跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 2114 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持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，评级展望为稳定，维持“16株洲循环债/16株循环”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年八月二十九日

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

株洲循环经济投资发展集团有限公司
公司债券跟踪评级报告

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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 株洲循环债/16 株循环	14 亿元	2016/03/24~2023/03/24	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 8 月 29 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	0.53	3.72	12.35
资产总额(亿元)	50.97	62.32	101.25
所有者权益(亿元)	40.81	42.94	46.77
短期债务(亿元)	0.40	0.00	0.00
全部债务(亿元)	3.34	13.38	42.05
营业收入(亿元)	5.63	5.51	7.53
利润总额 (亿元)	1.99	2.13	1.93
EBITDA(亿元)	2.06	2.20	2.70
经营性净现金流(亿元)	-2.97	-4.96	-10.26
营业利润率(%)	22.29	16.24	23.36
净资产收益率(%)	4.88	4.96	3.96
资产负债率(%)	19.94	31.10	53.81
全部债务资本化比率(%)	7.57	23.76	47.34
流动比率(%)	661.50	977.66	833.76
全部债务/EBITDA(倍)	1.62	6.08	15.60
EBITDA 利息倍数(倍)	4.69	1.81	1.03
经营现金流动负债比(%)	-41.20	-82.78	-88.31

注: 公司在 2015 年审计报告中对 2014 年财务数据进行追溯调整，本报告中 2014 年数据采用 2015 年审计报告中的期初数；在 2013 年的财务数据中，将公司其他应付款中有息部分计入短期债务；现金类资产中已将受限部分剔除.

分析师

杨明奇　黄琪融

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：Http：//www.lhratings.com

评级观点

株洲循环经济投资发展集团有限公司（以下简称“公司”）是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。跟踪期内，公司资产规模以及权益规模稳定增长；同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司资产流动性较差、有息债务规模快速上升、盈利能力较弱、经营性净现金流持续为负以及未来融资压力较大等因素给公司经营带来不利影响。

跟踪期内，株洲市经济及财政实力稳步增强，石峰区、清水塘循环经济工业区及田心轨道科技园等区域的经济快速发展，为公司的发展创造了良好的外部环境。未来，随着国家以及湖南省、株洲市政府对湘江流域的重金属污染治理重视程度的加大以及石峰区基础设施建设项目的进一步推进，公司未来盈利能力有望增强。

综合考虑，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定；并维持“16株洲循环债/16株循环”AA的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，株洲市和石峰区经济及财政实力稳步增强，公司面临着良好的产业政策和外部发展环境。
2. 公司为株洲市重要的基础设施建设和环境污染治理主体，且为石峰区范围内唯一的基础设施建设和环境污染治理主体，获得了政府的持续支持。

关注

1. 2015 年，株洲市政府债务负担重。
2. 公司受限资产规模较大，对公司资产流动性造成一定影响；整体资产质量一般。

3. 跟踪期内，公司债务规模快速增长，债务负担加重；未来投资规模较大，筹资压力明显。
4. 跟踪期内，公司确认收入时间与回款时间仍不匹配，收入实现质量有待提高。
5. 近年来，公司经营性净现金流持续为负，跟踪期内，公司经营活动现金流出规模快速上升。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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株洲循环经济投资发展集团有限公司主体长期信用及存续期内“16 株洲循环债/16 株循环”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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 2015 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 2015 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”），以及一家控股子公司株洲轨道交通产业股份有限公司（以下简称“轨道交通”）。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 101.25 亿元，所有者权益合计 46.77 亿元（含少数股东权益 2.16 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 7.53 亿元，利润总额 1.93 亿元。

公司住所：湖南省株洲市石峰区响田路石峰大桥桥头；公司法定代表人：陈红云。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，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）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二

产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业概况

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 6 月，国务院印发《推进财政资金统筹使用方案》，提出了包括推进项目资金、重点科目资金、部门资金统筹使用等 10 条重要措施，对优化财政资源配置作出全面部署。

2015 年 7 月 8 日召开的国务院常务会议，强调把宝贵的公共资金资源用到促发展惠民生上，确定各级财政将已收回沉淀和违规资金 2500 多亿元加快统筹用于急需领域；国务院将 239 亿元中央预算内投资存量资金调整用于在建重大项目。在上述举措的推动下，各地各部门通过盘活财政存量资金，增加了资金的有效供给，促进了经济平稳健康发展。

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。

2. 湘江流域重金属污染治理

中国重金属污染治理情况

随着中国经济的快速发展及城市化进程的加快，城市环境污染日益严重，中国进入了环境压力高峰期。工业化导致的水污染、土壤污染、生活垃圾污染以及废水、废气、废渣污染已经成为影响和制约中国经济社会健康、快速、持续发展的重要因素。根据中国水网数据显示，2009年至今，中国已连续发生近30起重特大重金属污染事件，给人民群众生产、生活造成了巨大损失。然而，当前中国环境治理行业政策依赖性强，存在收费制度不健全、技术水平落后、市场化程度低、行业发展有效资金严重短缺等制约性问题，严重影响了中国环境治理行业发展的效率。

根据2011年国务院批复的《重金属污染综合防治“十二五”规划》，重金属污染涉及5大重点防控行业的砷、铅、汞、铬、镉等重金属污染；规划到2015年建立起比较完善的重金属污染防治体系、事故应急体系和环境与健康风险评估体系，解决一批损害群众健康的突出问题；进一步优化重金属相关产业结构，基本遏制住突发性重金属污染事件高发态势；到2015年，重点区域内重点重金属污染物排放量比2007年降低15%，非重点区域重点重金属污染物排放量不超过2007年水平。

2015年4月2日出台，中央政治局常务委员会会议审议通过《水污染防治行动计划》（以下简称“水十条”），该文件提出未来水污染治理工作目标：到2020年，全国水环境质量得到阶段性改善，污染严重水体较大幅度减少，饮用水安全保障水平持续提升，地下水超采得到严格控制；到2030年，力争全国水环境质量总体改善，水生态系统功能初步恢复。到本世纪中叶，生态环境质量全面改善，生态系统实现良性循环。

