信用等级公告

联合〔2019〕1421 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/PR 湘开债”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

二〇一九年六月十七日

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

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/PR 湘开债	12.00 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：2019 年 6 月 17 日

财务数据

项　　目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产（亿元）	0.58	5.38	0.59
资产总额(亿元)	104.69	124.12	126.76
所有者权益(亿元)	44.13	46.00	47.84
短期债务(亿元)	11.48	3.60	2.65
长期债务(亿元)	26.06	25.51	21.49
全部债务(亿元)	37.54	29.11	24.14
营业收入(亿元)	1.15	5.32	7.77
利润总额 (亿元)	1.62	1.21	1.84
EBITDA(亿元)	1.86	1.32	1.92
经营性净现金流(亿元)	-2.74	15.60	0.89
应收类款项/资产总额(%)	40.97	36.59	41.89
营业利润率(%)	5.94	26.12	17.70
净资产收益率(%)	3.67	2.63	3.84
资产负债率(%)	57.84	62.94	62.26
全部债务资本化比率(%)	45.96	38.76	33.54
流动比率(%)	300.32	232.42	94.97
经营现金流动负债比(%)	-8.00	29.76	1.55
全部债务/EBITDA(倍)	20.17	22.09	12.55

分析师：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。随着公司土地整理业务的不断开展以及房屋销售业务的有序推进，公司未来发展前景良好。

“15 湘江建开债/PR 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/PR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，财政实力较强，公司外部发展环境良好。
2. 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，专营性优势突出。
3. “15 湘江建开债/PR 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。
3. 公司货币资金规模很小，短期偿债压力大。

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、企业基本情况

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 2018 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 2018 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 2018 年底，公司资产总额 126.76 亿元，所有者权益 47.84 亿元；2018 年，公司实现营业收入 7.77 亿元，利润总额 1.84 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

2019年4月底，联合资信所评“15湘江建开债/PR湘开债”（以下简称“本期债券”）尚需偿还余额12.00亿元。跟踪期内，本期债券已按期支付利息并兑付部分本金3.00亿元。

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。2019年4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/PR 湘开债	15.00	12.00	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。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，城投企业快速增加，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，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业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 2　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	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

	〔2018〕101 号	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〔2018〕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企业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。

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持续增长，为公司创造了良好的外部环境。

根据《株洲市2018年国民经济和社会发展统计公报》，2018年，全市地区生产总值2631.5亿元，按可比价计算，增长7.8%。其中，第一产业增加值185.5亿元，增长3.6%；第二产业增加值1149.2亿元，增长7.1%；第三产业增加值1296.8亿元，增长9.6%。全市三次产业结构由2017年的7.2：47.9：44.9调整为7.1：43.7：49.2。

2018年，株洲市固定资产投资比上年增长7%。分经济类型看，国有投资下降14.8%；非国有投资增长19.4%。分产业类型看，第一产业投资增长47.8%；第二产业投资增长28.3%，；第三产业投资下降3.4%。全市房地产开发投资比上年增长27.8%。商品房销售面积859.1万平方米，增长13.8%；商品房销售额505亿元，增长36.1%；2018年底房屋待售面积104.6万平方米，增长12.3%。

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

株洲市财政实力较强。跟踪期内，公司获得了政府的持续支持。

根据《关于株洲市 2018 年财政预算执行情况及 2019 年市本级财政预算草案的报告》，2018 年，株洲市一般公共预算收入 313.1 亿元，较上年回落 7.3%，同口径增长 6.2%。其中，地方收入 189.3 亿元，下降 15.5%。全市各项税收总收入 250.7 亿元，增长 8.9%，占一般公共预算收入的比重为 80.1%。城区一般公共预算收入 127.7 亿元，下降 5.1%；县域 93.7 亿元，下降 21.5%。全市一般公共预算支出 457.2 亿元，增长 2.3%。其中，财政用于民生支出 351.5 亿元，增长 8.1%，占一般公共预算收入的的 76.88%。财政自给率由 2017 年的 75.89%下降至 68.48%，财政自给能力有所下降。

2018 年，公司收到株洲市天元区财政局补贴 0.60 亿元，较 2017 年的 0.11 亿元明显增加。

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 2019 年 5 月 8 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

