信用等级公告

联合〔2019〕1599 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

二〇一九年六月二十一日

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	6 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：2019 年 6 月 21 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	15.45	8.41	5.13
资产总额(亿元)	100.06	109.68	114.09
所有者权益(亿元)	53.82	54.80	56.46
短期债务(亿元)	11.00	16.35	2.44
长期债务(亿元)	32.22	28.63	46.27
全部债务(亿元)	43.22	44.98	48.71
营业收入(亿元)	5.93	5.37	5.39
利润总额(亿元)	1.84	1.03	1.80
EBITDA(亿元)	1.85	1.04	1.81
经营性净现金流(亿元)	0.18	-8.21	0.00
应收类款项/资产总额(%)	20.70	30.59	29.97
营业利润率(%)	11.00	-0.99	5.73
净资产收益率(%)	3.03	1.79	2.95
资产负债率(%)	46.21	50.04	50.51
全部债务资本化比率(%)	44.54	45.08	46.31
流动比率(%)	680.38	386.10	918.30
经营现金流动负债比(%)	1.32	-31.34	0.01
全部债务/EBITDA(倍)	23.35	43.26	26.98

分析师：黄海伦　姜泰钰

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”）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。跟踪期内，公司在财政补贴等方面持续获得外部支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司资产流动性较弱、资产质量一般、面临较大的债务集中偿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，跟踪期内，公司在财政补贴等方面持续获得外部支持。
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. 公司流动资产中存货占比较大，主要为待开发土地，公司资产流动性较弱，资产质量一般。
2. 跟踪期内，若公司存续债券投资者均在下一次行权周期末行使回售选择权，公司面临较大的债务集中偿付压力。

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（以下简称“联合资信”）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、企业基本情况

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”）、岳阳市岳阳楼经济建设投资有限公司（以下简称“岳阳经建”）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人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“岳阳市国资委”）。截至2018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2018底，公司纳入合并范围子公司3家；公司本部内设成本控制部、土地征拆部、建设管理部等14个职能部门。

截至2018年底，公司资产总额114.09亿元，所有者权益56.46亿元；2018年，公司实现营业收入5.39亿元，利润总额1.80亿元。

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 2019 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 6.00 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（以下简称“募投项目”）的征地拆迁，截至 2018 年底，募投项目已累计投资 28.80 亿元，占投资总额的 98.63%。

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	6.00	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。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〔2018〕101 号	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。

资料来源：联合资信综合整理

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。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 2018 年国民经济和社会发展统计公报》，2018 年，岳阳市实现国内生产总值 3411.01 亿元，总量居全省第二，比上年增长 8.3%。其中，第一产业增加值 319.91 亿元，增长 3.3%；第二产业增加值 1424.34 亿元，增长 7.7%；第三产业增加值 1666.76 亿元，增长 10.0%。产业结构调整为 9.4:41.7:48.9，服务业成为岳阳经济发展的主力军。

2018 年，岳阳市固定资产投资比上年增长 10.6%，其中：第一产业投资下降 31.5%，第二产业投资增长 52.5%，第三产业投资下降 5.7%。房地产开发投资 200.16 亿元，比上年增长 30%。商品房销售面积 591.4 万㎡，增长 21.8%；商品房销售额 347.62 亿元，增长 43.9%。2018 年底商品房待售面积 114.22 万㎡，下降 33.7%。

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 2018 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，其实际控制人为岳阳市国资委；公司股东岳阳经建的实际控制人为岳阳市岳阳楼区行政事业单位资产管理中心，因此公司的实际控制人为岳阳市国资委。

2. 外部支持

2018 年岳阳市一般预算收入稳定增长，财政实力较强，财政自给能力一般；跟踪期内，当地政府继续给予公司在财政补贴方面的支持和保障。

根据《关于岳阳市 2018 年预算执行情况与 2019 年预算草案的报告》，2018 年，岳阳市实现一般预算收入 339.2 亿元，同比增长 6.6%。其中税收收入 285.4 亿元，增长 17.2%，税收收入占一般预算收入比重为 84.14%，占比较高。2018 年，岳阳市一般公共财政预算支出 536.7 亿元，同比增长 9.70%。财政自给率为 63.20%，财政自给能力一般。

