

信用等级公告

联合[2017] 1748 号

联合资信评估有限公司通过对株洲市湘江建设发展集团有限公司及其拟发行的 2017 年株洲市湘江建设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

株洲市湘江建设发展集团有限公司

主体长期信用等级为

AA

2017 年株洲市湘江建设发展集团有限公司

公司债券的信用等级为

AA

特此公告。



2017 年株洲市湘江建设发展集团有限公司 公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

本期公司债券信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期债券发行金额: 不超过 14 亿元

本期债券期限: 7 年

偿还方式: 每年付息一次, 分次还本, 在债券存续期的第 3 年至第 7 年末每年偿还本金的 20%, 当期利息随本金一起支付。

募集资金用途: 项目建设及补充营运资金

评级时间: 2017 年 7 月 24 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	6.22	18.15	11.60
资产总额(亿元)	113.60	140.85	148.12
所有者权益(亿元)	80.02	82.37	81.58
短期债务(亿元)	0.05	1.63	12.05
长期债务(亿元)	22.71	48.43	48.23
全部债务(亿元)	22.76	50.06	60.28
营业收入(亿元)	5.00	6.83	6.83
利润总额(亿元)	2.33	2.15	2.00
EBITDA(亿元)	2.42	2.48	2.20
经营性净现金流(亿元)	-7.48	-12.23	-12.01
营业利润率(%)	8.03	7.04	10.24
净资产收益率(%)	2.83	2.47	2.34
资产负债率(%)	29.56	41.52	44.93
全部债务资本化比率(%)	22.14	37.80	42.49
流动比率(%)	1255.54	1439.10	789.00
经营现金流流动负债比(%)	-86.33	-130.97	-66.77
全部债务/EBITDA(倍)	9.39	20.18	27.35

分析师

张峻铖 翟歆娇

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)

邮箱: www.lhratings.com

评级观点

株洲市湘江建设发展集团有限公司(以下简称“公司”)是株洲市湘江流域综合治理及湘江旧城改造的重要主体。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了公司在区域业务上具有专营优势、政府支持力度较大等优势。同时,联合资信关注到当地政府债务负担过重、资产流动性偏弱等不利因素对公司经营发展和偿债能力带来的负面影响。

随着公司承接的棚户区改造及株洲湘江流域综合治理项目的不断开展,公司未来收入规模有望持续增长,同时考虑到株洲市政府对公司的持续较大力度支持,联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券设置了分期偿还本金的条款,缓解了集中偿付压力。综合来看,公司本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 株洲市经济发展水平在湖南省处于较为领先地位,区域经济和财政收入稳步增长,有利于公司业务发展。
2. 公司系湘江流域综合治理以及湘江旧城改造的重要主体,区域专营优势明显;株洲市政府在财政补贴、资产注入等方面给予公司较大支持。
3. 本期债券设置了分期偿还本金的条款,缓解了集中偿付压力。

关注

1. 株洲市政府债务负担过重,公司获取政府支持能力弱化。
2. 公司土地整理收入受政策、土地市场变化影响、代建业务受政府回款进程影响,收入的实现存在较大不确定性。

3. 公司资产以存货为主，变现能力及变现周期受市场变化影响较大，公司资产流动性偏弱。
4. 本期债券发行额度较大，其发行对公司现有债务有较大影响。

声 明

一、本报告引用的资料主要由株洲市湘江建设发展集团有限公司（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。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；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。

2017 年株洲市湘江建设发展集团有限公司 公司债券信用评级报告

一、主体概况

株洲市湘江建设发展集团有限公司（以下简称“公司”或“湘江集团”）原名株洲市湘江建设发展有限公司，系经《株洲市人民政府关于组建株洲市湘江建设发展集团有限公司的批复》（株政函〔2011〕95号）、《关于组建株洲市湘江建设发展集团有限公司的通知》（株国资产〔2011〕24号）文件批准，株洲市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“株洲国资委”）出资组建的国有独资企业，初始注册资本 1.00 亿元。经多次增资，截至 2016 年底，公司注册资本 3.00 亿元。

公司经营范围：湘江风光带建设、经营；旧城改造；城市基础设施投资与建设；土地平整；旅游开发；粮油销售；房屋租赁服务；酒店经营与管理。（上述经营项目不含国家法律法规政策禁止或限制的项目，涉及资质证的凭有效资质证经营）。

公司本部设综合管理部、党群工作部、企业发展部、融资财务部、规划建设部以及监察审计部6个部门。截至2016年底，公司合并范围内拥有子公司9家。

截至2016年底，公司资产总额148.12亿元，所有者权益合计81.58亿元（包含少数股东权益0.47亿元）。2016年，公司营业收入6.83亿元，利润总额2.00亿元。

