跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1149 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持岳阳市洞庭新城投资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，并维持“15洞庭新城债”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十六日

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

岳阳市洞庭新城投资建设开发有限公司跟踪评级报告

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

债券名称	债券余额	起息日	期限	跟踪评级结果	上次评级结果
15 洞庭新城债	10 亿元	2015/03/20	7 年	AA	AA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	5.12	8.57	15.45
资产总额(亿元)	67.13	88.82	100.06
所有者权益(亿元)	48.67	52.19	53.82
短期债务(亿元)	3.80	3.10	11.00
长期债务(亿元)	13.40	30.83	32.22
全部债务(亿元)	17.20	33.93	43.22
营业收入(亿元)	3.82	11.84	5.93
利润总额(亿元)	1.08	2.37	1.84
EBITDA(亿元)	1.09	2.39	1.85
经营性净现金流(亿元)	-4.39	-11.97	0.18
营业利润率(%)	14.09	15.24	11.00
净资产收益率(%)	1.97	3.70	3.03
资产负债率(%)	27.49	41.24	46.21
全部债务资本化比率(%)	26.11	39.40	44.54
流动比率(%)	1324.52	1520.95	680.38
经营现金流动负债比(%)	-86.91	-206.32	1.32
全部债务/EBITDA(倍)	15.72	14.22	23.35

分析师

陈 茜 张婷婷
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

岳阳市洞庭新城投资建设开发有限公司（以下简称“公司”）是岳阳市洞庭新城项目基础设施建设、拆迁项目和土地一级开发投融资的唯一主体，在区域经济、业务专营性、政府支持等方面具备突出优势。跟踪期内，岳阳市经济和一般预算收入稳定增长，政府对公司的支持持续性较好。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司土地转让业务受土地市场景气度影响大、仍有较大规模土地尚未取得土地证、在建工程项目未来需投入资金规模较大等因素对公司经营及财务状况带来的不利影响。

未来，公司将继续加大对洞庭新城范围内基础设施建设、拆迁和土地开发的投入，随着区域内基础设施水平的不断提升，区域内经济环境有望改善。联合资信对公司评级展望为稳定。

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，并维持“15洞庭新城债”信用等级为AA。

优势

1. 跟踪期内，岳阳市经济与财政实力的稳步增强，为公司提供了良好的外部环境。
2. 公司作为岳阳市洞庭新城基础设施建设、拆迁和土地一级开发投融资的唯一主体，业务具有区域专营性，且获得岳阳市政府持续有力的支持。

关注

1. 跟踪期内，公司在建项目投资规模大，资金平衡压力较大。
2. 土地转让业务规模受宏观经济及国家政策影响大，收入具有不确定性。
3. 公司流动资产中存货占比较大，主要为待开发土地，且尚未取得土地证的土地规模较大，公司资产流动性较弱。

声明

一、 本报告引用的资料主要由岳阳市洞庭新城投资建设开发有限公司（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。

岳阳市洞庭新城投资建设开发有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于岳阳市洞庭新城投资建设开发有限公司主体长期信用及存续期内债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，岳阳市洞庭新城投资建设开发有限公司（以下简称“公司”）股东及实际控制人未发生变化，公司股东包括岳阳市国有资产经营有限责任公司（以下简称“市国资公司”）、岳阳市岳阳楼区城市建设投资有限公司（以下简称“区城建公司”）和云南省城市建设投资集团有限公司（以下简称“云南城投”），分别持有公司45%、17%和38%的股份，公司实际控制人为岳阳市国资委。截至2016年底，公司注册资本和实收资本均为100000万元。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化、截至2016年底，公司纳入合并范围子公司4家。公司下设成本控制部、土地征拆部、建设管理部等14个职能部门。截至2016年底，公司员工总数66人。

