

信用等级公告

联合[2015] 2510 号

联合资信评估有限公司通过对株洲循环经济投资发展集团有限公司及其拟发行的 2016 年株洲循环经济投资发展集团有限公司公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

株洲循环经济投资发展集团有限公司

主体长期信用等级为

AA

2016 年株洲循环经济投资发展集团有限公司

公司债券的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年十二月十一日



2016 年株洲循环经济投资发展集团有限公司

公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA

本期债券发行额度: 14 亿元

本期债券期限: 7 年

偿还方式: 按年计息, 分期还本, 从第 3 年起
每年偿还本金的 20%

发行目的: 安置房项目建设和补充营运资金

评级时间: 2015 年 12 月 11 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	27.67	50.97	62.32
所有者权益(亿元)	22.02	40.81	42.89
长期债务(亿元)	0.00	2.94	13.38
全部债务(亿元)	0.80	3.34	13.75
营业收入(亿元)	3.45	5.63	5.51
利润总额(亿元)	0.46	1.99	2.08
EBITDA(亿元)	0.54	2.06	2.15
经营性净现金流(亿元)	-0.87	-2.97	-4.96
营业利润率(%)	15.98	22.29	16.24
净资产收益率(%)	2.09	4.88	4.85
资产负债率(%)	20.43	19.94	31.18
全部债务资本化比率(%)	3.51	7.57	24.27
流动比率(%)	446.45	661.50	969.57
全部债务/EBITDA(倍)	1.49	1.62	6.39
EBITDA 利息倍数(倍)	5.12	4.69	1.77
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.04	0.15	0.15

注: 公司其他应付款中有息部分已计入短期债务。

分析师

过国艳 熊睿哲

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对株洲循环经济投资发展集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为株洲市重要的基础设施建设、环境污染治理和土地整理开发主体之一, 同时是石峰区范围内唯一的基础设施建设和环境治理主体, 在重金属污染治理技术方面经验丰富, 并在资本金及资产注入等方面获得株洲市及石峰区政府的大力支持; 公司负责的清水塘地区重金属污染治理项目获得中央和湖南省的资金支持力度大。同时, 联合资信注意到公司资产流动性较弱、收入实现质量有待提高、经营性净现金流持续减弱等因素给公司经营带来不利影响。

近年来, 株洲市经济持续快速增长、财政实力稳步增强, 石峰区、清水塘循环经济工业及田心轨道科技园的经济快速发展, 为公司业务发展提供了良好的外部环境。未来公司经营前景良好, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

募投项目产生的收益对本期债券本息之和的保障能力较好, 且本期债券设置分期偿还条款, 一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力。联合资信认为, 本期债券到期不能偿还的风险低, 安全性高。

优势

1. 株洲市和石峰区经济持续快速增长、财政实力稳步增强, 清水塘循环经济工业及田心轨道科技园园区经济持续向好, 为公司业务发展提供了良好的外部环境。
2. 公司是株洲市重要的基础设施建设和环境污染治理主体, 是石峰区范围内唯一的基础设施建设和环境污染治理主体。
3. 本期债券分期偿还本金, 同时公司设置了

偿债资金专项账户，募投项目产生的收益对本期债券本金及项目募集资金投入部分本息之和的保障能力较好，有效提升了本期债券本息偿付的安全性。

关注

1. 公司存货主要由土地资产构成且已用于抵押的占比较高，公司资产流动性弱，整体资产质量一般。
2. 公司经营活动获现能力持续弱化，收入实现质量有待提高。
3. 目前公司负责区域范围内土地出让规模偏小，未来土地出让市场存在不确定性。
4. 募投项目现金回流时间及规模具有不确定性，与本期债券本金分期偿还时间存在一定程度上的不匹配。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与株洲循环经济投资发展集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与株洲循环经济投资发展集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因株洲循环经济投资发展集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由株洲循环经济投资发展集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、2016 年株洲循环经济投资发展集团有限公司公司债券信用等级自本期公司债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

株洲循环经济投资发展集团有限公司（以下简称“公司”）系株洲市石峰区国有资产管理局（以下简称“石峰区国资局”）根据株石政函字[2008]35号文件批准于2008年7月30日以货币形式出资成立的国有独资公司，成立时名为株洲云龙投资发展有限公司（成立时主要负责云龙新城的基础设施建设），注册资本为人民币1亿元；2009年4月、2009年6月、2011年10月和2013年9月，石峰区国资局分别对公司增资0.50亿元、0.77亿元、0.08亿元和3.65亿元；期间公司曾用名株洲循环经济发展有限责任公司，公司于2013年9月23日更为现名。

根据株石政函[2013]119号和株政函[2013]154号文件，2013年10月，石峰区国资局分别与株洲市国有资产监督管理委员会（以下简称“株洲市国资委”）、清水塘循环经济工业区管委会（系株洲市政府的派出机构，行使市级经济管理职能，与石峰区政府合署办公，以下简称“清水塘管委会”）签署了《国有股权无偿划转协议》，石峰区国资局将其持有公司的49%国有股权无偿划转给株洲市国资委，将其持有公司51%国有股权无偿划转给清水塘管委会，公司实际控制人为株洲市政府；截至2014年底，公司注册资本6亿元，实收资本6亿元。

公司经营范围：城市基础设施建设投资；工业楼宇（含标准厂房）投资、保障性住房及棚户区改造与安置房投资；特许经营项目投资；国有资产经营与管理；环境工程；土地开发与整理；从事对未上市企业的投资，对上市公司非公开发行股票的投资以及相关咨询服务。（以上项目涉及行政许可的凭相关许可证件经营，需资质证的凭资质证经营）。

公司下设10个职能部门，包括审计法务部、综合管理部、计划财务部、融资管理部、战略规划部等。截至2014年底，公司拥有2

家全资子公司株洲循环经济资源经营有限公司（以下简称“资源公司”）和株洲清水塘循环经济工业区置业有限责任公司（以下简称“置业公司”）。

截至2014年底，公司合并资产总额为62.32亿元，所有者权益合计42.89亿元（无少数股东权益）；2014年，公司实现营业收入5.51亿元，利润总额2.08亿元。

公司住所：株洲市建设北路玉兰山庄；公司法定代表人：刘振球。

二、本期公司债券及募投项目概况

1. 本期公司债券概况

公司计划于2016年发行14亿元公司债券（以下简称“本期债券”），债券期限为7年。本期债券按年付息；在本期债券存续期的第3、4、5、6、7年末，每年按照发行总额20%的比例偿还本金。公司设立偿债资金专项账户，有效提升对本期债券还本付息的保障作用。

本期债券为固定利率债券，单利按年计息，不计复利。

2. 本期债券募集资金用途

本期14亿元债券募集资金中，8.40亿元将用于工程建设项目，5.60亿元将用于补充流动资金。

募集资金投资项目情况如下：

表1 本期募集资金投资项目情况（单位：万元、%）

募集资金用途	项目总投资	拟使用债券募集资金及占项目总投资比例	
株洲市石峰区安置房建设项目	120010	84000	69.99%
补充流动资金	--	56000	--
合计	--	140000	--

资料来源：公司提供

3. 本期债券募投项目概况

项目基本情况

项目总投资额为120010万元，总用地面积

227275 平方米,总建筑面积 453231.78 平方米。其中:高层安置住宅建筑面积 232200.61 平方米,多层安置住宅建筑面积 106900.69 平方米,配套商业建筑面积 38585.3 平方米,其他用房建筑面积 75545.18 平方米。停车位 2264 个,其中:地面停车位 327 个,地下停车位 1937 个。

项目建设内容主要包括高层安置住宅、多层安置住宅、配套商业建筑、其他用房建筑、停车位及配套的给排水、供配电、绿化、道路等附属工程。

项目审批情况

株洲市石峰区安置房建设项目已经主要领导部门审批,相关文件见下表。

表 2 项目审批文件

审批部门	审批文件及字号
株洲市石峰区发展和改革局	《关于株洲市石峰区安置房建设项目可行性研究报告的批复》(株石发改〔2014〕21 号)
株洲市环境保护局石峰分局	《关于株洲市石峰区安置房建设项目环境影响报告表的批复》(株石环评〔2014〕6 号)
株洲市国土资源局石峰分局	《关于株洲市石峰区安置房建设项目用地预审意见》(株国土资石字〔2014〕22 号)
株洲市规划局石峰分局	《建设项目选址意见书》(选字第株石规选〔2014〕1203 号)
株洲市石峰区发展和改革局	《关于株洲市石峰区安置房建设项目节能评估报告书的批复》(株石发改能评〔2014〕1 号)

