/PR 湘振湘”设置分期偿付条款，可降低公司的集中兑付压力。

未来，随着公司积极拓展新能源电池材料业务以及污水处理业务的稳步推进，公司收入及利润水平或将提高。

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. 公司是湘潭市重金属污染治理和国有资产运营主体，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，有利于减轻公司的集中偿付压力。

分析师：张 丽 迟腾飞
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（100022）
网址：www.lhratings.com

关注

1. 跟踪期内，湘潭市财力有所下降，政府债务负担重。
2. 公司资产中其他应收款占比大，对公司资金占用明显，资产流动性偏弱。
3. 跟踪期公司有息债务规模持续增长，短期债务偿付压力加大。
4. 公司期间费用对利润的侵蚀较大，利润总额对政府补助依赖大。
5. 公司对外担保规模较大，存在或有负债风险。

主要财务数据：

合并口径			
项目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产（亿元）	18.92	13.69	15.64
资产总额（亿元）	152.24	166.31	181.51
所有者权益（亿元）	64.48	66.54	69.93
短期债务（亿元）	25.89	24.73	45.61
长期债务（亿元）	47.02	57.39	44.06
全部债务（亿元）	72.91	82.12	89.67
营业收入（亿元）	7.47	11.19	13.30
利润总额（亿元）	2.90	3.64	3.65
EBITDA（亿元）	4.66	5.91	6.54
经营性净现金流（亿元）	0.74	-0.51	8.36
现金收入比（%）	68.35	83.92	83.19
营业利润率（%）	24.03	23.08	21.99
净资产收益率（%）	5.24	4.71	5.27
资产负债率（%）	57.64	59.99	61.47
全部债务资本化比率（%）	53.07	55.24	56.18
现金短期债务比（倍）	0.73	0.55	0.34
流动比率（%）	280.31	284.83	197.18
速动比率（%）	217.78	225.08	157.08
经营现金流动负债比（%）	1.87	-1.22	12.51
EBITDA 利息倍数（倍）	9.49	8.17	6.28
全部债务/EBITDA（倍）	15.64	13.89	13.72

注：将其他应付款中有息部分调整至短期债务核算；将长期应付款有息部分调整至长期债务核算，并对全部债务做相应调整

主要财务数据：

公司本部			
项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	101.92	110.90	124.02
所有者权益（亿元）	58.04	60.36	63.86
全部债务（亿元）	37.85	45.15	53.05
营业收入（亿元）	0.01	0.01	0.02
利润总额（亿元）	2.91	3.10	3.47
资产负债率（%）	43.05	45.57	48.51
全部债务资本化比率（%）	39.47	42.79	45.38
流动比率（%）	405.61	632.37	290.30
经营现金流动负债比（%）	9.29	4.99	19.58

注：将其他应付款中有息部分调整至短期债务核算；将长期应付款有息部分调整至长期债务核算，并对全部债务做相应调整

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
13 振湘治理债/PR 湘振湘	AA+	AA	稳定	2019.06.21	张丽　任黛云	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
13 振湘治理债/PR 湘振湘	AA+	AA	稳定	2013.06.26	高凡　王元中	城投债评级方法及风险点简介（2010 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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
2020年跟踪评级报告

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”）关于湘潭振湘国有资产经营投资有限公司（以下简称“公司”）及“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，公司注册地址由湘潭市雨湖区人民路 163 号变更为湘潭市岳塘区宝塔街道芙蓉路 3 号湘潭高新科技大厦 7 楼，公司法定代表人由彭伯境变更为张浩舟。

截至 2019 年底，公司注册及实收资本均为 1.20 亿元，唯一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”），湘潭市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“湘潭市国资委”）对产业集团持股 100%，为公司实际控制人。

截至 2019 年底，公司资产总额 181.51 亿元，所有者权益合计 69.93 亿元（其中少数股东权益 7.70 亿元）。2019 年公司实现营业收入 13.30 亿元，利润总额 3.65 亿元。

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为“13 振湘治理债/PR 湘振湘”，债券余额为 3.60 亿元，详情见表 1。“13 振湘治理债/PR 湘振湘”设置分期偿付条款，在债券存续期的第 3 年至第 7 年末每年分别偿还本金的 20%，当期利息随本金一起支付。跟踪期内，公司已按时足额偿付债券应付本息。

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	3.60	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 2019 年底，募集资金已全部使用，募投项目已完工。

