信用等级公告

联合[2018] 1395 号

联合资信评估有限公司通过对岳阳市洞庭新城投资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，维持“15 洞庭新城债”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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
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

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 洞庭新城债	8 亿元	2022/03/20	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 26 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	8.57	15.45	8.41
资产总额(亿元)	88.82	100.06	109.68
所有者权益(亿元)	52.19	53.82	54.80
短期债务(亿元)	3.10	11.00	16.35
长期债务(亿元)	30.83	32.22	28.63
全部债务(亿元)	33.93	43.22	44.98
营业收入(亿元)	11.84	5.93	5.37
利润总额(亿元)	2.37	1.84	1.03
EBITDA(亿元)	2.39	1.85	1.04
经营性净现金流(亿元)	-11.97	0.18	-8.21
营业利润率(%)	15.24	11.00	-0.99
净资产收益率(%)	3.70	3.03	1.79
资产负债率(%)	41.24	46.21	50.04
全部债务资本化比率(%)	39.40	44.54	45.08
流动比率(%)	1520.95	680.38	386.10
经营现金流动负债比(%)	-206.32	1.32	-31.34
全部债务/EBITDA(倍)	14.22	23.35	43.26

分析师

张婷婷　黄海伦

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

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”）作为岳阳市洞庭新城范围内唯一的基础设施建设主体，业务具有一定的区域专营性，在财政补贴、项目回款方面持续获得有力的外部支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司代建项目毛利大幅下滑、土地资产中仍有较大规模土地尚未取得土地证、且存在一定的短期支付压力等因素对公司经营及财务状况带来的不利影响。随着岳阳市洞庭新城项目的不断推进，公司经营前景良好。

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“15洞庭新城债”信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为岳阳市洞庭新城基础设施建设的唯一主体，业务具有一定的区域专营性，在财政补贴、项目回款方面持续获得有力的外部支持。
2. 公司待出让土地规模较大，对公司市政项目建设资金平衡以及未来债务的偿付具有一定保障。

关注

1. 跟踪期内，公司工程代建业务毛利水平大幅下滑，整体盈利能力弱。
2. 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，资产质量一般。
3. 公司短期债务增长较快，存在较大的短期支付压力，未来集中偿债压力大。

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

根据有关法规要求，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（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2017年底，公司注册资本和实收资本均为10.00亿元。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化，公司仍是岳阳市洞庭新城范围内基础设施建设的唯一主体。截至2017底，公司纳入合并范围子公司3家。公司内设成本控制部、土地征拆部、建设管理部等14个职能部门。

截至2017年底，公司资产总额109.68亿元，所有者权益54.80亿元；2017年公司实现营业收入5.37亿元，利润总额1.03亿元。

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

截至 2018 年 5 月底，联合资信所评公司存续期内的债券为“15 洞庭新城债”，债券余额 8.00 亿元。跟踪期内，公司已按期支付“15 洞庭新城债”本息，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的征地拆迁，截至 2017 年底，募投项目已累计投资 24.50 亿元，占投资总额的 84.48%。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
15 洞庭新城债	10.00	8.00	2015/3/20	7 年

资料来源：联合资信整理

四、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。

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。

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。

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

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. 区域经济

公司是岳阳市洞庭新城范围内基础设施建设的唯一主体，主要负责岳阳市洞庭新城范围内市政工程代建、土地开发及转让业务。岳阳市经济水平及未来发展规划对公司发展影响较大。

岳阳市经济持续增长，产业结构不断优化，固定资产投资保持较快增长，为公司创造了良好的外部环境。

根据《岳阳市 2017 年国民经济和社会发展统计公报》，2017 年，岳阳市实现国内生产总值 3258.03 亿元，总量居全省第二，比上年增长 7.00%。其中，第一产业增加值 362.35 亿元，增长 3.60%；第二产业增加值 1424.93 亿元，增长 5.30%；第三产业增加值 1470.75 亿元，增长 10.10%。产业结构由上年的 11.1：47.4：41.5 调整为 11.1:43.8:45.1，产业结构首次转化为三、二、一，服务业成为岳阳经济新的主导力量。

