跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 2939 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持株洲市湘江风光带建设开发有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“15湘江建开债”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年十二月二十九日

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（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

株洲市湘江风光带建设开发有限公司
公司债券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA	评级展望：稳定
上次评级结果：AA	评级展望：稳定

债项信用

名称	发行额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 湘江建开债	15 亿元	2015/11/25-2022/11/25	AA	AA

评级时间：2016 年 12 月 29 日

财务数据

项　　目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产（亿元）	0.42	0.12	11.04
资产总额(亿元)	62.16	66.80	92.25
所有者权益(亿元)	44.86	44.09	45.31
短期债务(亿元)	4.50	0.00	3.00
长期债务(亿元)	5.00	16.56	39.48
全部债务(亿元)	9.50	16.56	42.48
营业收入(亿元)	2.01	0.94	1.04
利润总额 (亿元)	1.21	0.50	1.01
EBITDA(亿元)	1.23	0.52	1.21
经营性净现金流(亿元)	-1.54	-5.54	-13.56
营业利润率(%)	45.87	9.54	-16.95
净资产收益率(%)	2.18	1.14	2.22
资产负债率(%)	27.84	34.01	50.88
全部债务资本化比率(%)	17.48	27.28	48.39
流动比率(%)	650.68	1644.89	1319.40
经营现金流动负债比(%)	-16.60	-139.84	-197.67
全部债务/EBITDA(倍)	7.74	31.90	35.02

分析师

黄海伦　闫　蓉

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

株洲市湘江风光带建设开发有限公司（以下简称“公司”）是株洲市湘江风光带建设、经营及环境综合治理的重要主体。跟踪期内，株洲市经济持续增长，公司受到政府的持续支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司盈利能力持续下降、债务规模快速增长等因素可能对其信用水平产生不利影响。

跟踪期内，株洲市经济及财政实力增长强劲，综合实力稳步提升。受益于株洲市政府对公司在资源、资金等方面的持续支持，公司偿债能力有望增强。

“15 湘江建开债”设置了分期偿还本金条款。同时，公司以自有的 4 宗土地使用权和株洲市水利建设投资有限公司（以下简称“株洲水利”）的 1 宗土地为本期债券提供抵押担保，上述措施能够一定程度上保障本期债券本息偿还的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，维持“15 湘江建开债”信用等级为AA。

优势

1. 跟踪期内，株洲市区域经济和财政收入进一步增长，公司外部发展环境良好。
2. 株洲市政府在财政补贴方面给予公司较大支持。
3. “15 湘江建开债”设置了分期还款安排且以 5 宗土地提供抵押担保，有效降低了公司偿还风险。

关注

1. 公司收入主要来源于土地出让业务，2015 年受土地开发整理成本较高影响，该业务

毛利为负。

2. 公司资产以存货为主，变现能力弱，且抵押比例较高。
3. 跟踪期内，公司其他应收款大幅增长，对资金占用较高。
4. 政府补助对公司利润总额影响大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与株洲市湘江风光带建设开发有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与株洲市湘江风光带建设开发有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因株洲市湘江风光带建设开发有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由株洲市湘江风光带建设开发有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至相关存续债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

株洲市湘江风光带建设开发有限公司
公司债券跟踪评级报告

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关于株洲市湘江风光带建设开发有限公司主体长期信用及存续期内债券“15湘江建开债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

株洲市湘江风光带建设开发有限公司（以下简称“公司”）是于2009年6月25日经株洲市人民政府批准成立的国有独资公司，公司注册资本为5000万元，后经过历次增资，截至2015年底，公司注册资本2亿元。株洲市湘江建设发展集团有限公司（以下简称“湘江集团”）为公司唯一出资人，股权比例为100%，公司实际控制人为株洲市国有资产监督管理委员会。

公司经营范围为：湘江风光带建设、经营及环境综合治理；旧城改造；城市基础设施投资与建设；土地平整；房地产开发、经营（凭资质证经营）。

截至2015年底，公司下营销策划部、财务部、工程管理部和综合部4个职能部门；同时，公司共出资5000万参股株洲市神龙城开发建设有限公司，占10.00%的股权，公司对上述参股公司不具有控制权，也不参与经营管理。

截至2015年底，公司资产总额92.25亿元，所有者权益45.31亿元。2015年，公司实现营业收入1.04亿元，利润总额1.01亿元。

公司注册地址：株洲市芦淞区沿江中路8号；公司法人代表：沈平。

三、债券与募集资金使用情况

公司于2015年发行的公司债券“15湘江建开债”募集资金15亿元人民币，发行期限为7年，募资金资金将全部用于株洲清水塘铜塘港及沿线片区历史遗留重金属污染场地修复治理工程项目建设。募投项目总投资24.23亿元，截至2015年底，项目已累计投入10.40亿元，募集资金已使用5.00亿元。截至目前，募投项目已使用募集资金9.95亿元，项目已开工，已完成了项目所在区域的拆迁和搬迁工作。公司已于2016年11月22日按期支付当期利息。