1. 经营概况

跟踪期内，公司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。

2018 年，公司实现营业收入 7.77 亿元，同比快速增长 46.10%，绝大部分为土地整理收入，其他收入全部是租金收入。由于土地整理业务毛利率回落，公司综合毛利率下降至 18.38%。

表 3　公司营业收入构成情况(单位：亿元、%)

项目	2017 年			2018 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地整理	5.30	99.64	25.92	7.75	99.84	18.25
其他业务	0.02	0.36	100.00	0.01	0.16	100.00
合计	**5.32**	**100.00**	**26.19**	**7.77**	**100.00**	**18.38**

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

2. 业务经营分析

（1）土地整理业务

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，公司土地整理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　2018 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
体育西路 B 地块	6.65	6.33	60.71
芙蓉路项目	1.10	--	33.14
合计	**7.75**	**7.06**	**93.85**

注：芙蓉路项目地块 2018 年出让无结转成本系该地块分次出让，2018 年相关成本已于 2017 年结转所致
资料来源：公司提供

2018 年，公司实现土地整理收入 7.75 元，实现资金回笼 2.63 亿元（其中 2018 年当年出让资金回笼 1.00 亿元、往年土地出让资金回笼 1.63 亿元，2.63 亿资金中 0.50 亿元计入“收到其他与经营活动有关的现金”，其他计入“销售商品、提供劳务收到的现金”），当年现金回笼情况差。土地整理业务毛利率 18.25%，同比有所下降主要系 2017 年所整理的土地成本相对较低使得当年毛利率较高，同时 2017 年所出让土地成本偏高所致。截至 2018 年底，公司土地整理累计投入 23.86 亿元。2019 年公司计划土地整理投入 2.30 亿元，计划出让地块预计金额 2.20 亿元，涉及地块包括月形山、体育公园 B1 地块。

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。

（2）房屋销售业务

跟踪期内，公司房屋销售业务持续推进并已实现一定规模的预售，未来有望成为公司利润来源之一。

公司自 2017 年起新增房屋销售业务，目前在建的地产项目共 2 个，为芙蓉花园一期和二期，无拟建项目。截至 2018 年底，芙蓉花园一期项目已全部竣工，水电气全部入户，2018 年实现销售预售款 1.82 亿元，截至 2018 年底共收到房屋预售款 3.01 亿元（全部计入预售款项，尚未确认收入），部分项目将于 2019 年 5 月交房；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，2019 年将产生一定规模的房屋销售收入。

表 5　2018 年底公司房地产项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	2018 年底已投资额	尚需投资金额
芙蓉花园一期	4.68	2.79	1.89
芙蓉花园二期	8.80	1.11	7.69
合计	**13.48**	**3.90**	**9.58**

注：2018 年底投资额含土地价款，同时芙蓉花园一期还有其他部分工程未施工
资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司共拥有可出让或可供开发的土地使用权 31 宗，总面积 1423.13 亩（94.88 万平方米），其中注入土地 29 宗，面积 86.65 万平方米，评估价值 42.26 亿元（计入“存货-开发成本”，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 79.08 亩、城镇住宅用地 846.56 亩和其他商服用地 442.76 亩、办公用地 54.73 亩。

3. 未来发展

公司未来仍将以土地整理和棚户区改造业务为主。同时，公司房屋销售将作为重要的利润补充。目前公司在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 48.66 亿元，2018 年底已完成投资 30.86 亿元，尚需投资 19.03 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	2018 年底已完成投资	尚需投资额
铜塘港项目	242333	125000	117333
神龙公园西北角项目（湘江 1 号）	39717	17636	22081
月形山	6300	4819	1481
无线电二厂	50000	42411	7589
大园棚户区改造项目	70210	72628	10000

芙蓉路片区棚改项目	78000	46148	31852
合计	**486560**	**308642**	**190336**

注：1.大园棚户区改造项目已完成投资额超过总投资额系实际成本较高所致；2.铜塘港项目 2018 年无投入，之前投入反应在“其他应收款”中
资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018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。公司无子公司，财务数据可比性强。