资料来源:公司提供

项目投资进度

该项目已于 2014 年 12 月开工,截至 2015 年 11 月底,项目整体完工量约 15%,项目建设工作正有序进行。

项目资金平衡

该项目的收益来源主要为住宅销售收入、商业销售收入、停车位销售收入。项目总收入为 161458 万元,其中,住宅销售收入(包括多层住宅和高层住宅的销售收入)为 101455.79 万元,配套商业销售收入为 38343 万元,停车位销售收入(包括地上车位和地下车位的收入)为 19697 万元。项目盈利能力好,具有较好的

经济效益。

三、宏观经济和政策环境

中国经济发展进入新常态,增长速度有所回落,但缓中有稳、稳中有进,结构优化趋势明显。2015 年一季度国内生产总值 140667 亿元,按可比价格计算,同比增长 7%。分产业看,第一产业增加值 7770 亿元,同比增长 3.2%;第二产业增加值 60292 亿元,增长 6.4%;第三产业增加值 72605 亿元,增长 7.9%,较第二产业高出 1.5 个百分点,占国内生产总值的比重达 51.6%,比上年同期提高 1.8 个百分点,高于第二产业 8.7 个百分点。经济结构向服务主导型提升趋势更加明显。

从国内居民消费和对外经济发展情况看来,一季度社会消费品零售总额 70715 亿元,同比名义增长 10.6%(扣除价格因素实际增长 10.8%),较上年同期回落 1.4 个百分点城乡居民消费平稳增长。同时,对外经济平稳发展。一季度,中国进出口总额 9042 亿美元,同比下降 6.3%;出口 5139 亿美元,增长 4.7%;进口 3902 亿美元,下降 17.6%。贸易顺差 1237 亿美元,增长 6.1 倍。

国家加快投融资体制改革,放宽市场准入,新的市场主体大量涌现,激发了民间投资活力。一季度,固定资产投资(不含农户)77511 亿元,同比名义增长 13.5%(扣除价格因素实际增长 14.5%),增幅较上年同期回落 4.1 个百分点。分产业看,第一产业投资 1553 亿元,同比增长 32.8%;第二产业投资 31361 亿元,增长 11%;第三产业投资 44597 亿元,增长 14.7%。占全部投资的 57.5%,较上年同期提升了 0.6 个百分点。其中,基础设施投资增长 23.1%,比上年同期高出 0.6 个百分点,棚户区改造等民生工程建设继续加快。

2015 年一季度,多项财政收入数据出现下滑,其中税收收入同比仅增长 1.2%;全国一般公共预算收入同口径增长 2.4%,增速处于

低位；土地出让收入同比更是下降 36.1%。财政收入增速放缓主要原因：一是经济形势不好；二是结构性减税；三是营改增。

2015 年一季度，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合利用公开市场操作、短期流动性调节工具、中期借贷便利等多种工具组合合理调节银行体系流动性。2015 年 3 月末，广义货币(M2)余额 127.53 万亿元，同比增长 11.6%。狭义货币(M1)余额 33.72 万亿元，增长 2.9%，流通中货币(M0)余额 6.2 万亿元，增长 6.2%。一季度，新增人民币贷款 3.68 万亿元，同比多增 6018 亿元，信贷对经济增长的支撑作用有所增强。社会融资规模存量为 127.52 万亿元，同比增长 12.9%。新增人民币存款 4.15 万亿元，同比少增 1.64 万亿元，主要是互联网金融及居民投资多元化快速发展替代了部分银行存款。总体看，银行体系流动性充裕，货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，市场利率回落，金融机构贷款利率总体有所下行。

总的来看，一季度国民经济运行总体平稳，尽管经济增速有所放缓，但市场预期基本稳定，结构调整与转型升级势头良好，积极因素和新生动力正在积聚。下一阶段，中国政府将坚持稳中求进的总基调，保持定力、灵活施策，加大区间调控、结构调控、定向调控力度，保持经济运行在预期合理区间。同时，着力深化改革开放，加大简政放权、放管结合力度，着力促进大众创业、万众创新，加大公共产品、公共服务投入，以“双引擎”塑造经济发展新格局。

四、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市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物质基础，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，全国各地城建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。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

(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，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债

券拓宽融资渠道等。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财政隐性债务规模快速攀升，2010年以来，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，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预[2012]463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013年4月，银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底，国家发改委办公厅下发发改办财金[2013]2050号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014年10月初，国务院发布“国发[2014]43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43号文》”）。《43号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且

规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，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，以下简称“《351号文》”），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年43号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两

极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

（3）中国基础设施建设发展展望

国家加快投融资体制改革，放宽市场准入，新的市场主体大量涌现，激发了民间投资活力，其中国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。

2014年全社会固定资产投资512761亿元，比上年增长15.3%，扣除价格因素，实际增长14.7%。其中，固定资产投资（不含农户）502005亿元，增长15.7%，农户投资10756亿元，增长2.0%。东部地区投资206454亿元，比上年增长15.4%；中部地区投资124112亿元，增长17.6%；西部地区投资129171亿元，增长17.2%；东北地区投资46096亿元，增长2.7%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资11983亿元，比上年增长33.9%；第二产业投资208107亿元，增长13.2%；第三产业投资281915亿元，增长16.8%。民间固定资产投资321576亿元，增长18.1%，占固定资产投资（不含农户）的比重为64.1%。2015年一季度，固定资产投资（不含农户）77511亿元，同比名义增长13.5%（扣除价格因素实际增长14.5%），增幅较上年同期回落4.1个百分点。其中，基础设施投资增长23.1%，比上年同期高出0.6个百分点，棚户区改造等民生工程继续加快。

截至2014年底，中国城镇化率为54.77%，较上年提高1.04个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

十八大报告指出要推动城乡发展一体化。通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活

力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣。加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后中国经济增长的动力。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

2. 区域经济环境和地方财力

（1）区域经济

株洲市经济概况

株洲市是湖南省14个地级市（州）之一，属于新兴工业城市，但同时又属于老工业基地，目前相对有影响力的企业基本上是解放初期国家投资兴建的重工业企业。现株洲市形成了装备制造业、新材料产业和有色金属、陶瓷、生物医药、健康食品产业为主导的工业新体系，以上产业对株洲市经济具有强有力的经济支撑。生态农业、旅游、文化、服饰等产业在近年也得到了较快的增长，为株洲市的经济起到了较好的补充作用。

根据《株洲市2014年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2014年全市地区生产总值2160.5亿元，较上年增长10.5%，其中，第一产业增加值169.8亿元，增长4.5%；第二产业增加值1281.6亿元，增长10.9%，其中工业增加值1138亿元，增长11%；第三产业增加值709.1亿元，增长11.2%。

株洲市三次产业结构上年的8: 60: 32调整为7.9: 59.3: 32.8。与去年同期比, 第一产业和第二产业比重分别降低0.1个和0.7个百分点, 第三产业比重提高0.8个百分点。第一、二、三产业对GDP的贡献率分别为3.3%、62.7%和34%。

株洲市固定资产投资1837.1亿元, 增长22%。其中公有制经济投资572.5亿元, 增长24.3%; 非公有制经济投资1264.6亿元, 增长21.1%。从投资产业类型看, 全市第一产业完成投资41.6亿元, 增长43.2%; 第二产业完成投资951.4亿元, 增长21.6%, 其中工业投资947.4亿元, 增长21.8%; 第三产业完成投资844.1亿元, 增长21.7%。从投资领域看, 民生类投资增长较快, 全市公共设施管理业完成投资278.9亿元, 增长36%。全年施工项目3148个, 增长21.8%, 本年度新开工项目2702个, 增长25.7%; 投资亿元以上项目158个, 下降8.1%, 亿元以上新开工项目48个, 下降31.4%。

