信用等级公告

联合〔2020〕1538 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”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
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：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人	AA	稳定	AA	稳定
15 湘江建开债/PR 湘开债	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
15 湘江建开债/PR 湘开债	15.00 亿元	9.00 亿元	2022/11/25

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

评级时间：2020 年 6 月 5 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评级模型	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	a	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	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		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				3

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：

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项目建设和湘江两岸控规土地整理的唯一主体。跟踪期内，株洲市经济持续增长，公司获得政府的持续支持，收入实现质量大幅提升。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司存货和其他应收款仍对公司资金形成很大占用、收入受土地市场影响大幅下降、土地资产抵押比率较高、房地产业务持续性较弱、短期偿债压力很大、募投项目进展缓慢等因素对其信用水平可能产生的不利影响。随着公司在建项目的持续推进，公司未来有望保持稳健经营。

“15 湘江建开债/PR 湘开债”设置了本金分期偿还条款。同时，公司以自有的四宗土地使用权和关联方株洲市水利建设投资有限公司的一宗土地为“15 湘江建开债/PR 湘开债”提供抵押担保，一定程度上保障了“15 湘江建开债/PR 湘开债”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”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，外部环境良好。**2019 年，株洲市地区生产总值为 3003.13 亿元，按可比价计算，比上年增长 7.9%，固定资产投资额比上年增长 12.2%，房地产开发投资增长 0.8%，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. **公司业务专营性强，跟踪期内持续获得外部支持。**公司是株洲市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，业务专营性强，2019年获得政府补贴0.55亿元。
3. **跟踪期内，公司收入实现质量大幅提升。**2019年，公司销售商品、提供劳务收到的现金5.85亿元，同比增长49.10%；现金收入比大幅增长至131.61%。
4. **偿债保障措施。**“15湘江建开债/PR湘开债”设置了分期还款安排且以五宗土地提供抵押担保，有效降低了债券偿还风险。

分析师：朱 煜 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

关注

1. **资产流动性仍较弱。**公司资产以存货和其他应收款为主，仍对资金形成很大占用。存货主要为土地资产，抵押比例较高，资产流动性较弱。
2. **公司土地整理业务存在一定不确定性，跟踪期内，公司营业收入大幅下降。**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，2019年，公司实现营业收入4.45亿元，同比大幅下降42.76%。
3. **房地产业务持续性较弱。**2019年公司房地产收入占比69.25%，公司完成已有的房地产项目后，可能将不再从事该业务，该业务持续性较弱。
4. **跟踪期内，公司短期偿债压力仍很大。**2019年底，公司现金短期债务比进一步下降至0.09倍，短期偿债压力仍很大。
5. **跟踪期内，募投项目无投入，进展仍缓慢。**跟踪期内，因正在准备土地出让相关手续，“15湘江建开债/PR湘开债”募投项目仍无投入，项目进展仍缓慢。

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)	5.38	0.59	0.22
资产总额(亿元)	124.12	126.76	123.85
所有者权益(亿元)	46.00	47.84	48.59
短期债务(亿元)	3.60	2.65	2.40
长期债务(亿元)	25.51	21.49	15.06
全部债务(亿元)	29.11	24.14	17.46
营业收入(亿元)	5.32	7.77	4.45
利润总额(亿元)	1.21	1.84	0.75
EBITDA(亿元)	1.27	1.92	0.75
经营性净现金流(亿元)	15.60	0.89	7.76
营业利润率(%)	26.12	17.70	7.37
净资产收益率(%)	2.63	3.84	1.55
资产负债率(%)	62.94	62.26	60.77
全部债务资本化比率(%)	38.76	33.54	26.44
流动比率(%)	232.42	216.98	202.28
现金短期债务比(倍)	1.49	0.22	0.09
经营现金流动负债比(%)	29.76	1.55	12.90
全部债务/EBITDA(倍)	22.92	12.55	23.24
EBITDA 利息倍数(倍)	1.17	1.44	0.64
公司本部（母公司）			
项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额(亿元)	--	--	--
所有者权益(亿元)	--	--	--
全部债务(亿元)	--	--	--
营业收入(亿元)	--	--	--
利润总额(亿元)	--	--	--
资产负债率(%)	--	--	--
全部债务资本化比率(%)	--	--	--
流动比率(%)	--	--	--
经营现金流动负债比(%)	--	--	--