2017 年岳阳市完成固定资产投资 2633.55 亿元，比上年增长 13.60%。其中，第一产业投资 113.86 亿元，增长 6.70%；第二产业投资 953.61 亿元，增长 3.00%；第三产业投资 1566.08 亿元，增长 21.90%。房地产开发投资 154.01 亿元，比上年增长 15.80%；商品房销售额 241.65 亿元，同比增长 12.30%。

五、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 2017 年底，公司注册资本和实收资本均为 10.00 亿元。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. 外部支持

2017 年岳阳市一般预算收入保持稳定，财政实力较强；跟踪期内，当地政府继续给予公司财政补贴、项目回款方面的支持和保障。

2017 年，岳阳市公共财政预算收入 318.09 亿元，同比小幅下降 3.80%。一般预算收入为 152.14 亿元，较上年增长 0.10%，其中税收收入 78.94 亿元，同比增长 12.3%。公共财政预算支出 489.90 亿元，同比增长 13.70%，其中教育、

社会保障和就业、医疗卫生与计划生育、农林水及交通运输支出合计 289.20 亿元，占公共财政预算支出的 59.03%，财政支出弹性良好。财政自给率为 64.93%，财政平衡能力一般。市级政府性基金收入完成 31.60 亿元，较去年增加 29.10 亿元，其中市级国有土地使用权出让收入 29.80 亿元。

资金补贴

2017 年，岳阳市人民政府对公司给予财政补贴资金共 0.06 亿元，用于补贴保障性安居工程配套基础设施建设资金。

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（主要为 5%左右的规费），其余部分将由市财政全额返还公司，用于公司承揽的市政项目平衡资金。2017 年，公司收到政府回款共计 4.82 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 2018 年 3 月 19 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 2018 年 6 月 20 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，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化，管理制度执行情况良好。

七、经营分析

跟踪期内，公司主要负责洞庭新城范围内市政工程代建业务，营业收入有所下降；同时受代建业务成本增加的影响，利润水平大幅下滑，收入实现质量尚可。

2017 年，公司实现营业收入 5.37 亿元，主要为工程代建收入，营业收入同比下降 9.48%，主要是由于当期未实现土地转让收入所致。2017 年，上述业务共实现回款 4.82 亿元。毛利率方面，公司综合业务毛利率大幅下滑至 0.59%，主要是由于工程代建业务毛利大幅下降所致。

表 3　2016~2017 年公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项　目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
1. 主营业务收入	**52760.21**	**88.96**	**11.63**	**53570.61**	**99.79**	**0.53**
工程收入	52760.21	88.96	11.63	53570.61	99.79	0.53
2.其他业务收入	**6548.60**	**11.04**	**17.57**	**114.38**	**0.21**	**30.94**
其他收入	110.60	0.19	-11.26	114.38	0.21	30.94
土地转让收入	6438.00	10.86	18.07	-	-	-
总计	**59308.81**	**100.00**	**12.29**	**53684.99**	**100.00**	**0.59**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司市政工程施工业务受安置房拆迁成本较高影响，盈利水平大幅收窄，主要在建项目进展情况基本正常；在建项目未来剩余投资规模较大，公司存在一定的筹资压力。

公司受岳阳市岳阳楼区政府委托代建市政项目，项目工程合同中均规定了总投资与总回款数，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。公司根据政府确认的完工进度表确认收入并结转成本，岳阳市岳阳楼区政府按合同约定的工程节点支付工程款（一般为建设期回款 60%左右，竣工验收后两年内支付剩余款项），但实际执行中，政府回款时点

主要取决于当年公司土地转让情况，回款存在滞后。

2017 年，公司承建的项目主要包括岳阳市东风湖安置小区建设工程、洞庭新城北区棚户区改造项目一期和岳阳市沿洞庭湖治理一期建设工程等，完成投资 5.33 亿元，实现收入 5.36 亿元。毛利率由上年的 11.63%大幅下降至 0.53%，主要是由于当年完工的岳阳市东风湖安置小区建设工程拆迁安置成本高出合同总成本部分，政府结算时未予以追加，公司将高出合同总投资部分一次性结转为成本。

截至 2017 年底，公司在建工程项目总投资合计 47.05 亿元，已投资 36.50 亿元，未来待投资 10.55 亿元，基本计划于 2018~2019 年完工。未来两年公司对外投资规模仍较大，面临一定的筹资压力。