2. 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。

截至 2018 年底，公司资产总额 126.76 亿元，同比略有增长，主要系其他应收款增长所致。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	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.38	4.33	0.59	0.47
其他应收款	45.40	36.58	52.99	41.80
存货	70.32	56.65	70.02	55.24
流动资产	**121.81**	**98.14**	**124.52**	**98.23**
非流动资产	**2.31**	**1.86**	**2.25**	**1.78**
资产总额	**124.12**	**100.00**	**126.76**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司流动资产 124.52 亿元，同比增长 2.23%。公司货币资金 0.59 亿元，同比大幅下降 4.79 亿元，主要系公司 2017 年收到较多往来款，2018 年又转出较多往来款所致，货币资金中无使用受限资金。公司其他应收款 52.99 亿元（无应收利息和应收股利），同比增长 16.72%，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持续增加，同时公司将每年未收到的土地整理收入回款计入该项。其他应收款主要由公司与株洲市水利建设投资有限公司往来款（募投项目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）46.25 亿元和政府往来款（含土地出让尚未返还款）6.45 亿元构成（2017 年底与政府往来款 1.44 亿元），集中度高；公司累计计提坏账准备 30.00 万元，计提比例很低；存货 70.02 亿元，同比略有下降，主要系开发成本结转所致，公司存货包括土地开发成本 27.76 亿元（房地产项目投入 3.90 亿元和 23.86 亿元棚改和土地整理投入）及政府注入的土地资产 42.26 亿元。其中用于抵押的土地资产 18.47 亿元，均为“15 湘江建开债/PR 湘开债”提供的抵押担保，占政府注入土地资产的 43.71%，土地抵押比率较高。

截至 2018 年底，公司非流动资产 2.25 亿元，同比略有下降，公司非流动资产构成同比变化不大。

3. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益保持稳定。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。

截至 2018 年底，公司所有者权益规模有所增长，所有者权益构成较 2017 年底变化不大，主要是公司利润增长使得未分配利润和盈余公积增加所致。截至 2018 年底，公司实收资本、资本公积和未分配利润占比分别 4.18%、81.09%和 12.64%，所有者权益稳定性较好。

截至2018年底，公司负债总额78.93亿元，同比略有增长，主要系其他应付款有所增长所致。公司负债以流动负债为主。

表8 公司主要负债构成情况
（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
预收款项	1.19	1.52	3.01	3.81
其他应付款	46.88	60.01	51.29	64.98
流动负债	**52.41**	**67.09**	**57.39**	**72.71**

长期借款	10.60	13.57	9.55	12.10
应付债券	14.91	19.09	11.94	15.13
非流动负债	**25.71**	**32.91**	**21.54**	**27.29**
负债总额	**78.12**	**100.00**	**78.93**	**100.00**

注：由于2018年会计政策调整，将应付利息、应付股利并入其他应付款中，故对2017年追溯调整
资料来源：根据公司审计报告整理

截至2018年底，公司流动负债57.39亿元，同比增长9.50%。公司预收款项3.01亿元，同比大幅度增长152.38%，主要系芙蓉花园一期项目预售房款增加所致；其他应付款51.29亿元，同比增长9.40%，主要系与母公司往来款增加所致；一年内到期的非流动负债2.65亿元，全部是一年内到期的长期借款。截至2018年底，公司非流动负债21.54亿元，同比下降16.22%，主要系部分长期借款和应付债券减少所致。公司长期借款9.55亿元，其中抵押借款5.00亿元，保证借款4.55亿元。应付债券11.94亿元，较上年底下降2.97亿元，系部分债券本金已于2018年11月兑付所致，应付债券含将于2019年需兑付的本金3.00亿元。

截至2018年底，公司全部债务24.14亿元，同比下降17.07%。若将应付债券中2019年将兑付的3.00亿元从长期债务调整至短期债务，公司调整后短期债务和长期债务占比分别为23.40%和76.60%。2019~2020年，公司需兑付的有息债务分别为5.65亿元和10.25亿元，2020年公司兑付压力相对较大。截至2018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均有所下降，分别为62.26%、27.88%和33.54%。总体看，公司整体债务负担较轻。

4．盈利能力

跟踪期内，公司营业收入和业利润均大幅增加，但公司盈利能力依然弱。

2018年，公司营业收入7.77亿元，同比增长46.10%；同期，公司营业成本增速高于营业收入增速，故2018年公司营业利润率由2017年的26.12%下降至17.70%。