注：公司财务报表为单体报表

主体评级历史：

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
15 湘江建开债/PR 湘开债	AA	AA	稳定	2019/6/17	黄海伦 张 铖	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
15 湘江建开债/PR 湘开债	AA	AA	稳定	2015/4/14	王 冰 李苏磊	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，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。

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

2019 年 7 月，公司唯一股东名称由株洲市湘江建设发展集团有限公司变更为株洲市湘江投资集团有限公司（以下简称“湘投集团”），2020 年 1 月，湘投集团出资人由株洲市国有资产监督管理委员会（以下简称“株洲市国资委”）变更为株洲市城市建设发展集团有限公司（以下简称“株洲城建”）；公司实际控制人仍为株洲市国资委。截至 2019 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。跟踪期内，公司部门设置有所变化，截至 2020 年 3 月底，公司内设工程部、规划建设部、融资财务部、企划经营部和综合管理务部 5 个职能部门；无下属子公司。

截至 2019 年底，公司资产总额 123.85 亿元，所有者权益 48.59 亿元；2019 年，公司实现营业收入 4.45 亿元，利润总额 0.75 亿元。

公司注册地址：株洲市芦淞区沿江中路 8 号；公司法人代表变更为唐波。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2020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9.00亿元。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。截至2020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	9.00	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. 城市基础设施建设行业

（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 2　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

资料来源：联合资信整理

（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

株洲市经济持续增长，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2019年国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2019年全市地区生产总值3003.13亿元，按可比价计算（下同），比上年增长7.9%，分别高于全国、全省1.8和0.3个百分点。其中：第一产业实现增加值220.7亿元，增长3.3%；第二产业实现增加值1358.7亿元，增长8.8%；第三产业实现增加值1423.7亿元，增长7.3%。全市人均GDP为7.46万元，按年均汇率测算，达到1.08万美元。全市三次产业结构调整为7.3：45.2：47.5。第一产业和第二产业占地区生产总值比重比上年均提升0.4个百分点，第三产业占比较上年同期回落0.8个百分点。第一、二、三产业对GDP的贡献率分别为2.6%、58.3%和39.1%。

全市固定资产投资额比上年增长12.2%，分别高于全国、全省6.8和2.1个百分点。从产业看，第一产业固定资产投资增长23.8%；第二产业固定资产投资增长28.5%；第三产业固定资产投资增长2.8%。从投资方向看，全市工业投资、高新技术产业投资、民生工程投资、生态环境投资分别增长29.8%、60.3%、35.6%和64.9%，基础设施投资下降8.4%。全市房地产开发投资402.9亿元，增长0.8 %。商品房销售面积684.5万平方米，下降20.3%；商品房销售额419.6亿元，下降16.9%；年末商品房待售面积102.7万平方米，下降1.8%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东名称变更为湘投集团，实际控制人未发生变化，仍为株洲市国资委。

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. 人员素质

跟踪期内，公司部分高管发生变更，未对公司生产经营、财务状况及偿债能力产生重大不利影响，其他人员未发生重大变化。

根据株湘投党自〔2019〕8 号，公司法定代表人、董事长由沈平变更为唐波；公司总经理由唐波变更为陈学忠。公司其他人员未发生重大变化。

唐波先生，1974 年出生，本科学历，毕业于武汉理工大学；历任湖南省第五工程有限公司施工员、技术员、质检员、技术负责人、项目总工、项目经理，公司工程部部长、副总经理、总经理；2019 年 5 月至今任公司董事长，2019 年 7 月至今任公司法定代表人。