表 4　截至 2017 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	截至 2017 年底完成投资情况	未来资计划	
				2018 年	2019 年
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	245000	45000	--
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	120000	40000	20050
合计	--	**470500**	**365000**	**85000**	**20050**

资料来源：公司提供

公司负责洞庭新城范围内的土地开发及转让业务，且负责转让的地块主要为公司承担代建项目的地块。跟踪期内，公司未实现土地转让收入，待出让土地规模较大，但出让进度受土地市场影响而具有一定的不确定性。

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》，公司负责洞庭新城范围内土地开发及出让业务，土地出让金扣除必须上缴中央、省级部分外，其余部分由市财政全额返还给公司，公司根据政府的结算书确认土地转让收入，多余的土地出让金返还款用于平衡公司工程代建项目投资支出。公司近年来出让的土地均为洞庭新城北棚户区改造一期项目周边的资金平衡用地，跟踪期内，公司未实现土地出让。

截至 2017 年底，公司存货中待开发土地规模为 40.28 亿元（约 2200 亩）。其中 25.22 亿元为已经整理好待出让的土地；另外 24 宗账面价值 15.06 亿元的待开发土地尚未取得土地证。公司计划未来将存货中的土地陆续出让。但土地转让业务易受土地市场行情影响，公司未来土地转让收入实现情况具有一定的不确定性。

公司目前暂无拟建的市政工程项目，未来计划以土地二级开发的方式提升自身盈利能力。

公司未来将继续负责洞庭新城范围内的棚户区改造、安置房建设以及相关环境综合治理等基础设施建设工作，目前没有拟建项目。随着征地拆迁安置费用的大幅提升，公司工程代建业务毛利空间预计会保持在较低水平。为提高公司利润空间，由公司承揽的工程代建业务整理出的配套土地，岳阳市政府将会考虑优先出让给公司，公司以一定价款取得土地后，计划与品牌地产开发商以及养老、医疗等专业机构合作进行二级开发，目前部分商业合作正在洽谈阶段，尚未正式落地。

八、财务分析

公司提供了 2017 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，公司合并范围减少 1 家子公司，

系公司以股权转让的方式转让原全资子公司岳阳金玺置业有限公司（以下简称“金玺置业”）65%的股权（作价 2.79 亿元，公司获得投资收益 0.01 亿元），规模较小。截至 2017 年底，公司合并报表范围内子公司 3 家，公司财务数据可比性较强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长；资产中存货占比较大，且应收政府部门款项规模较大，资产流动性较弱，资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 109.68 亿元，较上年底增长 9.62%，主要为其他应收款、存货和长期应收款增加。公司资产以流动资产为主。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	15.45	15.44	8.41	7.67
应收账款	7.12	7.12	7.71	7.03
其他应收款	13.59	13.58	20.46	18.65
存货	58.42	58.38	64.52	58.83
流动资产	**94.58**	**94.52**	**101.10**	**92.18**
长期股权投资	1.09	1.09	2.83	2.58
长期应收款	0.00	0.00	5.38	4.91
在建工程	4.07	4.07	0.00	0.00
非流动资产	**5.48**	**5.48**	**8.57**	**7.81**
资产总额	**100.06**	**100.00**	**109.68**	**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 101.10 亿元，同比增长 6.90%。公司货币资金 8.41 亿元，较上年底减少 7.04 亿元，全部为银行存款，无使用受限的资金。应收账款 7.71 亿元，同比增长 8.27%，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和岳阳土地储备中心工程代建款项，账龄偏长且集中度高。其他应收款大幅增长 50.60%至 20.46 亿元，主要系公司应收政府单位和关联企业的资金拆借款，账龄偏短，以 2 年以内为主，集中度高。存货 64.52 亿元，同比增长 10.45%，系工程代建项目持续投入所致，其中工程施工 20.30 亿元、待开发土地 40.28 亿元、待处理房产 3.93 亿元，5.22 亿元的土地使用权已用于抵押，抵押比率为 12.96%。

2017年底，公司非流动资产8.57亿元，同比大幅增加56.47%。公司新增长期应收款5.38亿元，主要为应收代政府垫资的拆迁款。长期股权投资2.83亿元，较上年增加1.74亿元，主要是对联营企业投资的增加。公司在建工程全部为金玺置业在建房产项目，随着金玺置业的转让和出表，公司在建工程由2016年的4.07亿元减至0.00亿元。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益的规模和结构保持稳定；公司有息债务规模小幅增长，债务结构以长期债务为主，目前债务负担偏重。