截至2016年底，公司资产总额100.06亿元，所有者权益53.82亿元。2016年公司实现营业收入5.93亿元，利润总额1.84亿元。

公司注册地址：岳阳市岳阳楼区云梦南路南津港1号；法定代表人：张向东。

三、债券概况与募集资金使用情况

联合资信所评公司发行并在存续期内的债券为“15 洞庭新城债”，债券余额 10.00 亿元，跟踪期内，公司已按期支付“15 洞庭新城债”利息，公司既往还本付息情况良好。“15 洞庭新城债”募集资金已全部用于洞庭新城北区棚户区改造一期项目，截至 2016 年底，募集资金 10.00 亿元均已用于征地拆迁，募投项目已累计投资 18.50 亿元，占投资总额的 63.79%。

表1　截至2016年底公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	起息日	期限	债券余额	还本付息方式
15 洞庭新城债	10.00	2015-03-20	7 年	10.00	按年付息，存续期第 3~7 年末分别偿还发行总额的 20%
合计	**10.00**	--	--	**10.00**	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国

一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基

本稳定。

五、行业及区域经济环境

1. 行业分析

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。近些年，全国各地区城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可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的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。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。

2. 行业政策

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。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政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，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。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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，以下简称“《351 号文》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定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，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革

的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文"），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、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有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

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 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 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。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时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。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 区域经济概况

公司位于岳阳市，重点从事其核心区5900亩洞庭新城区域征地拆迁、土地平整和城市基础设施建设等工作；履行项目融资、资本运营、经营城市资源的职责，其发展与岳阳市区域经济的发展紧密相关。

2016 年，岳阳市经济持续稳定增长，根据《岳阳市 2016 年国民经济和社会发展统计公报》，2016 年，岳阳市全年 GDP 达到 3100.87 亿元，比上年增长 7.8%。其中，第一产业增加值 345.84 亿元，增长 3.1%；第二产业增加值 1469.1 亿元，增长 6.7%；第三产业增加值 1285.94 亿元，增长 10.5%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为 11.1%，第二产业增加值比重为 47.4%，第三产业增加值比重为 41.5%。

2016年岳阳市完成固定资产投资2317.4亿元，比上年增长 14.5%。其中，第一产业投资 106.7 亿元，增长 17.3%；第二产业投资 926.2 亿元，增长 0.4%；第三产业投资 1284.5 亿元，增长 27.2%。民间固定资产投资 1286.2 亿元，增长 15.1%，占固定资产投资的比重为 55.5%。

2016年，岳阳市财政收入稳定增长。2016年，岳阳市一般预算收入为152.1亿元，较2015年增长18.8%；政府性基金收入为35.8亿元，较2015年增长4.37%。

表 2　2016 年岳阳市财力状况（单位：亿元、%）

科目	2016 年	同比增长率
GDP	3100.87	7.80%
一般预算收入	152.10	18.80%
政府性基金收入	35.80	4.37%

资料来源：《关于岳阳市 2016 年财政预算执行情况与 2017 年财政预算草案的报告》

总体看，岳阳市近年经济持续增长，一般预算收入快速增长，综合实力较强。

洞庭新城介绍

“洞庭新城”项目是岳阳市“十二五”规划重点项目和岳阳市“四三六”工程重点项目。项目内容是对洞庭湖畔、岳阳市中心城区西部的老旧城区进行升级改造，将其打造成为岳阳市休闲商务新区和城市升级的引擎型核心功能区。

洞庭新城项目位于岳阳市的中心老城区，项目范围为“东抵云梦西路、南抵南津港大堤、西抵洞庭湖、北抵巴陵西路”，总规划面积占岳阳城区面积五分之一。岳阳市委、市政府专门成立了以黄兰香市长为政委、主管副市长韩建国为指挥长的洞庭新城建设项目指挥部，专门负责指挥洞庭新城项目建设。

六、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化。截至 2016 年底，公司注册资本和实收资本均为 100000 万元，其中市国资公司为公司第一大股东，岳阳市国资委为公司实际控制人。