陈学忠先生，1968 年出生，毕业于湖南省轻工业专科学校；历任湖南省醴陵国光瓷厂技术员、车间副主任、主任，云南省思茅三木集团有限公司董事长，株洲市城东城市建设开发公司总经理，株洲市彩泉拍卖有限责任公司总经理，株洲市交通资源开发经营有限公司总经理；2019 年 5 月至今任公司总经理。

4. 外部支持

株洲市财政实力较强，财政自给能力仍弱。跟踪期内，公司获得了政府的持续支持。

根据《关于株洲市 2019 年财政预算执行情况及 2020 年市本级财政预算草案的报告》，2019 年，株洲市地方一般公共预算收入完成 200.9 亿元，增长 6.1%。其中：地方税收收入完成 133.5 亿元，增长 5.19%；非税收入完成 67.5 亿元，增长 8%。市本级地方一般公共预算收入完成 59.9 亿元，增长 4.2%。其中：地方税收收入完成 32.3 亿元，下降 3.8%（同比减少的原因主要是落实减税降费政策）。全市一般公共预算支出完成 526.1 亿元，增长 15.3%。财政自给率由 2018 年的 41.41%下降至 38.19%，财政自给能力仍弱。全市政府性基金预算收入完成 297.4 亿元，增长 27.2%。

2019 年，公司收到株洲市天元区财政局补贴 0.55 亿元，系运营补助。

5. 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 2020 年 6 月 4 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。

截至 2020 年 6 月 5 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司股东和法定代表人发生变更，《公司章程》也相应修改，公司按照管理制度有序推进各项事务。公司管理制度较完善，人员构成较合理，能满足日常工作需要。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司收入构成变化较大且整体收入大幅下降，其中土地整理业务收入大幅下降，同时新增房地产收入，综合毛利率大幅下降。

2019 年，公司实现营业收入 4.45 亿元，同比大幅下降 42.76%。其中，土地整理收入 1.36 亿元，同比大幅下降 82.51%；新增房地产收入 3.08 亿元。由于土地整理业务毛利率回落以及新增房地产业务毛利率水平偏低，公司综合毛利率大幅下降至 9.55%。

表 3　公司营业收入构成情况(单位：亿元、%)

项目	2018 年			2019 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地整理	7.75	99.84	18.25	1.36	30.51	7.28
房地产	--	--	--	3.08	69.25	10.28
其他业务	0.01	0.16	100.00	0.01	0.21	100.00
合计	**7.77**	**100.00**	**18.38**	**4.45**	**100.00**	**9.55**

注：公司各业务总和与合计数存在误差系四舍五入所致（下同）
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，受土地市场影响，公司土地整理业务收入大幅下降，该业务收入存在一定不确定性。

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），未收到款项计入其他应收款。

表 4　2019 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
月形山地块	1.36	1.26	11.30

资料来源：公司提供

2019 年，受土地市场影响，公司仅出让月形山地块一宗土地，实现土地整理收入 1.36 元，实现资金回笼 5.61 亿元（全部为以往年度土地出让的回笼资金），当年现金回笼情况好。土地整理业务毛利率 7.28%，同比大幅下降，主要系所出让地块成本较高所致。截至 2019 年底，公司土地整理累计投入 27.76 亿元。2020 年公司计划土地整理投入 1.57 亿元，计划出让地块预计金额 26.00 亿元，涉及地块包括红旗广场项目、歌舞剧团项目。

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）房地产业务

跟踪期内，公司往年预售的房地产项目开始确认收入，成为公司重要的收入和利润来源，但该业务持续性较弱。

公司自 2017 年起开展房地产业务，目前已完工和在售项目为芙蓉花园一期，去化率在 92%，芙蓉花园二期尚未开工建设（可供出售面积尚未确定），无其他拟建项目。公司以往年度预售房款 3.08 亿元，已于 2019 年全部确认收入，成为公司重要的收入和利润来源。公司完成上述房地产项目后，可能将不再从事该业务，该业务持续性较弱。