四、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优

化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016 年前三季度，我国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016 年前三季度，我国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长 6.7%，经济增速保持在 2009 年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016 年前三季度，我国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016 年前三季度，我国固定资产投资完成额同比增长 8.2%，增速较上半年回落 0.8 个百分点，较 1-8 月回升 0.1 个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长 3.1%、2.5%，较去年同期分别下降 5.2、7.9 个百分点，但较今年 1-8 月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP 加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016 年前三季度，我国社会消费品零售总额同比增长 10.4%，保持稳健增长，对 GDP 增长的贡献率达到 71%，是 2009 年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016 年前三季度，我国居民人均可支配收入同比实际增长 6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016 年前三季度，我国进出口总值 17.53 万亿元人民币，较上年同期下降 1.9%，降幅比上半年收窄 1.7 个百分点；其中，出口下降 1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降 2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度我国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016 年前三季度我国对外直接投资增速较快。

在 2016 年前三季度经济运行总体平稳的态势下，我国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度 GDP 将保持稳定增长。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业现状与前景

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010年以来，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，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预[2012]463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013年4月，银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014年10月初，国务院发布“国发【2014】43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43号文》”）。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，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，以下简称“《351号文》”），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项

目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年《43号文》出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域环境

（1）株洲市区域经济

株洲市是湖南省14个地级市（州）之一，属于新兴工业城市，但同时又属于老工业基地，目前相对有影响力的企业基本上是解放初期国家投资兴建的重工业企业。现株洲市形成了装备制造业、新材料产业和有色金属、陶瓷、生物医药、健康食品产业为主导的工业新体系，以上产业对株洲市经济具有强有力的经济支撑。生态农业、旅游、文化、服饰等产业在近年也得到了较快的增长，为株洲市的经济起到了较好的补充作用。

根据《株洲市2015年国民经济和社会发展统计公报》，经初步核算，2015年株洲市全市地区生产总值完成2335.1亿元，比上年增长9.5%。其中，第一产业增加值179.5亿元，增长3.8%；第二产业增加值1337.1亿元，增长7.9%，其中工业增加值1182亿元，增长7.9%；第三产业增加值818.5亿元，增长13.6%。全市三次产业结构由2014年的7.7：59.3：33调整为7.6：57.3：35.1，与上年比，第一产业和第二产业比重分别降低0.1个和2个百分点，第三产业比重提高2.1个百分点。第一、二、三产业对GDP的贡献率分别为2.8%、50.8%和46.4%。

2015 年株洲市全市固定资产投资 2181.4 亿元，比上年增长 18.7%。其中国有投资 639.7 亿元，增长 11.8%；非国有投资 1541.7 亿元，增长 21.9%。从投资产业类型看，全市第一产业完成投资 57.8 亿元，增长 38.9%；第二产业完成投资 1116.5 亿元，增长 17.4%，其中工业投资 1112.4 亿元，增长 17.4%；第三产业完成投资 1007.1 亿元，增长 19.3%。从投资领域看，全市生态投资 61.6 亿元，增长 43.3%；基础设施投资 565.9 亿元，增长 41.7%；技改投资 1053.1 亿元，增长 19.9%；高新技术产业投资 69.4 亿元，增长 5%。全年施工项目 3557 个，增长 13%，其中，亿元以上项目 157 个，下降 0.6%；本年度新开工项目 3147 个，增长 16.5%，新开工亿元以上项目 74 个，增长 54.2%。

从工业方面看，2015 年株洲市全市工业增加值 1182 亿元，比上年增长 7.9%，其中，规模工业实现增加值 1086.8 亿元，增长 8.2%。规模工业企业实现利润 144.8 亿元，增长 6.6%；规模工业企业实现利税 317.8 亿元，增长 13.5%；规模工业新产品产值 610.4 亿元，增长 18.9%。战略性新兴产业增加值 397.4 亿元，增长 11.4%，园区规模工业增加值 742.7 亿元，增长 9.5%。

国务院于2007年末批准“长株潭城市群”为“全国资源节约型和环境友好型社会（简称“两型社会”）建设综合配套改革试验区，长株潭城市群作为“两型社会”建设的国家战略平台，是湖南省新型工业化、新型城市化的引导区，中部经济的核心增长极。而株洲市是“长株潭城市群”中工业基础最强的城市，依托良好的交通环境和雄厚的工业基础，随着株洲市“两型社会”综合配套改革试验区的实施，未来株洲市城市基础设施建设和公用设施投资有望进一步拉动。