2. 政府支持

根据岳阳市人民政府签发的《关于沿湖风光带三期项目开发建设公司组建及运作方案等问题的会议纪要》（岳府阅【2010】129 号），公司承担洞庭新城的开发职能。跟踪期内，岳阳市政府对公司的支持主要体现在财政补贴及项目回款方面。

资金补贴

2016 年，岳阳市人民政府对公司给予财政补贴资金共 0.44 亿元，用于补贴公司棚户区改造一期工程项目的资金投入。

项目回款来源保障

根据《岳阳市洞庭新城投资建设开发有限公司运行机制及工作方案》，洞庭新城范围内实现土地出让收入后，除必须上缴中央、省级部分外，其余部分在 15 个工作日内由市财政全额返还公司。实际操作中，岳阳市政府回款基本按照上述工作方案执行。公司 2016 年收到岳阳楼区政府对公司当年确认的代建收入回款 1.30 亿元，收到以前年度确认的工程代建收入回款 2.70 亿元。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1043060200135570L），截至 2017 年 6 月 20 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。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理架构均未发生变化，管理制度执行情况良好。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务收入构成有所变化，包括工程收入、土地转让收入和其他收入，2016 年未实现劳务收入。

2016 年，受土地转让收入大幅下降的影响，

公司实现营业收入同比减少 49.90%，为 5.93 亿元，主要为工程收入。从毛利率来看，2016 年公司工程收入毛利率有所下降，为 11.63%；土地转让收入毛利率较为稳定，为 18.07%；2016 年，受毛利率较高的土地转让业务占比大幅下降及工程项目毛利率下降的影响，公司主营业务综合毛利率较 2015 年下降 7.45 个百分点，为 12.29%。

表 3　2015~2016 年公司主营业务收入构成情况（单位：万元、%）

项　目	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
1．主营业务小计	37478.70	31.66	23.17	52760.21	88.96	11.63
工程收入	33173.61	28.03	15.00	52760.21	88.96	11.63
劳务收入	4305.09	3.63	86.12	--	--	--
2.其他业务收入	80890.96	68.34	18.15	6548.60	11.04	17.57
其他收入	121.96	0.10	71.96	110.60	0.19	-11.26
土地转让收入	80769.00	68.24	18.07	6438.00	10.86	18.07
总计	**118369.65**	100.00	**19.74**	**59308.81**	**100.00**	**12.29**

资料来源：公司提供

2. 经营分析

工程收入板块

公司工程业务收入主要来自从事市政工程施工业务，公司根据项目计划安排相应的融资。

表 4　截至 2016 年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目概况	预计总投资金额	项目进展安排	截至 2016 年底完成投资情况
岳阳市东风湖安置小区建设工程	湖东路与岳城路交汇处（原颜氏燃烧器厂地段）	74375.00	2012.6.11-2017.12.31	52476.00
洞庭新城北区棚户区改造项目一期	吕仙亭路以北，京广铁路以西，洞庭湖以东，街河口以南	290000.00	2014.2-2018.1	185000.00
岳阳市沿洞庭湖治理一期建设工程	沿洞庭湖东南岸线至南津港北岸区域	25375.00	2013.6.13-2017.12.31	39000.00
白水、磨子山片区棚改工程	京广铁路以东，求索西路以南，岳铁南路两侧	180500.00	2016.1-2020.1	47400.00
合计	--	**570250.00**	--	**323876.00**

资料来源：公司提供

2016 年公司工程项目投入资金为 11.69 亿元，实现营业收入 5.28 亿元。公司项目工程合同均规定了总投资与总回款数，公司投入资金先计入存货中核算，在每一个会计年度末按照项目进度确认收入，并结转成本，同时将收入与成本之差计入存货工程毛利中。当工程全部完工后，将存货中工程毛利、工程施工和工程结算同时结转。根据公司与岳阳市岳阳楼区政府签订的项目建设合同约定：岳阳市岳阳楼区政府在建设期内，按约定的工程节点进行结算。由于不同项目利润率水平不同，因此工程项目毛利存在差异。

