信用等级公告

联合[2018] 1239 号

联合资信评估有限公司通过对株洲市湘江风光带建设开发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，维持“15 湘江建开债/15 湘开债”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

二零一八年六月二十二日

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

株洲市湘江风光带建设开发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
15 湘江建开债/15 湘开债	15.00 亿元	2022/11/25	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 22 日

财务数据

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产（亿元）	11.04	0.58	5.38
资产总额(亿元)	92.25	104.69	124.12
所有者权益(亿元)	45.31	44.13	46.00
短期债务(亿元)	3.00	11.48	3.60
长期债务(亿元)	39.48	26.06	25.51
全部债务(亿元)	42.48	37.54	29.11
营业收入(亿元)	1.04	1.15	5.32
利润总额 (亿元)	1.01	1.62	1.21
EBITDA(亿元)	1.21	1.86	1.32
经营性净现金流(亿元)	-13.56	-2.74	15.60
营业利润率(%)	-16.95	5.94	26.12
净资产收益率(%)	2.22	3.67	2.63
资产负债率(%)	50.88	57.84	62.94
全部债务资本化比率(%)	48.39	45.96	38.76
流动比率(%)	1319.40	300.32	232.42
经营现金流动负债比(%)	-197.67	-8.00	29.76
全部债务/EBITDA(倍)	35.02	20.17	22.09

分析师

竺文彬　黄海伦　张 铖

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，公司获得实际控制人的持续支持。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弱、存货和其他应收款对公司资金形成较大占用、土地资产抵押比率较高等因素对其信用水平产生不利影响。随着公司经营性业务的不断开展，公司未来发展前景良好。

“15 湘江建开债/15 湘开债”设置了本金分期偿还条款。同时，公司以自有的 4 宗土地使用权和关联方株洲市水利建设投资有限公司的 1 宗土地为本期债券提供抵押担保，一定程度上保障了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主体长期信用等级为AA，维持“15湘江建开债/15湘开债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，株洲市经济持续增长，公司外部发展环境良好。
2. “15 湘江建开债/15 湘开债”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. 公司资产以存货和其他应收款为主，对资金形成较大占用。存货主要为土地资产，抵押比例较高，资产流动性较弱。
2. 公司土地整理业务易受株洲市土地出让行情影响，收入存在一定不确定性。

声　明

一、本报告引用的资料主要由株洲市湘江风光带建设开发有限公司（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。

株洲市湘江风光带建设开发有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于株洲市湘江风光带建设开发有限公司（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，公司股东及其实际控制人未发生变化，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，公司实际控制人为株洲市国有资产监督管理委员会（以下简称“株洲市国资委”）。截至 2017 年底，公司注册和实收资本均为 2.00 亿元。

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，公司内设营销策划部、财务部、工程管理部和综合部 4 个职能部门，无下属子公司。

截至 2017 年底，公司资产总额 124.12 亿元，所有者权益 46.00 亿元；2017 年，公司实现营业收入 5.32 亿元，利润总额 1.21 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、债券概况与募集资金使用情况

2018年5月底，联合资信所评“15湘江建开债/15湘开债”（以下简称“本期债券”）尚需偿还余额15.00亿元。跟踪期内，本期债券已按期支付利息。

本期债券募集资金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（以下简称“募投项目”或“铜塘港项目”），项目总投资24.23亿元，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。2018年5月底，募投项目累计投入12.50亿元，已按规定用途使用募集资金9.90亿元。跟踪期内，募投项目无投入（系正在准备土地出让相关手续），项目进展缓慢，目前已对场地内影响治污的建筑物进行拆除清理，对片区内被污染铜塘港港道及水塘约1200立方米的重金属污染底泥进行疏浚，同时进行稳定化、固化处理并进行安全填埋；完成地块沿江路道路及配套工程的建设。

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
15 湘江建开债/15 湘开债	15.00	15.00	2015/11/25	7

资料来源：联合资信整理

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 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. 区域环境