3. 政府财力及负债

随着株洲市优势产业的不断增长，产业创税能力提高，增强了地方财政实力，促进地区

经济总量快速增长，为地方基础设施的投资建设奠定了较好的经济基础。

伴随着株洲市经济的平稳较快发展，株洲市财政实力逐步提升。株洲市可支配收入分为一般预算收入、基金收入、补助收入及预算外收入，其中以一般预算收入及补助收入为主。

2013~2015 年，株洲市地区综合财力保持较快增长，2015 年为 407.64 亿元，较上年增长 11.44%。2015 年，株洲市一般预算收入为 191.36 亿元；其中，税收收入占 65.89%，为 103.28 亿元，非税收收入 88.08 亿元，主要包括行政事业性收费收入、罚没收入、国有资本经营收入以及国有资产有偿使用收入等。2015 年，株洲市实现基金收入 37.56 亿元，其中土地出让收入占 91.82%，土地出让收入是城市基础设施建设的重要资金来源，但未来稳定性弱。同期，株洲市获得上级补助收入 169.28 亿元，占地方综合财力的 41.53%，株洲市政府财力对上级补助有一定的依赖性。

2015 年，株洲市财政总收入和一般预算收入均在湖南省 14 个地级市（州）中继续保持第 2 位。一般预算收入是财政收入中最稳定的来源，其较快增长为株洲市可控财力的快速增加提供较强保障。整体看，株洲市财政收入增长快速，财政整体实力不断增强。

表1　株洲市2013~2015年财力构成情况表（单位：万元）

科目	2013 年	2014 年	2015 年
财政总收入	2355714	2639812	2904312
一般预算收入	1486423	1673823	1913647
其中：税收收入	782657	891926	1032819
非税收入	703766	781897	880828
基金收入	455931	598102	375645
其中：土地类基金收入	453635	231298	344913
上级补助收入	1116680	1346541	1692797
预算外收入	38271	39361	94331
地方综合财力	**3097305**	**3657827**	**4076420**

资料来源：株洲市财政局

表 2　2015 年底株洲市全口径地方政府债务余额及综合财力统计表（单位：万元）

地方债务（截至 2015 年末）	金额	地方财力（2015 年）	金额
（一）政府债务余额	**4785044**	（一）地方公共预算收入	**1913647**
1、一般债务	2309560	1．税收收入	1032819
2、专项债务	2475484	2．非税收入	880828
（二）或有债务	**2885107**	（二）转移支付和税收返还收入	**1692797**
1、政府负有担保责任的债务	646825	1．一般性转移支付收入	700515
2、政府可能承担一定救助责任的债务	2238282	2．专项转移支付收入	850142
		3．税收返还收入	142140
		（三）国有土地使用权出让收入	**375645**
		1．国有土地使用权出让金	344913
		2．国有土地收益基金	23959
		3．农业土地开发资金	6773
		4．新增建设用地有偿使用费	
		（四）预算外财政专户收入	**94331**
地方政府债务余额=（一）+（二）*50%	**6227597.50**	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	**4076420**
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		**152.77%**	

资料来源：联合资信根据株洲市财政局提供的地方政府债务余额及综合财力数据整理

株洲市地方政府债务由直接债务及或有债务两部分构成。截至 2015 年底，株洲市政

府全部债务余额 622.76 亿元，债务率为 152.77%。株洲市政府总体债务负担过重。

综上所述，株洲市财政实力不断增强，但由于政府债务余额的显著加重，株洲市政府债务率明显上升（2014 年为 86.18%）。

六、基础素质分析

1. 产权状况

根据株洲市人民政府办公室出具的《关于株洲市湘江风光带建设开发有限公司建设、经营有关问题会议备忘录》，公司是湘江风光带建设的主体，同时也是建设湘江风光带和旧城改造的建设主体。截至 2015 年底，公司注册资本为 2.00 亿元，实收资本 2.00 亿元，由湘江集团全资持有，公司实际控制人为株洲市国有资产监督管理委员会。

2. 企业规模

株洲市共有土地整理业主 9 家，分别负责不同区域控规土地的整理及城市基础设施配套建设，其中湘江集团负责湘江两岸旧城改造，公司是湘江集团的全资子公司，湘江风光带项目建设和湘江两岸控规土地整理的唯一主体，在湘江两岸的旧城改造和棚户区改造方面占有垄断地位。

截至 2015 年底，公司共拥有土地使用权 33 宗，总面积 1438.49 亩（95.9 万平方米），其中注入土地 31 宗，面积 90.80 万平方米，评估价值 47.25 亿元（计入“存货-开发成本”48.76 亿元，扣除评估价值中包含的负债部分，计入资本公积 37.81 亿元），包括商业用地 133.51 亩、城镇住宅用地 785.65 亩和其他商服用地 442.76 亩。