2017年底，公司所有者权益合计54.80亿元，同比增加1.82%，主要系未分配利润增加所致，跟踪期内，实收资本和资本公积无变化。

2017年底，公司负债总额54.88亿元，同比增长18.69%，系一年内到期的非流动负债和其他应付款大幅增长所致。

表6 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
一年内到期的非流动负债	3.00	3.00	16.35	14.91
其他应付款	0.27	0.27	5.62	5.12
流动负债	**13.90**	**13.89**	**26.19**	**23.88**
长期借款	12.38	12.37	0.87	0.79
应付债券	19.84	19.83	27.76	25.31
非流动负债	**32.34**	**32.32**	**28.70**	**26.17**
负债总额	**46.24**	**46.21**	**54.88**	**50.04**

实收资本	10.00	9.99	10.00	9.12
资本公积	37.12	37.10	37.12	33.84
未分配利润	6.03	6.03	6.91	6.30
所有者权益合计	**53.82**	**53.79**	**54.80**	**49.96**
负债和所有者权益合计	**100.06**	**100.00**	**109.68**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017年底，公司流动负债26.19亿元，同比增长88.38%。公司其他应付款5.62亿元，较上年大幅增加5.35亿元，主要是岳阳市棚改投资有限责任公司对公司的银行转贷款，为公司的有息债务。一年内到期的非流动负债16.35亿元，较上年显著增加13.35亿元，主要为一年内到期的应付债券的增加。

2017年底，公司非流动负债28.70亿元，同比下降11.27%，主要为长期借款的下降。应付债券27.76亿元，较上年底增加7.93亿元，主要是由于公司2017年新发“17岳阳洞庭PPN001”和“17岳阳洞庭PPN002”两期私募债券导致的。

2017年底，公司全部债务44.98亿元（其中长期债务占比63.65%），同比增长4.09%。2017年底，公司长期债务资本化比率小幅下降至34.32%，资产负债率和全部债务资本化比率分别小幅上升至50.04%和45.08%。若将其他应付款全部纳入有息债务核算，2017年底，公司调整后全部债务资本化比率为48.01%，公司债务负担有所加重。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所下降，同时受营业成本增加影响，利润水平大幅下滑；投资收益对利润总额贡献大，公司整体盈利能力弱。

2017 年，公司实现营业收入 5.37 亿元，同比下降 9.48%；同期，公司营业成本 5.34 亿元，同比增加 2.59%。受营业收入下降而成本上升的影响，公司营业利润率大幅下滑至-0.99%。

公司期间费用以管理费用为主；受公司利息资本化和不断增长的利息收入影响，公司财务费用为负。受利息收入增长影响，2017 年公司期间费用为-0.16 亿元。

2017 年，公司投资收益 0.91 亿元，同比增加 37.11%，主要为公司对联营企业的投资。同期，公司获得政府补助 0.06 亿元，实现利润总额 1.03 亿元，较上年下降 44.10%。投资收益对公司利润的影响大。

从盈利指标看，2017年公司总资本收益率和净资产收益率分别为0.98%和1.79%，较2016年略有下降。公司盈利能力弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，随着代建项目的持续投入，公司经营活动产生的现金流入无法覆盖当期经营活动支出；为平衡经营活动和投资活动资金需求，公司筹资力度加大。

公司经营活动现金流主要为经营业务收支、政府补助以及与收回的保证金、备用金等。2017年，公司经营活动现金流入5.08亿元，同比减少49.49%，主要系公司收回的保证金、备用金大幅降低所致；同期，由于公司当年项目投入规模较大，经营活动现金流出13.28亿元，较上年增长34.63%。2017年公司经营活动现金流量净额-8.21亿元。公司现金收入比由2016年的102.75%下降至89.75%，收入实现质量有所弱化。

公司投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金和转让金玺置业收到的现金，2017年为10.03亿元，其中收回投资收到的现金6.00亿元，主要为理财产品、定期存款的到期赎回及收回的对子公司的委托贷款等。由于公司购买理财产品和与关联方资金拆借规模较大，2017年公司投资活动现金流出13.60亿元，投资活动产生的现金流量净额由正转负，为-3.57亿元。

