信用等级公告

联合〔2020〕1104 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相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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，“16 株洲循环债/PR 株循环”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年五月二十八日

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

株洲循环经济投资发展集团有限公司
2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
16 株洲循环债/PR 株循环	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 株洲循环债/PR 株循环	14.00 亿元	8.40 亿元	2023/03/24

跟踪评级时间：2020 年 5 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F3	现金流	盈利能力	3
			现金流量	4
			资产质量	4
		资本结构		3
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
政府支持				1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

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”）是株洲市石峰区（除清水塘工业区）唯一的基础设施建设和环境污染治理主体。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的跟踪评级反映了跟踪期内公司持续获得石峰区政府给予的支持。同时，联合资信也关注到，跟踪期内公司营业收入受代建项目投资规模下降的影响快速下、回款质量仍然较差、在建及拟建项目后续资本支出压力较大以及整体债务负担较重等因素给公司信用状况带来的不利影响。

随着石峰区基础设施建设项目的进一步推进以及在整理土地的陆续出让，公司收入规模有望增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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

优势

1. 公司是株洲市石峰区（除清水塘工业区）唯一的基础设施建设和环境污染治理主体，业务具有区域专营优势。
2. 跟踪期内，公司继续得到石峰区政府在资产注入、债务置换及财政补贴等方面的支持。
3. “16 株洲循环债/PR 株循环”的分期偿还条款有助于缓解公司还本付息的压力，公司经营活动流入量对“16 株洲循环债/PR 株循环”分期偿还本金的保障能力强。

关注

1. 2019 年，石峰区公共财政预算收入同比有所下滑。2019 年，石峰区完成公共财政预算收入 15.1 亿元，同比下降 1.95%。
2. 跟踪期内，公司营业收入受代建项目投资规模下降的影响快速下滑，利润实现仍依赖于财政给予的补贴。

分析师：黄琪融　李 坤
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

3. 公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，筹资压力显著。
4. 公司整体债务负担较重，2021 年，公司将面临较大的集中偿付压力。

财务数据：

合并口径			
项　目	**2017 年**	**2018 年**	**2019 年**
现金类资产（亿元）	66.73	33.95	10.39
资产总额（亿元）	234.89	241.84	259.37
所有者权益（亿元）	77.72	78.91	99.37
短期债务（亿元）	4.85	14.30	20.25
长期债务（亿元）	132.68	124.92	115.89
全部债务（亿元）	137.53	139.22	136.14
营业收入（亿元）	12.88	17.46	10.62
利润总额（亿元）	2.66	1.83	1.95
EBITDA（亿元）	4.87	4.86	4.57
经营性净现金流（亿元）	-26.58	4.37	2.06
现金收入比（%）	20.77	60.39	82.80
营业利润率（%）	20.27	17.90	29.37
净资产收益率（%）	3.29	2.31	1.88
资产负债率（%）	66.91	67.37	61.69
全部债务资本化比率（%）	63.89	63.83	57.80
流动比率（%）	1777.86	1197.00	562.71
速动比率（%）	1271.13	834.99	347.37
经营现金流动负债比（%）	-221.32	25.12	6.20
现金短期债务比（倍）	13.76	2.37	0.51
全部债务/EBITDA（倍）	28.26	28.67	29.79
EBITDA 利息倍数（倍）	1.05	0.83	0.74
公司本部（母公司）			
资产总额（亿元）	205.81	218.70	227.68
所有者权益（亿元）	51.61	53.00	73.31
全部债务（亿元）	120.30	128.63	118.49
营业收入（亿元）	12.03	16.93	9.06
利润总额（亿元）	2.40	2.04	1.70
资产负债率（%）	74.92	75.77	67.80
全部债务资本化比率（%）	69.98	70.82	61.78
流动比率（%）	631.43	492.96	360.30
经营现金流动负债比（%）	-31.70	3.43	0.43

注：已将其他应付款及长期应付款中有息部分分别调整至短期债务及长期债务核算

评级历史：

债项名称	债项级别	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16 株洲循环债/PR 株循环	AA	AA	稳定	2019.6.21	黄琪融 章进	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
16 株洲循环债/PR 株循环	AA	AA	稳定	2015.12.11	过国艳 熊睿哲	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由株洲循环经济投资发展集团有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

株洲循环经济投资发展集团有限公司
2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于株洲循环经济投资发展集团有限公司（以下简称“公司”）及“16 株洲循环债/PR 株循环”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股权结构及实际控制人未发生变化。截至2019年底，公司注册资本250040万元，实收资本169900万元。其中清水塘管委会持股34.65%、株洲市国资委持股33.30%、农发基金持股32.05%，实际控制人为株洲市人民政府（股权结构图详见附件1-1）。

跟踪期内，公司对经营范围进行了调整。公司经营范围：以自有资产进行房地产、环境、能源、基础设施、文化旅游、股权投资和受托国有资产经营与管理（以上项目不得从事吸收存款，集资收款，发放贷款，发行票据，受托贷款等国家金融监管及财政信用业务）；城市基础设施建设；保障房及配套设施项目的建设与管理；棚户区改造建设；产业园区及配套设施项目的建设与管理；储备土地前期开发及配套建设；工业地产开发；房屋租赁；场地租赁。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2019 年底，公司资产总额 259.37 亿元，所有者权益合计 99.37 亿元（含少数股东权益 25.06 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 10.62 亿元，利润总额 1.95 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：刘虎。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，由联合资信评级的存续债券为“16株洲循环债/PR株循环”，发行金额14.00亿元，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2.80亿元）。跟踪期内，公司已于2020年3月按时足额支付债券利息，并偿还债券本金2.80亿元，目前债券余额8.40亿元。

