信用等级公告

联合[2018] 1307 号

联合资信评估有限公司通过对郴州高科投资控股有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持郴州高科投资控股有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“13 郴高科债/PR 郴高科”和“15 郴高科债/PR 郴高投”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

二零一八年六月二十五日

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
网址：www.lhratings.com

郴州高科投资控股有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
13 郴高科债/PR 郴高科	10.80 亿元	2020/10/21	AA	AA
15 郴高科债/PR 郴高投	12.00 亿元	2022/01/23	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	20.75	39.58	32.27
资产总额(亿元)	275.11	314.93	324.77
所有者权益(亿元)	160.36	163.83	167.09
短期债务(亿元)	14.32	11.94	1.00
长期债务(亿元)	62.19	73.40	115.36
全部债务(亿元)	76.51	85.34	116.36
营业收入(亿元)	7.43	7.44	7.51
利润总额(亿元)	2.58	3.50	3.62
EBITDA(亿元)	5.47	6.58	6.56
经营性净现金流(亿元)	0.50	13.59	0.88
营业利润率(%)	69.65	77.11	76.04
净资产收益率(%)	1.57	2.11	2.14
资产负债率(%)	41.71	47.98	48.55
全部债务资本化比率(%)	32.30	34.25	41.05
流动比率(%)	767.17	692.03	1499.80
经营现金流动负债比（%）	1.88	38.62	5.37
全部债务/EBITDA(倍)	14.00	12.97	17.75

分析师

霍正泽　黄海伦

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

郴州高科投资控股有限公司（以下简称“公司”）是郴州高新技术产业开发区（郴州出口加工区）基础设施开发建设的唯一主体。跟踪期内，郴州市经济持续增长，公司经营状况稳定。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司市政项目投资有所放缓、应收类款项占比大、债务规模持续增长等因素给公司经营及发展带来的负面影响。

考虑到公司存量代建项目规模较大，每年根据已完成投资额收取一定比例的代建管理费，公司收入和利润规模有望保持稳定。随着在建和拟建项目的持续推进，公司有望获得股东的持续支持。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“13 郴高科债/PR 郴高科”和“15 郴高科债/PR 郴高投”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 2017 年，郴州市经济稳步发展，为公司的发展创造了良好的外部环境。
2. 公司作为郴州高新技术产业开发区（郴州出口加工区）开发建设的唯一主体，具备区域专营性，跟踪期内，获得了股东在资本金注入方面的支持。

关注

1. 跟踪期内，当地政府对新增项目审批有所控制，公司新增在建项目少，未来投资有所放缓。
2. 跟踪期内，公司对政府的应收类款项持续增长，政府回款滞后，对公司资金占用很大。

声 明

一、本报告引用的资料主要由郴州高科投资控股有限公司（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。

郴州高科投资控股有限公司跟踪评级报告

一、 跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于郴州高科投资控股有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、 主体概况

跟踪期内，公司股东有所变化，2017 年 2 月，原股东郴州高新技术产业开发区（郴州出口加工区）管理委员会（于 2017 年更名为“郴州高新技术产业开发区管委会”，以下简称“园区管委会”）回购了原国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）持有的公司股权并于 2017 年 10 月完成工商变更手续；同年 10 月，根据公司股东会决议，园区管委会对公司增资 2200.00 万元，出资方式为货币。2017 年底，公司注册资本和实收资本均为 2.60 亿元，股东为园区管委会和郴州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“郴州市国资委”），持股比例分别为 69.23%和 30.77%，园区管委会仍为公司实际控制人。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至 2017 年底，公司内设资产经营部、综合部和融资财务部等 8 个职能部门；拥有 7 家全资子公司和 2 家控股子公司。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 324.77 亿元，所有者权益合计 167.09 亿元（含少数股东权益 0.99 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 7.51 亿元，利润总额 3.62 亿元。

公司住所：郴州市苏仙区白露塘镇林邑大道与坪田路交汇处坪田标准厂房企业服务中心 401 室；公司法定代表人：邱迪。

三、 债券概况与募集资金使用情况

截至2018年5月底，联合资信所评债券“13郴高科债/PR郴高科”和“15郴高科债/PR郴高投”尚需偿还债券余额22.80亿元。跟踪期内，上述债券已按期足额支付本息。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
13 郴高科债/PR 郴高科	18.00	10.80	2013/10/21	7
15 郴高科债/PR 郴高投	15.00	12.00	2015/01/23	7
合计	**33.00**	**22.80**	--	--