随着国家环境保护政策法规的陆续出台，国家对重金属污染治理行业支持力度加大，以及中国经济发展方式的转变，未来中国环境治理行业将迎来巨大的发展空间。

湘江流域及株洲市重金属污染情况

湘江系长江第二大支流，干流全长856公里，流域面积94660平方公里，湖南境内670公里，流域内聚集了湖南约60%的人口，创造了全省近3/4的GDP，是湖南经济社会发展的核心区域。湘江流域涉重金属产业历史悠久，在长期的开采和冶炼中累积形成的重金属污染问题非常突出。近年来，由于产业布局和结构不合理，发展模式粗放及监督管理不到位等原因，重金属污染仍未有效缓解，成为影响人民群众身体健康和社会和谐稳定的突出问题。

株洲市作为湖南省环境综合整治的重点区域和长株潭城市群的上游城市，因为历史遗留问题导致的重金属污染而备受关注，一度成为湘江流域重金属污染的“代名词”。株洲市清水塘工业区内曾聚集了冶炼、化工、建材、能源等规模以上企业100多家，由于产业结构等原因，区域内产生大量工业“三废”，历史包袱重、环保设施不配套，重金属污染十分严重；且株洲市处于湘江上游，重金属污染严重威胁下游湘潭、长沙、岳阳等地饮用水安全。

根据《株洲市清水塘老工业区整体搬迁改造实施方案》显示，2010年，清水塘工业区排放废水4030万吨，占株洲市的51.03%；排放废渣206万吨，占株洲市的75%；排放废气693亿立方米，占株洲市的62%。2006年1月6日发生的湘江镉污染事故，原因就在于清水塘工业区霞湾港清淤工程导流，引起镉严重超标的底泥

和污水排入湘江，最后导致株洲、湘潭和长沙段湘江水质镉严重超标。

湘江流域及株洲市重金属污染治理进展

近年来，党中央、国务院和湖南省委、省政府高度重视湘江流域重金属污染问题。2009年4月，环境保护部与湖南省人民政府共同签署了《共同推进长株潭城市群“两型”社会建设合作协议》，湘江重金属污染治理被作为主要内容列入其中。2011年2月，国务院批复的《重金属污染综合防治“十二五”规划》，安排到湖南的项目和资金均达到全国总数的1/4左右。

2011年3月，国务院批准了《湘江流域重金属污染治理实施方案》（以下简称“《实施方案》”），这是全国第一个由国务院批复的区域性重金属污染治理试点方案，计划投入资金595亿元，完成927个项目。该《实施方案》以株洲清水塘、湘潭竹埠港、衡阳水口山、郴州三十六湾、娄底锡矿山、长沙七宝山、岳阳原桃林铅锌矿七大重点区域为工作重点，突出完成民生应急保障、工业污染源控制、历史遗留污染治理三大重点任务，规划期限从2011年到2020年，力求到“十二五”末，使湘江流域涉重金属企业数量和重金属排放量均比2008年减少一半。

为确保治理项目顺利实施、资金保障到位，《实施方案》明确了“十二五”期间需完成项目856个，总投资505亿元；按照项目责任主体分为三类：一是由政府投资为主的项目，包括36个民生应急项目投资87亿元、131个历史遗留污染治理项目投资195亿元、47个科技支撑项目投资8亿元，共290亿元；二是全部由政府投资的11个监管能力建设项目，共8亿元；三是由企业为主、政府适当支持的项目，包括444个产业结构调整项目投资88亿元和187个工业污染源控制项目投资119亿元，共207亿元。项目建设按照企业和地方政府投入为主，中央适当支持，鼓励社会资金积极参与的原则，建立企业、社会、政府多元化投入机制，保障项目资金投入。

根据上述文件精神，株洲市组织编制了重金属污染治理相关实施方案，先后启动了49个重金属污染治理项目建设，其中39个项目获得了中央和省里6.607亿元专项资金支持。株洲市通过逐项分解，落实责任，加大财政投入等措施，对清水塘工业区等地的重金属污染进行治理，取得了阶段性成果。

2015年12月23日，中共株洲市委关于印发《中共株洲市委关于制定株洲市国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》，株洲市国民经济和社会发展第十三个五年规划中提出生态建设的目标，要求“两型”社会建设任务全面完成，城乡生态环境明显改善，生态宜居水平明显提高。通知要求环境污染得到有效防治，清水塘老工业区搬迁改造和湘江保护与治理取得重大进展，形成政府、企业、公众共治的环境治理体系，坚决实施省政府湘江保护与治理“一号重点工程”，抓好“一江四港”和洣水、渌江的综合治理。

株洲市重金属污染治理政策支持情况

株洲市纳入国务院批复的《湘江流域重金属污染治理实施方案》总项目为32个，其中，民生保障项目3个，工业污染治理项目5个，历史遗留污染治理项目9个，产业结构调整项目15个；这些项目大部分集中于株洲清水塘地区。

株洲清水塘严重的重金属污染问题，引起了中央和省政府等各级政府的高度重视，国家和省市领导要求加大力度支持清水塘地区的重金属污染治理工作。清水塘地区的重金属污染治理项目已获得大量中央专项资金和省级配套资金支持，中央专项资金和省级配套资金通过株洲市财政局或石峰区财政局支付。截至2016年3月底，清水塘地区治理项目已获得中央专项资金和省级配套资金约4.62亿元。

株洲市未来环境治理规划

根据《株洲市湘江保护和治理第二个“三年行动计划”实施方案》，2016~2018年，株洲市将以清水塘地区环境污染综合整治为重点，继续加大污染治理和污染减排力度，强化环境监管，加快经济发展方式转变和产业结构调整，深入