现金支付方面，政府对工程项目的付款以新城范围内土地出让为基础，2016 年，由于上年公司土地出让规模较大，公司收到工程项目回款累计达 4.00 亿元。

劳务收入板块

公司劳务收入主要是从事相应地块的拆迁

获得的收入。拆迁费用由政府自行承担，但目前由公司垫资，并根据公司拆迁安置、土地平整实际发生款项（即总投资）的一定比例（一般为 15%）加成作为公司拆迁劳务报酬费用。公司仅将相关人员杂费确认为成本，成本规模较小，导致公司劳务收入板块毛利率较高。

2016 年公司未针对拆迁项目与政府核算，因此当年未确认劳务收入。会计核算上，公司拆迁项目支出认定为政府借款，放入“其他应收款”科目，截至 2016 年底，公司尚未收回的劳务收入规模较小，为 0.10 亿元。

表 5　截至 2016 年底公司劳务收入板块项目情况

（单位：亿元）

地块名称	拆迁工作总投入	应获得劳务报酬金额	签订时间
岳阳市泰格林纸集团股份有限公司地块（南津港）	4.34	0.65	2011.11.15
岳阳市教育建设投资有限公司地块	0.50	0.08	2011.11.17
岳阳市新泰化肥有限公司地块（原氮肥厂）	3.44	0.52	2011.12.14
合计	**8.58**	**1.25**	--

资料来源：公司提供

土地转让收入板块

根据《岳阳市人民政府关于同意洞庭新城北棚户区改造一期项目周边部分土地开发、出让计划批复》（岳政函【2014】18 号），岳阳市将按计划出让土地，用于平衡洞庭新城北棚户区改造一期项目资金缺口。

2016 年，公司通过与岳阳金瑞置业有限公司签订协议，将公司名下位于南津港的出让性质的土地进行转让，出让面积约 60 亩，形成土地出让收入 0.64 亿元。

表 6　公司 2017~2019 年土地出让计划

（单位：亩、万/亩）

	2017 年	2018 年		2019 年	合计
购买方	恒大	绿地	华润	恒大	--
转让面积	280	150	150	200	780

资料来源：公司提供

未来三年，公司计划出让土地合计 780 亩（公司已与恒大地产签订初步合作框架协议），根据公司近两年土地出让价格（2015 年土地出让均价为 268 万/亩、2016 年为 112 万/亩）预估，以上土地出让均价按照 150 万/亩计算，用于平衡资金的土地将形成 11.70 亿元收入，上交规费比例约为 5%，其余全部返还公司。整体来看，棚户区改造一期项目具有投资回收能力。同时，联合资信注意到，受土地市场行情影响，未来整体可实现土地出让收入规模及时间具有一定的不确定性。

3. 未来发展

作为岳阳市洞庭新城项目的唯一实施主体和岳阳市城市基础设施建设的重要主体，公司在计划未来五年内，将完善洞庭新城项目范围内的基础设施建设、棚户区改造以及相关环境综合治理，同时进一步完善公司治理结构、提高业务水平，以此不断扩大公司规模和效益，进一步加强公司核心竞争力、投融资实力以及资本运作能力，实现产业优化和效益最大化。

截至 2016 年底，公司在建工程项目总投资合计 57.03 亿元，已投资 32.39 亿元，在建工程中大部分计划于 2017 年底完工，公司对外投资规模较大，将面临较大的资金压力。

九、财务分析

公司提供了 2016 年度合并财务报表，中兴财光华会计师事务所（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

见的审计结论。跟踪期内，公司通过投资设立岳阳金玺置业有限公司，截至 2016 年底，公司合并报表范围内拥有子公司 4 家，公司财务数据可比性强。

截至2016年底，公司资产总额100.06亿元，所有者权益53.82亿元；2016年公司实现营业收入5.93亿元，利润总额1.84亿元。

1. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 100.06 亿元，较上年底增长 12.65%，主要源于货币资金、存货及在建工程的增加。其中流动资产和非流动资产分别占 94.52%和 5.48%，公司资产以流动资产为主。