株洲市公共财政预算总收入264亿元, 增长12.1%。其中, 地方收入167.4亿元, 增长12.6%。全市各项税收总收入185.8亿元, 增长12.5%, 占财政总收入的比重为70.4%, 同比提高0.3个百分点。其中, 建筑业营业税12.3亿元, 增长31%; 第三产业营业税23.6亿元, 增长5.2%。

国务院已于2007年末批准“长株潭城市群”为“全国资源节约型和环境友好型社会(简称“两型社会”)建设综合配套改革试验区, 长株潭城市群作为“两型社会”建设的国家战略平台, 是湖南省新型工业化、新型城市化的引导区, 中部经济的核心增长极。而株洲市是“长株潭城市群”中工业基础最强的城市, 依托良好的交通环境和雄厚的工业基础, 随着株洲市“两型社会”综合配套改革试验区的实施, 未来5-10年内, 株洲市城市基础设施建设和公用设施投资有望进一步拉动。

石峰区

石峰区位于株洲市北部, 是株洲工业、科技、交通中心, 北接长沙, 西边湘潭, 地处长、

株、潭“金三角”前沿; 下辖5个街道, 15个行政村, 33个社区居委会; 截至2013年底, 根据初步统计, 石峰区常住人口为25.56万人, 其中城镇人口24.89万人。

根据《2014年石峰区国民经济和社会发展统计公报》, 初步核算, 2014年石峰区实现生产总值(GDP)316.2亿元, 按可比价格计算, 比上年增长10.3%。其中, 第一产业增加值1.8亿元, 增长4.3%; 第二产业增加值270亿元, 增长11.1%; 第三产业增加值44.4亿元, 增长5.5%。按常住人口计算的全区人均生产总值为12.1万元(按年平均汇率折算为19675美元)。全年完成全社会固定资产投资总额148.2亿元, 比上年增长22.6%。其中, 工业投资93亿元, 增长12.5%。全年房地产开发业实现增加值6.8亿元, 比上年增长5.2%, 房地产开发完成投资30.4亿元, 比上年增长72%, 占固定资产投资的比重为20.5%。房地产开发施工面积133.5万平方米, 增长5.5%; 竣工面积8.3万平方米, 下降29.5%。全年商品房销售面积24.1万平方米, 下降5.2%; 实现商品房销售额9.8亿元, 下降11.5%。

全年完成公共财政预算收入16.7亿元, 比上年增长12.3%。税收收入完成14.9亿元, 比上年增长14%, 占财政收入比重为89%。

清水塘循环经济工业区

清水塘循环经济工业区是湖南省工业标志性区域和全国著名的冶炼化工基地, 在湖南省乃至全国的工业布局中具有举足轻重的地位。近年来, 清水塘工业区获得了国家的大力支持。

2007年12月, 根据发改经体[2007]3428号获批长株潭全国“两型”社会建设试验区首批启动的5大示范区之一; 同时, 根据国发改环资[2007]3420号, 清水塘工业区获国家发改委、环保总局、科技部、财政部、商务部、统计局等6部委批准为国家第二批发展循环经济试点示范园区。

2012年8月, 根据国发改环资[2011]664号文件, 在国务院批准的《湘江流域重金属污染治理实施方案》中, 清水塘工业区被列为重点治

理区域，在项目资金上给予了配套支持。

2014年4月，根据发改东北[2014]551号，清水塘工业区成为全国21个城区老工业区搬迁改造试点园区之一，清水塘老工业区搬迁改造将获得中央财政预算内资金支持，并在土地利用、项目融资等方面享受特殊政策。

区域定位：“生态霞湾港、靓丽清水湖、循环产业园”的整体布局，“一带、三园、多廊道”的生态空间。功能结构设计为：一心即总部研发中心；两园：环保装备产业园、都市型产业园；双基地：湘江运动休闲用品物流基地、现代物流园基地；“千百”工程：千亿物流、百亿工业产值、百万平米工业楼宇。

田心轨道科技园

田心轨道科技园（株洲轨道科技城），于2000年9月经国家科技部批准成立，是株洲国家高新区“一区三园”的重要组成部分，2008年12月被省政府授予“湖南省株洲田心电子信息产业园”。园区拥有中国最大的机车车辆制造企业（南车株洲电力机车有限公司）和中国最大的机车车辆研发中心（南车株洲电力机车研究所有限公司）。2010年3月，园区控规面积由原来的8.8平方公里扩展到31.21平方公里。株洲轨道科技城依托南车株洲电力机车有限公司、南车株洲电力机车研究所有限公司、南车电机、时代电气、联诚集团等核心骨干企业，大力发展轨道交通配套产业和商居、金融、信息、物流等配套服务业，着力打造具有国际一流水平

的交通装备创造基地，努力率先建成全市首个千亿产业集群，成为推动世界轨道交通发展的中国力量。

总体看，株洲市作为“长株潭城市群”中工业基础最强的城市，未来经济增长空间大；未来随着“十二五”规划的进一步落实，基础设施投资力度将加大，公司面临着良好的产业政策及投资环境。

（2）政府财力及负债

公司作为株洲市国资委在石峰区重要的基础设施建设的主体，得到株洲市财政和石峰区财政的支持。

株洲市政府财力及债务

随着株洲市经济保持平稳增长，其财政实力持续增强，2012~2014年，株洲市地方综合财力分别为290.03亿元、322.20亿元和365.78亿元，财政实力较强。2014年，株洲市地方综合财力主要来自于地方公共预算收入（占45.76%）和转移支付和税收返还收入（占36.81%）。其中株洲市地方公共预算收入167.38亿元，53.29%来自于税收收入。

截至2014年底，株洲市地方政府债务余额185.35亿元，其中地方直接债务余额140.63亿元，政府担保债务余额89.44亿元。结合2014年株洲市综合财力测算，株洲市政府债务率为50.67%。

总体看，株洲市经济稳定增长，财政实力持续增强；政府债务整体负担较轻。

表3 2014年株洲市财力及债务构成（单位：万元）

地方债务（截至2014年底）	金额	地方财力（截至2014年底）	金额
（一）直接债务余额	1406320	（一）地方公共预算收入	1673823
1、外国政府贷款	21187	1. 税收收入	891926
2、国外金融组织贷款	24241	2. 非税收入	781897
（1）世界银行贷款	18661	（二）转移支付和税收返还收入	1346541
（2）亚洲开发银行贷款	5580	1. 一般性转移支付收入	613239
3、国债转贷资金	531	2. 专项转移支付收入	590953
4、农业综合开发借款	2296	3. 税收返还收入	142349
5、解决地方金融风险专项借款	15000	（三）国有土地使用权出让收入	598102
6、国内金融机构借款	751488	1. 国有土地使用权出让金	231296
（1）政府直接借款	630368	2. 国有土地收益基金	
（2）由政府承担偿还责任的融资平台公司借款	121120	3. 农业土地开发资金	
7、债券融资	158400	4. 新增建设用地有偿使用费	
（1）中央代发地方政府债券	158400	5. 其他土地出让收入	366806

(2) 由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	0	(四) 预算外财政专户收入	39361
8、粮食企业亏损挂账	96		
9、向单位、个人借款	7253		
10、拖欠工资和工程款	0		
11、其他	425828		
(二) 担保债务余额	894379		
1、政府担保的外国政府贷款	0		
2、政府担保的国际金融组织贷款	2130		
(1) 世界银行贷款	2130		
3、政府担保的国内金融机构借款	671781		
4、政府担保的融资平台债券融资	220000		
5、政府担保向单位、个人借款	0		
6、其他	468		
地方政府债务余额= (一) + (二) *50%	1853509	地方综合财力= (一) + (二) + (三) + (四)	3657827
债务率= (地方政府债务余额÷地方综合财力) ×100%		50.67%	

资料来源：公司提供

石峰区财力及债务

石峰区在成立之初财力基础较为薄弱，但近几年随着环保大道等重大基础设施项目的竣工和招商引资项目的引入，石峰区财力增速较快。2014 年，石峰区地方综合财力 24.31 亿元，同比增长 64.08%，其中一般预算收入 5.21 亿元，同比增长 15.80%，上级补贴收入 1.37 亿元，同比增长 9.96%，国有土地使用权出让收入 17.73 亿元，同比增长 95.45%。石峰区一般预算收入中税收收入占比为 73.93%。