推进“一江两水四港”的环境综合治理目标。在第二个“三年行动计划”的目标为：全市用水总量控制在24.20亿立方米以内，地表水开发利用率控制在24.00%以内；万元工业增加值用水量控制在57.00m^{3}以内，农田灌溉水有效利用系数提高到0.53以上，城镇公共供水管网漏损率小于11.00%；全面深化流域内工业企业污染整治，依法关停取缔各类不符合国家产业政策和装备水平低、环保设施差的污染严重企业，基本完成产业园区外重化企业搬迁入园和园区循环化改造；流域内干流和主要支流两岸城镇生活污水和垃圾处置率均达到90.00%以上。全面取缔入河非法排污口，基本完成重点不达标支流和城市建成区黑臭水体的治理；基本完成清水塘工业企业转型搬迁和关停退出，并逐步启动区域土壤、水体、废渣等历史遗留污染治理，构建环境风险防控体系；全市水环境质量全面好转，湘江株洲段、渌水水质稳定达到Ⅲ类或优于Ⅲ类标准，洣水水质稳定达到Ⅱ类标准。

3. 区域经济和财力情况

公司位于株洲市，是株洲市湘江流域重金属污染治理项目的重要实施者，同时负责株洲市范围内城市基础设施建设和政策性住房建设，并重点负责清水塘循环经济工业区和田心轨道科技园的投资和建设；株洲市和石峰区的经济发展水平和财政状况，以及清水塘循环经济工业区、田心轨道科技园的园区经济发展水平对公司业务发展有较大影响。

株洲市

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2015年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2015年株洲市地区生产总值2335.1亿元，较上年增长9.5%，其中，第一产业增加值179.5亿元，增长3.8%；第二产业增加值1337.1亿元，增长7.9%，其中工业增加值1182亿元，增长7.9%；第三产业增加值818.5亿元，增长13.6%。2015年，株洲市三次产业结构由上年的7.7：59.3：33调整为7.6：57.3：35.1，其中，第一产业比重下降0.1个百分点，第二产业比重下降2.0个百分点，第三产业比重提高2.1个百分点。第一、二、三产业对GDP的贡献率分别为2.8%、50.8%和46.4%。

2015年，株洲市固定资产投资2181.4亿元，增长18.7%。其中国有投资639.7亿元，增长11.8%；非国有投资1541.7亿元，增长21.9%。从投资产业类型看，全市第一产业完成投资57.8亿元，增长38.9%；第二产业完成投资1116.5亿元，增长17.4%，其中工业投资1112.4亿元，增长17.4%；第三产业投资1007.1亿元，增长19.3%。全年施工项目3557个，增长13%，其中，亿元以上项目157个，下降0.6%；本年度新开工项目3147个，增长16.5%，新开工亿元以上项目74个，增长54.2%

2013～2015年，株洲市地区综合财力保持较快增长，2015年为407.64亿元，较上年增长11.44%。2015年，株洲市地方可控财力主要由一般预算收入及上级补助收入构成。2015年，株洲市一般预算收入为191.36亿元；其中，税收收入占65.89%，为103.28亿元，非税收收入88.08亿元，主要包括行政事业性收费收入、罚没收入、国有资本经营收入以及国有资产有偿使用收入等。2015年，株洲市实现基金收入37.56亿元，其中土地出让收入占91.82%，土地出让收入是城市基础设施建设的重要资金来源，但未来稳定性弱。同期，株洲市获得上级补助收入169.28亿元，占地方综合财力的41.53%，株洲市政府财力对上级补助有一定的依赖性。

2015年，株洲市财政总收入和一般预算收入均在湖南省14个地级市（州）中继续保持第2位。一般预算收入是财政收入中最稳定的来源，其较快增长为株洲市可控财力的快速增加提供较强保障。整体看，株洲市财政收入增长快速，财政整体实力不断增强。

表1　株洲市2013～2015年财力构成情况表（单位：万元）

科目	2013 年	2014 年	2015 年
财政总收入	2355714	2639812	2904312
一般预算收入	1486423	1673823	1913647
其中：税收收入	782657	891926	1032819
非税收入	703766	781897	880828
基金收入	455931	598102	375645
其中：土地类基金收入	453635	231298	344913
上级补助收入	1116680	1346541	1692797
预算外收入	38271	39361	94331
地方综合财力	**3097305**	**3657827**	**4076420**

资料来源：株洲市财政局

株洲市地方政府债务由直接债务及或有债务两部分构成。截至2015年底，株洲市政府全部债务余额622.76亿元，债务率为152.77%。株洲市政府总体债务负担过重。

表 2　株洲市全口径地方政府债务余额及综合财力统计表（单位：万元）

地方债务（截至 2015 年底）	金额	地方财力（2015 年度）	金额
（一）政府债务余额	**4785044**	（一）地方公共预算收入	**1913647**
1、一般债务	2309560	1．税收收入	1032819
2、专项债务	2475484	2．非税收入	880828
（二）或有债务	**2885107**	（二）转移支付和税收返还收入	**1692797**
1、政府负有担保责任的债务	646825	1．一般性转移支付收入	700515
2、政府可能承担一定救助责任的债务	2238282	2．专项转移支付收入	850142
		3．税收返还收入	142140
		（三）国有土地使用权出让收入	**375645**
		1．国有土地使用权出让金	344913
		2．国有土地收益基金	23959
		3．农业土地开发资金	6773
		4．新增建设用地有偿使用费	
		（四）预算外财政专户收入	**94331**
地方政府债务余额=（一）+（二）*50%	**6227597.50**	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	**4076420**
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		**152.77%**	

资料来源：联合资信根据株洲市财政局提供的地方政府债务余额及综合财力数据整理

综上所述，株洲市财政实力不断增强，但由于政府债务余额的显著加重，株洲市政府债务率明显上升。

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2015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《2015年石峰区国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，全年实现地区生产总值（GDP）326.1亿元，比上年增长7.2%。其中，第一产业增加值1.8亿元，增长3.6%；第二产业增加值274.9亿元，增长6.8%；第三产业增加值49.3亿元，增长9.8%。按常住人口计算，全区人均地区生产总值达到12.3万元。