截至 2016 年底，公司流动资产合计 94.58 亿元，较 2015 年底增长 7.21%，结构以存货为主（占 61.77%），其次为货币资金（占 16.33%）、其他应收款（占 14.37%）和应收账款（占比 7.53%）。

截至 2016 年底，公司货币资金合计 15.45 亿元，全部为银行存款，较上年增长 80.33%，无使用受限的情况。

截至 2016 年底，公司应收账款为 7.12 亿元，较上年下降 5.92%，主要为应收岳阳市岳阳楼区征收安置工作局铁西棚户区改造项目指挥部的 4.67 亿元工程款和应收岳阳市土地储备中心、金瑞置业的土地转让款项 2.45 亿元。公司未对应收账款计提坏账准备。

截至 2016 年底，公司其他应收款账面余额为 13.59 亿元，与上年基本持平，主要为拆借资金。从按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款来看，1 年以内的占 96.50%，1~2 年的占 1.86%，2 年以上的占 1.64%；共计提坏账准备 93.45 万元。截至 2016 年底，公司不计提坏账准备的其他应收款欠款单位主要为政府部门和关联方。截至 2016 年底公司其他应收款前五名欠款单位金额合计 13.21 亿元，占其他应收款账面余额的 97.17%。公司其他应收款集中度高。

表 7　2016 年底前五名其他应收款情况

（单位：亿元，%）

欠款单位	欠款余额	账龄	占比
岳阳市土地储备中心	9.85	2 年以内	72.45
岳阳金瑞置业有限公司	2.16	1-2 年	15.89
云南省城市建设投资集团有限公司	1.00	3 年以上	7.35
岳阳建设工程集团有限公司	0.10	1 年以内	0.74
岳阳市教育建设投资有限公司	0.10	1 年以内	0.74
合计	**13.21**	--	**97.17**

数据来源：公司审计报告

截至2016年底，公司存货58.42亿元，同比增长5.16%，主要为工程施工成本增长所致。截至2016年底，公司存货中工程施工14.16亿元，待处理房产3.93亿元，待开发土地40.33亿元，其中24块土地（账面价值15.06亿元）尚未取得土地证。

截至2016年底，公司非流动资产5.48亿元，较2015年底（0.60亿元）大幅增长，主要由于长期股权投资和在建工程的增加。

截至2016年底，公司长期股权投资1.09亿元，较上年增加0.66亿元，为权益法下确认的对岳阳金瑞置业有限公司的投资收益。

2016年，公司新增在建工程4.07亿元，为公司子公司岳阳金玺置业有限公司受托在建的悦湖星城项目，计划建成后转让。

整体看，跟踪期内，公司资产规模较快增长，以流动资产为主。流动资产中存货占比较大，主要为待开发土地，且尚未取得土地证的土地规模较大，公司资产流动性较弱；且应收款项规模较大，对资金形成一定占用，公司资产质量一般。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益53.82亿元，较2015年底小幅增长3.12%。所有者权益中，实收资本和资本公积较上年没有变化，分别为10.00亿元和37.12亿元；盈余公积为0.67亿元、未分配利润为6.03亿元。从权益结构来看，实收资本和资本公积合计占所有者权益的87.55%，所有者权益稳定性较好。

负债

截至2016年底，公司负债合计46.24亿元，较上年底增长26.23%，其中流动负债和非流动负债分别占30.06%和69.94%。

截至2016年底，公司流动负债13.90亿元，较上年（5.06亿元）大幅上升，以短期借款（占57.55%）、应交税费（占13.07%）和一年内到期的非流动负债（占21.58%）为主。