截至 2014 年底，石峰区地方政府债务余额 7.15 亿元，全部为地方直接债务余额。结合 2014 年石峰区综合财力测算，石峰区政府债务率为 29.42%。

总体来看，近年来株洲市经济平稳发展，综合财力持续增强，债务负担处于可控范围内；石峰区虽然成立较晚，但经济总量和财政收入增速较快，政府债务负担较轻。以上均有利于公司业务的持续发展。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2014 年底，株洲市政府通过株洲市国资委和清水塘管委会分别持有公司 49%和 51%的股权，公司实际控制人系株洲市政府。

2. 企业规模和技术水平

根据株洲市石峰区政府《关于株洲循环经济投资发展集团有限公司投资主体地位的证明》（2014 年 8 月），公司是株洲市环境治理项目、城市基础设施建设项目、土地开发与整理项目、水利建设项目和政策性住房建设项目的投资主体，是石峰区唯一的环境治理、城市建设、融资、管理和服务平台。同时，公司获得在清水塘工业园和田心高科园区内的综合管网、广告、加油站等特许经营权投资开发。

清水塘地区的重金属污染包括汞、镉、铅、铬、铊、砷等多种重金属元素交叉污染，污染情况复杂。公司一直致力于株洲市清水塘地区的重金属污染治理项目建设，通过开展土壤重金属污染治理、稳定化处理场建设、生态河岸建设等路径，有效地改善了株洲市清水塘地区历史遗留污染问题；坚持“源头削减—过程控制—末端治理”的综合防治技术路线，治理实施效果明显，基本形成了一套切实有效和经济可行的重金属治理模式。

总体看，公司业务拥有一定区域垄断性优势，业务竞争优势明显；同时，公司在重金属污染治理技术方面积累较丰富经验。

3. 人员素质

截至 2014 年底，公司共有高层管理人员

7 人。

公司董事长刘振球先生，出生于 1967 年，党员，本科学历；曾任株洲市石峰区政府办公室副主任、主任、党组成员；石峰区龙头铺镇党委书记；株洲清水塘循环经济工业区委委员、管委会副主任；现任公司董事长。

公司总经理陈红云先生，出生于 1974 年，中共党员，研究生学历。曾任株洲市石峰区委政研室副主任；石峰区委办副主任、政研室副主任、主任；石峰区田心街道党工委书记；清水塘循环经济工业区投融资管理中心副主任、主任；现任公司副董事长兼总经理。

截至 2014 年底，公司合并口径共拥有员工 23 人；从年龄分布划分，30 岁以下员工 11 人、30-50 岁员工 10 人、50 岁以上员工 2 人；从文化程度划分，研究生及以上员工 4 人、本科员工 15 人、大专员工 3 人、中专及以下员工 1 人。

总体来看，公司高管有较丰富的管理经验，公司人员构成较合理，能够满足日常经营需要。

4. 外部支持

公司负责基础设施建设、土地开发与整理、政策性住房建设和环境治理工作等，获得株洲市政府的大力支持：

资本金注入

公司于 2008 年 7 月成立时，注册资本 1 亿元，2009 年 4 月、2009 年 6 月、2011 年 10 月和 2013 年 9 月，石峰区国资局分别对公司增资 0.50 亿元、0.77 亿元、0.08 亿元和 3.65 亿元。

2011 年，根据株石政函[2011]105 号文件，将石峰区轨道交通千亿产业园指挥部的千亿产业园区土地改造项目移交给公司，将发生的千亿产业园指挥部项目开发费用一并拨入公司，相应增加资本公积 3.46 亿元。

2012 年，根据株石国资批[2012]3 号文件，石峰区政府将石峰区 5 宗工业用地、11 宗划

拨商住用地的土地使用权评估价值 15.50 亿元扣除 2011 年拨入的该地块应分摊的千亿产业园指挥部项目开发费用 3.46 亿元后的金额注入公司增加公司资本公积 12.04 亿元。

2013 年，根据石峰区国资局《关于申请将位于株洲市石峰区 18 宗出让商住用地的土地使用权注入株洲循环经济投资发展有限责任公司的批复》（株石国资批字[2013]7 号），将变性后的 18 宗国有出让商住用地土地使用权以评估价值注入公司，增加资本公积 138530.54 万元。

株洲市政府及石峰区国资局对公司的增资有效增强了公司的资本实力及业务经营能力。

资产注入

经营性资产注入方面，2010 年 5 月，根据株洲市石峰区国资局《关于将管网资产注入株洲循环经济投资发展有限责任公司的批复》（株石国资批[2010]1 号）将 1.80 亿元的管线资产注入公司；同时根据株石政函[2010]57 号文件，注入的管网资产由公司负责后续维护和经营管理并拥有相应的收益权，公司每年可获得不低于 400 万元收益；2012~2014 年，公司管网收益 1200 万元均已到位；现金流量表中计入其他与经营活动有关的现金。

政府补助

因公司承担石峰区环境治理任务，为保障环境治理项目顺利进行，缓解公司的资金压力，根据株财融[2011]16 号、株石财字[2011]25 号和株石财字[2013]20 号文件，2011 年和 2013 年，公司获得政府提供的基础设施建设及环境治理项目补助资金分别 1.08 亿元和 0.77 亿元。

代建业务支持

2012 年 10 月，株洲市政府、石峰区政府与公司签订《株洲市石峰区基础设施建设项目、保障性住房及湘江流域重金属污染治理项目委托代建协议书》，市区两级政府授权公

司对基础设施建设项目、保障性住房及湘江流域重金属污染治理项目进行投资、融资和施工建设。株洲市政府及石峰区政府应支付公司投资项目所发生的实际支出成本，并按照不低于上述投资成本的 20% 支付管理服务费。工程建设收入（包括成本返还和管理服务费）由株洲市政府和石峰区政府各支付 50%，其中公司当年支付的项目成本，市区两级政府每年按照相同比例，5 年内支付完毕，其中第一年累计不低于 20%、第二年累计不低于 40%、第三年累计不低于 60%、第四年累计不低于 80%，管理服务费需当年全部支付；株洲市及石峰区两级政府对公司承建项目支持力度大。

应收款项保障

截至 2014 年底，公司应收政府及其他相关部门共计 13.87 亿元，其中主要为应收石峰区财政局的环境治理、基础设施建设等项目工程款项 12.29 亿元，其他为业务活动中与相关单位发生的往来款项。

根据株洲市政府《关于应付株洲循环经济投资发展集团有限公司款项情况的说明》（株政融[2015]11 号文），为确保公司上述应收政府款项资金有效兑付，保障公司的正常运营和正当利益，株洲市政府计划将石峰区内 4 宗、共 827.85 亩土地陆续进行出让，并以土地出让净收益用于偿付公司应收政府款项。

株洲市政府将于 2016 年~2018 年分别出让土地 129.45 亩、464.40 亩和 234.00 亩，按前述株洲市国土局出具说明的价格进行测算，同期将实现土地出让净收益 3.11 亿元、7.06 亿元和 5.62 亿元，上述土地出让后可获得净收益 15.78 亿元，完全覆盖公司应收政府款项。如未来土地市场发生波动，相关土地不能按照上述计划出让或者出让土地的开发成本及相关税费超过转让挂牌总收入 20%，以及土地出让价格低于上述估计价格，株洲市政府将根据实际情况，安排其他资金拨付，以确保落实应付公司款项的支付工作。

应收款项保障用地均位于石峰区范围内，

目前区域内出让市场规模小，且土地出让市场易受国家对房地产市场调控影响，未来土地变现情况存在不确定性。

六、管理分析

1. 法人治理结构

根据《公司法》及有关法律、法规的规定，公司设股东会，股东会由全体股东组成，是公司的最高权力机构。公司设董事会，董事会是公司经营管理的最高决策机构，对股东会负责。董事任期三年，任期届满可连任。董事由股东会委派或变更。公司董事会由七名董事组成，每届任期三年，其中管委会委派四名，市国资委委派三名；董事会设董事长一名，从董事会董事成员中选举产生；设董事会秘书一名。公司设监事会，由三名监事组成，其中管委会和市国资委各委派一人，职工代表一人。监事会设监事会主席，监事会主席由管委会委派的监事担任。公司实行董事会领导下的经理层执行制，设总经理一名、副总经理若干名；设外派财务总监一名，由市国资委委派。经理层每届任期三年，任期届满，可以连任。