资料来源：联合资信整理

截至2018年5月底，“13郴高科债/PR郴高科”募集资金已全额使用完毕，募投项目郴州高新技术产业园区东河流域下游重金属污染综合治理工程等13个项目已竣工。根据《郴州市人民政府关于东河流域下游重金属污染综合治理工程等湘江流域重金属污染治理项目及配套项目建设承包补偿的通知》（郴政函【2013】96号），政府拟将项目周边整理土地及村庄拆迁整理土地通过出让净收益逐年返还形式平衡项目建设成本，截至2018年5月底，上述土地均未出让。

截至2018年5月底，“15郴高科债/PR郴高投”已使用募集资金11.80亿元，募投项目郴州高新技术产业园区重金属污染治理工程、郴州高新技术产业园区重金属污染片区居民安居工程和郴州高新技术产业园区西河流域底泥和废石清理工程3个项目均已进入收尾阶段，完工进度90%。根据《郴州市人民政府关于湘江流域重金属污染治理项目资金平衡来源有关的情况说明》（郴政函【2014】108号），由于项目为准公益性质，郴州市人民政府已将上述项目建设产生的相关债务纳入财政预算，同时，郴州市政府将逐年出让项目周边土地20

宗，出让后扣除规费和相关成本后的土地净收益逐年返还给公司用于平衡项目投资。截至2018年5月底，上述土地均未出让。

四、 行业及区域经济环境

1. 行业概况

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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及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融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致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财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43号，以下简称“《43号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

表2 2017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
2017年4月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范PPP合作行为，再次明确43号文内容。
2017年5月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017年6月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55号）	PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017年6月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017年7月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92号	对已入库和新增的PPP项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于2018年3月31日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017年12月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
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	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。

	财金【2018】194 号	
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
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 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

2. 行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号）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性债务，并通过推行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。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设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。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济概况

公司作为郴州市市级基础设施建设主体之一，主要负责郴州高新技术产业开发区（郴州出口加工区）（以下简称“郴州高新区”或“园区”）的基础设施建设。郴州市和园区经济发展水平及未来发展规划对公司发展影响

较大。

跟踪期内，郴州市经济稳步增长，产业结构不断优化。固定资产投资快速增长，房地产市场有所回暖。

根据《郴州市2017年国民经济和社会发展统计公报》，2017年，郴州市地区生产总值2337.73亿元，同比增长7.9%。其中，第一产业增加值225.66亿元，同比增长3.8%；第二产业增加值1140.25亿元，同比增长6.6%；第三产业增加值971.83亿元，同比增长10.7%。按常住人口计算，全市人均生产总值49514元，同比增长7.9%。

2017年，郴州市固定资产投资2628.1亿元，同比增长12.9%。按产业分，一、二、三产业分别完成228.2亿元、937.0亿元、1462.8亿元，分别比上年增长39.2%、2.9%、16.7%。房地产开发投资226.4亿元，同比增长6.8%。其中住宅160.2亿元，同比增长6.0%；办公楼2.2亿元，同比增长23.3%；商业营业用房36.0亿元，增长5.6%。商品房销售面积790.8万平方米，同比增长13.9%。商品房销售额338.8亿元，同比增长32.9%。

郴州高新区作为国家高新技术产业开发区，跟踪期内，园区基础设施建设基本完成，配套设施齐全。

截至 2017 年底，园区基础设施建设已基本完成，已开发建设面积 40 余平方公里，已建成城市主次干道 40 余条，通车里程达 100 多公里，“三纵六横”（三纵：西河东路、林邑大道、东河西路；六横：石虎大道、金田大道、坪田大道、郴州大道、珠江大道路、后营大道）路网体系基本形成；水、电、通讯等基础设施配套齐全。

五、 基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东有所变化，股东由园区管委会、郴州市国资委和国开基金变更为园区管委会和郴州市国资委。园区管委会仍为公司实际控制人。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本和实收资本为 2.60 亿元。

2. 人员素质

跟踪期内，公司高层管理人员有所变动，公司管理层变动较为频繁，对公司业务推进效率产生一定负面影响。

2017 年 10 月，根据公司董事会决议，公司重新聘任了高层管理人员，对公司副总经理进行了调整，原部分高层管理人员因为工作调动不再担任公司任何职务。同期，根据公司股东会、监事会决议，重新委派了董事会、监事会成员。目前，公司高层管理人员 6 名。其中总经理 1 名、副总经理 5 名。

贺希君先生，1983 年 10 月出生，研究生学历；历任安仁县纪委监察局科员，安仁县纪委监察局副科级纪检监察员，安仁县龙海镇党委委员、人大主席，郴州出口加工区管委会建设管理局副局长；2017 年 10 月至今任高科投资控股有限公司副总经理。