公司作为湘江集团全资子公司，负责湘江风光带和湘江两岸项目建设。株洲市的经济水平以及未来发展规划对公司影响较大。

株洲市经济持续增长，产业结构不断优化，固定资产投资和房地产开发投资保持快速增长，为公司创造了良好的外部环境。

根据《株洲市2017年国民经济和社会发展统计公报》， 2017年，全市地区生产总值比上年增长8%，高于全国平均水平1.1个百分点。其中，第一产业增加值增长3.9%；第二产业增加值增长6.7%；第三产业增加值增长10.7%。全市三次产业结构由2016年的7.9:53:39.1调整为8:48:44。第一、二、三产业对GDP的贡献率分别为3.6%、47%和49.4%。

2017年，株洲市固定资产投资比上年增长13.3%。分经济类型看，国有投资下降10.8%；非国有投资增长29.5%。分产业类型看，第一产业投资增长88.1%；第二产业投资增长10%；第三产业投资增长11.5%。分投资方向看，高技术产业投资增长71.7%；生态投资增长30.3%；战略性新兴产业投资增长1.2%；基础设施投资下降6.7%。全市亿元以上项目494个，比上年增加51个；新开工亿元以上项目478个，比上年增加216个。

2017年，株洲市房地产开发投资比上年增长16.1%。商品房销售面积755.2万平方米，增长1.2%；商品房销售额371.1亿元，增长19.4%；年末房屋待售面积93.2万平方米，下降38.5%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和实际控制人未发生变化，公司股东仍为湘江集团，实际控制人为株洲市国资委。

2. 竞争优势

跟踪期内，公司职能定位未发生变化。公司是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具有专营性。

3. 外部支持

2017 年株洲市财政收入持续增长，财政实力较强；跟踪期内，公司获得了实际控制人的持续支持。

根据《关于株洲市 2017 年财政预算执行情况及 2018 年市本级财政预算草案的报告》，2017 年，全市一般公共预算收入完成 337.8 亿元，比上年增长 8%，其中税收收入 230.2 亿元，非税收入 107.7 亿元。全市政府性基金预算收入完成 87.3 亿元，增长 9.3%。全市一般公共预算支出 445.1 亿元，增长 9.8%。其中用于民生领域的支出达 346.9 亿元，占一般公共预算支出的比重达到 77.9%，比上年提高了 5.3 个百分点。株洲市财政自给率 75.89%，财政平衡能力一般。

2017 年，公司收到政府补助 0.11 亿元。同年 12 月，根据株国资函【2017】137 号文，株洲市国资委将玉兰山庄的土地及地面资产（非公益性资产，后续产生租金收入）0.55 亿元划拨至公司。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10430203001646101），截至 2018 年 5 月 4 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2018 年 5 月 31 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，公司依据《公司章程》及管理制度有序推进各项事务。公司管理制度完善，人员构成合理，能满足日常工作需要。

七、经营分析

跟踪期内，公司主营业务收入构成未发生变化，土地整理业务收入大幅增长。公司新增房屋销售业务，预计未来将产生一定规模的地产销售收入。

2017 年，公司实现营业收入 5.32 亿元，同比大幅增长 362.66%，以土地整理收入为主，其他收入全部是租金收入。由于土地整理业务毛利率快速增长，公司综合毛利率上升至 26.19%。

表 3　公司营业收入构成情况(单位：亿元、%)

项目	2016 年			2017 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地整理	1.12	97.91	4.00	5.30	99.64	25.92
其他业务	0.02	2.09	100.00	0.02	0.36	100.00
合计	**1.15**	**100.00**	**6.01**	**5.32**	**100.00**	**26.19**

注：公司各业务总和与合计数存在误差系四舍五入所致。
资料来源：公司提供

跟踪期内，由于当地房地产市场向好，公司土地整理（棚户区改造）业务收入和毛利率快速增长。

公司被列为株洲市棚改实施主体，项目支

出主要通过土地出让返还和政府补贴平衡。公司目前负责河东区域E01至E16和河西区域的W01到W08范围内的土地整理、旧城改造和新建项目。

跟踪期内，公司主要业务模式未发生变化。公司根据市政府下达的项目实施计划对项目地块房屋进行征收并整理，由政府部门对征收成本进行核定，制定出让方案，报市土地管理委员会批准后，挂牌出让。一般在土地出让时确认收入，在出让后后的一个月内公司可收到土地出让净收益返还（其中包括土地开发成本全额返还、土地出让纯收益扣除财政提留后按一定比例返还）。