2. 管理水平

根据有关法律、行政法规等，公司在财务管理、预算管理、融资管理、工程管理、项目管理和子公司管理等方面制定了规范的管理制度和工作细则。

财务管理

公司财务实行预算管理，对有关财务计划的制订、审批、实施、检查和分析进行全面的、从而进行。子公司财务管控上，公司实行财务总监委派制，各子公司财务总监负责组织领导各子公司的财务管理工作，参与各子公司重要经济问题的决策。子公司的财务经理向财务总监负责并报告工作；财务总监向子公

司总经理及公司财务部负责并报告工作。

预算管理

公司预算管理主要为配合公司总体战略规划及年度经营计划的实现，加强对各部门经营的控制和指导，通过预算的编制和执行情况来评价公司和部门的经营业绩，改进各部门经营过程中的不足。公司实行的全面预算主要包括工程建设预算、土地报批预算、项目前期预算、规划设计预算、行政管理预算及其他项目预算六个部分。

工程管理

工程现场管理方面，公司本部为业主的项目采用项目责任人负责制，由项目负责人和 1-2 名专业工程师组成一个项目管理组，由项目管理组对项目投资、进度、质量、施工安全、文明施工等进行全面管理。子公司为业主的项目采用项目监管联系制，原则上每个项目派一名项目监管员，代表公司对子公司的项目投资、进度、质量、安全、文明施工等进行监督管理。

子公司管理

公司本部对全资子公司和控股子公司实行宏观管理和必要的微观管理，对参股子公司实行宏观管理。公司本部对子公司管理的总体定位是：成为子公司的战略规划中心、投资决策中心、业务监管中心、财务管理中心。

综合看，公司法人治理结构与管理制度的保障能够保障公司日常经营运转。

七、经营分析

1. 经营现状

公司业务主要为土地整理开发、基础设施建设和环境治理等业务；目前业务主要为石峰区范围内，包括株洲市清水塘循环经济工业区和田心轨道科技园等园区的基础设施投资和开发。公司业务收入总体保持增长趋势，2012~2014 年分别为 3.45 亿元、5.63 亿元和 5.51 亿元；公司业务收入构成主要以基础设施建设和环境污染治理为主，2014 年基础设施建设和环境污染治理业务占比分别为 72.51%和 26.77%；公司土地开发业务收入主要来源于环境治理项目周边产生的土地进行整理实现的收入，整理数量具有不确定性、实现收入规模较小，仅 2012 及 2013 年实现少量收入。公司其他业务来源包括注入的管网资产每年获得的稳定收入 0.04 亿元，以及 2013 年公司将石峰区政府先期注入的土地使用权挂牌出让实现 1.34 亿元收入。

毛利率方面，公司基础设施建设业务、环境污染治理和土地开发整理业务实现收入和成本均按照项目代建协议约定，按照业务投入成本的 20%作为投资回报，该三项业务毛利率均为 16.67%；其他业务中管网资产业务成本为公司每年计提管网资产折旧 570 万元，该块毛利率为-42.42%；另 2013 年出让土地的成本包括挂牌出让的土地使用权摊余账面价值 0.43 亿元及挂牌出让应扣除的政府收益、业务费用、政策性计提等 0.38 亿元，当年其他业务毛利率为 38.89%。总体看，除 2013 年受土地出让影响整体业务毛利率达到 22.29%，其他年度毛利率维持在 16%左右。

表 4 2012~2014 年公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础设施建设	24676.93	71.47	16.67	17234.96	30.63	16.67	39924.32	72.51	16.67
环境污染治理	9138.81	26.47	16.67	24682.46	43.86	16.67	14738.07	26.77	16.67
土地开发与整理	312.38	0.90	16.67	110.86	0.20	16.67	--	--	--
其他业务	400.00	1.16	-42.42	14249.00	25.32	38.89	400.00	0.73	-42.42
合计	34528.12	100.00	15.98	56277.27	100.00	22.29	55062.39	100.00	16.24

资料来源：公司提供

注：部分数据因四舍五入导致分项数据加总与合计数不等。

代建类业务

公司负责的基础设施建设、环境污染治理及土地开发整理业务均以代建形式参与，由公司负责投资建设，公司按照当年实际投资额的 20%收取管理服务费。财务处理上，公司将基础设施建设项目前期投入计入存货-开发成本，待年底项目结算时结转成本。截至 2014 年底，公司应收政府及其他相关部门共计 13.87 亿元，根据株政融[2015]11 号文，

公司应收账款将于 2016~2018 年获得株洲市政府安排土地出让净收益返还相应款项。

近几年，公司主要负责的代建项目包括铜霞路改扩建工程、重金属废渣、铜霞路二期工程、南车物流基地铁路引入线等，2012~2014 年，公司分别完成投资 2.84 亿元、3.50 亿元和 4.56 亿元，分别实现收入分别为 3.41 亿元、4.20 亿元和 5.47 亿元，近三年公司参与的代建项目明细情况如下表所示。

表 5 2012~2014 年公司代建项目实现收入情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	2012 年		2013 年		2014 年		截至 2014 年底累计实现收入
		投入成本	实现收入	投入成本	实现收入	投入成本	实现收入	
铜霞路改扩建工程	58658	9873.48	11848.18	1013.84	1216.61	1265.84	1519.01	43527.29
南车物流基地铁路引入线	40560			12156.96	14588.35	20494.02	24592.82	39181.17
铜霞路二期工程	21500	10629.74	12755.69	785.23	942.28	9010.08	1802.02	15978.23
重金属废渣	37672	2377.45	2852.94	13213.93	15856.72	2721.62	3265.94	22166.24
大湖重金属污染治理工程	10260	853.36	1024.03	1949.70	2339.64	7983.88	9580.66	12966.48
其他	--	325.79	390.95	905.97	1087.16	3772.58	13537.18	16998.05
总计	--	28440.10	34128.12	35023.56	42028.27	45551.99	54662.39	162307.44

资料来源：公司提供

注：累计实现收入数额包括公司在 2012 年以前投资建设项目实现收入；部分数据因四舍五入导致分项数据加总与合计数不等。

基础设施建设业务主要包括铜霞路改扩建工程、南车物流基地铁路引入线、铜霞路二期工程和乌丫港等项目，土地开发整理收入全部为待建镉污染土地整理项目实现收入，其余项目均为环境污染治理项目。

未来几年，随着环境治理完成，周边土地逐渐实现商业价值，公司土地开发与整理业务规模将进一步扩大。

其他业务

2010 年 5 月，根据株石国资批[2010]1 号文件石峰区国资局将 1.80 亿元的管线资产注入公司；根据株石政函[2010]57 号文件，注入的管网资产由公司负责后续维护和经营管理并拥有相应的收益权，公司每年可获得不低于 0.04 亿元收益；2012~2014 年，公司管网收益合计 1200 万元已到位并确认收入；公司将每年计提的管网资产折旧 570 万元确认为相应业务成本。

2009 年，石峰区政府于将原株洲市化工助剂厂 11.01 万平方米（165.09 亩）的工业建设用地统一变性为商业用地，并将变性后的土地使用权（株国有[2010]第 1757 号）对公司进行增资；后出让其中 101.93 亩土地，成交价 1.38 亿元；扣除应缴政府收益、业务费用、政策性计提资金等 0.38 亿元后，共拨付公司 1.00 亿元（款项于 2013 年到位）。财务处理上，公司将土地出让实现收入全额确认计入 2013 年其他业务收入，将土地使用权摊余的账面价值 0.43 亿元和应扣除的费用 0.38 亿元确认为成本。

2. 在建项目情况

截至 2014 年底，公司主要在建及拟建项目有 9 个，总投资额 40.26 亿元，主要项目为清水湖公园、西片区清水湖土壤污染治理工程、铜霞路改扩建工程等；预计 2015~2017