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 2019 年底已使用募集资金	截至 2019 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	35100.00	35100.00	已完工
湘潭市岳塘区王家晒渠重金属治理工程	12150.600	5400.00	5400.00	已完工
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	已完工
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	已完工
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 1	**369607.60**	**160000.00**	**160000.00**	--
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 2	**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分析

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 3　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4.城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4

个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.5个百分点；2019年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长9.4%和5.4%，服务业增长势头较好。2020年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万

亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，

提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济

1. 基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要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，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，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理，并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以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一

般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019年9月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019年11月、2020年2月及2020年5月，财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表4　2019年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范PPP项目合规性，对于规范合规的PPP项目，纳入财政支出预算；对于不合规的PPP项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019年5月	财政部	关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施

2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资源来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

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，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。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，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

跟踪期内，湘潭市经济持续增长，一般预算收入受减税降费政策影响有所下降，湘潭市政府债务负担重。

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，拥有湘潭市高新区、湘潭市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公路、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 2019 年国民经济和社会发展统计公报》，2019 年湘潭市实现地区生产总值 2257.6 亿元，同比增长 7.6%。2019 年湘潭市三次产业结构为 6.4:49.3:44.3。按常住人口计算，2019 年湘潭市人均地区生产总值 78575 元，同比增长 7.0%。

2019 年，湘潭市固定资产投资（不含农户）比上年增长 11.2%，分投资方向看，民生投资增长 10.9%；生态投资增长 22.0%；基础设施投资下降 17.5%；高新技术产业投资增长 52.2%；工业技改投资增长 36.6%。

根据湘潭市财政局公布的数据，2019 年，湘潭市全市完成财政总收入（不含基金）200.00 亿元，为年初预算的 87.41%，同比下降 6.91%，其中地方收入完成 115.5 亿元，为年初预算的 87.22%，同比下降 8.52%。2019 年，湘潭市全面落实减税降费政策，直接影响税收减收 23.8 亿元，是未能实现年初预算目标的主要因素。2019 年底，湘潭市政府债务余额为 523.80 亿元（债务限额为 524.09 亿元），其中，一般债务余额为 213.48 亿元，专项债务余额为 310.32 亿元。

六、基础素质分析

跟踪期内，湘潭市政府继续在财政补贴等方面给予公司支持。

2019 年，公司收到政府补贴 3.65 亿元，其中湘江流域环境污染治理补贴 1.43 亿元，计入“营业外收入”科目。

根据中国人民银行企业信用报告（编号：2020050715591023563965），截至 2020 年 5 月 7 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等多名高级管理人员发生变更，其中公司法定代表人兼总经理变更为张浩舟。

张浩舟，1984 年出生，硕士研究生学历，历任湘潭九华示范区管理委员会产业局科员、副局长，响水乡人民政府任副乡长，和平街道办事处副主任，湘潭经济技术开发区创新创业服务中心党委书记兼湘潭九华经济建设投资有限公司副总经理，湘潭九华资产管理与经营公司经理、湘潭九华经济建设投资有限公司党委书记、常务副总经理，湘潭经济技术开发区招商一局局长，产业集团综合管理部部长、组织部部长（兼）、资本运营部部长，现任公司执行董事、总经理、法人代表。

跟踪期内，公司对组织结构进行了整合，整合后，公司本部内设信贷结算部、平台运营部、协同创新部、综合部（党群工作部）和财务部五个职能部门（见附件 1-2）。

跟踪期内公司高级管理人员及组织结构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

公司主要负责湘潭市重金属污染治理和国有资产运营，重金属污染治理业务不确认收入，营业收入主要来自锰材料销售和污水处理，跟踪期内，公司收入结构变化不大；受益于锰材料销售收入大幅增长，公司收入规模同比上升，但综合毛利率受锰材料业务市场竞争影响有所下降。

2019年，公司实现营业收入13.30亿元，同

比增长18.79%，主要系锰材料销售收入大幅增长所致，锰材料销售收入占比提升至85.85%。2019年，公司实现锰材料销售收入11.41亿元，同比增长25.11%，主要系公司通过大客户营销战略提高市场占有率所致；污水处理收入1.11亿元，同比增长8.82%，主要系跟踪期内污水处理量有所增加以及污泥处置结算价格上调所致。

毛利率方面，2019年公司综合毛利率为23.62%，同比下降1.35个百分点，主要系锰材料销售毛利率有所下降所致。2019年，公司锰材料销售业务毛利率为20.40%，同比下降4.05个百分点，主要系跟踪期内行业产能过剩，竞争进一步加剧所致；公司污水处理业务毛利率为54.88%，同比上升5.77个百分点，主要系污水处理量增加、污泥处置结算价格上调以及工艺改进降低生产成本所致。