2018 年，岳阳市政府性基金收入 285.5 亿元，其中市级国有土地使用权出让收入 96.8 亿元。同期，政府性基金支出 276.5 亿元。

2018 年，岳阳市社会保险基金收入 105 亿元，支出 98.8 亿元，滚存结余 69.8 亿元。

2018 年，岳阳市政府债务 482.9 亿元，其中市级 157.8 亿元。政府性债务余额/GDP 为 14.16%，岳阳市债务负担尚可。

2018 年，岳阳市人民政府对公司给予财政补贴资金共 0.06 亿元，用于棚户区改造。

3. 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：G1043060200135570L），截至 2019 年 5 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。

截至 2019 年 6 月 21 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。

跟踪期内，公司高级管理人员未发生变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司仍主要负责洞庭新城范围内市政工程代建业务，营业收入基本稳定；同时受代建业务项目收益率增加的影响，公司盈利水平有所上升。

2018 年，公司实现营业收入 5.39 亿元，主要为工程施工收入，同比增长 0.38%。毛利率方面，2018 年，公司综合毛利率大幅上升至 7.17%，其中工程施工业务毛利率提升至 6.49%，主要是 2018 年公司开展项目为白水及磨子山片棚改项目，该项目收益率为 7%，高于公司之前项目收益水平，故毛利率水平有所提升。公司其他业务收入主要包括转让不动产的收入等，2018 年毛利率水平上升至 75.20%，主要是转让不动产成本较低所致。

表 3 2017~2018 年公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工收入	5.36	99.79	0.53	5.34	99.00	6.49
其他收入	0.01	0.21	30.94	0.05	1.00	75.20
总计	**5.37**	**100.00**	**0.59**	**5.39**	**100.00**	**7.17**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司市政工程施工业务毛利率水平有所提升，主要在建项目进展情况基本正

常。

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。

2018年，公司承建的项目主要包括白水磨子山棚改工程，完成投资4.70亿元，实现收入5.34亿元，2018年结转的收入未产生回款（公司2018年销售商品、提供劳务收到的现金为5.15亿元，为以前年度白水、磨子山片区棚改工程项目的回款），截至2018年底累计回款5.15亿元；洞庭新城北区棚户区改造项目一期实现投入4.30亿元，尚未确认收入，亦未产生回款。2018年，公司市政工程施工业务毛利率由上年的0.53%大幅上升至6.49%。

截至2018年底，公司在建工程项目总投资合计47.05亿元，已投资45.50亿元，未来尚需投资2.15亿元，基本计划于2019年完工，目前主要正在进行拆迁清零、平整土地等工作。截至2018年底，公司洞庭新城北区棚户区改造项目一期和白水、磨子山片区棚改工程在“存货-工程施工”科目中的余额分别为16.88亿元和4.03亿元。

表4　截至2018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	已完成投资额	未来投资计划	
				2019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	292000	288000	4000	--
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	167000	17500	--
合计	--	**470500**	**455000**	**21500**	--

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司拟建的市政工程项目主要包括新南津港污水处理厂搬迁项目和南津港小学项目。南津港污水处理厂位于云梦路与金额西路交叉口，存在着排放不达标、与周边居民区缺少必要的防护隔离带、缺少必要的除臭装置等主要问题。根据《岳阳市城市总体规划（2017~2030年）（修改）》，对改污水处理厂进行迁、改、扩已尤显重要。新南津港污水处理厂选址在岳阳楼景区（原贮木场内东南侧），沿湖南路与京广铁路交汇西北角，距现有污水处理厂南侧约1公里，项目建设用地约100亩，采用箱式地埋处理工艺。公司未来拟建项目预计总投入11.00亿元，其中2019年计划投入4.40亿元。

表5　截至2018年底公司工程施工代建业务拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资金额	预计建设期间	未来投资计划	
			2019年	2020年
新南津港污水处理厂搬迁	80000	2019~2020年	32000	48000
南津港小学项目	30000	2019~2020年	12000	18000
合计	**110000**	--	**44000**	**66000**

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。跟踪期内，公司未实现土地转让收入，待出让土地规模较大，未来三年预计可实现出让收入。