年公司主要在建项目分别需投入 10.42 亿元、7.55 亿元和 9.30 亿元；整体看，公司在建项目规模较大，公司对外融资压力大。

表 6 截至 2014 年底公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目建设期	总投资	截至 2014 年底完成投资	2015 年计划	2016 年计划	2017 年计划
铜霞路改扩建工程	2012.5-2015.5	58658	35006.9	4000	5000	7000
重金属废渣	2012.5-2017.5	37672	15750.24	3000	5000	8000
南车物流基地铁路引入线	2012.7-2015.7	40560	32156.96	2200	3000	2000
铜霞路二期工程	2011.12-2014.12	21500	11813.51	2000	2500	2000
铜板路	2015.8-2020.8	39791	189.50	10000	1000	13000
霞湾港（排污渠）二期	2015.3-2018.3	23706	357.08	7000	6000	4000
待建镉污染土地整理	2015.2-2020.2	49700	854.69	11000	13000	21000
清水湖公园	2015.6-2020.6	65902	101.53	15000	20000	25000
西片区清水湖土壤污染治理工程	2015.11-2020.11	85061	117.30	50000	20000	11000
合计		402550	76347.71	104200	75500	93000

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012~2014 年合并财务报表经利安达会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计意见。

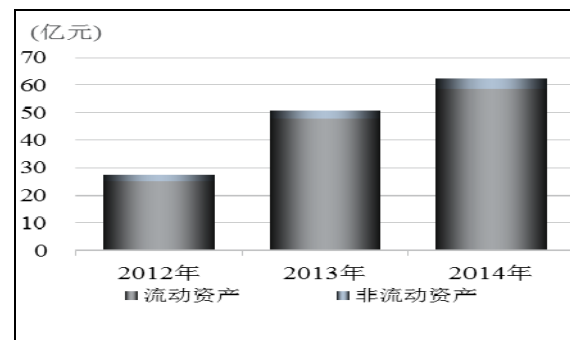
从报表合并变化范围来看，2014 年公司新增子公司置业公司，该公司 2014 年底净资产为 0.42 亿元。总体来看，合并报表范围的变化对财务数据可比性无重大影响。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 62.32 亿元，所有者权益合计 42.89 亿元（无少数股东权益）；2014 年，公司实现营业收入 5.51 亿元，利润总额 2.08 亿元。

2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产总额快速增长，年均增长 50.06%，截至 2014 年底为 62.32 亿元，其中流动资产占 93.99%，非流动资产占 6.01%。

图 1 2012~2014 年底公司资产构成情况



资料来源：审计报告

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产快速增长，年均增长 52.42%，截至 2013 年底为 58.57 亿元，其中应收账款占 20.99%、其他应收款占 7.68%、存货占 63.98%。

2012~2014 年，公司应收账款快速增长，年均增长 40.46%，截至 2014 年底，为 12.29 亿元，全部为应收株洲市石峰区财政局的环境治理、基础设施建设等项目工程款项。

近三年，公司其他应收款快速增长，年均增长 83.62%，截至 2014 年底为 4.50 亿元，主要为与苏州工业园区禾硕厂房租赁有限公司、清水塘工业区征地征收指挥部和石峰区财政局等单位的往来款，金额前五名合计占其他应收款总额的比例为 70.63%，集中度高。

2012~2014 年，公司存货快速增长，年均增长 53.08%，截至 2014 年底为 37.48 亿元，其中开发成本占 12.15%，土地使用权占 87.85%。2014 年公司存货同比增长 10.63%，新增清水塘环境治理项目、南辅道项目和铜霞路等代建工程等项目。截至 2014 年底，公司土地使用权中 25.62 亿元（占比 68.36%）的土地使用权已用于抵押；公司土地用于抵押比例较高。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产快速增长，年均增长 23.33%，截至 2014 年底为 3.74 亿元，其中长期股权投资占 47.66%、固定资产占 43.90%、无形资产占 6.79%。

近三年，公司长期股权投资快速增长，年均增长 328.71%，截至 2014 年底为 1.78 亿元，包括对株洲市南方环境治理有限公司 0.06 亿元（持股 20%）和株洲轨道交通产业发展股份有限公司 1.72 亿元（持股 30.80%）。

2012~2014 年，公司固定资产账面价值保持相对稳定，年均减少 0.63%，截至 2014 年底为 1.64 亿元，主要是 1.54 亿元其他资产。截至 2014 年底，共计提累计折旧 0.28 亿元。

近三年，公司无形资产快速下降，年均减少 39.70%，截至 2014 年底为 0.25 亿元，其中土地使用权占 99.77%，其余为财务软件。2013 年，受出让原化工助剂厂 6.80 万平方米土地使用权影响，公司无形资产下降较快。

总体来看，公司资产规模增长较快，但公司资产以应收账款和存货为主，对公司资金形成一定占用；公司存货中土地使用权占比较大且用于抵押的比例高，公司整体资产质量及流动性一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益快速增长，年均增长 50.06%，截至 2014 年底为 42.89 亿元；其中实收资本占 13.99%、资本公积占

70.99%、未分配利润占 15.02%。

2012~2014 年，公司实收资本分别为 2.35 亿元、6.00 亿元和 6.00 亿元，其中 2013 年新增 3.65 亿元，根据株石国资[2013]3 号文件，增资方式为通过货币增资 0.30 亿元，以水泥二厂、水泥管厂的划拨土地使用权（商住性质）评估价值 2.08 亿元扣除企业改制成本 0.94 亿元后的剩余价值增资 1.14 亿元，吸收合并株洲市石峰区国有资产投资经营有限公司增资 1.50 亿元（经评估后净资产），资本公积转增注册资本 0.71 亿元。

2012~2014 年，公司资本公积分别为 17.30 亿元、30.44 亿元和 30.44 亿元。2013 年根据株石国资批字[2013]7 号，公司增加资本公积 13.85 亿元；2013 年 8 月公司以资本公积转增注册资本 0.71 亿元；2013 年 12 月，将公司的公益性资产划至石峰区国资局减少资本公积 0.22 亿元。

整体看，近三年随着资本公积增加，公司所有者权益快速增长，权益稳定性较好。

负债

2012~2014 年，公司负债总额快速增长，年均增长 85.38%，截至 2014 年底为 19.43 亿元，其中流动负债占 31.09%，非流动负债占 68.91%。

近三年，公司流动负债波动中有所增长，年均增长 3.43%，截至 2014 年底为 6.04 亿元，其中应付账款占 18.92%、其他应付款占 80.90%。

2012~2014 年，公司应付账款快速增长，年均增长 15.94%，截至 2013 年底为 1.14 亿元，主要为应付金光道建设工程集团有限公司和湖南新九方科技有限公司铜霞路改扩建工程一期暂估款等款项，以及应付石峰区土地储备中心环保大道植被恢复费。

近三年，公司其他应付款快速增长，年均增长 22.24%，截至 2014 年底为 4.89 亿元，主要为应付田心国际社区一期、株洲市石峰区轨道交通千亿产业园征地拆迁指挥部和株洲市

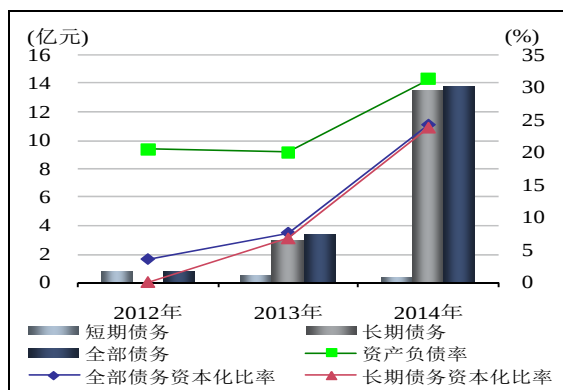
国有资产投资控股集团有限公司等单位往来款及购房定金等，其中有 3655.87 万元为有息债务（已计入短期债务）。

2012~2014 年，公司非流动负债的增长主要来自于 2014 年公司新增的 10.44 亿元长期借款，截至 2014 年底，公司长期借款为 13.38 亿元，其中质押借款 2.00 亿元、抵押借款 5.80 亿元、保证借款 2.88 亿元、信用借款 2.70 亿元。截至 2014 年底，公司非流动负债为 13.39 亿元。