表4　2017年公司土地出让情况(单位：亿元、亩)

土地名称	出让价格	成本价格	地块面积
盐业地块	1.50	1.48	26.79
新华联地块	2.64	1.57	85.46
芙蓉路项目	1.01	0.73	33.14
沿江北路地块	0.13	0.13	3.52
合计	**5.28**	**3.91**	**148.91**

注：公司土地出让价格合计数与土地整理收入存在差异系四舍五入所致。
资料来源：公司提供

2017年，公司实现土地整理收入5.30亿元，实现资金回笼2.01亿元。土地整理业务毛利率25.92%，同比快速上升主要系当年土地出让金较高所致。未来公司将继续按照政府安排进行整理并出让，收益可能因地块整治成本和出让价格不同而出现波动。

跟踪期内，公司新增房屋销售业务并实现预售，未来有望成为公司利润来源之一。

2017年，公司新增房屋销售收入。公司在建和拟建的地产项目共2个，为芙蓉花园一期和二期。2017年底，芙蓉花园一期项目已封顶，实现销售预售款1.19万元；芙蓉花园二期项目尚未开工建设。随着公司在建房地产项目的持续推进，预计公司2018年将产生较大规模的房屋销售收入。

表5　2017年底公司房地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	2017年底已投资额	尚需投资金额
芙蓉花园一期	4.68	1.87	2.81
芙蓉花园二期	8.80	1.11	7.69
合计	**13.48**	**2.98**	**10.50**

注：2017年底投资额含土地价款，项目投入相对目前进展较少系大部分工程款未支付，同时还有其他部分工程未施工。
资料来源：公司提供

2017年底，公司共拥有可出让或可供开发的土地使用权33宗，总面积1438.49亩（95.90万平方米）。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”45.53亿元，扣除评估价值中包含的负债部分，计入资本公积37.81亿元）。土地性质方面，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。

公司未来仍将以土地整理和棚户区改造业务为主，但收入易受土地市场波动影响存在一定不确定性。未来两年公司在建和拟建项目投资规模较大，存在一定的融资需求。

目前，公司主要在建的棚改和土地整理项目包括月形山、无线电二厂和湘江1号等7个项目，项目总投资合计46.13亿元，2017年底已完成投资31.57亿元，未来三年尚需投资10.56亿元，存在一定融资需求。

表6　公司主要投资项目情况(单位：万元)

项目名称	总投资额	2017年底已完成投资	未来投资计划		
			2018年	2019年	2020年
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	242333	125000	20000	10000	10000
神龙公园西北角项目（湘江1号）	39717	17764	3000	7151	8000
铁路机校片区（B地块）棚改项目（体育公园）	47772	41607	11546	1900	--
月形山	6300	4744	--	--	--
无线电二厂	50000	38092	8000	8000	--
盐业公司	5000	251	--	--	--
大园棚户区改造项目	70210	88242	18000	--	--
合计	**461332**	**315700**	**60546**	**27051**	**18000**

注：1.铁路机校片区（B地块）棚改项目（体育公园）项目2017年底实际投资额超过总投系项目追加投资所致；2. 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投入反应在“其他应收款“中。
资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了2017年财务报告，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

1. 资产质量

跟踪期内，由于在建项目的持续投入，公司资产规模快速增长；资产构成以土地资产和往来款为主，且土地资产抵押比率较高，资产流动性较弱，资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 124.12 亿元，同比增长 18.56%，主要系货币资金和存货增长所致。公司资产构成以流动资产为主。