表 5 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
锰材料销售	9.12	81.45	24.45	11.41	85.85	20.40
污水处理	1.02	9.16	49.11	1.11	8.38	54.88
其他	1.04	9.40	5.91	0.78	5.77	26.10
合计	**11.19**	**100.00**	**24.97**	**13.30**	**100.00**	**23.62**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2. 业务经营分析

（1）重金属污染治理业务

公司主要负责湘江流域重金属污染治理，通过发行债券和自筹资金进行项目建设，湘潭市政府以财政补助及注入经营性资产的方式平衡项目投入。跟踪期内公司获得 1.43 亿元污染治理专项政府补助，但截至 2019 年底经营性资产尚未注入，相关投入对公司资金形成较大占用。

公司负责 5 个湘江流域重金属污染治理项目投融资建设，项目投资总额 36.96 亿元，公司通过发行债券和自筹资金进行项目建设，其中使用“13 振湘治理债/PR 湘振湘”募集资金 16.00 亿元，其余通过银行借款等融资渠道筹集。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 40.00 亿元的经营性资产注入公司。

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。

截至 2019 年底，如表 2 所示，以上项目均已完工，相关投入计入其他应收款科目；公司累计收到 13.93 亿元政府污染补贴，其中 2019 年收到 1.43 亿元，计入“营业外收入”科目；但经营性资产尚未注入。

（2）锰材料销售业务

跟踪期内，公司锰材料产能及实际产量均有所上升，销售收入同比增加，赊销回款账期适中。

公司锰材料销售业务主要由子公司湘潭电化集团有限公司（以下简称“电化集团”）旗下的上市公司湘潭电化科技股份有限公司（湘潭电化）负责。

截至2019年底，湘潭电化电解二氧化锰年产能11.00万吨，较2018年增加3.00万吨主要系靖西电化2万吨高性能锰酸锂电池正极材料项目建成投产，新增产能释放所致，2019年公司实际生产电解二氧化锰10.25万吨，同比增长1.80万吨。

表 6 2018—2019 年湘潭电化产销情况

项目	2018年	2019年
产能（万吨）	8.00	11.00
产量（万吨）	8.45	10.25
销量（万吨）	8.52	10.15

资料来源：公司提供

电解二氧化锰的主要原材料为碳酸锰（锰矿），截至 2019 年底，湘潭电化自身拥有可供开采的锰矿资源储量约 500 万吨。按照 20 万吨/年测算，湘潭电化拥有的锰矿预计可开发 25 年。2019 年，公司采矿 23.68 万吨，同比增长 8.52%；同期，公司对外销售矿石 2.31 万吨，同比大幅下降 84.37%，主要系库存已基本消化所致，矿石销售单价 615.73 元/吨，同比基本稳

定。

表 7　2018—2019 年碳酸锰采购情况

碳酸锰	2018 年	2019 年
开采矿石量（万吨）	21.82	23.68
平均开采矿石成本（元/吨）	538.59	549.48
从外采购矿石量（万吨）	1.52	3.56
从外采购矿石单价（元/吨）	638.93	550.00
矿石对外销售量（万吨）	14.78	2.31
矿石对外销售单价（元/吨）	609.37	615.73

资料来源：公司提供

2019 年，湘潭电化电解二氧化锰销售 10.15 万吨，同比增长 19.13%，实现电解二氧化锰销售收入 7.88 亿元，同比增长 15.46%，其中锰酸锂正极材料销售收入 1.64 亿元，同比增长 12.17%；同期，公司新增高纯硫酸锰业务，实现销售收入 0.37 亿元。

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（中国）有限公司（旗下品牌“金霸王”）、中银（宁波）电池有限公司（旗下品牌“双鹿电池”）、Energizer Singapore Pte Ltd（旗下品牌“劲量”）等），国内厂家回款账期为 60 天左右，国际厂家回款账期为 30 天左右。

（3）污水处理业务

公司负责湘潭市河东和鹤岭污水处理厂运营管理，跟踪期，污水处理能力保持不变，随着实际处理量增加，公司污水处理收入同比增长，在建的河西三期污水处理厂项目尚需一定投入。