表 1　跟踪评级债券基本信息（单位：亿元、%）

债券简称	债券余额	到期日	票面利率
16 株洲循环债/PR 株循环	8.40	2023/03/24	4.38

资料来源：联合资信整理

“16 株洲循环债/PR 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，5.60 亿元用于补充公司运营资金。截至 2019 年底，募集资金均已使用完毕，募投项目已基本建成。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计

数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

（单位：万亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，

生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

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，城投公司快速增加，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，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司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公司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 3　2018 年以来与城投债券相关的主要政策

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〔2019〕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

资源来源：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公司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 2018 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。

2. 区域经济环境

公司主要负责株洲市石峰区的城市基础设施建设和环境污染治理、田心轨道科技园的开发建设等业务。跟踪期内，株洲市经济平稳发展，财政收入有所增长，但政府债务负担较重；受清水塘老工业区搬迁以及减税降费政策实施的影响，石峰区财政收入进一步下降。

株洲市

株洲市是湖南省14个地级市（州）之一，同时也是国务院审批的长株潭“两型”社会建设综合配套改革试验区重点发展城市之一，属于新兴工业城市，2019年，株洲市经济发展水平在湖南省各市州中处于第五名。

根据2019年《株洲市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2019年，株洲市实现地区生产总值3003.13亿元，同比增长7.9%。其中：第一产业实现增加值220.7亿元，增长3.3%；第二产业实现增加值1358.7亿元，增长8.8%；第三产业实现增加值1423.7亿元，增长7.3%。全市人均GDP为7.46万元。三次产业结构调整为2019年的7.3：45.2：47.5。

2019 年，株洲市工业增加值 1057.3 亿元，比上年增长 8.6%。分行业看，轨道交通装备业、汽车及零部件业、航空装备业等三大动力产业增加值增长 29.4%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 15.3%，非金属矿物制品业增长 10%，化学原料及化学制品制造业增长 11.7%。规模工业企业营业收入增长 6.2%，利润增长 20.5%。

2019 年，株洲市固定资产投资同比增长 12.2%。分产业类型看，2019 年，株洲市第一产业固定资产投资增长 23.8%；第二产业增长 28.5%；第三产业增长 2.8%。从投资主体看，民间投资增长 16.7%；国有投资下降 5.1%。

2019 年，株洲市实现一般公共预算收入 321.8 亿元，其中，地方收入（不包含上缴中央及省级部分）200.9 亿元，同比增长 6.1%。2019 年，株洲市一般公共预算支出 526.1 亿元，同比增长 15.3%；株洲市财政自给率为 38.19%，财政自给能力较弱。

根据《关于株洲市 2019 年财政预算执行情况及 2020 年市本级财政预算草案的报告》，2019 年，株洲市政府性基金预算收入完成 297.4 亿元，同比增长 27.2%。

根据湖南省财政厅发布的《2019 年预算执行情况与 2020 年预算草案》，截至 2019 年底，株洲市地方政府债务限额为 705.47 亿元，地方政府债务余额为 705.10 亿元，其中一般债务 341.43 亿元、专项债务 363.67 亿元。

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，西临湘潭，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2019年底，根据初步统计，石峰区常住人口29.3万人，其中城镇人口28.8万人。

根据2019年《石峰区国民经济和社会发展统计公报》，2019年，石峰区实现地区生产总值300.1亿元，同比增长1.3%（剔除株冶同比增长10.2%）。其中，第一产业增加值1.9亿元，比上年增长3.5%；第二产业增加值195.6亿元，比上年下降0.7%（剔除株冶同比增长12.2%），其中工业增加值比上年下降1.1%；第三产业增加值102.6亿元，比上年增长6.5%。全区三次产业调整为2019年的0.6：65.2：34.2，产业结构有所优化。

2019年，受清水塘老工业区搬迁以及减税降费政策实施的影响，石峰区公共财政预算收入进一步下降至15.1亿元。2019年，石峰区地方财政收入8.1亿元，比上年增长1.9%；地方税收收入完成5.9亿元，比上年增长2.8%，地方税收收入占地方财政收入比重为72.6%。

田心轨道科技园

公司重点负责田心轨道科技园（又名株洲轨道科技城）的投资和建设。

田心轨道科技园，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。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有限公司）。

田心轨道科技园是株洲市重点发展、建设区域，并得到国家、省、市三级政策、资金支持，后期发展空间较大。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司继续得到石峰区政府在资产注入、债务置换以及财政补贴方面的支持。

跟踪期内，根据株清函〔2019〕1 号文件，清水塘管委会将株洲市石峰区房屋建筑物按评估价值 27351.25 万元注入公司，增加公司资本公积。此外，公司获得石峰区财政局给予的债务置换资金 4.10 亿元，计入“资本公积”；获得财政补贴资金 1.01 亿元，计入“其他收益”及“营业外收入”。

根据中国人民银行《企业信用报告（自主查询版）》（中征码：4302000000217033），截至 2020 年 5 月 14 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往信用记录情况

良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司的法人治理结构、管理体制、内部管理制度等均无重大变化。公司对董事及高级管理人员进行了调整，新任高级管理人员具有一定管理经验，但上任时间不长，对公司日常经营及生产能力的影响不大。

根据公司于 2020 年 5 月 7 日公布的《株洲循环经济投资发展集团有限公司董事、高级管理人员、信息披露事务负责人及经营范围变更的公告》（以下简称“《公告》”），公司高级管理人员构成由刘虎（总经理）、王菊香、王华荣、黄红清、栗子龙变更为申明（总经理）、黄红清、栗子龙、刘新辉、曾广冼；董事会成员由刘虎（董事长）、晏建回、王菊香、王华荣、唐波变更为刘虎（董事长）、申明、唐波、刘新辉、曾广冼。