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2018年底，公司存货中待开发土地规模为40.24亿元（约2217亩）。其中约25.18亿元为已经整理好待出让的土地；另外24宗账面价值约15.06亿元的待开发土地，2019~2021年公司分别计划投入5.85亿元、10.00亿元和3.00亿元。2018年，公司未出让土地，未来计划将存货中整理好的土地通过项目合作的方式出让给合作的项目公司，获取土地出让收益。

公司在做好市政工程项目的基础上，未来计划通过合作开发的模式建设环球中心和医养中心项目，预计将为公司带来土地出让收益和股权分成收益，联合资信将持续关注项目建设运营及土地出让完成情况。

公司将根据岳阳市委、市政府的工作安排，做好棚户区内居民的拆迁安置工作，同时继续配合岳阳楼区政府拆迁安置部，保证岳阳市旧城区提质、改造工作的顺利实施，继续加大对洞庭湖沿岸的环境治理，进一步提升整个岳阳市的环境水平。同时，公司计划未来加大对土地的控制力度，全面控制经营性用地，配合清理城区闲置土地，积极盘活存量土地，有计划、有步骤地开发土地，实现土地资源价值最大化。公司未来将与云南城投成立合作公司（公司预计持股比例30%，出资方式为货币出资）的方式联合开发岳阳市洞庭新城环球中心项目（以下简称“环球中心”）和岳阳市国际健康医养中心项目（原健康城项目）（以下简称“医养中心”）。其中环球中心预计总投约为150.00亿元，项目重点建设“生态宜居区、商务休闲区、环球商旅区”三大功能区，是一个总建筑面积超过150万平方米的超大城市综合体项目，其中环球中心商业综合体总建筑面积约17万平方米，项目资金由未来成立的合作项目公司进行筹措，后续项目公司的运营等都由合作方负责，公司收取股份的分红收益。根据环球中心合作项目的计划，公司2019年拟挂牌出让土地138.31亩，2020年拟挂牌出让土地98.53亩；根据医养中心合作项目的计划，公司2019年拟挂牌出让土地373亩，土地均计划出让给合作项目的项目公司。2019年，公司通过挂牌土地预计可回笼资金17.00亿元，2020年可回笼资金8.40亿元，2021年可回笼资金26.00亿元。联合资信将持续关注项目建设运营及土地出让完成情况。

八、财务分析

公司提供了2018年度合并财务报告，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，公司合并范围未发生变化，财务数据可比性强。截至2018年底，公司合并报表范围内子公司3家。

1. 资产质量

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

截至2018年底，公司资产总额114.09亿元，较上年底增长4.02%。公司资产以流动资产为主。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.41	7.67	5.13	4.50
应收账款	7.71	7.03	8.01	7.02
其他应收款	20.46	18.66	20.78	18.22
存货	64.52	58.83	69.45	60.87
流动资产合计	**101.10**	**92.18**	**104.22**	**91.35**
长期股权投资	2.83	2.58	4.12	3.61
长期应收款	5.38	4.90	5.40	4.73

非流动资产合计	**8.57**	**7.82**	**9.87**	**8.65**
资产总额	**109.68**	**100.00**	**114.09**	**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 104.22 亿元，同比增长 3.08%。公司货币资金 5.13 亿元，同比下降 39.98%，主要是工程代建项目持续投入所致。公司货币资金全部为银行存款，无使用受限的资金。截至 2018 年底，公司应收账款 8.01 亿元，同比增长 3.80%，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。截至 2018 年底，公司应收账款计提坏账准备 2125.17 元。截至 2018 年底，公司其他应收款为 20.78 亿元，同比增长 1.57%，主要为公司应收政府单位和关联企业的资金拆借款，账龄较短，以 2 年以内为主，前五名欠款单位欠款余额占其他应收款期末余额的 93.66%，集中度高。截至 2018 年底，公司存货为 69.45 亿元，同比增长 7.64%，系工程代建项目持续投入所致，其中工程施工 25.27 亿元、待开发土地 40.24 亿元、待处理房产 3.93 亿元。