表 5　2019 年底公司房地产项目情况(单位:亿元)

项目名称	总投资额	2019 年底已投资额	尚需投资金额
芙蓉花园一期	4.68	3.95	1.89
芙蓉花园二期	8.80	1.11	7.69
合计	**13.48**	**5.01**	**9.58**

注：2019 年底投资额含土地价款
资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司共拥有可出让或可供开发的土地使用权 30 宗，总面积 1385.52 亩（92.37 万平方米），其中注入土地 28 宗，面积 84.14 万平方米，评估价值 41.78 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 808.90 亩、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，房地产业务持续性较弱，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神龙公园西北角项目（湘江 1 号）、无线电二厂和芙蓉路片区棚改项目等 5 个项目，同比变化不大，项目总投资合计 48.03 亿元，截至 2019 年底已完成投资 30.38 亿元，尚需投资 17.64 亿元，存在一定融资需求。

表 6　截至 2019 年底公司主要投资项目情况

（单位：万元）

项目名称	总投资额	已投资额	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	19532	20185
无线电二厂	50000	45021	4979
大园棚户区改造项目	70210	64651	5559
芙蓉路片区棚改项目	78000	49608	28392
合计	**480260**	**303812**	**176448**

注：铜塘港项目近两年无投入，之前投入反应在“其他应收款”中；大园棚户区改造项目已投资额因未包括开发间接费用，所以小于 2018 年底投资额 72628 万元

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019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的审计结论。公司无子公司，财务数据可比性强。

2. 资产质量

跟踪期内，由于与政府的往来款减少，公司资产规模小幅下降；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 2019 年底，公司资产总额 123.85 亿元，较上年底下降 2.30%，主要系其他应收款下降所致。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	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.59	0.47	0.22	0.18
其他应收款	52.99	41.80	50.27	40.59
存货	70.02	55.24	69.86	56.41
流动资产	**124.52**	**98.23**	**121.67**	**98.24**
非流动资产	**2.25**	**1.78**	**2.18**	**1.76**
资产总额	**126.76**	**100.00**	**123.85**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2019 年底，公司流动资产 121.67 亿元，较上年底下降 2.29%。公司货币资金 0.22 亿元，较上年底大幅下降 63.53%，受限资金 209.94 万元。公司其他应收款 50.27 亿元，较上年底下降 5.15%，主要系与株洲市财政局的往来款减少所致；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 47.59 亿元（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）和政府往来款（含土地出让尚未返还款）2.14 亿元构成，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 69.86 亿元，较上年底保持相对稳定，主要包括土地开发成本 26.88 亿元（大部分为棚改和土地整理投入）、政府注入的土地资产 41.78 亿元以及开发成品 1.20 亿元。其中用于抵押的土地资产 18.67 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 44.69%，土地抵押比率较高。

截至 2019 年底，公司非流动资产 2.18 亿元，较上年底下降 2.79%，主要系固定资产折旧、无形资产摊销所致；公司非流动资产构成较上年底变化不大。

受限资产方面，截至 2019 年底，公司受限资产总额 18.69 亿元，包括存货中土地 18.67 亿元和货币资金 209.94 万元，占资产总额 15.09%。

3. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益小幅增长，稳定性较好。由于公司将收到的部分往来款用于偿还有息债务，公司有息债务规模下降。

截至 2019 年底，公司所有者权益规模

48.59 亿元，较上年底小幅增长，主要系未分配利润增加所致，构成较上年底变化不大，实收资本、资本公积和未分配利润占比分别4.12%、79.83%和 13.99%，所有者权益稳定性较好。