本次变更中新任高级管理人员简历如下：

申明先生，1988 年生，本科学历。曾任职于株洲市荷塘区及石峰区教育系统，石峰区委宣传部、石峰区网宣办、石峰区政务中心，现任公司党委副书记、董事、总经理。

曾广冼先生，1978 年生，硕士研究生学历。曾任职于广东省清远市自来水公司、湖南省交通科学研究院、株洲市石峰区住房与城乡建设局。现任公司董事、副总经理。

刘新辉先生，1972 年生，大专学历。曾任职于株洲县卫生局、株洲市城管支队、石峰区城管大队、石峰区治违大队、株洲绿色九郎有限公司、公司资产管理和土地征拆部，现任公司董事、副总经理。

根据《公告》，本次人事变动属于正常的职务变更，不会对公司日常管理、生产经营及偿债能力产生影响，相关工商变更备案手续均已完成。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事石峰区内基础设施建设、环境污染治理及土地一级开发业务。跟踪期内，受基础设施建设项目投资规模下降的影响，公司营业收入快速下降；因土地整理项目整理成本较低，当期土地出让业务毛利率快速上升，带动公司综合毛利率快速增长。

跟踪期内，公司营业收入仍主要来自代建业务及土地出让业务。2019年，公司实现营业收入10.55亿元，同比下降39.18%，主要受土地出让规模及价格影响。从构成上看，当期因基础设施建设项目投资规模下降，代建业务收入同比下降24.47%至7.19亿元。公司其他业务收入在营业收入中的占比较小，其变动对整体收入的影响不大。

毛利率方面，跟踪期内，公司代建业务毛利率为 21.03%，同比增长 2.35 个百分点；土地出让业务毛利率因出让地块的平均整理成本低快速上升至 54.17%。受上述因素影响，公司综合毛利率同比增长 12.03 个百分点至 30.74%。

表 4　2018-2019 年公司营业收入和毛利率构成情况（单位：万元、%）

项目	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建项目	95150.73	54.49	18.68	71890.42	68.12	21.03
租赁	1881.11	1.08	36.15	2587.63	2.45	22.12
树木移栽	48.54	0.03	-661.06	2.95	0.00	-2302.92
安置房	673.88	0.39	-270.25	--	--	--
土地出让	76041.60	43.55	21.52	31052.73	29.42	54.17
其他业务	816.31	0.47	-1.16	1165.91	1.10	-7.50
合计	**174612.17**	**100.00**	**18.71**	**105533.74**	**100.00**	**30.74**

注：其他业务主要由管网经营收入和物业管理收入构成
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

基础设施建业务

公司受株洲市市政府及石峰区政府委托，承担了石峰区内重要的基础设施建设项目、保障性住房（棚户区改造）及环境治理项目的建设任务。截至 2019 年底，公司在建及拟建项目未来投资规模较大，筹资压力显著。

公司负责的基础设施建设业务包括环境治理、城市基础设施建设、土地开发与整理、环境污染治理和保障性住房建设。

公司基础设施建设业务分为两种模式：模式一为公司与株洲市政府、石峰区政府签订《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》，株洲市政府及石峰区政府委托公司对石峰区范围内的基础设施建设项目、保障性住房（棚户区改造）以及湘江流域重金属污染治理项目进行投资与建设，公司按照当年实际投资额的 20%收取管理服务费，待项目建成后，由石峰区政府进行回购。模式二为子公司株洲轨道交通产业发展股份有限公司（以下简称“轨道公司”）与石峰区政府签订《开发建设协议书》，区政府委托轨道公司对轨道交通千亿产业园进行开发建设，园区占地面积约 3000 万平方米，轨道公司负责园区内基础设施、标准厂房、动迁房建设以及土地一级开发等业务，项目竣工验收后由区政府分五年进行回购，投资收益不低于 15%。

会计处理方面，公司本部将基础设施建设项目前期投入计入“存货-开发成本”，待年末项目结算时结转成本和收入。轨道公司每年以净投资收益确认主营业务收入，将建设成本由“存货-开发成本”转入“应收账款”。

截至2019年底，公司主要代建项目如表4所示，总投资额为48.04亿元，完成投资17.86亿元。截至2019年底，公司累计确认收入59.11亿元，累计收到回款27.03亿元；公司代建业务收入实现质量较差。

根据株政融〔2015〕11 号文，对于 2014 年底公司与政府及其他相关部门形成的应收类款项（共计 13.87 亿元），株洲市政府将于 2016-2018 年安排土地出让净收益进行返还。截至 2019 年底，因实际土地出让进度滞后，上述应收类款项未按计划返还。

表 5 截至 2019 年底公司主要代建项目投资及确认收入情况（单位：万元）

项目名称	总投资额	累计投资额	累计确认收入
臧龙路	15173.00	14839.15	17926.98
中车大道南段	67616.09	6296.69	7676.03
九郎山景观大道	3559.18	5239.96	6287.95
不锈钢城轨车辆技改项目（时代铸件项目）	7741.41	8117.83	9741.41
日新路（田心大道-规划支路三）	11761.00	8575.67	10410.80
规划支路 1	3614.24	2841.86	3410.23
报亭南路	9141.08	1932.55	2415.06
时代金属制造项目	1087.60	1296.71	1556.05
冶金节能环保装备及产业化基地建设项目（火炬工业炉项目）	1511.78	2425.19	2982.23
轨道交通土地平整项目	2069.85	3832.35	4598.82
九方装备、敏锐机车、储备地项目	2919.32	2246.41	2695.69
棚户区（城中村）改造项目	354169.68	120964.31	145157.17
合计	**480364.23**	**178608.68**	**214858.42**

注：上表为公司主要代建项目的投资和确认收入情况，另有部分占比小的项目未在上表列示
资料来源：公司提供

表 6 截至 2019 年底公司主要拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资额	建设模式	盈利模式	建设期
轨道科技城路网及配套项目	40.00	代建	--	2020 年-2021 年
雪峰岭公园	8.00	代建	--	2020 年-2022 年