截至2018年底，公司非流动资产9.87亿元，同比增加15.12%，主要是长期股权投资增长所致。截至2018年底，公司长期股权投资4.12亿元，同比增长45.24%，主要是公司参股公司岳阳金瑞置业有限公司和岳阳金玺置业有限公司2018年度销售房产获得利润，公司根据权益法根据持股比例确定投资1.28亿元所致。公司长期股权投资中被投资单位仍为岳阳金瑞置业有限公司和岳阳金玺置业有限公司。截至2018年底，公司长期应收款为5.40亿元，同比变化不大，主要为应收代政府垫资的拆迁款。

截至2018年底，公司受限资产共计13.94亿元，包括受限存货7.07亿元和受限应收账款6.87亿元，受限资产占总资产的12.22%，受限比例一般。

截至2018年底，公司应收类款项/资产总额为29.97%，对资金形成一定的占用。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益的规模略有增长，结构保持稳定；公司有息债务规模有所增长，长期债务占比大幅增长，债务负担略有上升，公司未来可能面临较大债务集中偿付压力。

截至2018年底，公司所有者权益合计56.46亿元，同比增长3.04%，主要系未分配利润增加所致，跟踪期内，公司实收资本和资本公积均无变化。

截至2018年底，公司负债总额57.62亿元，同比增长5.00%，系应付债券大幅增长所致，公司负债以非流动负债为主。

表7 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
应交税费	2.51	4.58	3.24	5.62
应付利息	1.67	3.05	2.15	3.73
一年内到期的非流动负债	16.35	29.79	2.44	4.23
其他应付款	5.62	10.24	3.49	6.06
流动负债合计	**26.19**	**47.71**	**11.35**	**19.70**
长期借款	0.87	1.59	4.30	7.46
应付债券	27.76	50.59	41.97	72.84
非流动负债合计	**28.70**	**52.29**	**46.27**	**80.30**
负债总额	**54.88**	**100.00**	**57.62**	**100.00**
实收资本	10.00	18.25	10.00	17.71
资本公积	37.12	67.73	37.12	65.73
未分配利润	6.91	12.61	8.41	14.90

所有者权益合计	54.80	100.00	56.46	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

截至2018年底，公司流动负债11.35亿元，同比下降56.66%，主要是一年内到期的非流动负债大幅下降所致。截至2018年底，公司应交税费为3.24亿元，同比增长28.81%，主要是应交增值税增长所致。截至2018年底，应付利息为2.15亿元，同比增长28.38%，主要是随着公司发行债券增加，应付债券利息增长所致。截至2018年底，公司其他应付款3.49亿元，同比下降37.87%，主要是公司偿还部分往来款所致，为公司的有息债务。截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债2.44亿元，同比下降85.11%，主要为一年内到期的应付债券到期偿还所致。

截至2018年底，公司非流动负债46.27亿元，同比增长61.26%，主要为应付债券增长所致。截至2018年底，公司长期借款为4.30亿元，同比增加3.43亿元，主要是抵押借款增长所致。截至2018年底，公司应付债券41.97亿元，较上年底增长51.19%，主要是由于公司2018年新发行“18洞庭01”、“18洞庭02”和“18岳阳洞庭PPN001”债券所致。

截至2018年底，公司全部债务48.71亿元（其中长期债务占比95.00%），同比增长8.28%。2018年底，公司长期债务资本化比率较上年底上升至45.04%，资产负债率和全部债务资本化比率分别小幅上升至50.51%和46.31%。若将其他应付款中的有息债务纳入有息债务核算，截至2018年底，公司调整后全部债务为51.56亿元，同比增长2.04%，调整后全部债务资本化比率为47.73%，公司债务负担略有下降。截至2018年底，若公司存续债券投资者均在下一次行权周期末行使回售选择权，则公司在2019年、2020年、2021年和2022年及以后，分别有有息债务2.61亿元、14.28亿元、15.92亿元和19.29亿元需到期偿还，公司可能于2020~2022年面临较大的集中偿付压力。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入同比变化不大，受结转项目收益率影响，公司利润水平有所提升；投资收益对利润总额贡献大，公司整体盈利能力仍弱。

2018年，公司实现营业收入5.39亿元，同比变化不大；同期，公司营业成本5.00亿元，同比下降6.26%。受结转项目收益率上升的影响，公司营业利润率提升至5.73%。