截至2016年底，公司短期借款8.00亿元，全部为信用借款；一年内到期非流动负债3.00亿元，为即将到期的长期借款。

截至2016年底，公司非流动负债为32.34亿元，较上年底增长4.89%，其中长期借款12.38亿元（主要为抵押借款），应付债券19.84亿元为公司发行的“15洞庭新城债”（7年期）和“15洞庭新城PPN”（3年期）。

公司负债以有息债务为主，截至2016年底，公司全部债务43.22亿元，较2015年增长27.37%，主要来自短期债务的增加。从债务结构来看，短期债务和长期债务分别占25.45%和74.55%，公司债务以长期债务为主，债务结构合理。

从公司债务指标来看，由于有息债务增长较快，2016年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较2015年均有所上升，分别为46.21%、44.54%和37.45%，较上年分别上升4.97个百分点、5.14个百分点和0.31个百分点，债务负担有所加重。

总体看，跟踪期内，公司新增短期借款带动债务规模快速增长，债务负担有所加重。

3. 盈利能力

2016年公司实现营业收入合计5.93亿元，较2015年下降49.00%，主要是由于公司2016年土地转让收入大幅下降所致。

2016年公司营业成本合计5.20亿元，较2015年下降45.24%。营业利润率方面，2016年公司营业利润率为11.00%，较2015年下降4.24个百分点。期间费用方面，2016年公司期间费用为负（-0.09亿元），主要是由于利息收入规模较大。

2016年公司实现投资收益0.66亿元，主要系对金瑞置业的投资收益。营业外收入方面，2016年公司补贴收入合计0.44亿元，占利润总额的23.93%，对公司盈利具有一定影响。

从主要盈利指标来看，公司总资本收益率和净资产收益率较上年小幅下降，2016年上述两项指标分别为1.68%和3.03%，较2015年分别增长0.56个百分点和0.67个百分点。

整体看，跟踪期内随着土地出让收入的下降的影响，公司营业收入大幅下降，营业利润率水平有所下降，整体盈利能力较弱。

4. 现金流分析

经营活动方面，公司的客户单一且为政府，且在政府土地出让之后，才会支付工程项目回款，政府的土地出让情况决定了公司实现现金回流的情况。2016年，公司经营活动现金流入为10.05亿元，包括销售商品、提供劳务所收到的现金（6.09亿元）和收到其他与经营活动相关的现金（3.96亿元）。收到其他与经营活动相关的现金主要反映为政府财政补贴收入和关联方往来借款。2016年公司现金收入比为102.75%，较2015年的35.50%大幅增长，主要系2015年土地回款到位所致。2016年公司经营活动现金流出量为9.87亿元，95.64%为购买商品、接受劳务支付的现金。2016年，公司经营活动现金流量净额为0.18亿元，公司经营活动产生的现金流量不足，平衡压力较大。

投资活动方面，2016年公司投资活动产生的现金流入10.65亿元，较上年显著增加，其中8.72亿元为收回投资收到的现金（3亿为赎回的理财产品、3.41亿元为收回的对子公司委托贷款、1.7亿为定期存款），1.78亿元为收到其他与投资活动有关的现金（为收到的资金拆借款）；投资活动现金流出量为8.34亿元，98.11%为支付其他与投资活动有关的现金，主要为支出的拆借资金。公司投资活动现金净流量为2.31亿元。

筹资活动方面，2016年公司筹资活动产生的现金流入量为13.30亿元，全部为借款所收到的现金。2016年公司筹资活动现金流出为6.21亿元，以偿还债务所支付的现金为主。由于经营活动现金流对自身资金需求保障能力弱，公司现金流对筹资活动依赖程度较高，2016年，公司筹资活动产生的现金流量净额为7.09亿元。

整体看，跟踪期内，公司收现质量有所改善，但经营活动产生的现金净流量规模小，未来随着洞庭新城项目的不断推进，公司面临一定的资金筹措压力。

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，随着流动负债的快速增长，2016年公司流动比率和速动比率同比均有所下降，分别为680.38%和260.12%。由于公司经营活动现金净流量规模较小，经营现金流动负债比水平较低，2016年为1.32%。总体看，考虑到公司短期债务规模较小，短期债务偿还能力尚可。