2015年，石峰区全年完成全社会固定资产

投资总额175.5亿元，比上年增长18.4%。分产业看，第二产业投资111.3亿元，增长19.7%，占投资总额比重为63.4%；第三产业投资63.4亿元，增长19.4%，所占比重为36.1%。全年亿元以上投资项目29个。全年重点工程项目31个，完成投资38.4亿元。房地产开发完成投资25亿元，比上年下降18%，占固定资产投资的比重为14.2%。

2015年，公共财政预算收入18.7亿元，比上年增长11.8%。其中地方财政收入8.5亿元，比上年增长29%；税收收入完成15.4亿元。

目前，石峰区范围内拥有清水塘循环经济工业区和田心轨道科技园两大园区。

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，并在土地开发利用、项目融资等方面享受特殊政策。

2016年，清水塘工业区列入关停搬迁计划共有42家企业，涉及5家大中型企业、10家中小规模工业企业。中小企业关停预计造成规模工业产值全年减量10亿元以上，再加上几家大中型企业进入搬迁实施准备阶段，也将逐步缩减生产规模，预计全年产值减量规模也在10亿元左右，合计达20亿元规模。

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（中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（中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中车株洲电力机车有限公司、中车株洲电力机车研究所有限公司、中车电机、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力量。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2015年底，公司注册资本为6.00亿元，实收资本6.00亿元。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

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主要投资主体，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园区内的综合管网、广告、加油站等特许经营权投资开发。

公司在重金属污染治理技术方面积累较丰富经验。由于清水塘地区的重金属污染包括汞、镉、铅、铬、铎、砷等多种重金属元素交叉污染，污染情况复杂，公司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. 政府支持

财政补贴

2015年，公司获得政府补助1.29亿元。

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。

应收款项保障

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），截至2014年底，公司应收政府及其他相关部门共计13.82亿元，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。

总体看，跟踪期内，株洲市政府对公司的支持持续有力。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人代表由刘振球先生变更为陈红云先生；董事会成员由7名变更为5名，分别为：陈红云、晏建回、郭岚、李娜、唐朴力。

公司董事长陈红云先生，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；现任公司董事长兼总经理。

跟踪期内，公司内部管理制度等其它方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司业务主要为代建项目（包括基础设施建设和环境污染治理）等业务；2015年，公司新增租赁业务及出售厂房业务，以上两项目在公司营业收入中的占比较小，对公司营业收入影响不大。公司目前主要负责石峰区范围内（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。

从收入构成上看，2015 年，公司实现营业收入 7.53 亿元，同比增长 36.82%，主要来自代建项目收入的增多。2015 年，公司代建项目收入为 7.04 亿元，同比增长 28.72%，主要来自公司新合并的子公司轨道交通的代建项目收入；出售厂房收入 0.40 亿元，租赁收入 0.04 亿元，均为 2015 年新增收入；其他业务收入来源包括注入的管网资产每年获得的稳定收入 0.04 亿元和物业管理费收入 0.01 亿元。

毛利率方面，公司根据代建协议确认代建业务的收入以及成本，该业务毛利率为23.91%，较2014年有较大幅度增加，主要系2015年被纳入合并报表范围的轨道交通的收入是按照投资回报的净额确认（计入“代建业务”），从而导致2015年的基础设施建设业务毛利率有较大幅度的提升；其他业务毛利率为负值，近两年分别为-42.42%和-33.31%，主要系管网资产折旧较大，导致毛利率为负值，但2015年较2014年亏损幅度有所收窄。

表 3　2014~2015 年公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建项目	54662.39	99.27	16.67	70411.08	93.46	23.91
租赁	--	--	--	420.73	0.56	82.98
出售厂房	--	--	--	4000.00	5.31	27.24
其他业务	400.00	0.73	-42.42	506.43	0.67	-33.31
合计	**55062.39**	**100.00**	**16.24**	**75338.23**	**100.00**	**24.03**

资料来源：公司提供

2. 业务运营

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。根据株洲市政府、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》，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、南车物流基地铁路引入线、铜霞路二期工程、重金属废渣等。2014~2015年，公司分别完成投资4.56亿元和5.36亿元，实现收入分别为5.47亿元和7.04亿元；截至2015年底，公司累计确认收入23.27亿元，累计收到回款4.58亿元；公司代建业务收入实现质量较差。

近两年公司参与的代建项目明细情况如下表所示。

表 4　2014~2015 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	2014 年		2015 年		截至 2015 年底累计确认收入
		成本	收入	成本	收入	
铜霞路改扩建工程	58658.00	1265.84	1519.01	1275.51	1530.61	45057.90
南车物流基地铁路引入线	40560.00	20494.02	24592.82	618.08	741.70	39922.90
铜霞路二期工程	31500.00	9010.08	1802.02	9939.41	11927.29	36915.60
重金属废渣	37672.00	2721.62	3265.94	13977.03	16772.43	38938.67
大湖重金属污染治理工程	10260.00	7983.88	9580.66	272.73	327.28	13293.77
动迁工程	31000.00	0	7005.18	0	5700.71	12705.89
田林路一期工程	15000.00	0	291.02	0	178.87	469.89
路网一期工程	12000.00	0	381.26	0	40.02	421.28
其他	--	**3772.58**	**5859.72**	**2749.6**	**33192.17**	**44992.61**
总计	--	**45551.99**	**54662.39**	**53578.75**	**70411.08**	**232718.51**

资料来源：公司提供

注：1. 公司根据实际投资情况对“铜霞路二期工程”的总投资额进行调整；

2. 累计实现收入数额包括公司在 2014 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、动迁工程、田林路一期工程、路网一期工程等项目，其余项目均为环境污染治理项目。

租赁、出售厂房及其他业务

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；2014~2015 年，公司管网收益合计 0.08 亿元已到位并确认收入；公司将每年计提的管网资产折旧 596.68 万元确认为相应业务成本。