3. 政府支持

公司作为株洲市湘江风光带建设主体，跟踪期内，在财政补贴方面得到了政府的有力支持。

财政补贴

2015 年，根据株洲市财政局文件《关于对株洲市湘江风光带建设开发有限公司日常运营进行财政补贴的通知》，为保证公司日常运营，向公司拨付资金 0.70 亿元；根据株洲市财政局文件《关于安排节能减排中央奖励资金及省级配套资金的请示》（株财【2015】293 号），2015 年株洲市有 128 个项目列为节能减排综合示范项目，安排中央节能减排财政政策综合示范奖励资金 1 亿元，省级配套资金 5000 万元，其中公司获得奖励资金 0.56 亿元；此外，公司 2015 年收到棚户改造补助 0.13 亿元。

总体看，跟踪期内，株洲市人民政府对公司支持力度较大。

七、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度、人员构成等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

2015 年，公司主营业务收入规模有所增长，为 1.01 亿元，同比增长 10.23%，增长全部为土地整理收入。公司其他业务主要包含渣土处理、租金收入、物业及投资收入等，2015 年为 0.03 亿元，占比较小。

毛利率方面，2015 年公司毛利率为 -20.57%，较 2014 年底大幅下降主要系公司实现土地整理开发收入的土地位于人口稠密地区，开发整理成本较高，导致土地转让亏损所致。

表 3　公司主营业务收入构成情况(单位：亿元、%)

项目	2013 年			2014 年			2015 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地整理	2.01	100.00	47.28	--	--	--	1.01	100.00	-20.57

代建业务	--	--	--	0.93	100.00	9.09	--	--	--
合 计	**2.01**	**100.00**	**47.28**	**0.93**	**100.00**	**9.09**	**1.01**	**100.00**	**-20.57**

资料来源：公司提供

2. 棚户区改造及土地整理业务

根据株洲市棚户区改造指挥部办公室《关于增加湘江风光带建设开发有限公司为棚户区改造实施主体的批复》（株棚办【2010】28号），经市政府批准，公司被列为株洲市棚户区改造实施主体。公司棚户区改造业务主要通过土地出让净收益返还、补贴收入等进行补偿。

另据株洲市人民政府办公室出具的《株洲市人民政府办公室关于加强湘江风光带土地开发控制工作的通知》，湘江风光带的开发土地用地范围为：株规【2009】136号文件批复的《株洲市湘江风光带土地开发控制总图》，即包含河东区域E01至E16和河西区域的W01到W08的所有土地，且上述范围内的地块所有旧城改造和新建项目只对公司审批，市国土部门按照湘江风光带的建设开发进度，每年安排报批指标。

公司的主要业务开展模式为：土地完成报批后，由公司统一组织实施征地拆迁等进入市场前的各项前期开发工作；完成土地报批或土地变现和征地拆迁等前期开发工作后，由公司向国土管理部门申报土地出让价格，并由市国土部门制定出让方案，报市政府批准后执行。

一般在土地出让后的一个月内，公司可收到土地出让净收益返还，返还金额为：地块出让后，以按地块结算的原则，所有成交款项进入市财政非税收入结算户，出让金（省提留除外）、开发成本全部返还公司，土地出让纯收益按一定的比例返还。收到土地出让净收益返还后，公司确认收入。2015年公司确认出让月形山B地块（面积21.88亩），出让收入1.01亿元，成本价1.21亿元。

未来公司将继续按照地块进行整治和出让，收益可能因地块整治成本和出让价格不同而出现一定波动。

2. 重金属污染治理业务

公司目前承担的重金属治理工程主要包括株洲清水塘铜塘港及沿线片区历史遗留重金属污染场地修复治理工程项目（总投资24.23亿元）和清水塘工业区湘江支流白石港重金属污染综合治理一期工程项目（总投资5.31亿元，建设期2年）。铜塘港项目建成后将通过土地出让获得一定收益，并作为偿债来源，截至2015年底，项目已累计投入10.40亿元，募集资金已使用5.00亿元，截至目前，该项目已使用募集资金9.95亿元，项目已开工，已完成了项目所在区域的拆迁和搬迁工作。白石港项目没有直接的经济效益，暂未开工建设，目前尚无具体的资金安排。铜塘港项目已经株发改发【2013】406号、株环评【2013】66号、株规选【2013】0078号、株国土资预审字【2013】502号批准。

3. 代建业务

根据株洲市政府文件，株洲市天元区滨江路建筑物美化、亮化工程建设由公司和株洲市天元区人民政府共同出资建设。根据建设项目评审结果，并经株洲市财政局确认，公司发生的投资额为0.85亿元，财政局支付款项为0.93亿元（于2014年确认收入）。结算起始时点为株洲市天元区滨江路建筑物美化、亮化工程建设项目评审结果出具以后，以经财政局最终确认的时间为结算开始时点，进行一次性结算，结算金额为财政局认可的投资额加成10%的投资回报率。2015年，公司无新开工代建业务。