石峰区区域社区配套体系建设	3.00	代建	--	2020 年-2023 年
轨道科技城污水处理厂	3.00	代建	--	2020 年-2021 年
金盆岭片区土壤治理、湘天桥污水处理、轨道科技城管道污水处理等环境治理项目	15.00	代建	--	2020 年-2026 年
清石路片区项目配套市政工程	0.50	代建	--	2020 年-2025 年
火炬路	0.38	代建	--	2020 年-2022 年
时代大道南辅道二期-配套桥梁	0.03	代建	--	2020 年-2021 年
报亭北路 A	1.75	代建	--	2020 年-2022 年
中车大道~报亭北路污水泵站段污水干管新建工程	0.04	代建	--	2020 年-2021 年
双创园二期、三期建设项目	15.00	自营	园区租金收入	二期 2020 年-2021 年 三期 2023 年-2026 年
九郎山村区开发及特色小镇的建设	8.50	自营	营业收入、租金收入	2020 年-2022 年
雪峰小镇项目	80.00-100.00	自营	房产销售收入	2020 年-2028 年
砂石码头	2.00	自营	特许经营权使用收入	2020 年-2021 年
建材市场的开发建设	2.00	自营	门面租金收入	2020 年-2021 年
合计	**179.20-199.20**	--	--	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司主要拟建项目如表 5 所示，总投资在 179.20 亿元至 199.20 亿元之间，目前均处于前期手续办理阶段。其中，代建类项目的建设资金均来源于株洲市政府或石峰区政府的财政拨款，自营类项目依靠项目未来收益平衡前期投入。公司拟建项目中，雪峰小镇项目定位为轨道科技城城市综合体，其占地面积 980 亩，净用地面积 708 亩，总建筑面积达 113 万平方米；分为住宅、商业、酒店、办公、学校共五个板块。总体看，公司主要在建及拟建代建项目未来尚需投资较大，公司未来筹资压力显著；同时自营项目投资规模大，未来收入实现易受当地经济及房地产行业景气度影响。

土地整理业务

公司受株洲市政府委托开展土地整理业务，截至 2019 年底，公司在整理及拟整理土地规模较大，业务持续性较强；但公司在整理土地项目的尚需投资额较高，存在一定资本支出压力。

公司依据株洲市政府的委托对清水塘生态新城核心区内可开发利用土地的核心区外 31.85 平方公里土地以及九郎山与白马垅 1782 亩商住土地进行土地一级开发。土地出让收入由株洲市财政局按土地成交总价款的 80%作为土地整理的收入拨付至石峰区政府，并由石峰区政府全额返还至公司。会计处理方面，公司前期整理成本计入“存货-开发成本”，土地实现出让后确认相应土地出让收入。

2019 年，公司整理土地合计出让 2 块，合计 11.75 万平方米，整理成本 1.42 亿元，成交价格 5.44 亿元，确认土地整理收入 3.11 亿元，收到土地出让返还款 3.10 亿元。

截至 2019 年底，公司在整理及拟整理土地 1273.25 亩，总投规模约 15.46 亿元，已投资 8.17 亿元，公司存在一定筹资压力。

表 7　2018 年及 2019 年公司土地整理业务收入情况（单位：平方米、万元）

出让年份	地块名称	地理位置	出让面积	出让价款	土地整理收入	土地整理成本
2018 年	雪峰小镇 A+G 地块	石峰区时代大道与和田路交汇处以北	68322.93	48146.00	38516.80	36951.65
	雪峰小镇 E 地块	石峰区迎宾大道与藏龙路交汇处以西	35279.64	20476.00	16380.80	11368.07
	雪峰小镇 F 地块	石峰区迎宾大道与时代大道交汇处以北	35239.76	26430.00	21144.00	11355.78

	合计	--	**138842.33**	**95052.00**	**76041.60**	**59675.50**
2019 年	时代雅园三期	石峰区东至藏龙路，西至园林路，南至株所支路	95076.83	48491.00	25435.26	2224.25
	雪峰小镇 B 地块	石峰区东至迎宾大道，西至火炬路，南至藏龙路	22465.65	5531.00	5342.81	11756.50
	江湾名府二期	石峰区喻家坪路东侧	1166.67	387.39	280.06	250.00
	合计	--	**117542.48**	**54409.39**	**31052.73**	**14230.75**

注：1. 时代雅园三期于 2018 年确认 1.56 亿元代建收入，2019 年确认的土地整理收入为冲减代建收入后的余额
2. 雪峰小镇 B 地块为学校用地，其出让单价低，土地出让返还金额系按教育用地的政策进行核算
资料来源：公司提供

表 8　截至 2019 年底公司在整理及拟整理土地项目情况（单位：亩、万元）

地块名称	**面积**	**总投资额**	**已投资额**	**未来三年投资计划**		
				2020 年	**2021 年**	**2022 年**
雪峰小镇 C、D、P-02 地块（487 项目）	260.24	28166.00	8566.00	19600.00	11529.40	8070.60
雪峰小镇 P-01、P-02 地块（114 项目）	94.78	15070.00	2170.00	12900.00	3870.00	5160.00
雪峰小镇 N 地块	106.23	8792.00	8792.00	--	--	--
先锋路棚户区	43.51	18650.00	14850.00	3800.00	3800.00	--
清水储备地块	71.34	7000.00	2172.00	4828.00	1448.40	1931.20
铁桥棚户区（一）	17.70	16125.00	15225.00	900.00	900.00	--
铁桥棚户区（二）	57.17	15346.00	11046.00	4300.00	2150.00	2150.00
时代雅园三期城中村-时代雅园、国际居住小区	200.17	16282.00	16282.00	--	--	--
荷花家园储备地块	77.86	9300.00	1430.00	7870.00	7870.00	--
北星棚改项目	2.10	1164.00	1164.00	--	--	--
雪峰小镇 M、H、L、主题商业街	234.00	8500.00	--	8500.00	2550.00	3400.00
藏龙路二期	108.15	10200.00	--	10200.00	3060.00	4080.00
合计	**1273.25**	**154595.00**	**81697.00**	**72898.00**	**37177.80**	**24791.80**