截至2019年底，公司负债总额75.26亿元，较上年底下降 4.64%，其中预收款项、长期借款、应付债券下降较快，其他应付款增长较快。公司负债以流动负债为主。

表8　公司主要所有者权益和负债构成情况

（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
实收资本	2.00	4.18	2.00	4.12
资本公积	38.79	81.08	38.79	79.83
未分配利润	6.04	12.63	6.80	13.99
所有者权益	**47.84**	**100.00**	**48.59**	**100.00**
预收款项	3.01	3.81	0.01	0.01
其他应付款	51.22	64.89	56.66	75.29
一年内到期的非流动负债	2.65	3.36	2.40	3.19
流动负债	**57.39**	**72.71**	**60.15**	**79.92**
长期借款	9.55	12.10	6.10	8.11
应付债券	11.94	15.13	8.96	11.91
非流动负债	**21.54**	**27.29**	**15.11**	**20.08**
负债总额	**78.93**	**100.00**	**75.26**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至2019年底，公司流动负债60.15亿元，较上年底增长 4.81%。公司预收款项 127.49 万元，较上年底大幅下降 99.58%，主要系芙蓉花园一期项目预售房款确认收入所致；其他应付款 56.66 亿元，较上年底增长 10.63%，主要系与股东往来款增加所致；一年内到期的非流动负债 2.40 亿元，全部是一年内到期的长期借款。截至 2019 年底，公司非流动负债 15.11 亿元，较上年底下降 29.83%，主要系部分长期借款调整至一年内到期和分期偿还“15 湘江建开债/PR 湘开债”所致。公司长期借款 6.10 亿元，全部为保证借款。应付债券 8.96 亿元，较上年底减少 2.98 亿元。

截至2019年底，公司全部债务17.46亿元，较上年底下降 27.65%。若将“15 湘江建开债/PR 湘开债”中 2020 年将兑付的 3.00 亿元分期本金从长期债务调整至短期债务，公司调整后短期债务 5.40 亿元（占 30.92%）、调整后长期债务 12.06 亿元（占 69.08%）。公司 2020－2022 年分别需偿还有息债务 5.40 亿元、4.84 亿元和 4.26 亿元，公司集中兑付压力一般。截至 2019 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进一步下降，分别为 60.77%、19.89%和 26.44%。总体看，公司整体债务负担较轻。

4．盈利能力

跟踪期内，受土地整理收入大幅下降影响，公司营业收入和利润总额均大幅下降，期间费用控制能力较好，利润对政府补助依赖大，公司盈利指标依然弱。

2019 年，公司营业收入 4.45 亿元，同比下降 42.76%，主要系受市场影响土地整治收入大幅下降所致；同期，公司营业成本 4.02 亿元，同比下降 36.56%，故 2019 年公司营业利润率由 2018 年的 17.70%下降至 7.37%。

2019 年，公司期间费用 0.10 亿元，同比下降 19.10%，其中财务费用-13.91 万元，公司财务费用为负系利息费用资本化以及利息收入所致。由于2019年公司营业收入大幅下降，期间费用率由 2018 年的 1.60%上升至 2.26%，跟踪期内，公司期间费用控制能力较好。

2019 年，公司营业利润大幅下降至 2269.59 万元。公司收到来自政府的运营补助 5460.00 万元，利润总额 7515.97 万元，同比下降 59.06%，对政府补助依赖大。

2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别下降至 1.14%和 1.55%，公司整体盈利指标依然弱。

5．现金流分析

跟踪期内，受收入回款影响，公司经营活动现金流量净额大幅增长，收入实现质量大幅提升。公司筹资活动依然以偿还债务为主，资

金缺口扩大。

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。2019年，公司经营活动现金流入量17.58亿元，同比下降12.47%，主要系收到其他与经营活动有关的现金中收到的往来款减少所致。公司销售商品、提供劳务收到的现金5.85亿元，同比增长49.10%。公司土地整理和房地产等业务投入同比大幅减少，2019年为0.96亿元。由于公司2019年往来款净额增长，公司经营活动现金流量净额由2018年的0.89亿元大幅增长至7.76亿元。2019年，公司现金收入比由2018年的50.53%增长至131.61%，公司收入实现质量大幅提升。