截至 2018 年 3 月底，公司共有员工 124 人。按文化素质分，本科及以上员工占 62%、大专员工占 27%、高中及以下占 11%；按职称划分，高级职称员工占 3%、中级职称员工占 9%；按年龄划分，30 岁以下员工占 21%、30~50 岁员工占 75%、50 岁以上员工占 4%。

总体看，公司员工整体素质较好，可满足公司日常经营的需求。

3. 外部支持

2017 年，受宏观政策影响，郴州市政府非税收入大幅下降，造成当地一般公共预算收入有所下降，但郴州市财政实力依然较强。园区一般公共预算收入保持稳定。跟踪期内，公司股东给予了公司持续支持。

根据公开信息披露，2017 年，郴州市一般公共预算收入 203.4 亿元，同比下降 13.7%。其中地方财政收入 130.5 亿元，同比下降 24%。

税收收入 79.0 亿元，同比增长 16.7%；非税收入 51.50 亿元，同比下降 50.5%，主要系因大幅压减非正常非税收入及取消、停征收费项目所致。一般公共预算支出 409.3 亿元，同比增长 0.9%。财政自给率由 2016 年的 58.28%下降至 49.69%，财政自给能力有所减弱。

2017 年，园区一般公共预算收入 11.96 亿元，较上年保持稳定。其中税收收入 11.14 亿元、非税收入 0.82 亿元；国有土地使用权出让收入 3.23 亿元，同比增长 213.59%，园区地方可控财力 19.14 亿元。园区地方政府无债务余额。

2017 年，公司获得学校建设资金补贴 1700.00 万元。

4. 企业信用记录

2018 年 1 月，公司新增 1 笔欠息记录，新增欠息不属于恶意欠息。跟踪期内未发现其他不良信用记录。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10431001000880502），截至 2018 年 5 月 14 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清的信贷记录中存在 4 笔欠息记录，其中 2018 年 1 月 20 日新增一笔华融湘江银行欠息记录，根据华融湘江银行郴州东城支行提供的《欠息证明》，公司 2018 年 1 月 20 日欠息记录系银行系统问题未正常扣除，不属于恶意欠息。

截至 2018 年 6 月 16 日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、 管理分析

跟踪期内，由于股东变更，公司重新修订了章程部分内容；管理制度方面无重大变化。

新章程修订后，公司股东变更为园区管委会和郴州市国资委。董事会成员为由 7 名变更为 5 名。其中 4 名由园区管委会委派，1 名由职工代表大会选举产生。公司监事会由 5 名成员变更为 3 名。其中 2 名由园区管委会委派，1 名由公司职工代表大会选举产生。根据公司提供的董事会、股东会决议以及相关任命文件，公司董事会、监事会成员已完成换届选举。

新章程新增党组织机构和纪委组织机构。公司设立党的基层组织（以下简称“公司党总支”）和党的纪律检查委员会（以下简称“公司纪检委”）。公司党总支书记、委员和公司纪检委委员的职数按园区党工委批复设置，并按照《中国共产党章程》等有关规定选举或任命产生。党总支职责包括：发挥领导核心和政治核心作用，围绕公司生产经营开展工作，保证监督党和国家的方针、政策在公司的贯彻执行；支持股东大会、董事会、监事会及经理层作出的决定等。公司纪检委职责包括：履行监督执纪问责职责，协助公司党总支加强党风廉政建设和组织协调反腐败工作等。

跟踪期内，公司法人治理结构健全，管理制度较完善，实际执行情况较好。

七、 经营分析

跟踪期内，公司业务构成未发生变化，但代建业务和土地整理业务未来发展空间有限。营业收入略有增长，以代建管理费收入为主。

2017 年，公司经营业务仍以代建基础设施代建和土地整理为主。2017 年实现营业收入 7.51 亿元，较上年略有增长，以代建管理费收入为主；土地整理和租赁收入作为公司收入的重要补充，较上年有所增长。由于公司物业管理收入毛利率大幅下降，2017 年公司综合毛利率下降至 78.52%。

表 3　公司营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建管理费	5.31	71.38	100.00	5.28	70.35	100.00
土地整理	1.00	13.44	27.37	1.06	14.18	30.03
租赁收入	1.10	14.78	35.23	1.13	15.04	36.92
物业管理收入	0.03	0.40	-45.99	0.03	0.42	-391.19
合计	**7.44**	**100.00**	**80.06**	**7.51**	**100.00**	**78.52**