2015 年，公司新增出售厂房业务收入 0.40 亿元，租赁业务收入 420.73 万元；其他业务新增物业管理费收入 106.42 万元（成本 105.45 万元，属于微利业务）。其中，出售厂房业务为公司控股子公司轨道交通的重点业务和未来发展方向，也是公司未来产业布局之一；轨道交通是 2010 年 9 月经株洲市政府批准成立的国有独资公司，主要承担石峰区政府委托的株洲轨道科技城（株洲轨道交通装备产业基地）内城市基础设施、工业房地产（标准厂房）和安置房建设，其注册资本为 5.00 亿元；截至 2015 年底，公司持有其 62%的股份；目前，公司现已建成厂房 12 万平米，在建的二期为 22 万平米。

总体看，租赁业务收入及其他业务在公司营业收入中占比小，对公司经营影响不大。

3. 在建项目情况

截至 2015 年底，公司主要在建项目有 12 个，总投资额 60.57 亿元，主要项目为铜霞路改扩建工程、重金属废渣、南车物流基地铁路引入线等；预计 2016~2018 年公司主要在建项目分别需投入 14.47 亿元、17.11 亿元和 6.57 亿元。整体看，公司在建项目规模较大，未来所需投资较大，对外融资需求较为强烈。

表 5　截至 2015 年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目建设期	总投资	截至 2015 年底完成投资	2016 年计划	2017 年计划	2018 年计划
铜霞路改扩建工程	3 年	58658.00	37548.25	10000.00	10000.00	1109.75
重金属废渣	5 年	37672.00	32448.89	2000.00	3000.00	223.11

南车物流基地铁路引入线	3 年	40560.00	33269.06	1000.00	1000.00	290.94
铜霞路二期工程	3 年	31500.00	30763.00	737.00	--	--
铜板路	5 年	39791.00	706.09	15000.00	15000.00	9084.91
霞湾港（排污渠）二期	3 年	23706.00	4696.31	10000.00	9009.69	--
待建镉污染土地整理	5 年	49700.00	869.47	20000.00	20000.00	8830.53
清水湖公园	5 年	65902.00	118.93	20000.00	30000.00	15783.07
西片区清水湖土壤污染治理工程	5 年	85061.05	168.29	30000.00	30000.00	24892.76
株洲市石峰区安置房建设项目	3 年	120010.00	44978.01	30000.00	45031.99	--
北都新城一期	3 年	30877.21	15395.09	5000.00	5000.00	5482.12
九郎山安置小区 A 地块	3 年	22270.00	18201.59	1000.00	3068.41	--
合计		**605707.26**	**219162.98**	**144737.00**	**171110.09**	**65697.19**

资料来源：公司提供

注：1. 公司根据实际投资情况对“铜霞路二期工程”的总投资额进行调整；
2. “16 株循环债/16 株循环”的募投项目为株洲市石峰区安置房建设项目，包括新明安置小区、先锋安置小区、白马安置小区、长石安置小区、井龙安置小区、大龙安置小区、田心安置小区、霞湾新村安置小区。

4. 未来发展

公司作为株洲市石峰区范围内唯一的基础设施建设和环境污染治理主体，未来将继续立足于株洲市的区域优势，紧抓老工业基地搬迁改造和重金属污染治理的政策契机，积极开拓新兴经营性业务，努力朝市场化经营的方向发展。

八、募集资金使用情况

1. 债券概况

“16株洲循环债/16株循环”募集资金14亿元，期限为7年。从2019年开始，每年按照发行总额20%的比例偿还本金（即2.8亿元）。债券按债券面值平价发行，采用固定利率（票面利率为4.38%），单利按年计息。

2. 债券投资项目进展情况

“16 株洲循环债/16 株循环”募集资金中8.40 亿元用于株洲市石峰区安置房建设项目，该项目总投资额为 120010 万元，总用地面积227275 平方米，总建筑面积 453231.78 平方米。截至 2016 年 6 月底，债券投入情况及项目进展情况如下表：

表6 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	债券投入金额	截至 2016 年 6 月底债券投入金额
株洲市石峰区安置房建设项目	120010	84000	44978.01

资料来源：公司提供

“16株洲循环债/16株循环”的第一个付息年度利息支付日为2017年3月24日，尚未到付息日，不存在违约或延迟支付本息的情况。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2014~2015 年合并财务报表经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计机构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，截至 2015 年底，公司纳入合并范围内的子公司合计 3 家。其中包括 2 家全资子公司，分别为株洲循环经济资源经营有限公司和株洲清水塘循环经济工业区置业有限责任公司；1 家非全资子公司—株洲轨道，株洲轨道于 2015 年新纳入公司合并范围。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2015年底，公司合并资产总额为101.25亿元，所有者权益合计46.77亿元（含少数股东权益2.16亿元）；2015年，公司实现营业收入7.53亿元，利润总额1.93亿元。

2. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 7.53 亿元，同比增长 36.82%，主要来自代建业务收入的增长；其他各板块收入对整体营业收入影响较小。同期，公司营业成本为 5.72 亿元，同比增长

24.10%。2015 年，公司综合毛利率为 24.03%，较 2014 年增加 7.79 个百分点。

2014~2015 年，公司期间费用分别为 0.10 亿元和 1.03 亿元。2015 年，管理费用及财务费用在期间费用中的占比分别为 35.42%及 64.58%；受“15 株循环”成功发行的影响，公司财务费用明显增加。2015 年，公司期间费用率为 13.70%，同比增加 11.82 个百分点，公司期间费用控制能力明显下滑。

近年，政府补助是公司主要利润来源之一。2014~2015 年，公司利润总额分别为 2.13 亿元和 1.93 亿元；获得政府补助分别为 1.33 亿元和 1.29 亿元。公司利润总额对政府补助依赖程度较高。

从盈利指标来看，近两年公司营业利润率分别为 16.24%和 23.36%；总资本收益率分别为 5.94%和 5.02%；净资产收益率分别为 4.96%和 3.96%。公司盈利能力较弱。