资料来源：公司提供

3. 未来发展

未来，公司将以经营模式转型为重点，在保障政府性投资职能的同时，扩大公司经营性投资功能，推动收入来源向以经营性收入为主的多元化的方向转型。此外，公司将加大土地整理力度，增强成本调控能力，制定合理的土地出让时间表，通过土地出让实现公司经营性收入的突破。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 年合并财务报表，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2019 年底，公司合并范围内子公司共 7 家，新增子公司 1 家，为投资设立的株洲田心教育管理有限公司，该公司资产规模较小，公司财务数据可比性强。

截至 2019 年底，公司资产总额 259.37 亿元，所有者权益合计 99.37 亿元（含少数股东权益 25.06 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 10.62 亿元，利润总额 1.95 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模小幅增长，构成仍以流动资产为主。但流动资产中应收类账款占比高，且回款周期具有一定的不确定性，整体资产流动性较弱，资产质量一般。

2019 年底，公司资产总额 259.37 亿元，较上年底增长 7.25%。其中，流动资产占 71.94%，非流动资产占 28.06%，公司资产以流动资产为主。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	33.95	14.04	10.38	4.00
应收账款	25.06	10.36	27.23	10.50
其他应收款	68.04	28.13	75.07	28.94
存货	63.00	26.05	71.41	27.53
流动资产合计	**208.31**	**86.14**	**186.60**	**71.94**
持有至到期投资	2.96	1.23	19.12	7.37
长期股权投资	20.49	8.47	37.06	14.29
非流动资产合计	**33.52**	**13.86**	**72.78**	**28.06**
资产总额	**241.84**	**100.00**	**259.37**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年底，公司流动资产为 186.60 亿元，较上年底下降 10.43%，主要由货币资金、应收账款、其他应收款及存货构成。其中，货币资金 10.38 亿元，较上年底下降 69.43%，主要系公司当期投资资产管理计划以及各类基金所致；截至 2019 年底，公司受限货币资金 6.54 亿元，为质押的定期存单。应收账款 27.23 亿元，较上年底增长 8.67%，其中应收石峰区财政局的代建项目款占 99.28%。预付款项 1.00 亿元，较上年底下降 94.13%，主要由于预付的清水塘片区棚改项目款转入“存货”。其他应收款较上年底增长 10.34%至 75.07 亿元，主要来自往来款的增长。公司其他应收款的应收方主要为石峰区政府部门和国有企业，回收风险小，但对公司资金形成明显占用。存货 71.41 亿元，较上年底增长 13.34%。其中，代建项目以及土地整理项目成本 45.84 亿元、土地使用权 25.57 亿元。

2019年底，非流动资产为72.78亿元，较上年底增长117.10%，主要源于持有至到期投资和长期股权投资的增加。其中，持有至到期投资19.12亿元，较上年底增加16.16亿元，主要为公司投资的基金和资产管理计划。长期股权投资37.06亿元，较上年底增长80.84%，主要由于株洲市国资委将原株洲冶炼集团股份有限公司等5家国有企业收储资产按评估价值361052.78万元注入清水塘投资公司，公司按持股比例45%确认其他权益变动16.25亿元。在建工程6.92亿元，较上年底增加1.96亿元，主要系增加口岸经济总部大楼项目及科研中心项目投入所致。

截至 2019 年底，公司受限资产总额 26.11 亿元，包括存货 10.21 亿元、投资性房地产 2.55 亿元、可供出售金融资产 0.37 亿元、货币资金 6.54 亿元和在建工程 6.44 亿元。公司受限资产占资产总额的 10.07%。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益快速增长，但少数股东权益及未分配利润占比较大，权益稳定性一般；公司债务规模较上年底变动不大，债务结构以长期债务为主，考虑到所用者权益中少数股东权益占比较大，公司的整体债务负担较重。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益 99.37 亿元，较上年底增长 25.94%，主要由实收资本（占 17.10%）、资本公积（占 46.00%）、未分配利润（占 11.69%）及少数股东权益（占 25.22%）构成。

2019 年底，公司实收资本仍为 16.99 亿元。资本公积 45.71 亿元，较上年底增加 18.98 亿元，主要由于株洲市国资委将原株洲冶炼集团股份有限公司等 5 家国有企业收储资产按评估价值 361052.78 万元注入清水塘投资公司，公司按持股比例 45%增加资本公积 16.25 亿元，其次由于清水塘管委会将评估价值为 2.74 亿

元的房屋建筑物注入公司。

2019年底，公司少数股东权益25.06亿元，主要为其余股东对子公司株洲循环经济投资发展集团资产管理有限公司（以下简称“资产公司”，主要以自有资产进行基础设施、环保、轨道交通、文化旅游产业投资）的持股。

负债

2019 年底，公司负债总额 160.00 亿元，较上年底下降 1.80%。其中，流动负债占 20.73%，非流动负债占 79.27%。

2019 年底，公司流动负债 33.16 亿元，较上年底增长 90.54%，主要来自短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债的增长。其中，短期借款 6.27 亿元，主要由质押借款 0.27 亿元和信用借款 6.00 亿元构成。其他应付款 10.47 亿元，较上年底下降 18.02%，主要源于往来款的减少；从构成上看，公司其他应付款包括应付利息 2.18 亿元，其他应付款（不包括应付利息和应付股利）8.29 亿元（主要为往来款）。一年内到期非流动负债 9.78 亿元，主要由一年内到期的长期借款（3.01 亿元）和应付债券（6.77 亿元）构成。