2019年，公司投资活动依然很少，主要系购建固定资产等投入57.22万元。

2019 年，公司筹资活动现金流入较少，系取得银行借款收到的现金 4.00 亿元。筹资活动现金流出主要是偿还债务本息 12.13 亿元。筹资活动现金流量净额持续为负，2019 年为-8.13 亿元，资金缺口扩大。

6. 偿债能力

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

2019 年底，公司流动比率和速动比率分别小幅下降至 202.28%和 86.13%；2019 年，公司经营现金流动负债比上升至 12.90%。考虑到 2019 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（2019 年底覆盖倍数由上年底的 0.10 倍下降至 0.04 倍），公司短期偿债压力很大。

2019 年，公司 EBITDA 为 0.75 亿元，同比下降 60.55%；公司全部债务/EBITDA 增至 23.24 倍；EBITDA 利息倍数下降至 0.64 倍。公司长期偿债能力弱。

截至 2019 年底，公司共获得银行授信额度 38.20 亿元，已使用 37.70 亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至 2019 年底，公司无对外担保。

总体看，考虑到股东和政府对公司的持续支持，公司整体偿债能力强。

九、存续期债券偿债能力

截至2019年底，公司存续债券余额9.00亿元，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和净流量对一年内到期的应付债券保障能力强。

截至2019年底，公司一年内到期的应付债券3.00亿元。2019年底，公司现金类资产0.22亿元；2019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17.58亿元、7.76亿元和0.75亿元，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	2019 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	0.07
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	5.86
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	2.59
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.25

资料来源：联合资信整理

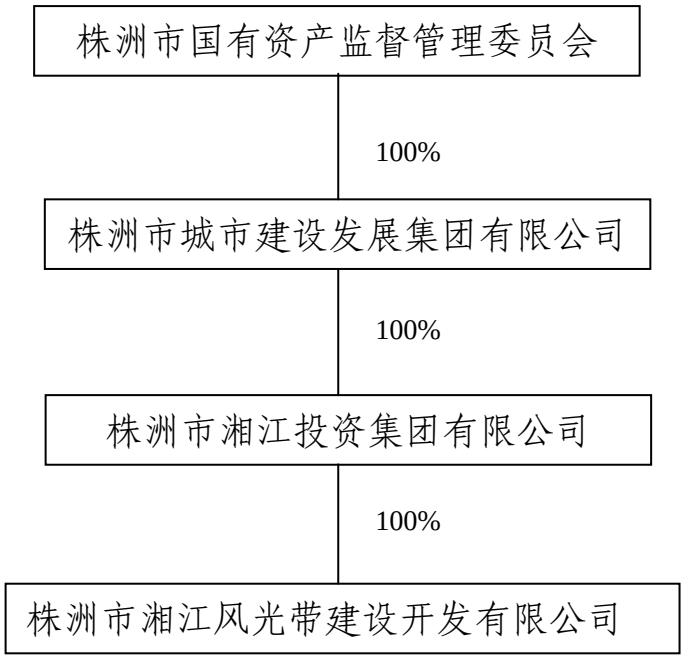
此外，株洲市水利建设投资有限公司以其拥有的面积为 7.12 万平方米（约 106.73 亩）的一宗土地使用权、公司以自有的总面积为 29.52 万平方米（约 442.75 亩）的四宗土地使用权为“15 湘江建开债/PR 湘开债”还本付息提供抵押担保。根据湖南天华房地产土地评估有限责任公司出具的资产评估报告，以 2019 年 11 月 20 日为评估基准日，株洲市水利建设投资有限公司土地使用权评估价值 5.19 亿元，公司四宗土地使用权评估价值 21.18 亿元（账面价值 18.67 亿元）。上述五宗土地使用权评估总价 26.37 亿元，为“15 湘江建开债/PR 湘开