总体来看，跟踪期内，公司营业收入快速增长，营业利润率有所增长；但期间费用控制能力下滑，利润总额对政府补贴依赖程度较高，公司整体盈利能力较弱。

3. 现金流及保障

从经营活动看，2014~2015 年，公司经营活动现金流入量分别为 30.09 亿元和 19.99 亿元。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，2015 年，主要为单位往来款 13.00 亿元、收到财政补助 1.29 亿元、收到专项资金 0.42 亿元、收到工程保证金 0.41 亿元等构成。受收入确认时间与回款时间不匹配的影响，公司整体收现质量较差，近两年现金收入比分别为 59.58%和 63.87%。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两年快速增长，2015 年为 9.82 亿元；由于退工程保证金、支付往来单位的借款等的减少，公司支付其他与经营活动有关的现金随之下降，2015 年为 20.14 亿元；近两年，公司经营活动现金流出量分别为 35.05 亿元和 30.24 亿元。近两年，公司经营活动现金流量净额分别为-4.96 亿元和-10.26 亿元。

从投资活动来看，2015 年公司投资活动现金流入 0.14 亿元，主要为收回投资收到的现金及处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额，2014 年公司无此项现金流入。公司投资活动现金流出量快速增长，两年分别为 0.68 亿元和 0.87 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等。近两年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-0.68 亿元和-0.73 亿元。

筹资活动方面，2014~2015 年，公司筹资活动产生的现金流入主要是取得借款收到的现金，分别为 10.60 亿元和 31.00 亿元；现金流出主要为分配股利、利润或偿付利息支付的现金以及支付其他与筹资活动有关的现金。公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 8.81 亿元和 19.61 亿元。

总体来看，公司自身现金流入受往来款的收回以及政府补助的影响较大，公司收入实现质量较差，经营活动现金净流量持续为负。未来，公司在建项目投资需求较大，公司对外融资需求将进一步增强。

4. 资本及债务结构

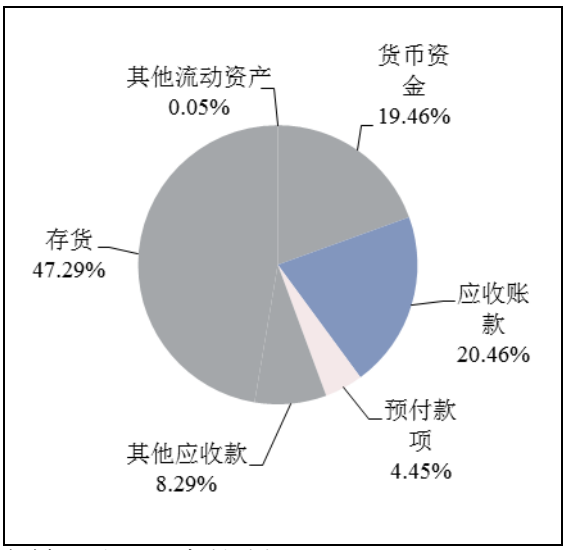
资产

截至 2015 年底，公司资产总额为 101.25 亿元，同比增长 62.48%，增长主要来自货币资金、应收账款以及其他应收款的增加。公司资产的构成中，流动资产占 95.64%，非流动资产占 4.36%。公司资产以流动资产为主。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产为 96.84 亿元，同比增长 65.32%。公司流动资产主要由货币资金（占 19.46%）、应收账款（占 20.46%）、其他应收款（占 8.29%）、存货（占 47.29%）构成。

图 1　截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2015 年底，公司货币资金为 18.85 亿元，同比增长 407.05%，主要为银行存款（12.35 亿元）以及其他货币资金（6.50 亿元）。货币资金中受限资金为 6.50 亿元，包括 2015 年 1 月以 1.50 亿元向西藏信托定期存单质押借款(两年期限)、1.00 亿元向国投泰康信托有限公司质押借款（两年期限）、2015 年 5 月 1.30 亿元向华夏银行质押借款(两年期限)，2015 年 11 月 2.70 亿元向上海国际信托有限公司的质押借款(一年期限)。

截至2015年底，公司应收账款为19.82亿元，同比增长61.20%，其中应收株洲市石峰区财政局工程款18.08亿元，基于株洲市地方债务负担重，对公司应收账款的收回将造成一定影响。应收账款中，公司子公司与银行签订应收账款转让申请书，以“应收账款-株洲市石峰区财政局”提供国内保理业务合同，即有4.13亿元应收账款资金受限。根据【2015】11号文，株洲市政府将在2016~2018年逐年将指定区域的土地出让金支付于公司，用于偿还截至2014年底与公司形成的应收账款（合计13.87亿元）。总体看，公司应收账款规模较大，对公司资金形成占用，公司应收账款前三名集中度高，资金周转压力较大；但考虑到株洲市政府对公司部分应收账款出具保障文件，公司应收账款回收风险较小。

表 6 截至 2015 年底公司应收账款前 3 名情况

（单位：万元、%）

单位名称	金额	占比
株洲市石峰区财政局	180775.67	91.22
株洲市石峰区财政局（轨道）	16594.73	8.37
天力锻业公司	800.00	0.4
合计	**198170.40**	**99.99**

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司其他应收款为 8.03 亿元，同比增长 78.50%，主要为与株洲市石峰区财政局、长沙长长资产管理有限公司与国民信托有限公司等单位的往来款。总体看，公司应收款项整体账龄较短、前五名集中度较高，考虑到公司其他应收款的主要欠款单位为株洲市石峰区财政局，公司其他应收款发生坏账损失的可能性小；但其规模较大，对公司资金流动性产生一定影响。

表 7　截至 2015 年底公司其他应收款前 5 名情况

（单位：万元、%）

单位名称	金额	账龄	占比
株洲市石峰区财政局	31122.81	一年以内	38.55
长沙长长资产管理有限公司	14995.00	一年以内	18.47
国民信托有限公司	10492.00	一年以内	13.00
清水塘工业区征地征收指挥部	8021.00	1~2 年、2~3 年、3~4 年	9.93
中盐湖南株洲化工集团有限公司	5000.00	一年以内	6.19
合计	**69630.81**	**--**	**86.14**

资料来源：公司提供

截至2015年底，公司存货为45.79亿元，同比增长22.18%，均为开发成本。2015年底，公司存货资产中受限部分为12.70亿元，占存货总额的27.74%，主要为抵押土地使用权进行贷款。