2019 年底，公司非流动负债 126.84 亿元，较上年底下降 12.84%，主要由于偿还株洲市棚改投资有限公司的转贷资金所致。从构成上看，公司长期借款 14.25 亿元，较上年底增长 51.19%，包括质押借款 2.20 亿元、抵押借款 9.13 亿元和保证借款 2.92 亿元。应付债券 67.39 亿元，较上年底下降 4.63%，公司应付债券 2021 年可行权规模较大，若投资者集中回售，公司将面临较大的集中偿付压力。长期应付款 44.60 亿元，较上年底下降 31.21%，主要系偿还株洲市棚改投资有限公司的转贷资金（计入“其他长期应付款”）所致；其中，长期应付款中应付融资租赁款 2.16 亿元；其他长期应付款 38.45 亿元，主要由应付株洲市棚改投资有限公司的转贷资金（23.80 亿元）、石峰区财政局置换债券 6.36 亿元及农发基金 7.81 亿元构成；专项应付款 3.99 亿元。本报告已将长期应付款中有息部分调整至长期债务计算。

表 10　公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
短期债务	14.30	20.25
长期债务	124.92	115.89
全部债务	139.22	136.14
长期债务资本化比率	61.29	53.84
全部债务资本化比率	63.83	57.80
资产负债率	67.37	61.69

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

有息债务方面，2019 年底，公司全部债务较上年底变动不大，为 136.14 亿元，其中短期债务占 14.88%、长期债务占 85.12%。从债务指标上看，受所有者权益规模快速增长的影响，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均呈下降趋势，2019 年底上述指标分别为 61.69%、57.80%和 53.84%。考虑到公司少数股东权益在所有者权益中的占比较高，公司实际债务负担较重。

根据公司提供的资料，2020-2022 年，公司分别需偿还本金 33.40 亿元、63.43 亿元及 29.83 亿元，2021 年偿债压力较大。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司收入规模快速下滑，利润总额对政府补贴的依赖大。

2019 年，公司实现营业收入 10.62 亿元，同比下降 39.18%，主要由于代建项目收入和土地出让收入下降所致。同期，公司营业成本 7.39 亿元，同比下降 47.92%，降幅高于营业收入。2019 年，公司营业利润率增长 11.47 个百分点至 29.37%。

跟踪期内，公司期间费用仍主要由财务费用构成。2019 年，期间费用 2.64 亿元，同比下降 20.05%，其中财务费用 1.98 亿元。公司期间费用率同比增长 5.95 个百分点至 24.87%。

表 11　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	17.46	10.62
财务费用	2.76	1.98

其他收益	0.21	0.18
营业外收入	1.46	0.83
利润总额	1.83	1.95
营业利润率	17.90	29.37
总资本收益率	2.14	1.76
净资产收益率	2.31	1.88

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年，公司利润总额小幅增长至 1.95 亿元，其中获得政府补助 1.01 亿元。公司利润总额对政府补助的依赖程度高。

从盈利指标来看，2019 年，公司总资本收益率及净资产收益率均有所下降，分别为 1.76%及 1.88%。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流量净额有所下滑，收入实现质量仍然较差。同时，投资活动现金流大额净流出，且筹资活动净现金流均表现为净流出，投资及筹资活动对往年留存现金具有明显的依赖。

从经营活动看，2019 年，公司经营活动现金流入量持续下降至 27.82 亿元。其中，销售商品提供劳务收到的现金 8.79 亿元，较上年下降 1.75 亿元，主要为代建项目回款以及土地出让收入返还；收到其他与经营活动有关的现金 19.03 亿元，主要来自单位往来款 15.81 亿元、收到财政补助 1.00 亿元及收到专项资金 2.19 亿元。2019 年，公司经营活动现金流出量下降至 25.77 亿元。其中，购买商品、提供劳务支付的现金 7.51 亿元；支付其他与经营活动有关的现金 17.84 亿元，主要为支付的往来款 17.39 亿元。2019 年，现金收入比同比增长 22.41 个百分点至 82.80%，收入实现质量仍然较差。当期，公司经营活动现金流量净额 2.06 亿元。

表 12 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入小计	30.83	27.82
经营管理活动现金流出小计	26.46	25.77
经营活动现金流量净额	4.37	2.06
投资活动现金流量净额	-27.68	-27.46
筹资活动现金流量净额	-9.47	-4.70
现金收入比	60.39	82.80

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年，公司投资活动现金流入规模仍然较小。投资活动现金流出方面，当期，公司支付棚改项目投资款、购买新华基金智谷 1 号资产管理计划、回购基金股权以及投资私募基金的规模较高，投资活动现金流出规模为 29.23 亿元。2019 年，公司投资活动现金流量净流出 27.46 亿元。

筹资活动方面，2019年，公司筹资活动现金流入52.11亿元，主要为取得借款和发行债券收到的现金。2019年，公司偿还到期债务的规模大，筹资活动产生的现金流出金额为56.81亿元。当期，筹资活动现金流量净额-4.70亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿付压力较大，长期偿债能力指标较弱。考虑到公司是株洲市石峰区（除清水塘工业区）唯一的基础设施建设和环境污染治理主体，持续获得政府的有力支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标来看，2019 年底，受流动负债快速增长的影响，公司流动比率和速动比率较上年底分别下降 634.29 个百分点及 487.61 个百分点至 562.71%和 347.37%。2019 年，公司经营现金流动负债比为 6.20%，公司经营活动净现金流对流动负债的保障能力弱。2019 年底，公司的现金短期债务比为 0.51 倍，公司存在较大的短期偿付压力。