目前湘潭市拥有河西、河东和鹤岭三处污水处理厂，污水处理范围各不相同。河东污水处理厂为产业集团子公司项目，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项目分别为湘潭电化子公司湘潭市污水处理有限责任公司（以下简称“湘潭污水处理厂”）和湘潭鹤岭污水处理有限公司（以下简称“鹤岭污水处理厂”）投资项目。截至 2019 年底，公司污水日处理能力 21 万吨，其中河西污水处理能力 20 万吨/天，鹤岭污水处理能力 1 万吨/天。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。2019 年公司污水处理量为 8421.34 万吨，同比增长 6.24%；实现污水处理收入 1.11 亿元，同比增长 8.82%。

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/吨的标准返还湘潭污水处理厂，每两月结算一次。

鹤岭污水处理厂污水处理特许经营期自 2016 年起至 2046 年，期限 30 年。其中污水处理费由湘潭市财政局按照 2.72 元/吨的标准返还鹤岭污水处理厂，每两月结算一次。自 2020 年起调升为 3.48 元/吨。

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 270 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 15 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 年底已投资 570.00 万元。

表 8　公司污水、污泥特许经营权情况（单位：万吨/天、元/吨）

项目名称	业务范围	特许经营期限	污水/污泥处理能力	污水/污泥处理价格
河西污水处理项目	污水处理	2014 年—2043 年	20.00	1.25
鹤岭污水处理项目	污水处理	2016 年—2046 年	1.00	2.72
鹤岭污泥处置项目	污泥处置	2019 年—2049 年	0.015	270

注：2018年1月1日至2020年12月31日河西污水处理厂污水处理单价为1.25元/吨；另外，自2020年起，鹤岭污水处理项目污水处理单价由2.27元/吨调整为3.48元/吨
资料来源：公司提供

3. 未来发展

未来，公司将继续加强国有资产管理，加强金属锰及污水处理行业的开拓力度，进一步提升经营水平，提高公司可持续发展能力。

在国有资产管理方面，根据湘潭市政府赋予的职能，进一步盘活国有资产，加强国有资产的管理，确保国有资产保值、增值。

污水处理方面，公司依托专业发展平台整合污水处理资产，进军环保产业，在条件成熟时整合区域内其他新增的城市污水处理企业等，逐步提高环保产业在上市公司主营业务中的占比，实现主营业务“双轮驱动”。

在锰材料销售方面，公司未来将继续夯实锰系产业，加强电解二氧化锰生产，稳固锰系行业领先地位，并积极拓展新能源电池材料业务。公司将利用资源、区位等优势继续深耕锰系产业，巩固并扩大市场份额，并计划通过资产重组、自我培育等方式拓展新能源电池材料业务。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 年合并财务报表，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。

截至 2019 年底，公司合并范围内子公司 2 家，跟踪期内，公司合并范围未发生变化，公司财务数据可比性强。

截至 2019 年底，公司资产总额 181.51 亿元，所有者权益合计 69.93 亿元（其中少数股东权益 7.70 亿元）。2019 年公司实现营业收入 13.30 亿元，利润总额 3.65 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，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。

截至 2019 年底，公司总资产 181.51 亿元，较 2018 年底增长 9.14%，主要系其他应收款大幅增长所致；从资产构成看，流动资产占 72.61%，非流动资产占 27.39%，流动资产占比较上年底略有上升，公司资产以流动资产为主。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	13.23	7.96	15.12	8.33
预付款项	15.39	9.25	0.47	0.26
存货	24.92	14.98	26.80	14.77
其他应收款	61.76	37.14	85.42	47.06
流动资产	**118.78**	**71.42**	**131.80**	**72.61**
可供出售金融资产	1.54	0.93	3.04	1.68
长期应收款	4.69	2.82	3.93	2.16
固定资产	16.96	10.20	21.36	11.77
无形资产	11.08	6.66	10.71	5.90
非流动资产	**47.53**	**28.58**	**49.71**	**27.39**
资产总额	**166.31**	**100.00**	**181.51**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

流动资产

2019年底，公司流动资产131.80亿元，较2018年底增长10.97%，主要系其他应收款大幅增长所致。

2019年底，公司货币资金15.12亿元，较2018年底上升14.27%，主要系业务回款增加以及收回部分往来款项所致，公司货币资金中所有权或使用权受限的货币资金为9.52亿元，其中用于借款提供质押、抵押担保受限的货币资金为7.79亿元，用于开立银行承兑汇票提供的保证金为1.73亿元；公司预付款项0.47亿元，较2018年底大幅度下降96.92%，主要系公司拨付给产业集团用于合作治理南天化工厂周边重金属污染土地的“PR湘振湘/16湘振湘”募集资金已结转至“其他应收款”科目核算所致。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。