非流动资产

截至2015年底，公司非流动资产为4.41亿元，同比增长17.90%；其中可供出售金融资产占11.33%、固定资产占70.38%、无形资产占9.32%。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产为

5000 万元，主要系公司于 2015 年新增对株洲美林胜利柒零投资基金合伙企业（有限合伙）41.60%的股权投资。

截至 2015 年底，公司长期股权投资为 638.81 万元，同比下降 96.42%，为株洲市南方环境治理有限公司 0.06 亿元（持股 20%）。由于 2015 年公司收购王健摄、上海六禾投资有限公司以及苏州工业园禾硕厂房租赁有限公司所持有的轨道交通的 31.20%股份，以致公司对轨道交通的投资比例由 30.80%变更为 62.00%；报告期内，公司将轨道交通纳入公司年报的合并范围内。

截至 2015 年底，公司固定资产为 3.11 亿元，同比增长 89.01%，主要系公司有 1.74 亿元的在建工程转入固定资产所致。2015 年，公司固定资产计提折旧 0.38 亿元。

截至 2015 年底，公司无形资产为 0.41 亿元，其中土地使用权占 99.93%，其余为财务软件。2015 年，受公司将轨道交通纳入合并范围的影响，公司无形资产原值较 2014 年底增加 0.24 亿元。

受限资产方面，截至 2015 年底，公司受限资产合计 23.33 亿元，包括用于抵押的土地使用权 12.70 亿元、用于提供保理服务的应收账款—铜霞路资金 4.13 亿元以及用于质押的银行存款 6.50 亿元。截至 2015 年底，公司受限资产占公司资产总额的 23.04%，受限资产规模较大。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模快速增长，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；且公司受限资产规模较大，对公司资产流动性造成一定影响。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益为 46.77 亿元（包含少数股东权益 2.16 亿元），同比增长 8.93%，主要来自未分配利润的增加；其中实收资本占 12.83%、资本公积占 65.09%、未分配利润占 17.46%。

整体看，公司所有者权益稳步增长，权益稳定性较好。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 54.48 亿元，其中流动负债占 21.32%，非流动负债占 78.68%，公司非流动负债占比有所增长。

截至 2015 年底，公司流动负债为 11.61 亿元，同比增长 93.86%，主要来自其他应付款的增长；流动负债中，应付账款占 14.50%、其他应付款占 82.09%。

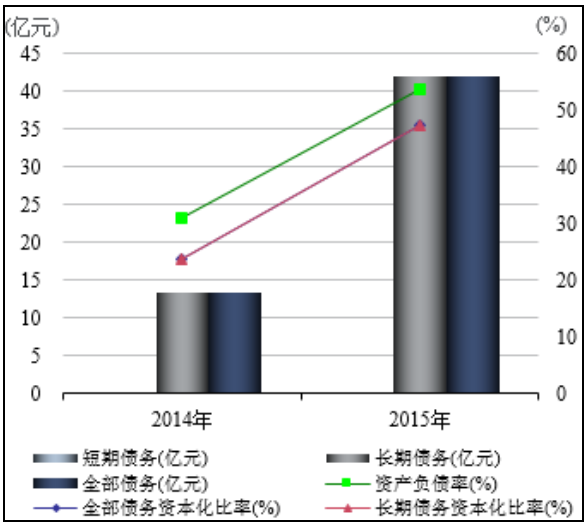
截至 2015 年底，公司应付账款为 1.68 亿元，同比上升 47.35%，主要为应付工程款。从账龄上看，1 年以内的占应付账款总额的 73.12%，1~2 年的占 23.14%，2~3 年的占 3.20%，3 年以上的占 0.54%。

截至 2015 年底，公司其他应付款为 9.53 亿元，同比上升 97.09%，主要来自项目保证金及往来款的增加。从账龄上来，1 年以内的占其他应付款总额的 80.65%，1~2 年的占 7.30%，2~3 年的占 9.37%；三年以上的占 2.69%。

截至 2015 年底，公司非流动负债为 42.86 亿元，同比增长 220.13%，主要系公司于 2015 年发行 12 亿元非公开公司债以及长期借款的增加所致。截至 2015 年底，公司长期借款为 30.95 亿元，其中质押借款 8.95 亿元、抵押借款 11.40 亿元、保证借款 10.60 亿元；应付债券为 11.07 亿元，系 2015 年 11 月 20 日非公开发行“15 株循环”。

有息债务方面，近两年，公司有息债务分别为 13.38 亿元和 42.05 亿元，均为长期债务。从债务指标上看，近两年，公司资产负债率分别为 31.10%和 53.81%；同期全部债务资本化比率分别为 23.76%和 47.34%。整体看，公司债务负担上升较快，但处于可控范围内。

图 2　2014~2015 底公司负债情况



资料来源：根据审计报告整理

总体来看，跟踪期内，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。

5. 偿债能力

从短期偿债能力来看，近两年公司流动比率分别为 977.66%和 833.76%；速动比率分别为 352.13%和 439.52%；经营现金流动负债比分别为-82.78%和-88.31%。公司经营活动对短期债务无保障能力，考虑到公司近两年无短期债务，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力来看，2014~2015 年，公司 EBITDA 分别为 2.20 亿元和 2.70 亿元；公司全部债务/EBITDA 分别为 6.08 倍和 15.60 倍；指标反映公司对全部债务的保护能力一般，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 年底，公司共获得各商业银行授信 49.05 亿元，未使用额度 17.52 亿元；公司间接融资渠道有待拓宽。

或有负债方面，截至 2016 年 8 月底，公司对外提供担保 7000.00 万元，担保比率 1.50%，为对湖南新九方科技有限公司提供担保。整体看，公司存在一定的或有负债风险。

6. 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 8 月 8 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。