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	0.58	0.55	5.38	4.33
其他应收款	42.90	40.98	45.40	36.58
存货	58.78	56.15	70.32	56.65
流动资产	**102.99**	**98.38**	**121.81**	**98.14**
非流动资产	**1.70**	**1.62**	**2.31**	**1.86**
资产总额	**104.69**	**100.00**	**124.12**	**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 121.81 亿元，同比增长 18.27%。公司货币资金 5.38 亿元，同比大幅增加 4.80 亿元，主要系公司当年收到关联方往来款所致，无使用受限资金。公司其他应收款 45.40 亿元，同比增长 5.84%，主要系与株洲市财政局及关联方株洲市水利建设投资有限公司往来款增加所致，其他应收款主要由与株洲市水利建设投资有限公司往来款（募投项目投入通过往来款形式拨入株洲市水利建设投资有限公司，由该公司负责施工建设）43.64 亿元和政府往来款 1.76 亿元构成，集中度高；账龄在 2 年内的占比 99.44%，账龄较短，公司累计计提坏账准备 15.00 万元；公司存货 70.32 亿元，同比增长 19.64%，主要系开发成本增长所致，公司存货包括土地开发成本 24.79 亿元（房地产项目投入 2.99 亿元和 21.80 亿元棚改和土地整理投入）及政府注入的土地资产 45.53 亿元。其中用于抵押的土地资产 18.47 亿元，抵押比率 40.57%，抵押比率较高。

2017 年底，公司非流动资产 2.31 亿元，同比增长 36.16%，主要系新增其他非流动资产 0.55 亿元（系玉兰山庄土地，因该土地未注明使用时长，故暂放入该科目）所致。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益基本保持稳定。由于公司将收到的部分往来款用于偿还有息债务，公司有息债务规模快速下降，债务负担有所下降，有息债务负担较轻。

2017 年底，公司所有者权益规模略有增长，所有者权益构成较 2016 年底变化不大。其中资本公积略有增加系政府划拨资产所致。

2017 年底，公司负债总额 78.12 亿元，同比增长 29.00%，主要系其他应付款快速增长所致。公司负债以流动负债为主。

表8 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	22.49	37.14	46.80	59.91
流动负债	**34.29**	**56.62**	**52.41**	**67.09**
长期借款	11.10	18.33	10.60	13.57
应付债券	14.96	24.70	14.91	19.09
非流动负债	**26.26**	**43.36**	**25.71**	**32.91**
负债总额	**60.56**	**100.00**	**78.12**	**100.00**
资本公积	38.13	86.40	38.79	84.33
未分配利润	3.21	7.27	4.30	9.35
所有者权益合计	**44.13**	**100.00**	**46.00**	**100.00**
负债和所有者权益合计	**104.69**	--	**124.12**	--

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动负债 52.41 亿元，同比增长 52.83%。公司其他应付款 46.80 亿元，同比增长 108.06%，主要系收到母公司往来款较多所致；一年内到期的非流动负债 3.60 亿元，较上年底下降 7.88 亿元，主要系偿还一年

内到期的长期借款和应付债券。2017 年底，公司非流动负债 25.71 亿元，较上年底保持相对稳定，主要由长期借款和应付债券构成。

2017 年底，公司全部债务 29.11 亿元，同比下降 22.45%，有息债务以长期债务为主且占比由 2016 年底的 69.43%上升至 87.63%。2018~2020 年，公司需兑付有息债务分别为 3.60 亿元、10.50 亿元和 3.50 亿元，2019 年偿债集中度较高。2017 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分别为 62.94%、38.76%和 35.67%，资产负债率较上年底有所上升，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率较上年底均有所下降。总体看，公司整体债务规模有所下降。

3．盈利能力

跟踪期内，公司营业收入大幅增长；营业利润大幅增加，公司盈利能力依然弱。

2017 年，公司营业收入 5.32 亿元，同比增长 362.66%；同期，公司营业成本增速低于营业收入增速，故 2017 年公司营业利润率上升至 26.12%。

2017 年，公司期间费用 0.13 亿元，同比快速下降 48.71%，主要系公司当年偿还部分有息债务使得财务费用快速下降所致。由于 2017 年公司营业收入快速增长且期间费用快速下降，期间费用率由 2016 年的 21.80%快速下降至 2.42%，跟踪期内，公司期间费用对利润侵蚀有所减轻。