注：公司营业收入合计数为四舍五入值。
资料来源：公司提供

跟踪期内，公司代建管理费收入略有下降，无新增在建项目。由于园区市政配套趋于成熟，且政府对新项目审批有所收紧，预计公司未来投资有所放缓。

跟踪期内，公司代建项目业务模式未发生变化。公司受园区管委会委托，承担园区内基础设施建设任务，根据当年投资额以及原投资额收取代建管理费，费率为投资额的 18~30%。项目竣工后园区管委会安排财政资金分期支付项目投资款（一般为五年）。

公司发生的项目投资支出反映在“存货-开发成本”（计入“支付其他与投资活动有关的现金”），确认收入时未收到的管理费计入“应收账款”（资金回笼时反映在“销售商品、提供劳务收到的现金”），项目竣工结算后投资支出由“存货”转入“其他应收款”（后期政府实际支付时进行冲抵，反映在“收到其他与投资活动有关的现金”）。

2017 年，公司实现代建管理费收入 5.28 元，较上年略有下降。跟踪期内，公司代建业务主要是对已有项目的持续投入。目前园区市政配套趋于成熟，预计后续投资规模相对较少。

表 4　截至 2018 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	预计总投资	2018 年 3 月底已完成投资	未来投资计划		
				2018 年	2019 年	2020 年
1	台湾工业园标准厂房	39600	35000	2600	--	--
2	郴州战略性新兴产业园、东元电机标准厂房	51200	41000	8200	--	--
3	出口加工区二期配套宿舍（馨园富园）	34800	24000	5300	--	--
4	出口加工区二期配套宿舍（振园增湖）	32000	19000	10000	1500	--
5	高新区重金属污染治理	188200	100000	20000	20000	20000
6	石虎大道	35000	21000	9000	--	--
7	麻田标准厂房	110000	60000	10000	10000	10000
8	重金属污染片区居民安居工程	75700	72700	5000	5000	5700
合计		**566500**	**372700**	**70100**	**36500**	**35700**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司土地整理收入有所增长，目前园区土地开发已处于后期阶段，预计未来土地整理业务相对较少。

跟踪期内，公司土地整理业务模式未发生变化。公司以自有资金对土地进行一级开发，待土地平整完成后，交由郴州市国土资源局土地交易中心进行招拍挂，相关回款在土地出让后支付。根据公司与园区管委会签署的《土地委托开发合同》，除土地开发成本全额返还外，公司还可获得土地整理成本（包括人力成本、差旅和办公费用等）的 30%~60%为其土地整理收益。

公司土地整理发生的成本计入“存货-开发成本”（计入“购买商品、接受劳务收到的现金”），确认收入时将“存货”进行结转，回款反映在“销售商品、提供劳务收到的现金”。此外，土地整理涉及到的拆迁费和税费等支出通过往来款形式反映在“其他应收款”科目（反映在“支付其他与投资活动有关的现金”，后续不确认收入，回款时直接冲减“其他应收款”，并反映在“收到其他与投资活动有关的现金”）。

2017 年，公司土地整理收入和毛利率分别为 1.06 亿元和 30.03%，较上年均有所增长。公司已经完成园区开发建设面积逾 40 平方公里，后续土地整理业务相对较少。

跟踪期内，公司经营性资产出租率很高，出租价格由于往年签订周期较长未发生变化。租赁收入和毛利率有所增加。

2018 年 3 月底，公司已投入运营的标准厂房、住房、仓库等面积约 44.33 万平方米。目前出租性资产的整体出租率为 95%。

跟踪期内，公司标准厂房实行的租赁价格及园区管委会补贴政策未发生变化。公司持有的经营性资产出租情况如下表，2017 年，公司实现租金收入 1.13 亿元，毛利率 36.92%，毛利率有所增长系部分企业租金优惠政策到期所致。

除租金收入外，公司对出租物业收取不同的物业管理费，跟踪期内，上述收费未发生变化，公司管理费收入金额较少。

表 5　近年以来公司出租资产情况

房产名称	租赁面积（平方米）	合同单价（元/月·㎡）	租金收入（万元）		
			2015 年	2016 年	2017 年
白鹭信息产业园	74638.73	4~8	1612.2	1970.46	1970.46
白鹭公寓	39302.21	4~9	947.22	648.48	856.22
相山厂房及宿舍	71271.29	12	1618.35	1903.27	1903.27
坪田厂房及惠园小区	194442.64	1~12	4261.49	4259.03	4346.00
其他	11680.00	12	354.3	770.10	770.10
仓库	43520.00	10 或 12	1044.48	1266.00	1266.00
办公楼	8402.66	12	181.5	181.50	181.50
合计	**443257.53**	-	**10019.54**	**10998.84**	**11293.55**