2019年底，公司其他应收款85.42亿元，较2018年底增长38.32%，主要系跟踪期内对产业集团往来款大幅增加所致。从风险特征分类来

看，单项计提坏账准备组合原值0.99亿元（坏账计提比例88.21%），账龄组合原值2.44亿元（坏账计提比例12.36%）以及无风险组合83.17亿元。从集中度看，其他应收款中前五名均为湘潭市内平台公司，余额合计占比95.77%，集中度很高。整体看，湘潭市其他平台对公司资金形成明显占用。

表 10　2019 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	57.96	66.87	往来款
湖南昭山经济建设投资有限公司	16.26	18.75	往来款
湘潭昭山创新实业发展有限公司	4.16	4.80	往来款
湘潭昭山土地经营有限公司	2.78	3.20	往来款
湘潭城乡建设发展集团有限公司	1.86	2.15	往来款
合计	**83.02**	**95.77**	--

资料来源：公司审计报告

2019 年底，公司存货 26.80 亿元，较 2018 年底增长 7.57%，主要系原材料及库存商品有所增加所致，公司存货主要由库存土地（21.24 亿元）、原材料（3.48 亿元）和库存商品（1.42 亿元）构成，其中 21.19 亿元库存土地因“13 振湘治理债/PR 湘振湘”抵押而所有权受到限制。

非流动资产

2019年底，公司非流动资产49.71亿元，较2018年底增长4.58%，主要系固定资产及可供出售金融资产大幅增长所致。

2019年底，公司可供出售金融资产3.04亿元，较2018年底增长97.04%，主要系跟踪期内新增对债券基金产品的投资。

2019年底，公司长期应收款3.93亿元，主要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0.80亿元、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2.00亿元。

2019 年底，公司固定资产 21.36 亿元，较 2018 年底大幅增长 25.95%，主要系靖西两万吨锰酸锂项目工程完工转入固定资产所致。

2019 年底，公司无形资产账面余额 10.71 亿元，主要为 10.47 亿元土地使用权（大部分为电化集团所持有的工业用地）和 0.21 亿元采矿权，其中 5.38 亿元的土地因“13 振湘治理债/PR 湘振湘”抵押及借款抵押而所有权受到限制；无形资产较 2018 年底下降 3.28%，主要系无形资产正常摊销所致。

2019 年底，公司受限资产共 37.56 亿元，受限比例 20.69%，包括货币资金 9.52 亿元、土地使用权 26.57 亿元和可供出售金融资产 1.04 亿元以及少量的固定资产和应收账款。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益保持增长，债务规模有所增长，短期债务占比大幅上升，债务负担加重。

所有者权益

截至 2019 年底，公司所有者权益 69.93 亿元，较 2018 年底增长 5.10%，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 1.72%）、资本公积（占 62.62%）、未分配利润（占 22.77%）和少数股东权益（占 11.01%）构成。跟踪期内，公司实收资本无变化，截至 2019 年底，公司资本公积 43.79 亿元，较 2018 年底略有下降，主要系 2019 年 1 月电化集团公开市场增持湘潭电化股份所致。

负债

2019年底，公司负债合计111.58亿元，较2018年底增长11.83%，流动负债和非流动负债分别占59.91%和40.09%，流动负债占比较2018年底有所增长。

2019年底，公司流动负债66.84亿元，较2018年底增长60.29%，主要系短期借款、应付票据、其他应付款和一年内到期的非流动负债均大幅增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占31.99%）、应付票据（占10.11%）、其他应付款（占23.46%）和一年内到期的非流动负债（占26.06%）构成。

2019年底，公司短期借款21.39亿元，主要由保证借款（16.86亿元）和质押借款（2.66亿元）构成，短期借款较2018年底大幅增加106.21%，主要系保证借款大幅增加所致。

2019年底，公司应付票据6.75亿元，较2018年底大幅增长216.24%，主要系跟踪期内，公司与供应商结算时增加了银行承兑汇票的使用规模。

2019年底，公司其他应付款15.68亿元，较2018年底增长44.67%，主要系公司往来款大幅增加所致。

2019年底，公司一年内到期的非流动负债17.42亿元，较2018年底大幅增长42.93%，主要系一年内到期的长期借款大幅增加所致，一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款（11.71亿元）、一年内到期的应付融资租赁款（2.11亿元）和一年内到期的应付债券（3.60亿元）构成。