4. 在建项目和未来发展

根据公司的发展规划，公司作为湘江风光带项目建设、旧城改造、棚户区改造及开发的建设主体，目前主要在建项目包括旗滨玻璃集团项目、芙蓉花园和湘江1号等8个项目，拟建项目为大元棚户区改造项目，上述项目总投资为57.77亿元，截至2015年底已完成投资

22.51 亿元。未来三年公司资本支出计划金额分别为 7.21 亿元、13.82 亿元和 4.81 亿元，资本支出压力一般。

表 4　公司主要投资项目情况(单位：万元)

项目名称		总投资额	截至 2015 年底已完成投资	未来投资计划		
				2016 年	2017 年	2018 年
在建项目	旗滨集团项目（募投项目）	242333	104000	20000	21201	20000
	芙蓉花园	88000	23703	20000	15332	11000
	神龙公园西北角项目（湘江 1 号）	54000	13321	10000	13450	7151
	铁路机校片区（B 地块）棚改项目（体育公园）	46895	39108	8525	13000	1900
	月形山	6300	4722	8190	-	-
	无线电二厂	50000	25489	-	5000	8000
	永利码头	15000	14646	413	-	-
	盐业公司	5000	112	5000	-	-
拟建项目	大元棚户区改造项目	70210	-	-	70210	-
合计		577738	225101	72128	138193	48051

资料来源：公司提供

未来两年出让计划方面，公司计划出让永利码头、月形山A地块，总面积66.43亩，预计土地返还收入3.50亿元。公司未来主要收入仍来自土地出让，受政策影响大，存在低于预期的可能性。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

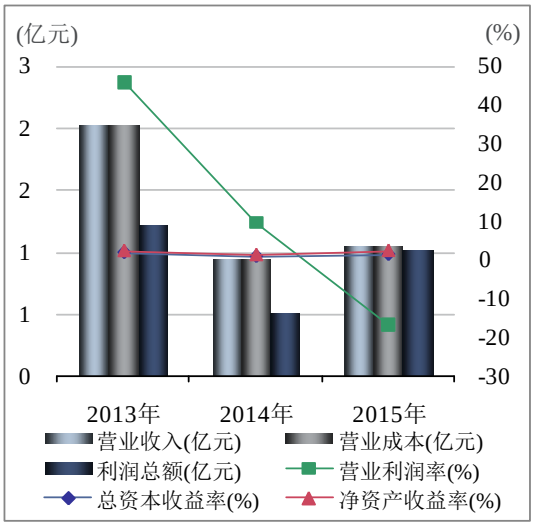
公司提供了2012~2014年三年连审财务报告以及2015年财务报告，利安达会计师事务所（特殊普通合伙）和大信会计师事务所（特殊普通合伙）分别对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2015年底，公司资产总额92.25亿元，所有者权益 45.31 亿元；2015 年公司实现营业收入 1.04 亿元，利润总额 1.01 亿元。

2. 盈利能力

公司 2015 年营业收入主要来源于土地整理收入。2015 年公司营业收入有所增长，同比增长 10.23%。受出让土地开发成本较高影响，2015 年公司营业利润率分别为-16.95%。

图 1　2013~2015 年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

期间费用方面，2015 年，公司期间费用为 0.20 亿元，较 2014 年增长 130.24%，主要为债务规模增长引起的财务费用大幅增长所致。受财务费用大幅增长影响，2015 年期间费用率上升至 19.54%。总体看，公司期间费用较高，对利润侵蚀明显，公司对期间费用的控制力有待提高。

2015 年，公司营业利润为-0.38 亿元，较 2014 年大幅下降，但在政府给予的财政补贴支持下，公司实现利润总额 1.01 亿元，较 2014 年增长 100.87%。2015 年，公司营业外收入 1.39 亿元，全部为政府补助资金，较 2014 年的 0.50 亿元明显增加。

从盈利指标看，2013~2015 年，公司总资本收益率和净资产收益率三年均值分别为1.27%和 1.89%，2015 年上述指标分别为 1.32%和 2.22%，高于三年平均值，但公司整体盈利能力依然弱。

总体看，公司经营受政策影响大，政府补贴收入对公司利润影响大，公司整体盈利能力弱。

3．现金流及保障

经营活动方面，2015年，公司经营活动现金流入量为10.20亿元，主要为收到其他与经营活动有关的现金9.16亿元，主要为往来款7.31亿元和收到的政府补助1.39亿元，此外还包含少量保证金和利息收入。2015年，公司经营活动现金流出量快速增长，为23.75亿元，主要为支付其他与经营活动有关的现金22.91亿元，包含往来款21.00亿元和保证金1.90亿元，此外还包含少量办公费用。2015年，公司经营活动现金净流量为-13.56亿元，持续为负。从现金收入比看，2015年为99.95%，经营获现能力较好。