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。2018年公司期间费用为-0.17亿元。

2018年，公司实现投资收益1.28亿元，同比增长41.10%，全部为权益法下核算的长期股权投资收益。同期，公司实现其他收益为0.06亿元，，全部为公司获得的用于棚户区改造的政府补助。2018年，公司实现利润总额1.80亿元，同比增长74.70%。投资收益对公司利润贡献大。

从盈利指标看，2018年公司总资本收益率和净资产收益率分别为1.59%和2.95%，较2017年略有上升。公司盈利能力仍弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动产生的现金流入与当期经营活动支出基本持平；受拆借资金导致现金流出规模增长影响，公司投资活动产生的现金流出规模扩大；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、政府补助以及收回的保证金、备用金等。2018年，公司经营活动现金流入13.68亿元，同比增加8.60亿元，主要系公司收到的代垫款（计入收到其他与经营活动有关的现金）同比增加8.03亿元所致；同期，由于公司当年项目投入规模较大，经营活动现金流出13.67亿元，较上

年增长2.93%。2018年，公司经营活动现金流量净额为14.52万元。公司现金收入比由2017年的89.75%上升至95.65%，主要是收回以前年度的收入的回款，收入实现质量有所提升。

2018年，公司投资活动现金流入为2.60亿元，主要为取得投资收益收到的现金和收到其他与投资活动有关的现金，其中取得投资收益收到的现金1.28亿元，全部为权益法下核算的长期股权投资收益；收到其他与投资活动有关的现金1.32亿元，全部为拆借的资金。由于公司与关联方资金拆借规模较大，2018年公司投资活动现金流出9.25亿元，其中支付其他与投资活动有关的现金为8.39亿元，全部为拆借的资金流出；投资支付的现金为0.85亿元，全部为购买理财产品的支出。投资活动产生的现金流量净额为-6.65亿元，流出规模同比扩大。

2018年，公司筹资力度有所加大。公司筹资活动现金流入26.64亿元，同比增长33.20%，其中包括取得借款收到的现金4.30亿元、发行债券收到的现金16.34亿元和收到其他与筹资活动有关的现金6.00亿元，公司收到其他与筹资活动有关的现金全部为从云南城投拆入的现金；公司筹资活动现金流出为23.27亿元，主要为偿还债务本息，规模进一步扩大。2018年，公司筹资活动现金流量净额3.37亿元，较上年略有下降。

5．偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力较弱，长期偿债能力仍弱。考虑到公司资金平衡用地规模较大以及政府对公司的支持，公司整体偿债风险小。

随着公司流动负债的快速下降，2018年底，公司流动比率和速动比率均同比大幅上升，分别为918.30%和306.38%。2018年，公司经营现金流动负债比为0.01，保障能力弱。同期，随着公司短期债务规模的下降，非受限现金类资产/调整后短期债务为0.97倍，公司短期偿债能力较弱。

2018年，公司EBITDA为1.81亿元，全部债务/EBITDA为26.98倍，较2017年大幅下降。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以及政府对公司的支持，公司整体偿债风险小。

截至2018年底，公司无对外担保。

截至2018年底，公司共获得银行授信总额34.60亿元，尚有4.10亿元授信额度未使用。公司间接融资渠道有待拓宽。

6．母公司财务概况

母公司财务方面，截至2018年底，母公司资产总额114.47亿元，同比增长4.34%，主要系存货增长所致。其中流动资产占91.02%、非流动资产占8.98%，资产以流动资产为主。母公司资产总额占合并报表资产总额的100.33%，占比很高。截至2018年底，母公司存货为69.47亿元，同比增长7.63%，主要是2018年公司持续对代建项目投入所致。

截至2018年底，母公司所有者权益合计56.48亿元，同比增长3.04%，主要系未分配利润有所增长所致。母公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，占合并报表所有者权益的100.04%，占比很高。截至2018年底，母公司实收资本10.00亿元，同比持平；资本公积37.12亿元，同比持平。

截至2018年底，母公司负债合计58.00亿元，同比增长5.65%。其中流动负债占20.21%、非流动负债占79.79%，母公司负债以非流动负债为主。母公司负债占合并报表负债的100.66%，占比很高。截至2018年底，母公司应付债券为41.98亿元，同比增长51.19%，主要是2018年新发行“18洞庭01”“18洞庭02”和“18岳阳洞庭PPN001”债券所致。