2018年，公司期间费用0.12亿元，同比快速下降3.29%，公司销售费快速增长80.71%至389.69万元，系房屋销售业务产生所致；财务费用下降62.37%至165.88万元，公司财务费用较少系将大部分利息资本化所致。由于2018年公司营业收入快速增长且期间费用有所下降，期间费用率由2017年的2.42%下降至1.60%，跟踪期内，公司期间费用对利润侵蚀有所减轻。

2018年，公司营业利润略有下降，为1.25亿元。公司收到的政府补助0.60亿元，较上年的0.11亿元有所增加。利润总额1.84亿元，同比增长51.69%。

2018年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为2.58%和3.84%，较上年略有提升，但公司整体盈利能力依然弱。

5．现金流分析

跟踪期内，公司收入实现质量仍差。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。2018年，公司经营活动现金流入量20.08亿元，同比下降52.86%，主要系收到其他与经营活动有关的现金中收到的往来款大幅减少所致（收到的往来款由2017年的38.93亿元下降至15.55亿元）。公司销售商品、提供劳务收到的现金3.92亿元，同比增长16.86%。由于公司2018年收到的往来款明显减少但同期往来款支出有所增加（往来款支出由2017年的14.97亿元增加至15.86亿元），公司经营活动现金流量净额由2017年的15.60亿元大幅下降至0.89亿元。2018年，公司现金收入比由2017年的63.17%下降至50.53%（若将5000.00万元计入收到其他与经营活动有关的现金调入销售商品、提供劳务收到的现金，公司2018年调整后的现金收入比为56.96%，收入未收到的回款计入“其他应收款”），总体看，公司收入实现质量依然差。

2018年，公司投资活动很少，投资活动现

金流量净额-4.30万元。

2018 年，公司筹资活动中取得借款收到的现金 1.60 亿元。收到其他与筹资活动有关的现金 1.11 亿元，为政府拨付给公司用于置换渤海银行贷款的资金（反映在“其他应付款”）。筹资活动现金流出主要是偿还债务本息 8.39 亿元。筹资活动现金流量净额持续为负，为-5.68 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司货币资金规模很小，短期偿债压力大；公司长期偿债能力弱。但考虑到股东的有力支持，公司整体偿债能力很强。

截至 2018 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 216.98%和 94.97%；2018 年，公司经营经营现金流动负债比为 1.55%。考虑到 2018 年底公司货币资金规模很小，对调整后短期债务覆盖倍数很低（2018 年底覆盖倍数为 0.10 倍），公司短期偿债压力大。

2018 年，公司 EBITDA 为 1.92 亿元，同比增长 46.03%；截至 2018 年底，公司全部债务/EBITDA 为 12.55 倍，公司长期偿债能力弱。截至 2018 年底，公司共获得银行授信额度 31.60 亿元，已使用 31.10 亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至 2018 年底，公司无对外担保。

总体看，考虑到股东对公司的持续支持，公司整体偿债能力很强。

九、存续期债券偿债能力

截至2018年底，公司存续债券余额12.00亿元，其中一年内到期的应付债券3.00亿元，公司经营活动现金流入量对一年内到期的应付债券保障能力强。

截至2018年底，公司一年内到期的应付债券3.00亿元。2018年底，公司现金类资产0.59亿元；2018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20.08亿元、0.89亿元和1.92亿元，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	2018 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	0.20
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	6.69
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.30
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.64