投资活动方面，2015年全部为构建固定资产、无形资产等支付的现金0.14亿元，主要是政协办公楼工程支出。

筹资活动方面，2015 年，公司筹资活动现金流入主要来自银行借款和发行债券收到的现金，现金流出主要来自偿还借款本息。受公司 2015 年成功发行 15 亿元公司债券“15 湘江建开债”影响，2015 年公司筹资活动现金流量净额大幅增长，为 24.62 亿元。

总体看，公司经营活动获现能力较好，在建的投资项目未来仍有一定资金需求，公司对外部融资依赖较强。

4．资产质量

截至2015年底，公司资产总额92.25亿元，同比增长 38.09%，主要系货币资金和其他应收款大幅增长所致。公司资产结构变化不大，其中流动资产占 98.10%，非流动资产占 1.90%。

流动资产

截至 2015 年底年，公司流动资产 90.50 亿元，同比增长 38.89%，主要系货币资金和其他应收款大幅增长所致；流动资产中货币资金、其他应收款和存货占比分别为 12.20%、24.30%和 63.30%，其余为少量预付款项。

截至2015年底，公司货币资金11.04亿元，同比增长 415.63%，主要系公司于年底成功发行 15 亿元公司债券“15 湘江建开债”所致。货币资金绝大部分为银行存款，无使用受限的资金。

截至 2015 年底，公司其他应收款 21.99 亿元，同比增长 147.65%，主要系与关联方株洲市水利建设投资有限公司往来款大幅增长所致。公司其他应收款主要为与株洲市水利建设投资有限公司往来款 19.71 亿元、株洲湘江建设发展集团发展有限公司往来款 1.56 亿元和株洲塔山房地产开发有限公司往来款 0.43 亿元等。截至 2015 年底，公司计提坏账准备 6.61 万元，对关联方株洲市水利建设投资有限公司和母公司株洲湘江建设发展集团发展有限公司欠款未计提坏账准备。

截至 2015 年底，公司存货 57.29 亿元，同比略微下降 0.28%，公司存货构成主要为土地开发成本，同时还包括政府注入公司的土地资产。截至 2015 年底，公司用于抵押的土地资产为 21.46 亿元，抵押比率 37.45%，比率较高。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产 1.76 亿元，同比增长 6.76%，主要系固定资产增加所致。非流动资产中可供出售金融资产、固定资产和无形资产占比分别为 28.88%、51.37%和 19.55%，其余为少量长期待摊费用。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产 0.51 亿元，全部为对株洲市神农城开发建设有限公司的股权投资；公司固定资产账面价值 0.90 亿元，为房屋及建筑物，同比增长 17.26%，主要系房屋及建筑物增加；公司无形资产 0.34 亿元，为土地使用权，同比下降 2.66%，主要

系土地使用权摊销所致。

总体看，近三年公司资产规模快速增长，资产构成以土地资产为主，且抵押比率较高，资产流动性较弱，公司整体资产质量一般。

5. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益保持相对稳定，为 45.31 亿元，同比增长 2.78%，主要系未分配利润增加所致。所有者权益中，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润占比分别为 4.41%、84.16%、1.37%和 10.06%。

截至2015年底，公司资本公积38.13亿元，较 2015 减少 0.01 亿元，主要系根据株洲市人民政府国有资产监督管理委员会株国资函【2015】82 号文，将公司持有的株洲市国投水木建设有限公司股权无偿划转至株洲市国有资产投资控股有限公司。

跟踪期内，公司所有者权益稳定性尚可。

负债

截至 2015 年底，公司负债规模快速增长，为 46.94 亿元，同比增长 106.63%。从负债结构来看，流动负债和非流动负债占比分别为 14.61%和 85.39%，公司负债以非流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债为 6.86 亿元，其中短期借款占 43.74%、应付账款占 16.71%、其他应付款占 39.67%。