2018年，母公司实现营业收入5.36亿元，占合并报表营业收入的99.44%，母公司营业收入主要是工程代建产生的收入；母公司利润总额为1.79亿元，占合并报表利润总额的99.44%。母公司营业收入和利润总额占合并报表的比重

很高。

九、存续债券偿债能力

截至2018年底，公司存续债券余额44.34亿元，未来偿债压力集中度较高。

截至2018年底，若公司存续债券投资者均在下一次行权周期末行使回售选择权，公司一年内到期兑付债券余额为2.00亿元，2021年将达到存续债券待偿本金峰值15.74亿元。截至2018年底，公司现金类资产5.13亿元，对“15洞庭新城债”将于2019年兑付的分期本金2.00亿元的覆盖倍数为2.57倍，保障程度好；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13.68亿元、14.52万元和1.81亿元，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8　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

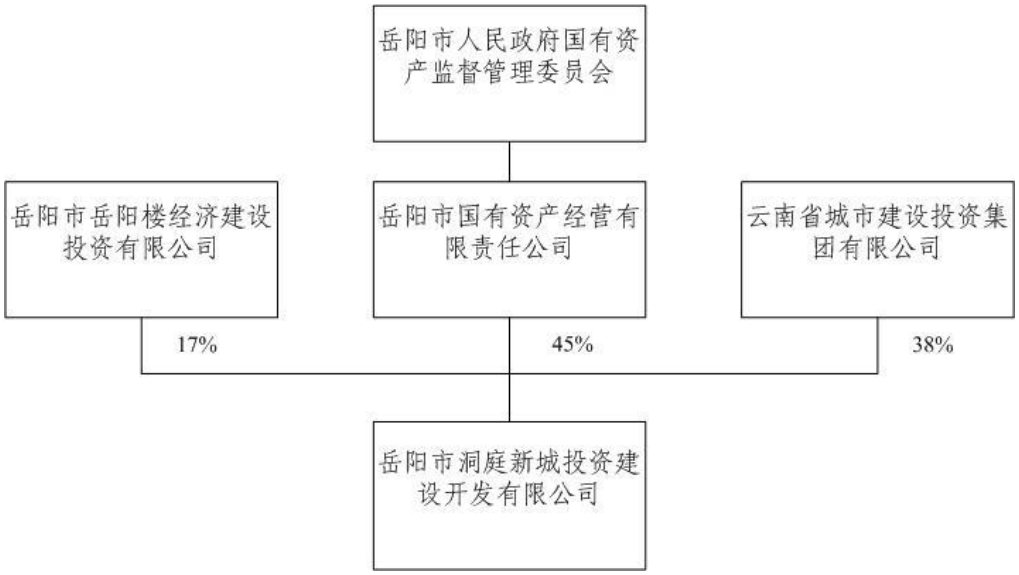
项 目	2018 年
一年内到期债券余额	2.00
未来待偿债券本金峰值	15.74
现金类资产/一年内到期债券余额	2.57
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.87
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.00
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.11