2017 年，公司营业利润大幅增加，为 1.26 亿元。公司收到的政府补助快速下降至 0.11 亿元，较上年减少 1.97 亿元。公司利润总额 1.21 亿元，同比下降 25.26%。

2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.67%和 2.63%，较上年略有下降，公司整体盈利能力依然弱。

4．现金流分析

跟踪期内，由于公司收到的往来款规模较大，经营活动现金流量净额由负转正，但收入实现质量有所下降。公司筹资活动依然以偿还债务为主。

公司经营活动主要是经营业务收支以及与关联方的往来款。2017年，公司经营活动现金流入量42.59亿元，同比增长31.43%，以收到的关联方往来款为主。公司购买商品、接受劳务支付的现金11.70亿元（其中土地整理拆迁款11.00亿元），同比大幅增长443.03%。由于公司2017年支付的往来款明显减少，公司经营活动现金流量净额由负转正，为15.60亿元。2017年，公司现金收入比由2016年的100.06%下降至63.17%（未收到的回款计入“其他应收款”），系2017年确认的土地整理收入部分将于2018年回笼，收入实现质量快速下降。

2017年，公司投资活动较少，投资活动现金流量净额-131.61万元。

2017 年，公司资金来源主要通过收到关联方往来款，筹资活动以偿还债务本息为主。筹资活动现金流量净额-10.79 亿元。

5．偿债能力

跟踪期内，公司短期债务规模较小，短期偿债能力尚可；公司长期偿债能力弱，但考虑到股东以及市政府对公司的有力支持，公司整体偿债风险较小。

2017 年底，由于公司流动负债增速高于流动资产增速，公司流动比率和速动比率分别下降至 232.42%和 98.23%；2017 年，公司经营经营现金流动负债比为 29.76%。考虑到公司短期债务规模较小，公司短期偿债能力尚可。

2017 年，公司 EBITDA 为 1.32 亿元，同比下降 29.19%；2017 年底，公司全部债务/EBITDA 为 22.09 倍，公司长期偿债能力弱。

截至 2017 年底，公司共获得银行授信额度 31.60 亿元，已使用 31.10 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2017 年底，公司无对外担保。

九、存续期债券偿债能力

2017年底，公司存续债券余额15.00亿元，其中一年内到期的应付债券规模较小，存续债券的短期偿债压力较小。

2017年底，公司一年内到期的应付债券3.00亿元。2017年底，公司现金类资产5.38亿元；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42.59亿元、15.60亿元和1.32亿元，对公司存续债券保障情况如下表。总体看，公司经营活动流入量和净流量对一年内到期债券保障能力强。

表9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2017年
一年内到期债券余额	3.00
未来待偿债券本金峰值	3.00
现金类资产/一年内到期债券余额	1.79
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	14.20
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	5.20
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.44