截至 2015 年底，公司短期借 3.00 亿元，全部为保证借款。

截至 2015 年底，公司应付账款 1.15 亿元，同比下降 32.24%，均为未结算的工程款。

截至 2015 年底，公司其他应付款 2.72 亿元，同比增长 81.27%，主要系新增与株洲市湘江一号项目管理有限公司项目保证金 1.10 亿元。

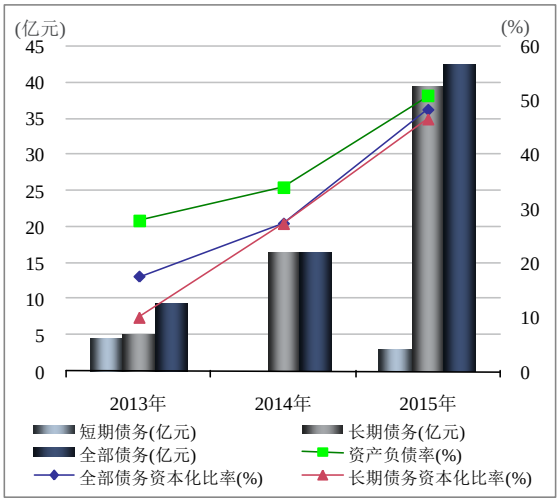
非流动负债方面，截至 2015 年底为 40.08 亿元，同比大幅增长 113.70%，主要系长期借款和应付债券大幅增长所致。

截至2015年底，公司长期借款19.49亿元，同比增长 69.48%，全部为抵押借款。

截至2015年底，公司应付债券19.99亿元，同比增加 14.94 亿元，主要系公司于 2015 年 11 月成功发行 7 年期公司债券“15 湘江建开债”15 亿元。

从负债指标看，截至 2015 年底公司长期债务和全部债务分别为 39.48 亿元和 42.48 亿元；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三年均值分别为 41.21%、35.88%和 33.48%，截至 2015 年底上述指标分别上升至 50.88%、48.39%和 46.56%，高于三年平均值。

图 2　2013~2015 年公司债务情况



资料来源：公司审计报告

总体看，跟踪期内，公司债务负担上升快速，但总体债务规模一般，债务负担尚可。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2013~2015 年，公司流动比率和速动比率三年均值分别为 1283.30%和 309.13%，截至 2015 年底分别为 1319.40%和 484.21%。考虑到公司流动资产主要以其他应收款和存货为主，且存货主要为土地资产，变现能力弱，公司实际短期偿债能力偏弱。

从长期偿债能力指标看，2013~2015 年 EBITDA 波动较大，分别为 1.23 亿元、0.52 亿

元和 1.21 亿元；同期，公司全部债务/EBITDA 快速上升，分别为 7.74 倍、31.90 倍和 35.02 倍。

总体看，跟踪期内，公司短期偿债能力偏弱，EBITDA 对债务保障能力偏弱，但考虑到公司作为株洲市重要的建设主体以及政府对公司的支持，公司整体偿债能力较强。

截至 2015 年底，公司无对外担保事项。

截至 2015 年底，公司共获得银行授信额度 27.4 亿元，未使用额度 15.90 亿元，公司间接融资渠道较畅通。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号：B201611220167203562），截至 2016 年 11 月 22 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

近年来，株洲市财政实力快速增长，为公司经营发展提供良好外部环境。公司作为株洲市湘江风光带建设的主体，在土地资产注入、土地出让收益返还和财政补贴等方面获得政府支持力度较大，未来随着株洲市经济的发展和公司土地开发业务的推进，公司收入有望保持稳定增长。

总体看，公司整体抗风险能力强。

十、本期债券偿债能力分析

1. 债券偿还能力

公司于2015年11月发行的“15湘江建开债”募集资金15亿元，债券期限为7年，公司将于存续期内第3~7年每年分期偿还本金的20%。

2015年，公司经营活动现金流入量为10.20亿元，为本期债券本金的0.68倍，为本期债券分期偿还本金的3.40倍，公司经营活动现金流入量对本期债券分期偿还本金的保障能力较强；2015年，公司EBITDA为1.21亿元，为本期公司债券的0.08倍，是本期债券分期偿还本金的0.40倍，EBITDA对本期公司债券的保护能力弱。考虑到本期债券分期偿还设置，有助于分散集中偿付的风险，且募投项目具有良好的收益预期，本期债券到期不能偿还的风险较低。