资料来源：公司提供

公司未来仍将以代建业务为主业，跟踪期内，拟建项目较 2016 年底保持不变，项目存在延期开工。

2017 年底，公司主要拟建项目以代建业务为主，预计总投资 15.45 亿元，原计划于 2017 年开工的项目存在延期开工，尚未投入。对于拟建经营性项目将由政府回购后，再划拨给公司，提升公司盈利能力。考虑到近年来政府对新开工项目审批有所收紧，同时项目报批周期很长，未来公司拟建项目开工情况存在较大不确定性。

表 6　2017 年底公司主要拟建项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	建设期	预计总投资
1	塘溪大道中段	2017-2018	17000.00
2	东波路	2017-2020	16000.00
3	东河西路北段	2017-2020	17000.00
4	麻田路	2017-2018	4500.00
5	许资大道	2017-2018	6000.00
6	林邑大道北延段	2017-2018	5000.00
7	白园路	2018-2019	7000.00
8	凤凰路	2018-2020	11000.00
9	龙潭路	2018-2019	8000.00
10	白露塘中学改建	2017-2018	12000.00
11	西河东路南段	2018-2019	7500.00

12	沿江路	2018-2019	7000.00
13	湘玮二路	2017-2018	6500.00
14	鹿仙大道	2017-2019	10000.00
15	林坪南路	2017-2018	6000.00
16	珠江大道	2017-2019	14000.00
合计		--	**154500.00**

资料来源：公司提供

八、 财务分析

公司提供了2017年财务报告，利安达会计师事务所（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意见审计结论。

2017 年，公司合并范围未发生变化，财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长。资产中应收类款项占比大（主要是应收园区管委会欠款），资产流动性偏弱，资产质量较差。

2017年底，公司资产总额324.77亿元，同比增长3.12%。其中其他应收款快速增长。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、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	39.58	12.57	32.27	9.94
应收账款	14.52	4.61	19.27	5.93
预付款项	9.29	2.95	2.14	0.66
其他应收款	105.96	33.65	126.20	38.86
存货	74.13	23.54	64.42	19.84
流动资产	**243.49**	**77.32**	**244.29**	**75.22**
投资性房地产	32.31	10.26	31.60	9.73
无形资产	36.24	11.51	35.47	10.92
其他非流动资产	--	--	10.12	3.12
非流动资产	**71.44**	**22.68**	**80.48**	**24.78**
资产总额	**314.93**	**100.00**	**324.77**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017年底，公司流动资产244.29亿元，较上年保持稳定。公司货币资金32.27亿元，同比下降18.47%，无使用受限资金。公司应收账款19.27亿元，同比增长32.66%，系应收管委会欠款不断增加所致；应收账款主要是园区管委会收入欠款19.16亿元（占99.42%）；应收账款账龄在2年以内的占77.40%，账龄偏短，公司对应收账款未计提坏账准备。预付款项2.14亿元，同比减少7.16亿元，主要系部分预付工程款转入存货所致，预付款项包括预付的保证金、规费和工程款。其他应收款126.20亿元，同比增长19.10%，主要系应收园区管委会工程款增加所致；其他应收款主要是应收园区管委会工程款109.72亿元（占86.94%），此外还包括与园区内企业、园区管委会及事业单位往来款等；其他应收款中账龄在1年内的占65.32%、1~2年的占22.64%、2~3年的占27.53%，账龄一般，公司对其他应付款未计提坏账准备。公司存货64.42亿元，同比下降13.11%，主要系大部分开发成本结算转入其他应收款所致；公司存货以开发产品（为60.64亿元，系土地资产）和开发成本（由2016年底的13.49亿元下降至2017年底的3.77亿元，主要是代建项目投入）为主，此外还包括少量劳务成本。

针对公司应收账款和其他应收款规模大问题，园区管委会 2014 年出具了《关于对支付高科投公司委托代建项目款项的资金安排计划》，跟踪期内，园区管委会未按约定回款，应收政府收入欠款和工程款不断增加，对公司资金占用大。

2017 年底，公司非流动资产 80.48 亿元，同比增长 12.65%。公司非流动资产构成较上年底变化不大。投资性房地产 31.60 亿元，主要是公司持有的标准厂房、出租宿舍等出租物业和土地使用权。无形资产 35.47 亿元，绝大部分为土地使用权，用于抵押的土地使用权 2.95 亿元。其他非流动资产 10.12 亿元，全部是对郴州市高新市政工程有限公司投资款。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益构成保持稳定。