从长期偿债能力指标来看，2019 年，公司 EBITDA 为 4.57 亿元；全部债务/EBITDA 为 29.79 倍；EBITDA 利息倍数 0.74 倍。公司长期偿债能力指标较弱。

截至 2020 年 3 月底，公司共获得各商业银行授信 130.89 亿元，尚未使用额度 33.43 亿元；公司间接融资渠道畅通。

截至2019年底，公司对外担保余额3.32亿元，系对株洲新芦淞产业发展集团有限公司的担保，担保比率为3.34%。株洲新芦淞产业发

展集团有限公司是株洲市芦淞区内的产业投资平台公司，实际控制人为株洲市政府。总体看，公司对外担保规模较低，且被担保对象为国有企业，公司或有负债风险可控。

7. 母公司财务分析

母公司资产流动性较弱，资产质量一般；负债规模虽小幅下降，但总体债务负担较重。母公司营业收入及利润总额对合并口径的贡献大，盈利能力尚可。

2019 年底，母公司资产总额 227.68 亿元，较上年底增长 4.10%；其中流动资产占 71.55%、非流动资产占 28.45%。流动资产主要由应收账款、其他应收款及存货构成，非流动资产主要由长期股权投资构成。

2019 年底，母公司负债总额 154.37 亿元，较上年底下降 6.84%。当期，母公司资产负债率为 67.80%，母公司债务负担较重。

2019 年底，母公司所有者权益 73.31 亿元，较上年底增长 38.32%；其中实收资本及资本公积分别为 16.99 亿元和 44.65 亿元，母公司所有者权益稳定性较好。

2019 年，母公司实现营业收入 9.06 亿元，相当于合并口径的 85.33%；利润总额 1.70 亿元，相当于合并口径的 87.32%，当期营业利润率为 28.60%。

十、存续偿债能力分析

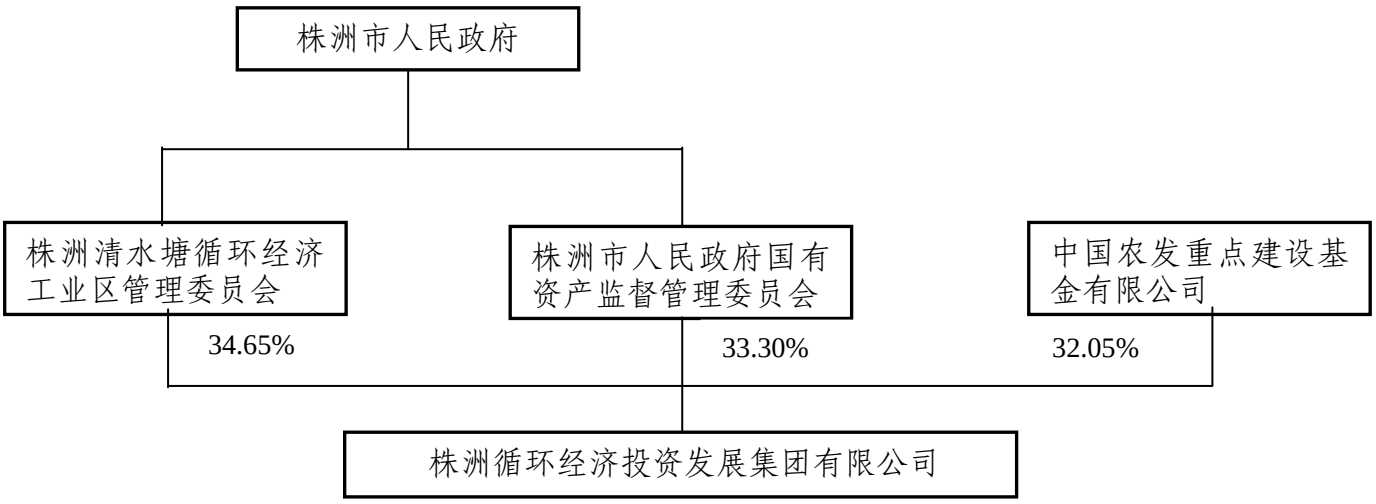
截至本报告出具日，公司存续债券“16 株洲循环债/PR 株循环”债券余额 8.40 亿元。2019 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量及经营活动现金流量净额分别为“16 株洲循环债/PR 株循环”债券余额的 0.54 倍、3.31 倍及 0.24 倍；分别为“16 株洲循环债/16 株循环”分期偿还本金的 1.63 倍、9.94 倍及 0.73 倍。2018 年底，公司现金类资产 10.39 亿元，为 2021 年需偿还本金的 3.71 倍。