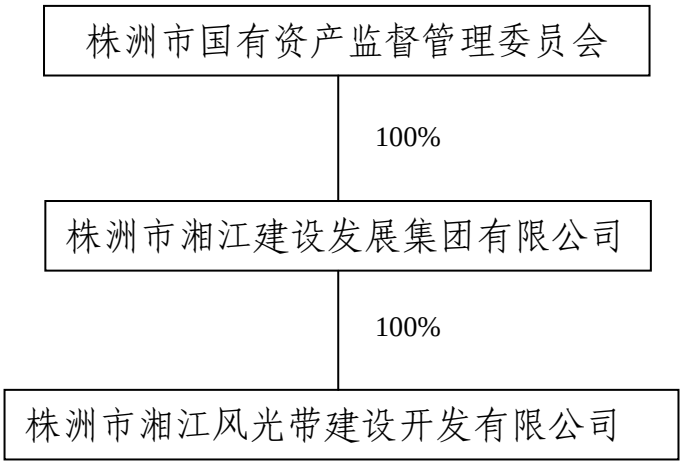
2. 债券保障措施

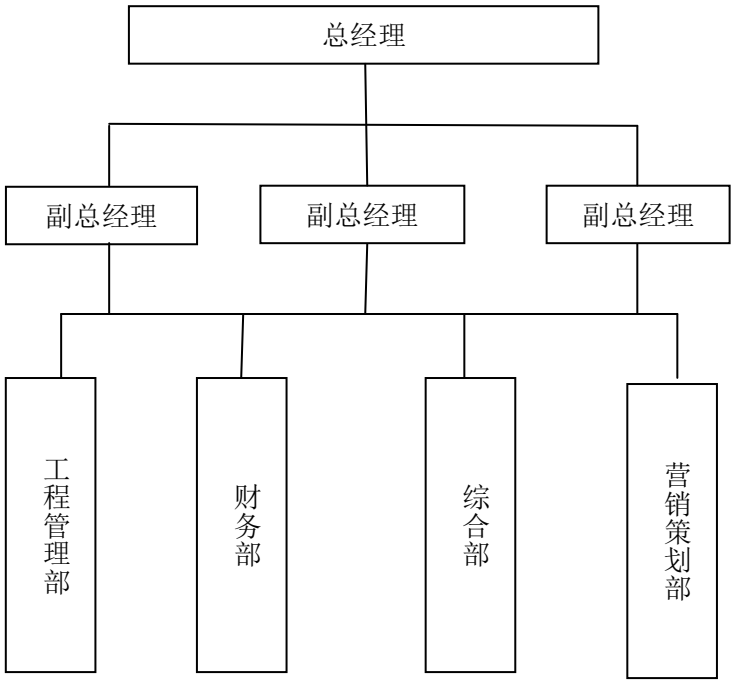
株洲水利以其拥有的面积为 7.12 万平方米（约 106.73 亩）的一宗土地使用权、公司以自有的总面积为 29.52 万平方米（约 442.75 亩）的四宗土地使用权为本期债券还本付息提供抵押担保。根据湖南天华房地产土地评估有限责任公司出具的资产评估报告，以 2016 年 11 月 20 日为评估基准日，株洲水利土地使用权评估价值为人民币 5.05 亿元。根据湖南天华房地产土地评估有限责任公司出具的资产评估报告，以 2016 年 11 月 20 日为评估基准日，公司 4 宗土地使用权评估价值为人民币 19.90 亿元（账面价值 18.47 亿元）。上述五宗土地使用权评估总价为 24.95 亿元，为本期债券发行总额的 1.66 倍，高于公司保证的抵押倍数不低于 1.5 倍（抵押比例是指抵押资产价值总额与本期债券未偿还本金的比例），上述措施能有利于保障本期债券本息偿还的安全性。但联合资信也关注到，截至 2015 年底，公司资产中有 21.46 亿元的出让用地已用于抵押，占公司土地资产账面价值总额的 43.43%，若同时考虑本期债券用于抵押的土地资产，已抵押资产占公司土地资产账面价值总额的 80.82%，公司已抵押和拟用于抵押的土地资产占公司资产总额的比例高。

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，评级展望为稳定，维持“15湘江建开债”信用等级为 AA。

附件 1　公司股权结构图和组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	0.42	0.12	11.04
资产总额(亿元)	62.16	66.80	92.25
所有者权益(亿元)	44.86	44.09	45.31
短期债务(亿元)	4.50	0.00	3.00
长期债务(亿元)	5.00	16.56	39.48
全部债务(亿元)	9.50	16.56	42.48
营业收入(亿元)	2.01	0.94	1.04
利润总额(亿元)	1.21	0.50	1.01
EBITDA(亿元)	1.23	0.52	1.21
经营性净现金流(亿元)	-1.54	-5.54	-13.56
财务指标			
销售债权周转次数(次)	130.77	-	-
存货周转次数(次)	0.02	0.02	0.02
总资产周转次数(次)	0.04	0.01	0.01
现金收入比(%)	100.71	100.00	99.95
营业利润率(%)	45.87	9.54	-16.95
总资本收益率(%)	1.80	0.83	1.32
净资产收益率(%)	2.18	1.14	2.22
长期债务资本化比率(%)	10.03	27.28	46.56
全部债务资本化比率(%)	17.48	27.28	48.39
资产负债率(%)	27.84	34.01	50.88
流动比率(%)	650.68	1644.89	1319.40
速动比率(%)	43.09	194.68	484.21
经营现金流动负债比(%)	-16.60	-139.84	-197.67
全部债务/EBITDA(倍)	7.74	31.90	35.02

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）
净资产收益率	净利润/所有者权益×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

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。