2017 年底，公司所有者权益合计 167.09 亿元（含少数股东权益 0.99 亿元）。其中，实收资本占 1.57%、资本公积占 84.04%、未分配利润占 13.69%。

2017 年底，公司实收资本 2.60 亿元，同比增加 0.22 亿元，系园区管委会通过货币形式对公司增资所致；公司资本公积 139.58 亿元，同比减少 0.54 亿元，主要是 2017 年公司原股东国开基金减资时冲减原计入资本公积的资本溢价金。

跟踪期内，公司有息债务不断增长，债务结构以长期债务为主。债务负担进一步加重。

2017 年底，公司负债总额 157.68 亿元，同比增长 4.35%，主要系长期借款增长所致。公司负债以非流动负债为主。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	15.43	10.21	9.08	5.76
其他应付款	3.71	2.46	2.54	1.61
一年内到期的非流动负债	11.94	7.90	1.00	0.63
流动负债	**35.19**	**23.29**	**16.29**	**10.33**
长期借款	24.00	15.88	62.36	39.55
应付债券	49.40	32.69	53.00	33.61
长期应付款	7.05	4.67	0.51	0.32
非流动负债	**115.92**	**76.71**	**141.39**	**89.67**
负债总额	**151.11**	**100.00**	**157.68**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017年底，公司流动负债16.29亿元，同比下降53.71%。公司应付账款9.08亿元，同比下降41.15%，主要系偿还施工方工程款所致。其他应付款2.54亿元，同比下降31.48%，主要系支付部分往来款所致，公司其他应付款主要是往来款。一年内到期的非流动负债1.00亿元，全为一年内到期的长期借款。

2017年底，公司非流动负债141.39亿元，同比增长21.97%。公司长期借款62.36亿元，同比增长159.87%；其中质押借款19.29亿元（质押物为其他应收账款质押）、保证借款13.51亿元、信用借款29.56亿元。应付债券53.00亿元，较2016年底增加3.60亿元，系2017年10月公司成功发行11.00亿元公司债“17郴高01”，同时偿还3.80亿元公司债“15郴高投”和3.60亿元企业债“13郴高科债/PR郴高科”所致。专项应付款5.51亿元，主要是保障性安居工程、环保专项资金等。其他非流动负债20.00亿元，全部为私募债“15郴州高科PPN001”。

2017 年底，公司全部债务 116.36 亿元，同比增长 36.35%。全部债务以长期债务为主（占比 99.14%）。若将公司长期应付款、其他非流动负债中有息债务纳入全部债务，同时将应付债券中一年内到期的债券 14.80 亿元调整至短期债务核算，2017 年底，公司调整后全部债务 136.87 亿元，同比增长 11.84%。其中公司调整后短期债务和调整后长期债务分别为 15.80 亿元和 121.07 亿元。2018~2020 年，公司需兑付的债务分别为 30.22 亿元、19.90 亿元和 50.22 亿元，2018 年和 2020 年刚性债务集中度高。2017 年底，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 48.55%、42.02%和 45.03%，较上年底有所上升。公司债务负担一般。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入略有增长，营业利润率高。期间费用对公司利润侵蚀严重。公司盈利能力依然较弱。

2017 年，公司营业收入 7.51 亿元，较上年略有增加。同期，营业成本同比增长 8.67%。公司营业利润率 76.04%，较上年略有下降。

2017 年，公司期间费用 2.29 亿元，较上年略有增加。其中财务费用和管理费用分别为 1.34 亿元和 0.95 亿元，公司管理费用有所下降系政策要求严控三公经费所致。期间费用率 30.55%，较上年保持相对稳定。公司对期间费用控制能力差。

2017 年，公司其他收益 0.17 亿元，全部为学校建设资金补贴，利润总额 3.62 亿元，较

上年有所增长。

2017 年，公司调整后总资本收益率和净资产收益率变化较小，分别为 1.64%和 2.14%，公司盈利能力弱。

4．现金流分析

跟踪期内，由于公司经营活动收到的往来款减少，经营活动现金流量净额大幅下滑，公司收入实现质量依然差。在建项目未来仍有一定资金需求，公司对外融资依赖性高。

公司经营活动现金流以收入回笼以及往来款收支为主。2017 年，公司经营活动现金流入量 9.14 亿元，同比快速大幅下降 63.10%，主要系收到其他与经营活动有关的现金（以往来款为主，还包括少量政府补助和利息收入）大幅减少所致。同期，经营活动现金流出 8.26 亿元，以支付其他与经营活动有关的现金流出为主（主要是往来款）。受收到的往来款大幅减少影响，公司经营活动现金流量净额 0.88 亿元。2017 年，现金收入比由 2016 年的 29.52%上升至 41.20%，公司收入实现质量依然差。