2017年，公司筹资力度有所加大。公司筹资活动现金流入20.00亿元，为当年发行的两期

私募债券筹集的资金；公司筹资活动现金流出主要为偿还债务本息，为15.26亿元，规模进一步扩大。公司筹资活动现金流量净额4.74亿元。

5．偿债能力

跟踪期内，受公司短期债务持续上升影响，公司短期支付压力大，且长期偿债能力弱。考虑到公司资金平衡用地规模较大以及股东对公司的支持，公司整体偿债风险相对可控。

2017年底，公司流动比率和速动比率均有所下降，分别为386.10%和139.71%。2017年，公司经营活动现金流量净额为负，对公司流动负债无保障能力。同期，随着公司短期债务规模的持续增长，现金类资产/短期债务为0.51倍，公司短期支付压力大。

2017年，公司EBITDA为1.04亿元，全部债务/EBITDA为43.26倍。公司长期偿债能力弱。考虑到公司资金平衡用地规模较大，未来随着土地的陆续出让，公司整体偿债风险相对可控。

截至2017年底，公司无对外担保。

截至2017年底，公司共获得银行授信总额24.70亿元，尚有14.30亿元授信额度未使用。公司间接融资渠道较为畅通。

九、存续债券偿债能力

截至2017年底，公司存续债券余额40.00亿元，存在较大的短期偿债压力，未来偿债压力集中度较高。

截至2017年底，公司一年内到期兑付债券余额为12.00亿元，2022年将达到存续债券待偿本金峰值22.00亿元。2017年底，公司现金类资产8.41亿元；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5.08亿元、-8.21亿元和1.04亿元，对公司存续债券保障情况如下表。公司未来偿付压力集中度较高。

表7　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

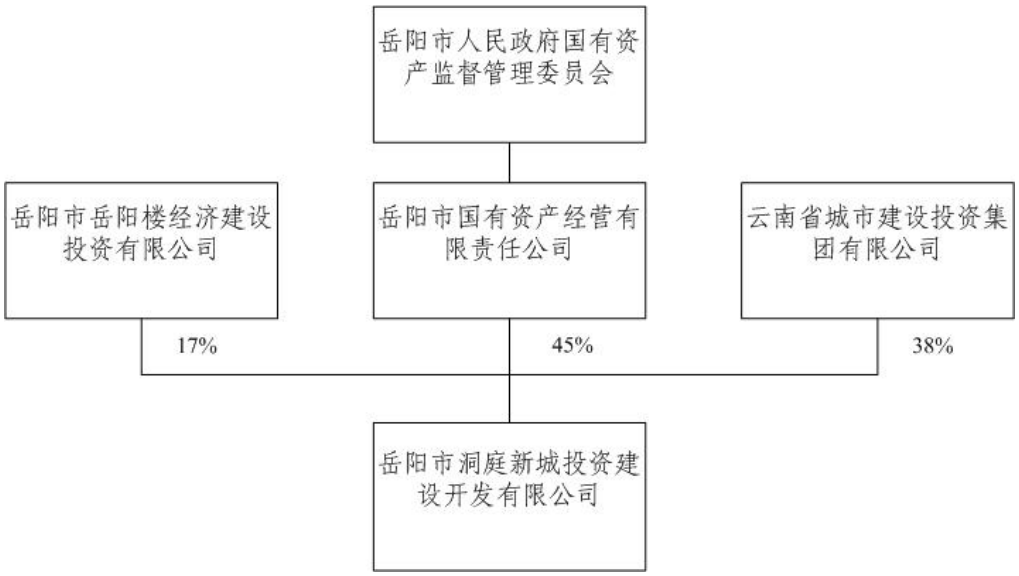
项　目	2017年
一年内到期债券余额	12.00
未来待偿债券本金峰值	22.00
现金类资产/一年内到期债券余额	0.70
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.23
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.37
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.05