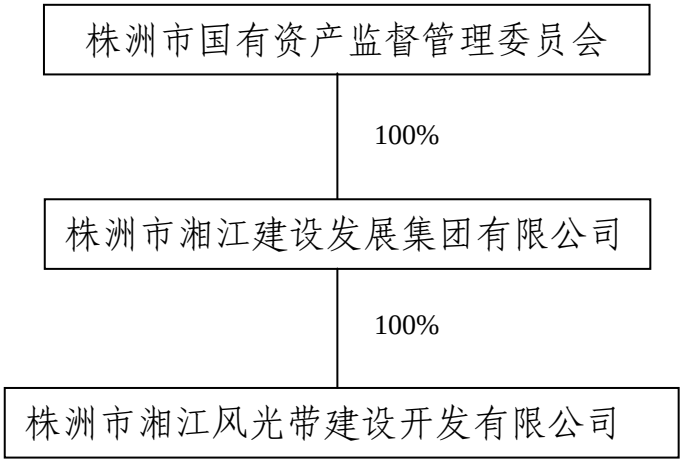
资料来源：联合资信整理

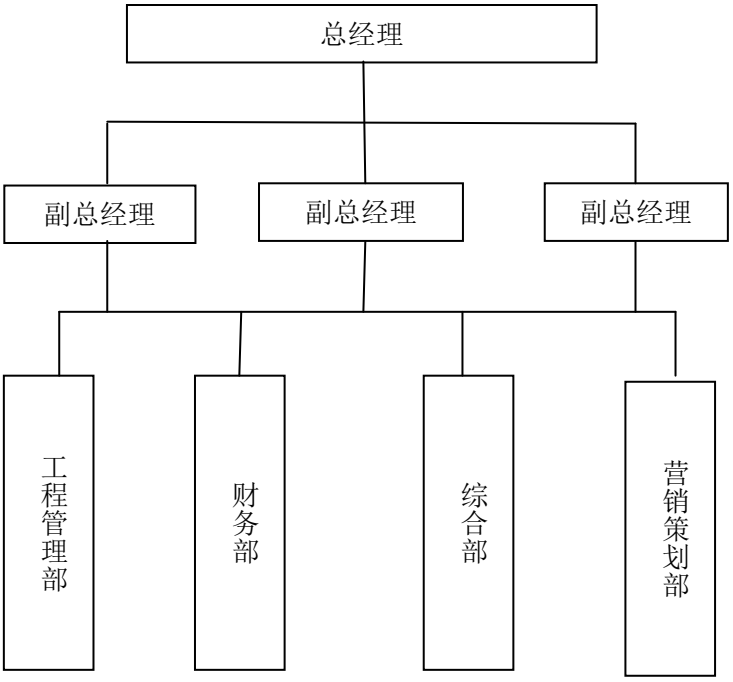
此外，株洲市水利建设投资有限公司以其拥有的面积为 7.12 万平方米（约 106.73 亩）的一宗土地使用权、公司以自有的总面积为 29.52 万平方米（约 442.75 亩）的四宗土地使用权为“15 湘江建开债/15 湘开债”还本付息提供抵押担保。根据湖南天华房地产土地评估有限责任公司出具的资产评估报告，以 2018 年 4 月 20 日为评估基准日，株洲市水利建设投资有限公司土地使用权评估价值 5.13 亿元，公司 4 宗土地使用权评估价值 20.24 亿元（账面价值 18.47 亿元）。上述五宗土地使用权评估总价 25.37 亿元，为“15 湘江建开债/15 湘开债”发行总额的 1.69 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“15 湘江建开债/15 湘开债”未偿还本金的比例），上述措施有利于保障“15 湘江建开债/15 湘开债”本息偿还的安全性。

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“15 湘江建开债/15 湘开债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

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	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	11.04	0.58	5.38
资产总额(亿元)	92.25	104.69	124.12
所有者权益(亿元)	45.31	44.13	46.00
短期债务(亿元)	3.00	11.48	3.60
长期债务(亿元)	39.48	26.06	25.51
全部债务(亿元)	42.48	37.54	29.11
营业收入(亿元)	1.04	1.15	5.32
利润总额(亿元)	1.01	1.62	1.21
EBITDA(亿元)	1.21	1.86	1.32
经营性净现金流(亿元)	-13.56	-2.74	15.60
财务指标			
销售债权周转次数(次)	-	-	957.06
存货周转次数(次)	0.02	0.02	0.06
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.05
现金收入比(%)	99.95	100.06	63.17
营业利润率(%)	-16.95	5.94	26.12
总资本收益率(%)	1.32	2.21	1.67
净资产收益率(%)	2.22	3.67	2.63
长期债务资本化比率(%)	46.56	37.13	35.67
全部债务资本化比率(%)	48.39	45.96	38.76
资产负债率(%)	50.88	57.84	62.94
流动比率(%)	1319.40	300.32	232.42
速动比率(%)	484.21	128.91	98.23
经营现金流动负债比(%)	-197.67	-8.00	29.76
全部债务/EBITDA(倍)	35.02	20.17	22.09

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	
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 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。