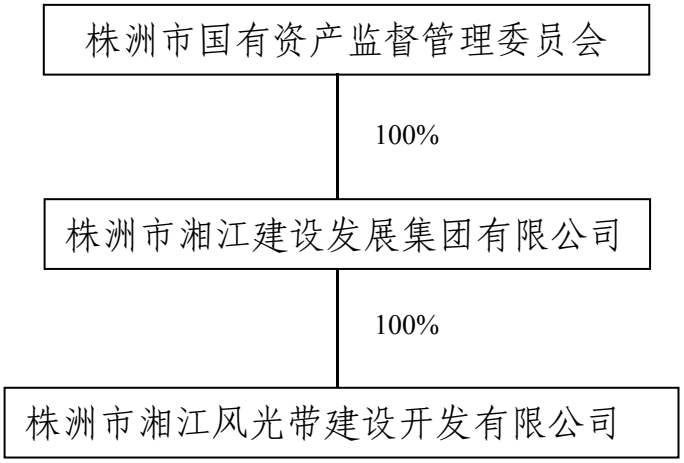
资料来源：联合资信整理

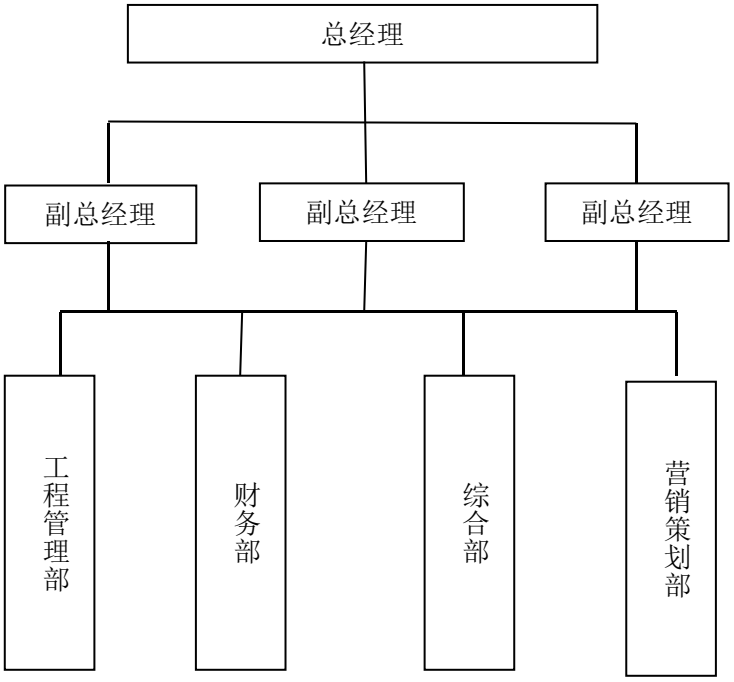
此外，株洲市水利建设投资有限公司以其拥有的面积为 7.12 万平方米（约 106.73 亩）的一宗土地使用权、公司以自有的总面积为 29.52 万平方米（约 442.75 亩）的四宗土地使用权为“15 湘江建开债/PR 湘开债”还本付息提供抵押担保。根据湖南天华房地产土地评估有限责任公司出具的资产评估报告，以 2018 年 11 月 20 日为评估基准日，株洲市水利建设投资有限公司土地使用权评估价值 5.15 亿元，公司四宗土地使用权评估价值 20.76 亿元（账面价值 18.47 亿元）。上述五宗土地使用权评估总价 25.37 亿元，为“15 湘江建开债/PR 湘开债”发行总额的 1.69 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/PR 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/PR 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/PR 湘开债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2018 年底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	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	0.58	5.38	0.59
资产总额(亿元)	104.69	124.12	126.76
所有者权益(亿元)	44.13	46.00	47.84
短期债务(亿元)	11.48	3.60	2.65
调整后短期债务（亿元）	11.48	6.60	5.65
长期债务(亿元)	26.06	25.51	21.49
调整后长期债务（亿元）	26.06	22.51	18.49
全部债务(亿元)	37.54	29.11	24.14
营业收入(亿元)	1.15	5.32	7.77
利润总额(亿元)	1.62	1.21	1.84
EBITDA(亿元)	1.86	1.32	1.92
经营性净现金流(亿元)	-2.74	15.60	0.89
财务指标			
销售债权周转次数(次)	-	957.06	125.10
存货周转次数(次)	0.02	0.06	0.09
总资产周转次数(次)	0.01	0.05	0.06
现金收入比(%)	100.06	63.17	50.53
应收类款项/资产总额(%)	40.97	36.59	41.89
营业利润率(%)	5.94	26.12	17.70
总资本收益率(%)	2.21	1.67	2.58
净资产收益率(%)	3.67	2.63	3.84
长期债务资本化比率(%)	37.13	35.67	31.00
调整后长期债务资本化比率(%)	37.13	32.86	27.88
全部债务资本化比率(%)	45.96	38.76	33.54
资产负债率(%)	57.84	62.94	62.26
流动比率(%)	300.32	232.42	216.98
速动比率(%)	128.91	98.23	94.97
经营现金流动负债比(%)	-8.00	29.76	1.55
全部债务/EBITDA(倍)	20.17	22.09	12.55

注：已将应付债券中一年内需兑付的本金调整至短期借款

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%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×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%
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　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