2019年底，公司非流动负债44.73亿元，较2018年底下降22.97%，主要系长期借款和应付债券减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占44.02%）和应付债券（占51.42%）构成。

2019年底，公司长期借款19.69亿元，较2018年底下降23.47%，主要系一年内到期部分重分类所致；长期借款（含一年内到期部分）主要由抵押借款（11.85亿元）、保证借款（8.89亿元）和质押借款（5.84亿元）构成。

2019年底，公司应付债券23.00亿元，主要由“18振湘01（10.00亿元）”“19振湘国资PPN001（8.00亿元）”和“19振湘01（5.00亿元）”构成；较2018年底减少5.60亿元，主要系公司偿还“16湘振湘债”部分本金并将剩余本金重分类所致。

从有息债务看，截至2019年底，公司全部债务89.67亿元，较2018年底增长9.19%；其中短期债务占50.86%、长期债务占49.14%，短期债务占比大幅增加。

表 11 公司债务负担情况（单位：亿元，%）

项目	2018 年	2019 年
短期债务	24.73	45.61
长期债务	57.39	44.06
全部债务	82.12	89.67
资产负债率	59.99	61.47
长期债务资本化比率	46.31	38.65
全部债务资本化比率	55.24	56.18

资料来源：审计报告，联合资信整理

2019年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率较2018年底均有所上升，分别为61.47%和56.18%；长期债务资本化比率较2018年底下降至38.65%。

4. 盈利能力

跟踪期间，公司营业收入有所上升，期间费用对利润的侵蚀仍较重，利润总额对政府补助依赖大。

2019年，公司实现营业收入13.30亿元，同比增长18.79%，主要系锰材料销售收入有所增加导致。同期，公司营业成本10.16亿元，同比增长20.92%。

2019 年，公司期间费用共计 3.08 亿元，同比增长 22.73%，期间费用占营业收入的比重为 23.16%，同比上升 0.73 个百分点，公司期间费用对利润的侵蚀较重。

2019 年，公司获得营业外收入 3.66 亿元，其中湘江流域环境污染治理专项奖励 1.43 亿元。同期，公司实现利润总额 3.65 亿元，公司利润总额对政府补贴依赖大。

表 12 近年公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	11.19	13.30
营业利润	1.07	0.08
利润总额	3.64	3.65
净利润	3.13	3.68
营业利润率	23.08	21.99
总资本收益率	2.59	2.93
净资产收益率	4.71	5.27

资料来源：审计报告，联合资信整理

从盈利指标看，2019 年公司营业利润率 21.99%，同比下降 1.09 个百分点；公司总资本

收益率 2.93%，净资产收益率 5.27%，较 2018 年分别上升 0.34 和 0.56 个百分点。

5. 现金流分析

跟踪期内，受销售回款增加及回收往来款影响，公司经营活动现金流量净额明显增长，同时公司投资活动与筹资活动现金流均呈现净流出状态。

从经营活动产生的现金流看，2019 年公司经营活动现金流入 62.26 亿元，其中销售商品提供劳务收到现金 11.06 亿元，同比增长 17.76%，主要系销售收入增加所致，现金收入比 83.19%，较 2018 年基本保持稳定。2019 年公司收到其他与经营活动有关的现金 51.06 亿元，同比增长 28.53%，主要为往来款。2019 年公司经营活动现金流出 53.90 亿元，同比增长 8.44%，主要系往来款项及购买商品、提供劳务支付的现金有所增加。跟踪期内，受销售回款增加及回收往来款影响，公司经营活动现金流量净额增长至 8.36 亿元。

表 13 近年公司现金流量情况（单位：亿元，%）

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	49.20	62.26
经营活动现金流出量	49.70	53.90
经营活动现金流量净额	-0.51	8.36
投资活动现金流量净额	-6.51	-5.44
筹资活动现金流量净额	5.39	-2.74
现金收入比	83.92	83.19

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 6.06 亿元，其中投资支付的 3.02 亿元现金，主要为公司追加对湖南裕能新能源电池材料有限公司和湘潭通达水务有限公司的投资款以及支付债券基金产品投资款，支付其他与投资活动有关的现金为存入定期存款，2019 年公司投资活动现金流量净额 -5.44 亿元。