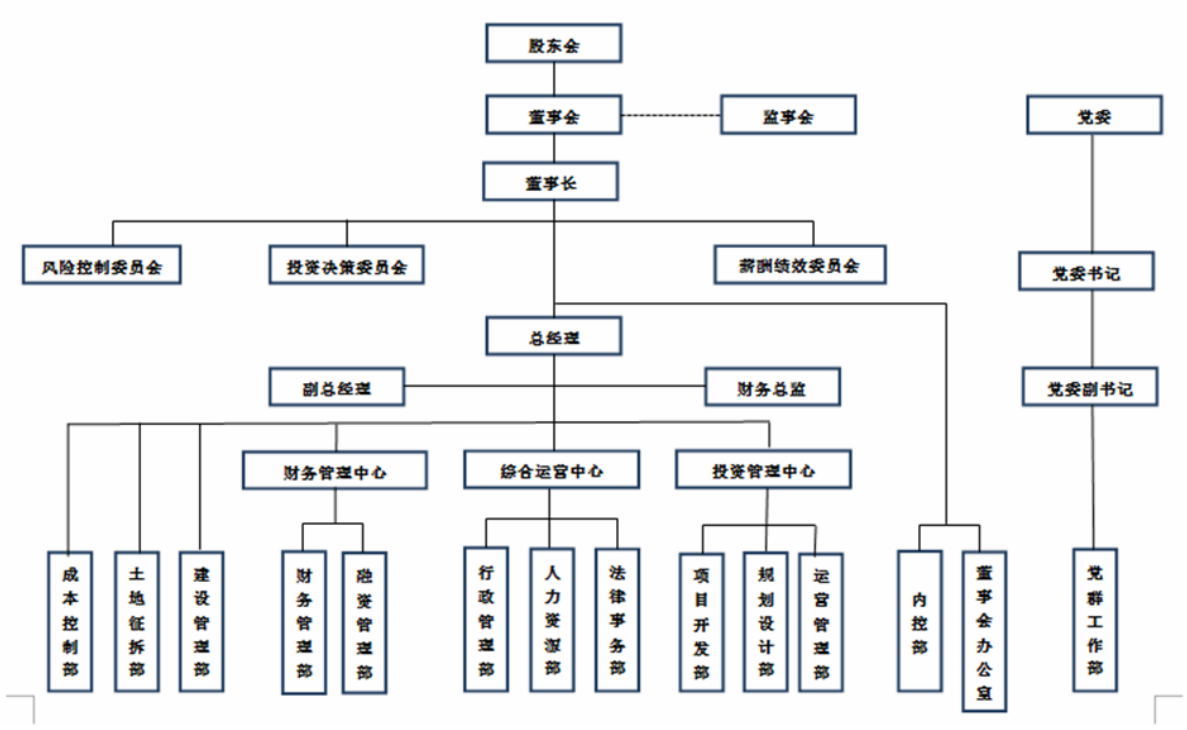
资料来源：联合资信整理

十、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，并维持“15洞庭新城债”信用等级为AA，评级展望为稳定。

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	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	8.57	15.45	8.41
资产总额(亿元)	88.82	100.06	109.68
所有者权益(亿元)	52.19	53.82	54.80
短期债务(亿元)	3.10	11.00	16.35
调整后短期债务(亿元)	3.10	11.00	21.97
长期债务(亿元)	30.83	32.22	28.63
全部债务(亿元)	33.93	43.22	44.98
调整后全部债务(亿元)	33.93	43.22	50.60
营业收入(亿元)	11.84	5.93	5.37
利润总额(亿元)	2.37	1.84	1.03
EBITDA(亿元)	2.39	1.85	1.04
经营性净现金流(亿元)	-11.97	0.18	-8.21
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.92	0.81	0.72
存货周转次数(次)	0.18	0.09	0.09
总资产周转次数(次)	0.15	0.06	0.05
现金收入比(%)	35.50	102.75	89.75
营业利润率(%)	15.24	11.00	-0.99
总资本收益率(%)	2.24	1.68	0.98
净资产收益率(%)	3.70	3.03	1.79
长期债务资本化比率(%)	37.14	37.45	34.32
全部债务资本化比率(%)	39.40	44.54	45.08
调整后全部债务资本化比率(%)	39.40	44.54	48.01
资产负债率(%)	41.24	46.21	50.04
流动比率(%)	1520.95	680.38	386.10
速动比率(%)	563.17	260.12	139.71
经营现金流动负债比(%)	-206.32	1.32	-31.34
全部债务/EBITDA(倍)	14.22	23.35	43.26
调整后全部债务/EBITDA(倍)	14.22	23.35	48.66

注：调整后短期债务=短期债务+其他应付款；调整后全部债务=调整后短期债务+长期债务。

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

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。