从长期偿债能力来看，2016年公司EBITDA较2015年有所下降，为1.85亿元，2016年公司全部债务/EBITDA为23.35倍。受公司经营模式影响，公司经营性指标对全部债务的保障能力弱，2016年公司经营活动现金流入量为全部债务的0.23倍。总体看，公司整体偿债能力较弱。

截至2016年底，公司无对外担保。

截至2016年底，公司共获得银行授信额度合计24.70亿元，尚有1.60亿元授信额度未使用。公司间接融资渠道有待拓宽。

十、存续债券偿债能力

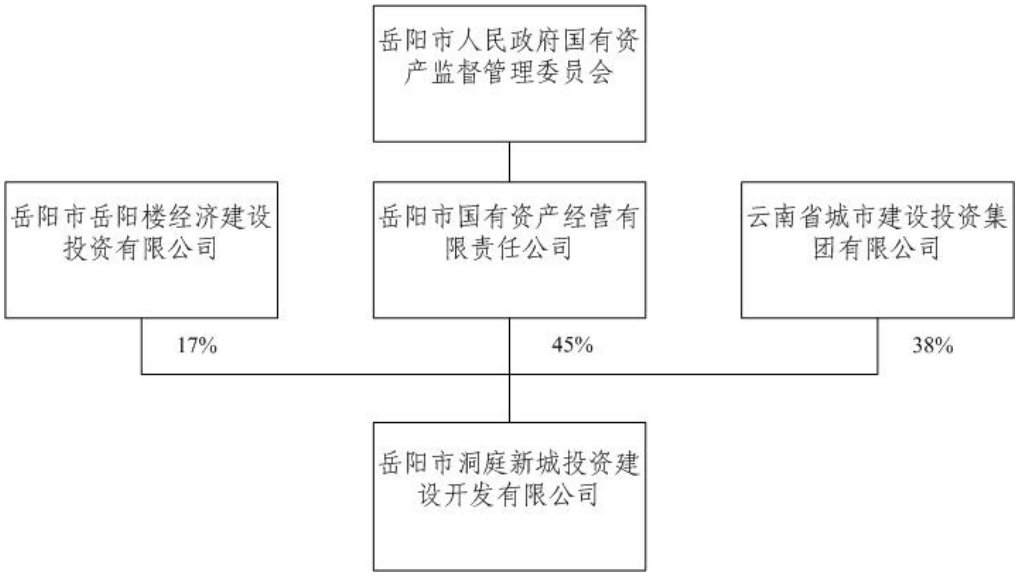
公司于2015年3月发行企业债“15洞庭新城债”10.00亿元，期限为7年。2016年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和EBITDA分别为“15洞庭新城债”本金的1.01倍、0.02倍和0.19倍，上述指标对“15洞庭新城债”的保障能力弱。“15洞庭新城债”设置分期偿付条款，公司在债券存续期第3~7年末分别偿还发行总额的20%（即2亿元），2016年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和EBITD分别为分期偿还本金的5.03倍、0.09倍和0.93倍，公司经营活动现金流入量对分期偿还本金的保障能力较好。