从筹资活动产生的现金流看，2019 年公司筹资活动现金流入 54.30 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 10.76 亿元，主要为到期的用于借款质押的存单（5.00 亿元）和票据贴现收到的现金净额（3.83 亿元）。2019 年，公司筹资活动现金流出 57.04 亿元，主要为偿还债务本金及利息所支付的现金，另外，支付其他与筹资活动有关的现金 13.15 亿元，主要由支付应付票据保证金（4.95 亿元）、支付到期应付票据（2.85 亿元）、支付其他保证金（2.59 亿元）和支付融资租赁款（2.41 亿元）构成。2019 年公司筹资活动产生现金流量净额-2.74 亿元，同比由净流入转为流出。

6. 偿债能力

考虑到公司在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。

从短期偿债指标看，截至2019年底，公司流动比率和速动比率分别197.18%和157.08%，较2018年底分别大幅下降87.65和68.00个百分点。2019年，公司经营现金流动负债比12.51%，公司经营净现金流对流动负债保障能力较弱。2019年底，公司现金短期债务比为0.34倍，公司短期支付压力较大。

从长期偿债能力看，公司2019年EBITDA为6.54亿元，全部债务/EBITDA为13.72倍，从偿债指标看，公司EBITDA对全部债务的保障能力较弱。

截至 2019 年底，公司对外担保余额 21.93 亿元，担保比率 31.36%。其中对股东产业集团的担保余额最大。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 14 截至 2019 年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	14.64	国有
湖南裕能新能源电池材料有限公司	1.60	关联方
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	1.05	国有
湘潭万楼建设工程管理有限公司	1.15	国有
湘潭产投第二污水处理有限公司	2.50	国有
合计	**21.93**	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司共获得商业银行授信 51.82 亿元，已使用 30.73 亿元，剩余未使用额度为 21.09 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 母公司财务分析

公司母公司资产主要由存货、其他应收款和长期股权投资构成，资产总额占合并口径的比例适中，母公司对合并口径营业收入的贡献很低，利润对政府补助依赖大。

2019 年底，母公司资产总额为 124.02 亿元，较 2018 年底增长 11.83%。母公司资产占合并口径资产总额的 68.33%。其中，流动资产为 92.88 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 31.15 亿元，主要由长期股权投资构成。

2019 年底，母公司所有者权益为 63.86 亿元，较 2018 年底增长 5.79%。其中，股本、资本公积和盈余公积合计占 73.72%。

2019 年底，母公司负债总额为 60.16 亿元，较 2018 年底增长 19.04%，主要系短期借款和一年内到期非流动负债大幅增长所致。母公司负债主要由长期借款和应付债券构成。公司母公司 2019 年底资产负债率为 48.51%，较 2018 年底增长 2.94 个百分点。

2019 年，母公司实现营业收入 154.94 万元，占合并口径营业收入的 0.12%。营业成本为 210.64 万元。母公司 2019 年净利润为 3.50 亿元，同比增加 0.54 亿元，主要来自营业外收入（3.50 亿元）。

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2019年底，债券余额3.60亿元。

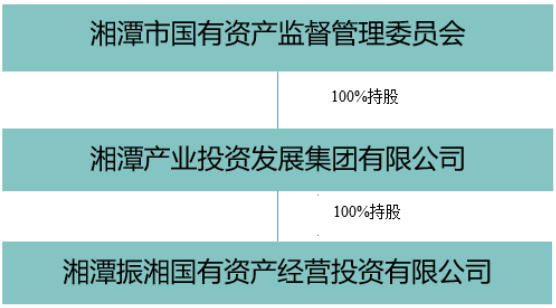
2019年，公司经营活动现金流入量为“13振湘治理债/PR湘振湘”待偿还本金的17.29倍；经营活动净现金流为“13振湘治理债/PR湘振湘”待偿还本金的2.32倍；EBITDA为“13振湘治理债/PR湘振湘”待偿还本金的1.82倍。2019年底，公司现金类资产对“13振湘治理债/PR湘振湘”余额（3.60亿元）的保障倍数为4.34倍。公司经营活动现金流入量对“13振湘治理债/PR湘振湘”待偿还本金保障能力强，现金类资产对“13振湘治理债/PR湘振湘”余额的保障能力强。

“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，并出具了长永信（2020）（估）字第017号《土地估价报告》，41宗土地使用权评估价值为35.08亿元（评估基准日2020年6月5日），较2019年略有上升，土地评估价值为本期债券待偿还本金3.60亿元的9.74倍，能对“13振湘治理债/PR湘振湘”的偿付形成有效保障。