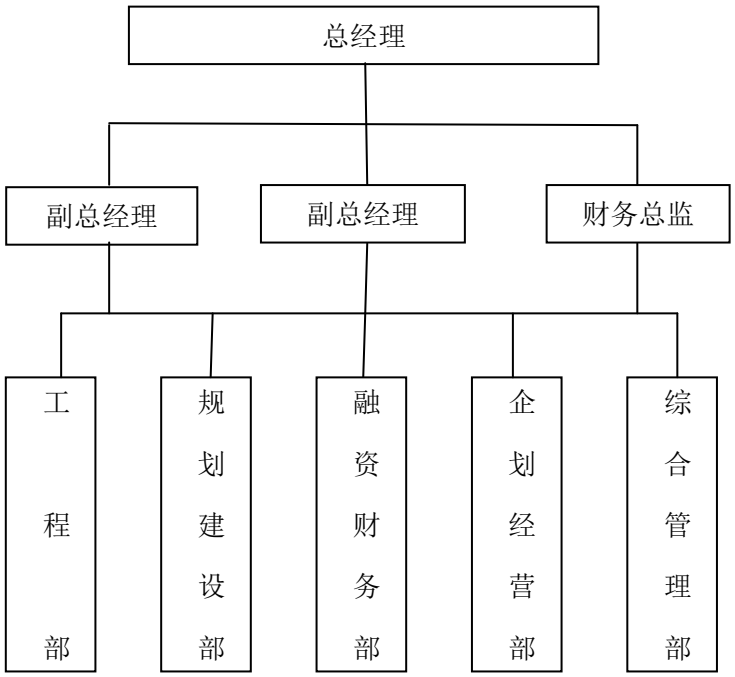
债”发行总额的 1.76 倍，满足公司抵押倍数不低于 1.5 倍的约定（抵押倍数是指抵押资产价值总额与“15 湘江建开债/PR 湘开债”未偿还本金的比例），上述措施有利于保障“15 湘江建开债/PR 湘开债”本息偿还的安全性。

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 2020 年 3 月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	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	5.38	0.59	0.22
资产总额(亿元)	124.12	126.76	123.85
所有者权益(亿元)	46.00	47.84	48.59
短期债务(亿元)	3.60	2.65	2.40
调整后短期债务（亿元）	6.60	5.65	5.40
长期债务(亿元)	25.51	21.49	15.06
调整后长期债务（亿元）	22.51	18.49	12.06
全部债务(亿元)	29.11	24.14	17.46
营业收入(亿元)	5.32	7.77	4.45
利润总额(亿元)	1.21	1.84	0.75
EBITDA(亿元)	1.27	1.92	0.75
经营性净现金流(亿元)	15.60	0.89	7.76
财务指标			
销售债权周转次数(次)	957.06	125.10	38.54
存货周转次数(次)	0.06	0.09	0.06
总资产周转次数(次)	0.05	0.06	0.04
现金收入比(%)	63.17	50.53	131.61
营业利润率(%)	26.12	17.70	7.37
总资本收益率(%)	1.67	2.58	1.14
净资产收益率(%)	2.63	3.84	1.55
长期债务资本化比率(%)	35.67	31.00	23.67
调整后长期债务资本化比率(%)	32.86	27.88	19.89
全部债务资本化比率(%)	38.76	33.54	26.44
资产负债率(%)	62.94	62.26	60.77
流动比率(%)	232.42	216.98	202.28
速动比率(%)	98.23	94.97	86.13
经营现金流动负债比(%)	29.76	1.55	12.90
现金短期债务比（倍）	1.49	0.22	0.09
全部债务/EBITDA(倍)	22.92	12.55	23.24
EBITDA 利息倍数(倍)	1.17	1.44	0.64

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%
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-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+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

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