2012~2014 年，公司有息债务规模快速增长，分别为 0.80 亿元、3.34 亿元和 13.75 亿元；2014 年底，公司有息债务中长期债务 13.38 亿元、短期债务 0.37 亿元。公司债务结构明显改善。

债务指标方面，2012~2014 年，公司资产负债率分别为 20.43%、19.94%和 31.18%，同期全部债务资本化比率分别为 3.51%、7.57%和 24.27%；2013~2014 年长期债务资本化比率分别为 6.72%和 23.78%。整体看，公司债务负担上升较快。

图 2 2012~2014 年底公司负债情况



资料来源：审计报告

总体来看，随着公司业务规模的扩大，各项投入增加使公司债务规模有所扩大，以长期债务为主，整体债务负担上升较快。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入波动增长，年均增长 26.28%。2014 年，公司实现营业收

入 5.51 亿元，公司营业收入主要为项目代建收入和部分其他业务收入。

从期间费用来看，公司近三年期间费用保持相对稳定，三年分别为 825.51 万元、781.90 万元和 1034.88 万元，公司期间费用主要由管理费用构成。2012~2014 年，公司期间费用占营业收入比重分别为 2.39%、1.39%和 1.88%，公司期间费用控制能力较好。

随着公司业务规模的扩大，公司营业利润波动增长，近三年分别为 0.46 亿元、1.22 亿元和 0.80 亿元；2013 年和 2014 年，公司获得的政府补助分别为 0.77 亿元和 1.28 亿元；2012~2014 年公司利润总额快速增长，公司近三年分别为 0.46 亿元、1.99 亿元和 2.08 亿元。

从盈利指标来看，近三年公司营业利润分别为 15.98%、22.29%和 16.24%；总资本收益率分别为 2.02%、4.51%和 3.67%；净资产收益率分别为 2.09%、4.88%和 4.85%。

总体来看，公司营业收入波动增长，公司对期间费用控制能力较好，但利润总额对政府补贴依赖程度较高，整体盈利能力较弱。

5. 现金流

2012~2014 年，公司经营活动现金流入量分别为 4.81 亿元、4.68 亿元和 30.09 亿元，年均复合增长 150.05%。公司经营活动现金流入主要来自于收到其他与经营活动有关的现金，主要由往来单位借款、单位往来款、收到专项资金和收到财政补助等构成。受收入确认时间与回款时间不匹配，公司整体收现质量差，近三年现金收入比分别为 29.76%、11.93%和 59.98%。而在经营活动现金流出方面，由于公司业务规模的扩大，购买商品、提供劳务支付的现金近三年出现了快速增长，年均增长 66.36%，由于退工程保证金、支付往来单位的借款和支付土地储备中心资金等的快速增加，公司支付其他与经营活动有关的现金也快速增长，年均增长 206.36%，近三年，公司经营活动现金流出量分别为 5.68 亿元、7.66 亿元和

35.05 亿元；同期，公司经营活动现金流量净额分别为-0.87 亿元、-2.97 亿元和-4.96 亿元。

从投资活动来看，公司近三年投资活动现金流入发生额较小，三年分别为 212.00 万元、41.50 万元和 147.87 万元；而在投资活动现金流出方面，公司购建固定资产、无形资产支付的现金则波动增长，致使投资活动现金流出量波动增长，三年分别为 83.79 万元、54.67 万元和 6811.44 万元。2012~2014 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 128.21 万元、-13.17 万元和-6663.56 万元。

筹资活动方面，通过取得借款，公司筹资活动现金流入量快速增长，而随着公司债务规模的逐步扩大，公司偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金出现了快速增长，致使公司筹资活动现金流出快速增长。2012~2014 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 0.70 亿元、2.55 亿元和 8.81 亿元。

总体来看，公司现金收入质量差，经营活动现金净流量持续为负。未来随着公司业务规模的逐步扩大，公司存在一定的对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力来看，近三年公司流动比率分别为 446.45%、661.50%和 969.57%；速动比率分别为 163.24%、192.00%和 349.22%；经营现金流动负债比分别为-15.35%、-41.20%和-82.09%。公司经营活动对短期债务覆盖能力较弱，但短期债务规模较小，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力来看，2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 0.54 亿元、2.06 亿元和 2.15 亿元；公司全部债务/EBITDA 分别为 1.49 倍、1.62 倍和 6.39 倍；随着项目融入资金增长，未来公司债务规模将快速上升，偿债压力逐步增加。

截至 2015 年 9 月底，公司共获得各商业银行授信 34.90 亿元，尚未使用的额度 5.00

亿元，公司间接融资渠道有待进一步拓宽。

对外担保方面，截至 2015 年 9 月底，公司对外担保合计 3.95 亿元，分别为株洲轨道交通产业发股份有限公司和湖南新九方科技有限公司，担保对象均正常经营。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码为：G10430204001476400），截至 2016 年 3 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。

8. 抗风险能力

近年来，株洲市经济快速发展、财政实力不断增强，石峰区经济发展迅速、规模不断扩大，为公司业务经营发展提供良好外部环境。公司作为株洲市重要的基础设施建设主体和环境治理主体，是石峰区内唯一的土地整理开发和基础设施建设业务主体，得到株洲市政府和石峰区政府的大力支持；公司业务具有较强区域垄断性。总体看，公司整体抗风险能力强。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行14亿元，占2014年底公司全部债务的101.85%，占公司长期债务的104.63%。本期债券的发行对公司目前整体债务结构影响很大。

截至2014年底，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分别为31.18%、24.27%和23.78%。以2014年底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，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将分别上升至43.81%、39.28%和38.97%，公司债务负担明显加重，但仍处于可控水平。

2. 本期债券偿债能力分析

2012~2014年,公司EBITDA分别为0.54亿元、2.06亿元和2.15亿元,分别为本期债券发行额的0.04倍、0.15倍和0.15倍。考虑本期债券设置提前分期偿还条款,2012~2014年公司EBITDA分别为本期债券分期偿还额2.80亿元的0.19倍、0.73倍和0.77倍。公司EBITDA对本期债券保障程度较弱。

2012~2014年,公司经营活动产生的现金流入量分别为4.81亿元、4.68亿元和30.09亿元,分别为本期债券发行额的0.34倍、0.33倍和2.15倍;同期,公司经营活动产生的现金流量净额分别为-0.87亿元、-2.97亿元和-4.96亿元,分别为本期债券发行额的-0.06倍、-0.21倍和-0.35倍。考虑本期债券设置提前分期偿还条款,2012~2014年公司经营活动产生的现金流入量分别为本期债券分期偿还额2.80亿元的1.72倍、1.67倍和10.75倍;公司经营活动产生的现金流量净额分别为每年本金偿付额2.80亿元的-0.31倍、-1.06倍和-1.77倍;公司经营活动现金流入量对本期债券分期偿还本金额度的保障能力较好。

3. 募投项目偿债资金保障力度

根据本期募投项目可研报告,本期株洲市石峰区安置房项目能通过安置房销售、配套商业用房销售和停车位销售,产生较为可观的现金回流,预计于债券存续期内合计产生161458万元的销售收入,为本期债券本金的1.15倍,为项目募集资金投入部分本息之和11.34亿元的1.42倍,覆盖程度尚可。但收入受房地产市场影响,现金回流时间具有一定的不确定性,或与本期债券本金偿还年份存在一定程度上的不匹配。若某些年度出现募投项目现金回流不能覆盖当年本金偿还额度,则须公司使用日常经营收入对偿债资金进行补充。

总体上看,本期债券的发行对公司现有债务影响大。募投项目现金回流对本期债券本息保障能力较好。本期债券设置了分期偿还本金

的条款,降低了公司集中偿付压力。

十、债权保护条款分析

公司聘请上海浦东发展银行股份有限公司株洲支行(以下简称“浦发银行株洲支行”)为本期债券偿债资金监管银行,并与浦发银行株洲支行签订了本期债券《偿债资金专项账户监管协议》,开立了偿债资金专项账户,用于管理偿债资金;该账户资金来源为公司日常经营所产生的现金流。