7. 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。

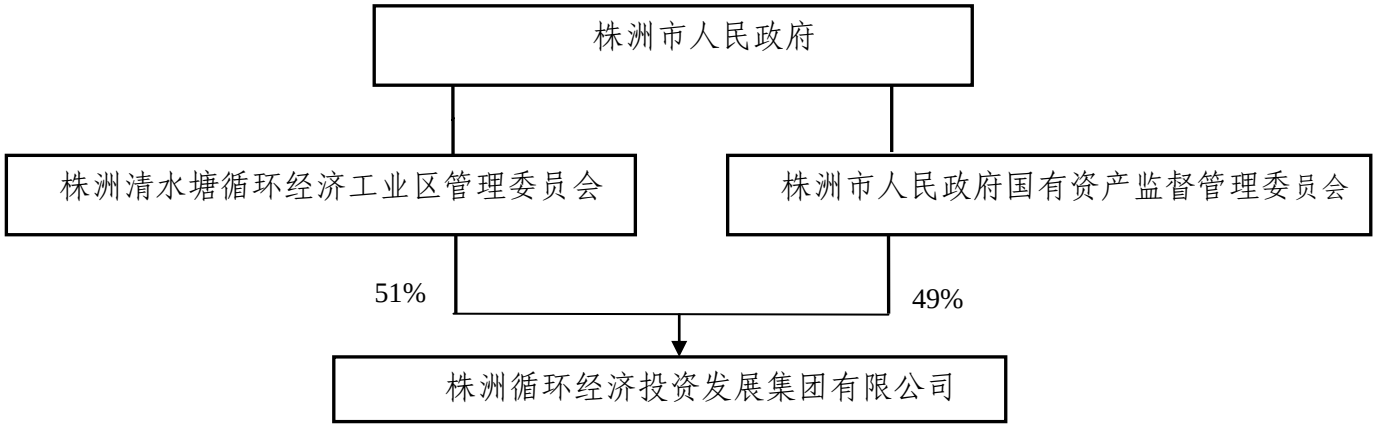
十、存续债券偿付能力

“16 株洲循环债/16 株循环”发行额度为 14 亿元，期限为 7 年。从 2019 年开始，每年按照发行的 20%（即 2.80 亿元）偿还本金。2015 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量、经营活动现金净流量分别为 2.70 亿元、19.99 亿元和-10.26 亿元，分别为“16 株洲循环债/16 株循环”本金的 0.19 倍、1.43 亿元和-0.73 倍；分别为“16 株洲循环债/16 株循环”单年最大本金支付的 0.96 倍、7.14 倍和-3.66 倍。“16 株洲循环债/16 株循环”分期还款有助于缓解公司还本付息的压力，经营活动流入量对“16 株洲循环债/16 株循环”单年最大偿还本金的保障能力强。

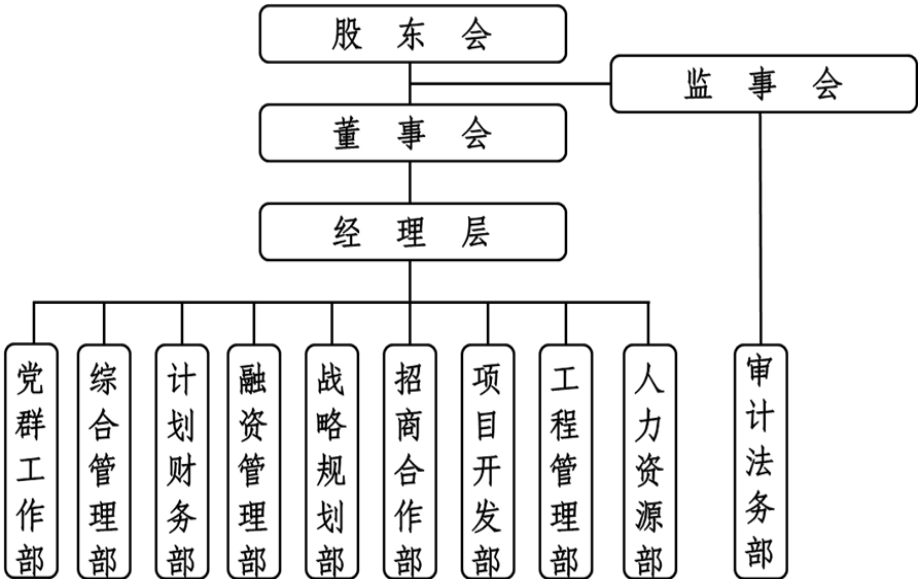
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“16 株洲循环债/16株循环”AA的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	0.53	3.72	12.35
资产总额(亿元)	50.97	62.32	101.25
所有者权益(亿元)	40.81	42.94	46.77
短期债务(亿元)	0.40	0.00	0.00
长期债务(亿元)	2.94	13.38	42.05
全部债务(亿元)	3.34	13.38	42.05
营业收入(亿元)	5.63	5.51	7.53
利润总额(亿元)	1.99	2.13	1.93
EBITDA(亿元)	2.06	2.20	2.70
经营性净现金流(亿元)	-2.97	-4.96	-10.26
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.69	0.90	0.47
存货周转次数(次)	0.18	0.25	0.14
总资产周转次数(次)	0.14	0.18	0.09
现金收入比(%)	11.93	59.58	63.87
营业利润率(%)	22.29	16.24	23.36
总资本收益率(%)	4.51	5.94	5.02
净资产收益率(%)	4.88	4.96	3.96
长期债务资本化比率(%)	6.72	23.76	47.34
全部债务资本化比率(%)	7.57	23.76	47.34
资产负债率(%)	19.94	31.10	53.81
流动比率(%)	661.50	977.66	833.76
速动比率(%)	192.00	352.13	439.52
经营现金流动负债比(%)	-41.20	-82.78	-88.31
EBITDA 利息倍数（倍）	4.69	1.81	1.03
全部债务/EBITDA(倍)	1.62	6.08	15.60

注：公司其他应付款中有息部分已计入短期债务；公司在 2015 年审计报告中对 2014 年财务数据行追溯调整，本报告中 2014 年数据采用 2015 年审计报告中的期初数；现金类资产中已将受限部分剔除。

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/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	
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%

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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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其含义同中长期债券信用等级。