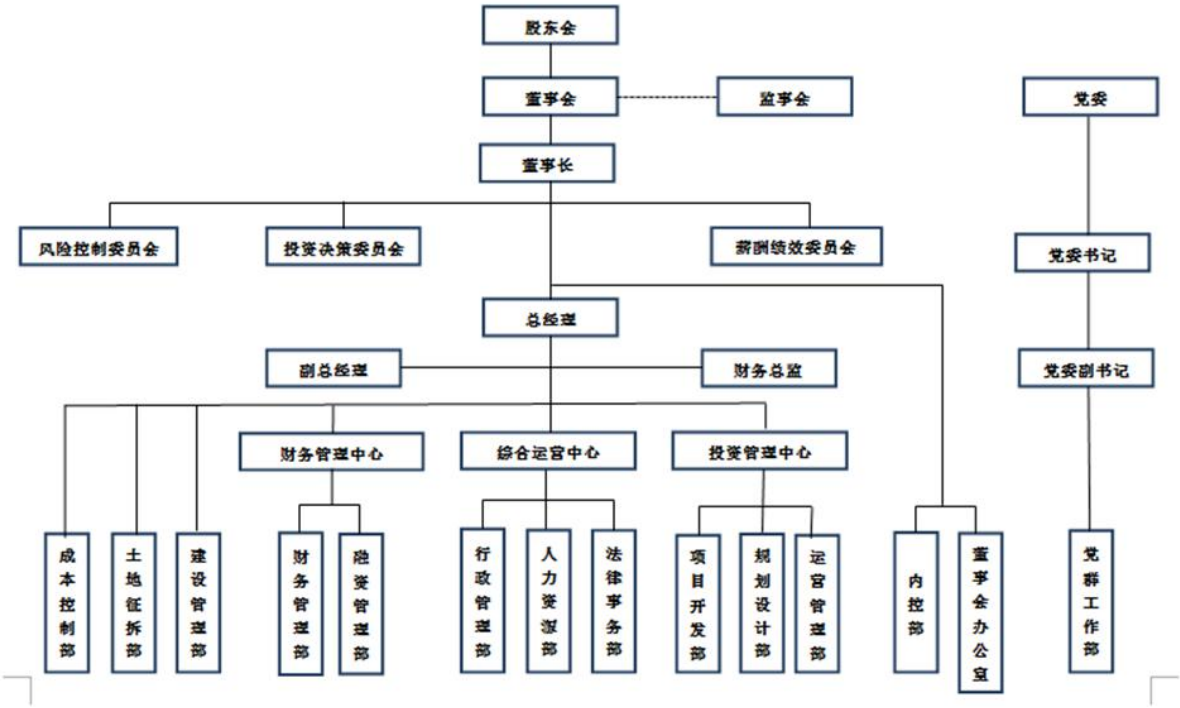
资料来源：联合资信整理

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，维持“15洞庭新城债”信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2018 年底公司股权结构图及组织结构图





附件 1-2　截至 2018 年底公司主要子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例（%）		取得方式
				直接	间接	
岳阳洞庭资产经营管理有限公司	岳阳市	岳阳市	资产管理	100.00	--	投资设立
岳阳洞庭名城文化产业发展有限公司	岳阳市	岳阳市	文化产业开发	100.00	--	投资设立
岳阳洞庭新城房地产开发有限公司	岳阳市	岳阳市	房地产开发	100.00	--	投资设立

资料来源：公司提供

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)	15.45	8.41	5.13
资产总额(亿元)	100.06	109.68	114.09
所有者权益(亿元)	53.82	54.80	56.46
短期债务(亿元)	11.00	16.35	2.44
调整后短期债务(亿元)	11.00	21.89	5.28
长期债务(亿元)	32.22	28.63	46.27
全部债务(亿元)	43.22	44.98	48.71
调整后全部债务(亿元)	43.22	50.53	51.56
营业收入(亿元)	5.93	5.37	5.39
利润总额(亿元)	1.84	1.03	1.80
EBITDA(亿元)	1.85	1.04	1.81
经营性净现金流(亿元)	0.18	-8.21	0.00
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.00	0.72	0.69
存货周转次数(次)	0.10	0.09	0.07
总资产周转次数(次)	0.12	0.05	0.05
应收类款项/资产总额（%）	20.70	30.59	29.97
现金收入比(%)	102.75	89.75	95.65
营业利润率(%)	11.00	-0.99	5.73
总资本收益率(%)	1.68	0.98	1.59
调整后总资本收益率(%)	1.68	0.93	1.54
净资产收益率(%)	3.03	1.79	2.95
长期债务资本化比率(%)	37.45	34.32	45.04
全部债务资本化比率(%)	44.54	45.08	46.31
调整后全部债务资本化比率(%)	44.54	47.97	47.73
资产负债率(%)	46.21	50.04	50.51
流动比率(%)	680.38	386.10	918.30
速动比率(%)	260.12	139.71	306.38
经营现金流动负债比(%)	1.32	-31.34	0.01
全部债务/EBITDA(倍)	23.35	43.26	26.98
调整后全部债务/EBITDA(倍)	23.35	48.59	28.56

注：调整后短期债务=短期债务+其他应付款中的有息债务；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%
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）×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　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