“16 株洲循环债/PR 株循环”分期还款有助于缓解公司还本付息的压力，公司经营活动流入量对“16 株洲循环债/PR 株循环”分期偿还本金的保障能力强。

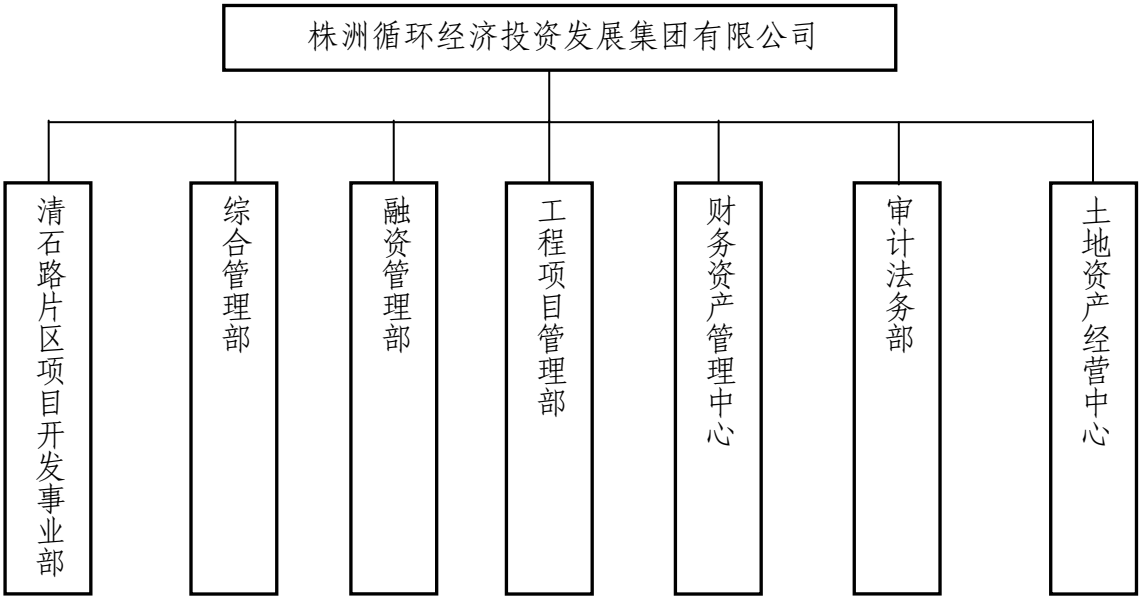
十一、结论

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，“16株洲循环债/PR株循环”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　2019 年底公司股权结构图



附件 1-2　2019 年底公司组织结构图



审计法务部

附件 1-3 公司合并范围内子公司情况（截至 2019 年底）

子公司名称	注册资本（万元）	业务性质	持股比例（%）		表决权比例（%）	取得方式
			直接	间接		
株洲循环经济资源经营有限公司	4500.00	土地开发与经营	100.00	--	100.00	投资设立
株洲清水塘循环经济工业区置业有限责任公司	5000.00	房地产开发与销售、工程施工等	100.00	--	100.00	非同一控制下的企业合并
株洲轨道交通产业发展股份有限公司	50000.00	基础设施建设	82.00	--	82.00	非同一控制下的企业合并
株洲绿色九郎文化旅游发展有限公司	10000.00	旅游服务	100.00	--	100.00	投资设立
株洲市北城物业管理有限公司	100.00	物业管理	100.00	--	100.00	投资设立
株洲循环经济投资发展集团资产管理有限公司	339740.00	基础设施、环保、轨道交通、文化旅游产业投资	58.87	19.05	77.92	投资设立
株洲田心教育管理有限公司	1000.00	教育管理与教育咨询	100.00	--	100.00	投资设立

资料来源：公司审计报告

附件 2　主要财务数据及计算指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	66.73	33.95	10.39
资产总额（亿元）	234.89	241.84	259.37
所有者权益（亿元）	77.72	78.91	99.37
短期债务（亿元）	4.85	14.30	20.25
长期债务（亿元）	132.68	124.92	115.89
全部债务（亿元）	137.53	139.22	136.14
营业收入（亿元）	12.88	17.46	10.62
利润总额（亿元）	2.66	1.83	1.95
EBITDA（亿元）	4.87	4.86	4.57
经营性净现金流（亿元）	-26.58	4.37	2.06
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.58	0.78	0.41
存货周转次数（次）	0.18	0.23	0.11
总资产周转次数（次）	0.06	0.07	0.04
现金收入比（%）	20.77	60.39	82.80
营业利润率（%）	20.27	17.90	29.37
总资本收益率（%）	2.14	2.14	1.76
净资产收益率（%）	3.29	2.31	1.88
长期债务资本化比率（%）	63.06	61.29	53.84
全部债务资本化比率（%）	63.89	63.83	57.80
资产负债率（%）	66.91	67.37	61.69
流动比率（%）	1777.86	1197.00	562.71
速动比率（%）	1271.13	834.99	347.37
经营现金流动负债比（%）	-221.32	25.12	6.20
现金短期债务比（倍）	13.76	2.37	0.51
全部债务/EBITDA（倍）	28.26	28.67	29.79
EBITDA 利息倍数（倍）	1.05	0.83	0.74

注：已将其他应付款及长期应付款中有息部分分别调整至短期债务及长期债务核算

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	41.59	20.69	6.99
资产总额（亿元）	205.81	218.70	227.68
所有者权益（亿元）	51.61	53.00	73.31
短期债务（亿元）	0.00	14.30	14.17
长期债务（亿元）	120.30	114.33	104.31
全部债务（亿元）	120.30	128.63	118.49
营业收入（亿元）	12.03	16.93	9.06
利润总额（亿元）	2.40	2.04	1.70
EBITDA（亿元）	4.13	4.81	3.60
经营性净现金流（亿元）	-8.68	1.24	0.19
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.55	0.76	0.36
存货周转次数（次）	0.24	0.32	0.14
总资产周转次数（次）	0.07	0.08	0.04
现金收入比（%）	14.97	60.73	77.93
营业利润率（%）	15.60	18.11	28.60
总资本收益率（%）	2.41	2.65	1.88
净资产收益率（%）	4.65	3.85	2.32
长期债务资本化比率（%）	69.98	68.33	58.73
全部债务资本化比率（%）	69.98	70.82	61.78
资产负债率（%）	74.92	75.77	67.80
流动比率（%）	631.43	492.96	360.30
速动比率（%）	471.90	374.00	250.04
经营现金流动负债比（%）	-31.70	3.43	0.43
现金短期债务比（倍）	--	1.45	0.49
全部债务/EBITDA（倍）	29.13	26.76	32.88
EBITDA 利息倍数（倍）	1.31	1.25	0.70

注：已将其他应付款及长期应付款中有息部分分别调整至短期债务及长期债务核算

附件 4　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	营业利润/营业收入净额×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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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 5-1　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 5-2　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 5-3　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