公司投资活动以代建项目和土地征拆投入和与园区管委会项目结算回款为主。2017 年，公司收到和支付其他与投资活动有关的现金分别为 8.93 亿元和 23.09 亿元。投资活动现金流量净额-14.58 亿元。

2017年，公司筹资活动现金流入量54.63亿元，同比增加16.87%，主要是取得借款和发行债券收到的现金。同期，筹资活动现金流出以偿还债务本息为主。此外支付其他与筹资活动有关的现金2.08亿元，系支付国开基金减资款和融资租赁手续费。由于当期偿还债务较多，筹资活动现金流量净额6.39亿元，同比下降66.90%。

5．偿债能力

相对于较小的短期债务规模，公司货币资金充裕，短期债务支付能力较强；公司有息债务规模较大，长期偿债能力较弱，但考虑到股东对公司的持续支持且间接融资渠道畅通，公司整体偿债风险较小。

2017年底，由于流动负债快速下降，公司流动比率和速动比率大幅增长，分别为1499.80%和1104.33%。2017年，公司经营现金流动负债比5.37%，对流动负债保障能力较弱。考虑到公司2017年底短期债务规模较小，同时货币资金充裕。公司短期偿债能力较强。

2017 年，公司 EBITDA 保持相对稳定，为 6.56 亿元；调整后全部债务/EBITDA 同比增长至 20.88 倍，公司长期偿债能力较弱。

截至 2018 年 3 月底，公司获得银行授信额度 62.32 亿元，剩余授信额度 33.10 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保金额 4.20 亿元，系对湖南航天建筑工程有限公司的担保，担保比率 2.51%。被担保对象湖南航天建筑工程有限公司为隶属于中国航天科工集团的国有大型建筑业施工企业，为公司的项目施工方。总体看，公司或有负债风险小。

九、 存续期债券偿债能力分析

截至2017年底，公司存续债券余额规模较大，其中一年内到期的应付债券14.80亿元。公司存续债券短期兑付压力小，2020年存续债券集中兑付压力大。

截至2017年底，公司存续债券余额53.00亿元，一年内到期的应付债券14.80亿元，2020年将达到存续债券待偿本金峰值26.60亿元。

2017年底，公司现金类资产32.27亿元；2017年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为9.14亿元、0.88亿元和6.56亿元，对公司存续债券保障情况如下表，总体看，公司现金类资产对一年内到期的债券余额保障能力较好。