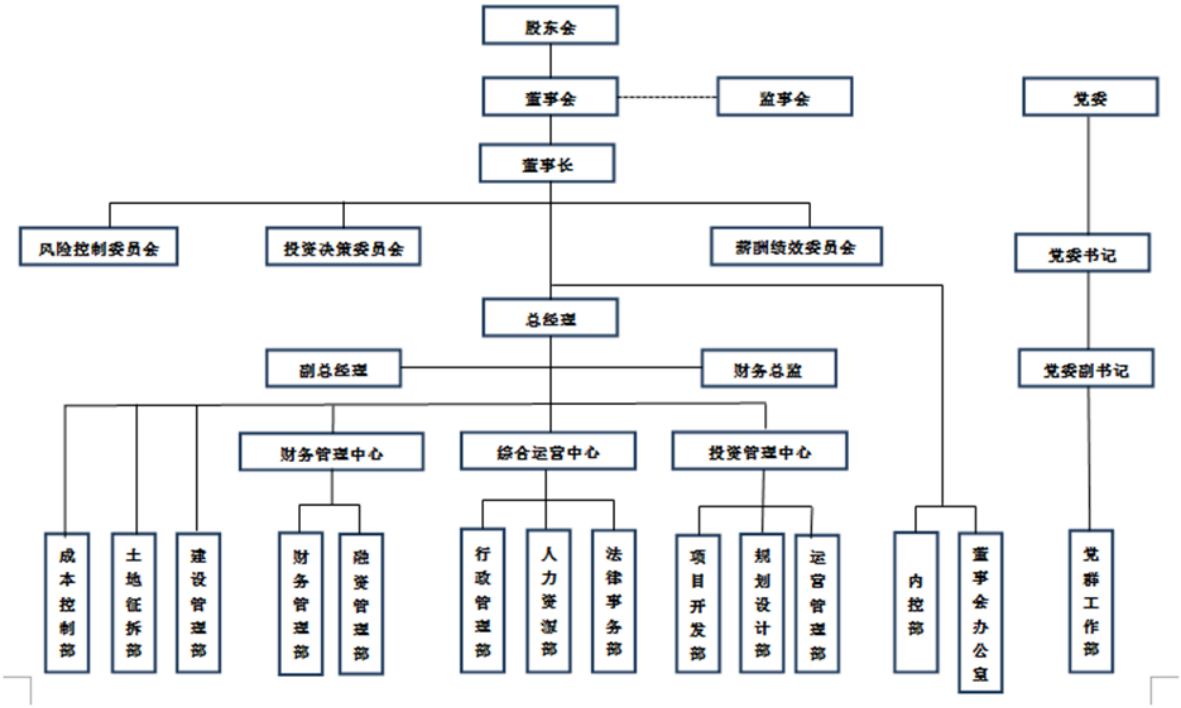
公司将于2018年集中偿付存续债券本金本金12亿元（“15洞庭新城债”2亿元和“15洞庭新城PPN”10亿元），2016年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为偿付债券合计本金峰值的0.84倍、0.02倍和0.15倍。总体看，公司将面临一定的集中偿付压力。

十一、结论

综合考虑，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，并维持“15洞庭新城债”信用等级为AA。

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	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	5.12	8.57	15.45
资产总额(亿元)	67.13	88.82	100.06
所有者权益(亿元)	48.67	52.19	53.82
短期债务(亿元)	3.80	3.10	11.00
长期债务(亿元)	13.40	30.83	32.22
全部债务(亿元)	17.20	33.93	43.22
营业收入(亿元)	3.82	11.84	5.93
利润总额(亿元)	1.08	2.37	1.84
EBITDA(亿元)	1.09	2.39	1.85
经营性净现金流(亿元)	-4.39	-11.97	0.18
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.47	1.92	0.81
存货周转次数(次)	0.07	0.18	0.09
总资产周转次数(次)	0.06	0.15	0.06
现金收入比(%)	0.86	35.50	102.75
营业利润率(%)	14.09	15.24	11.00
总资本收益率(%)	1.46	2.24	1.68
净资产收益率(%)	1.97	3.70	3.03
长期债务资本化比率(%)	21.59	37.14	37.45
全部债务资本化比率(%)	26.11	39.40	44.54
资产负债率(%)	27.49	41.24	46.21
流动比率(%)	1324.52	1520.95	680.38
速动比率(%)	378.51	563.17	260.12
经营现金流动负债比(%)	-86.91	-206.32	1.32
全部债务/EBITDA(倍)	15.72	14.22	23.35

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%
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

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。