在本期债券存续期内,公司应于年度付息日、本金兑付日前第10个工作日将当年应付本息存入专户。在本期债券存续期内,在每年兑付日前10个工作日内,如专户内资金数额不足以支付当期本息,浦发银行株洲支行应在1个工作日内书面通知公司。公司在接到通知后,将通过出售短期投资和票据,使用银行贷款,出售存货或其他流动资产以获得足额资金来弥补差额;专户账户未能完全补足前;公司将暂缓重大对外投资、收购兼并等资本性支出项目的实施;调减或暂缓发放高级管理人员的奖金,以确保本期债券当期应付本息能够完全偿付。在每年兑付日前5个工作日内,如专户内资金数额仍不足以支付当期利息,浦发银行株洲支行应在1个工作日内书面通知债券发行相关各方。

十一、 结论

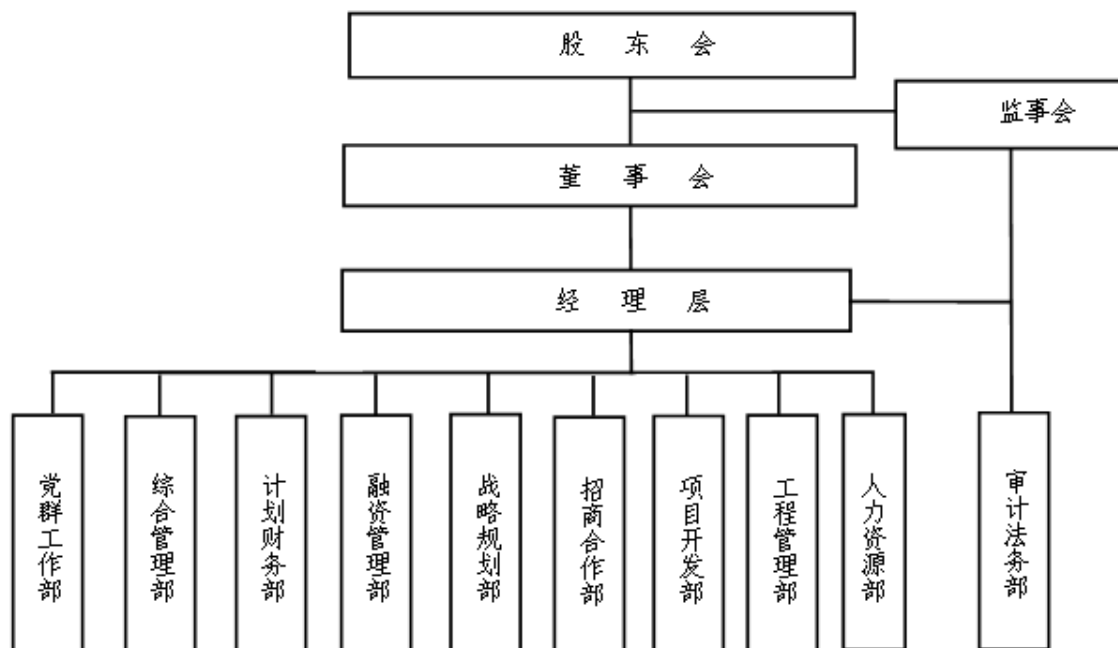
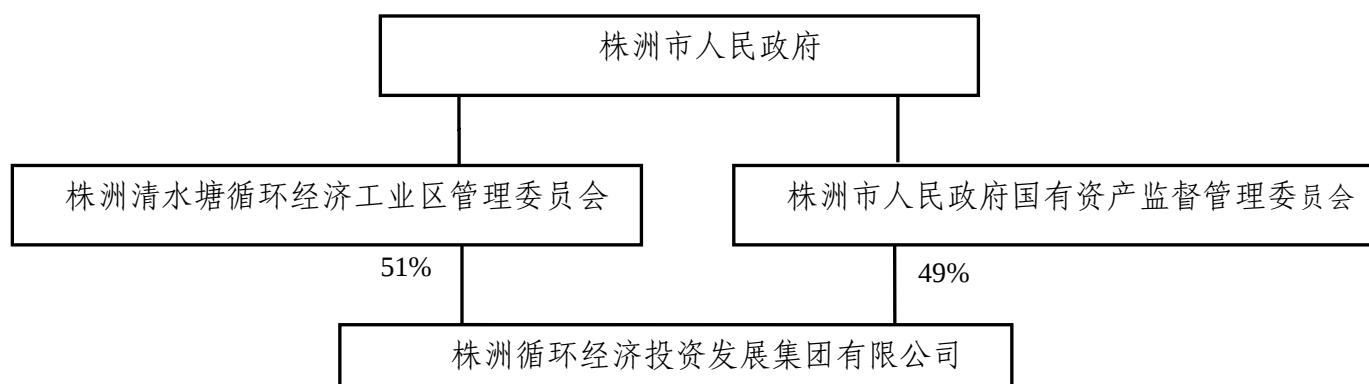
公司作为株洲市重要的土地整理和基础设施建设主体,目前为石峰区范围内唯一的环境治理和土地整理开发主体;公司承担的湘江流域重金属污染治理工作重要性突出,环境治理的经济效益与社会效益非常明显;公司在资本金支持、资产注入和项目建设支持、应收款项保障等方面得到石峰区政府或株洲市政府的大力支持;清水塘地区污染治理项目获得中央和湖南省政府的资金支持力度大。同时,株洲市经济持续快速增长、财政实力稳

步增强，石峰区经济快速发展，清水塘循环经济工业区及田心轨道科技园园区经济持续向好，为公司业务发展提供了良好的外部环境。

近年来公司资产规模保持稳定增长，但资产流动性偏弱，公司营业收入保持稳定增长，但收入实现质量弱。随着公司业务不断拓展，项目资金需求增大，未来融资压力将进一步上升。

本期债券采取分期偿还本金的发行方式。公司设置了专项偿债资金账户用以保障本息的按期偿还；株洲市石峰区安置房项目通过安置房销售、配套商业用房销售和停车位销售产生的现金回流对本期债券覆盖程度尚可。基于对公司主体长期信用和本期公司债券偿还能力的综合分析，联合资信认为，本期公司债券到期不能偿还的风险低，安全性高。

附件 1 公司股权结构及组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	0.96	0.53	3.72
资产总额(亿元)	27.67	50.97	62.32
所有者权益(亿元)	22.02	40.81	42.89
短期债务(亿元)	0.80	0.40	0.37
长期债务(亿元)	--	2.94	13.38
全部债务(亿元)	0.80	3.34	13.75
营业收入(亿元)	3.45	5.63	5.51
利润总额(亿元)	0.46	1.99	2.08
EBITDA(亿元)	0.54	2.06	2.15
经营性净现金流(亿元)	-0.87	-2.97	-4.96
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.74	0.69	0.49
存货周转次数(次)	0.29	0.18	0.13
总资产周转次数(次)	0.18	0.14	0.10
现金收入比(%)	29.76	11.93	59.58
营业利润率(%)	15.98	22.29	16.24
总资本收益率(%)	2.02	4.51	3.67
净资产收益率(%)	2.09	4.88	4.85
长期债务资本化比率(%)	--	6.72	23.78
全部债务资本化比率(%)	3.51	7.57	24.27
资产负债率(%)	20.43	19.94	31.18
流动比率(%)	446.45	661.50	969.57
速动比率(%)	163.24	192.00	349.22
经营现金流动负债比(%)	-15.35	-41.20	-82.09
EBITDA 利息倍数(倍)	5.12	4.69	1.77
全部债务/EBITDA(倍)	1.49	1.62	6.39
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.34	0.33	2.15
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.06	-0.21	-0.35
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.04	0.15	0.15

注：公司其他应付款中有息部分已计入短期债务。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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/主营业务收入×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	
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%
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额

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
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 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 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 2016 年株洲循环经济投资发展集团有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期公司债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

株洲循环经济投资发展集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。株洲循环经济投资发展集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，株洲循环经济投资发展集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注株洲循环经济投资发展集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现株洲循环经济投资发展集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如株洲循环经济投资发展集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送株洲循环经济投资发展集团有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零一五年十二月十一日