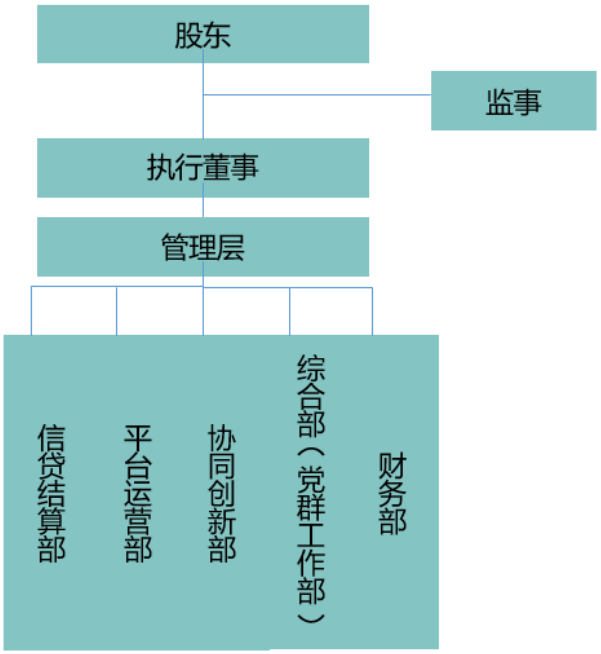
十一、结论

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 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 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 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	18.92	13.69	15.64
资产总额(亿元)	152.24	166.31	181.51
所有者权益(亿元)	64.48	66.54	69.93
短期债务(亿元)	25.89	24.73	45.61
长期债务(亿元)	47.02	57.39	44.06
全部债务(亿元)	72.91	82.12	89.67
营业收入(亿元)	7.47	11.19	13.30
利润总额(亿元)	2.90	3.64	3.65
EBITDA(亿元)	4.66	5.91	6.54
经营性净现金流(亿元)	0.74	-0.51	8.36
财务指标			
销售债权周转次数(次)	4.05	4.09	4.13
存货周转次数(次)	0.23	0.34	0.39
总资产周转次数(次)	0.05	0.07	0.08
现金收入比(%)	68.35	83.92	83.19
营业利润率(%)	24.03	23.08	21.99
总资本收益率(%)	2.82	2.59	2.93
净资产收益率(%)	5.24	4.71	5.27
长期债务资本化比率(%)	42.17	46.31	38.65
全部债务资本化比率(%)	53.07	55.24	56.18
资产负债率(%)	57.64	59.99	61.47
流动比率(%)	280.31	284.83	197.18
速动比率(%)	217.78	225.08	157.08
经营现金流动负债比(%)	1.87	-1.22	12.51
现金短期债务比(倍)	0.73	0.55	0.34
EBITDA 利息倍数(倍)	9.49	8.17	6.28
全部债务/EBITDA(倍)	15.64	13.89	13.72

注：将其他应付款中有息部分调整至短期债务核算；将长期应付款有息部分调整至长期债务核算，并对全部债务做相应调整

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	4.54	3.90	9.44
资产总额(亿元)	101.92	110.90	124.02
所有者权益(亿元)	58.04	60.36	63.86
短期债务(亿元)	11.55	7.28	24.88
长期债务(亿元)	26.30	37.87	28.17
全部债务(亿元)	37.85	45.15	53.05
营业收入(亿元)	0.01	0.01	0.02
利润总额(亿元)	2.91	3.10	3.47
EBITDA(亿元)	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	1.63	0.63	6.27
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	99.91	131.70
存货周转次数(次)	0.00	0.00	0.00
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00
现金收入比(%)	110.80	135.84	130.99
营业利润率(%)	47.33	37.47	-50.74
总资本收益率(%)	3.46	2.81	2.99
净资产收益率(%)	5.65	4.90	5.48
长期债务资本化比率(%)	31.18	38.55	30.61
全部债务资本化比率(%)	39.47	42.79	45.38
资产负债率(%)	43.05	45.57	48.51
流动比率(%)	405.61	632.37	290.30
速动比率(%)	284.81	464.66	223.91
经营现金流动负债比(%)	9.29	4.99	19.58
现金短期债务比(倍)	0.39	0.54	0.38
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--

注：将其他应付款中有息部分调整至短期债务核算；将长期应付款有息部分调整至长期债务核算，并对全部债务做相应调整；公司未提供母公司折旧、摊销及利息资本化等数据，因此未计算母公司 EBITDA 等相关指标

附件 3　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　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