表9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

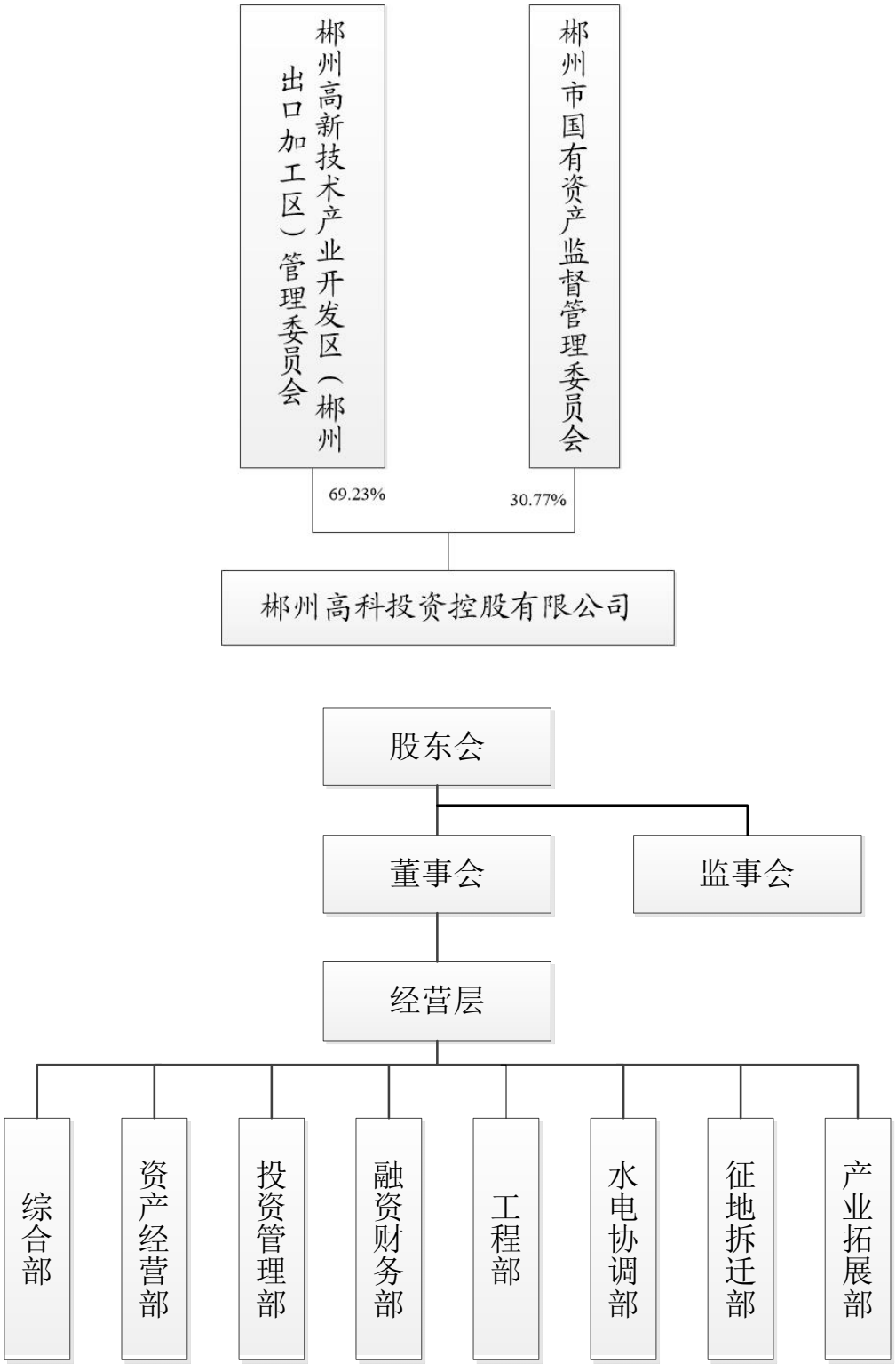
项目	2017 年底
一年内到期债券余额	14.80
未来待偿债券本金峰值	26.60
现金类资产/一年内到期债券余额	2.18
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.34
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.03
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.25

资料来源：联合资信整理

十、 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，维持“13 郴高科债/PR 郴高科”和“15 郴高科债/PR 郴高投”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1　公司股权结构图及组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	20.75	39.58	32.27
资产总额(亿元)	275.11	314.93	324.77
所有者权益(亿元)	160.36	163.83	167.09
短期债务(亿元)	14.32	11.94	1.00
调整后短期债务(亿元)	17.92	38.54	15.80
长期债务(亿元)	62.19	73.40	115.36
调整后长期债务(亿元)	79.33	83.84	121.07
全部债务(亿元)	76.51	85.34	116.36
调整后全部债务(亿元)	97.25	122.39	136.87
营业收入(亿元)	7.43	7.44	7.51
利润总额(亿元)	2.58	3.50	3.62
EBITDA(亿元)	5.47	6.58	6.56
经营性净现金流(亿元)	0.50	13.59	0.88
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.36	0.63	0.44
存货周转次数(次)	0.05	0.02	0.02
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.02
现金收入比(%)	27.55	29.52	41.20
营业利润率(%)	69.65	77.11	76.04
总资本收益率(%)	1.64	2.00	1.76
调整后总资本收益率(%)	1.51	1.74	1.64
净资产收益率(%)	1.57	2.11	2.14
长期债务资本化比率(%)	27.94	30.94	40.84
调整后长期债务资本化比率(%)	33.10	33.85	42.02
全部债务资本化比率(%)	32.30	34.25	41.05
调整后全部债务资本化比率(%)	37.75	42.76	45.03
资产负债率(%)	41.71	47.98	48.55
流动比率(%)	767.17	692.03	1499.80
速动比率(%)	523.61	481.34	1104.33
经营现金流动负债比(%)	1.88	38.62	5.37
全部债务/EBITDA(倍)	14.00	12.97	17.75
调整后全部债务/EBITDA(倍)	17.79	18.60	20.88

注：1.调整后短期债务=短期债务+应付债券中一年内到期的债券金额；2.调整后长期债务=长期债务-应付债券中一年内到期的债券金额+长期应付款+其他非流动负债。

附件 3　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	（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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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+一年内到期的长期（非流动）负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。