公司地址：湖南省株洲市天元区黄河南路150号天台金谷商务会所9楼；法定代表人：沈平。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期公司债券概况

本期公司债券拟募集资金不超过14.00亿元，发行期限为7年，在本期公司债券存续期

的第3年至第7年，每年按照债券发行总额20%的比例偿还本金，即第3年至第7年每年偿还本金2.80亿元，每年付息一次。

2. 本期公司债券及投资项目概况

本期债券募集资金不超过 14.00 亿元，其中 8.40 亿元用于株洲湘江物流中心项目（以下简称“募投项目”），剩余 5.60 亿元用于补充营运资金。

募投项目位于湘江北岸，紧靠铜塘湾港，近邻株洲北站，公司拟建设一个综合物流中心。项目总投资 12.18 亿元，拟使用债券募集资金 8.40 亿元。项目总用地面积 523333 平方米。总建筑面积 495991 平方米。募投项目主要收入来源为仓储加工区厂房出租出售收入，以及各类配套设施的出租出售收入。预计项目计算期内总收入为 207030 万元，其中出租收入为 119323 万元，销售收入 80131 万元，物业管理收入 7576 万元。

根据《株洲湘江物流中心项目可行性研究报告》，项目计划建设期 2 年，2017 年 3 月已正式启动，预计 2019 年 2 月竣工。截至 2017 年 6 月底，该募投项目已开工，正在进行土地报批手续。同时，募投项目获得株洲市发展和改革委员会批复的《株洲市发展和改革委员会关于株洲湘江物流中心项目备案的通知》（株发改发【2016】292号）和《株洲市发展和改革委员会关于株洲市湘江建设发展集团有限公司株洲湘江物流中心项目节能评估报告书的批复》（株发改能评【2017】3号）、株洲市国土资源局批复的《关于株洲湘江物流中心项目用地预审意见》（株国土资预审字【2016】A89号）、株洲市环境保护局批复的《株洲市环境保护局关于株洲湘江物流中心项目有关环评审查意见的函》（株环函【2017】8号）、

株洲市规划局出具的《建设项目选址意见书》（建规【选】字第株规选 RZ[2016]422 号），项目主要审批均已通过。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增

速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

四、行业及区域经济环境

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，对于促进国民经济及地区经济快速发展、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，全国各地区城市建设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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。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政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号，以下简称“《351 号文》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，

政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发〈地方政府性债务风险分类处置指南〉的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地

方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 个百分点，相较于中等发达国家 80% 的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 区域经济发展

（1）株洲市区域经济

株洲市是湖南省 14 个地级市（州）之一，属于新兴工业城市，享受 6 项国家级政策优惠；同时属于老工业基地。现株洲市形成了以装备

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，成为株洲市经济较好的补充。

根据《株洲市 2016 年国民经济和社会发展统计公报》，2016 年，株洲市完成地区生产总值 2512.5 亿元，比上年增长 7.9%，高于全国平均水平 1.2 个百分点，与全省平均水平持平。其中，第一产业增加值 197.2 亿元，增长 3.5%；第二产业增加值 1363.5 亿元，增长 6.7%，其中，工业增加值 1197.4 亿元，增长 6.7%；第三产业增加值 951.8 亿元，增长 10.7%。按年末常住人口计算，人均地区生产总值 62681 元，增长 7.1%。全市三次产业结构由 2015 年的 7.6: 57.3: 35.1 调整为 7.8: 54.3: 37.9。

2016 年，株洲市固定资产投资（不含农户）2345.8 亿元，比上年增长 13.5%，高于全国 5.4 个百分点、低于全省 0.3 个百分点。分经济类型看，国有投资 941.8 亿元，增长 50.1%；非国有投资 1404 亿元，下降 2.5%，其中，民间投资 1246.4 亿元，下降 6.8%。分产业类型看，第一产业投资 72 亿元，增长 27.7%；第二产业投资 932.8 亿元，下降 8%，其中，工业投资 923.1 亿元，下降 8.5%；第三产业投资 1341 亿元，增长 34.5%。分投资方向看，基础设施投资 752.1 亿元，增长 40.9%。

株洲市区位和交通优势明显，是湖南省“一点一线”重点发展区域的重点城市，以及长株潭两型社会建设的重要城市。株洲市也是湖南重要的交通枢纽，水陆空交通便利。目前公

司投资的迎宾大道建成后，株洲至黄花国际机场为 30~40 分钟的车程。株洲市同时享有国务院批准的国家级高新技术产业开发区、老工业基地改造、中部崛起、循环经济、综合性国家高技术基地和“两型社会”（资源节约型和环境友好型）建设综合配套改革六大产业政策优惠，政策优势突出。

（2）政府财力及负债

随着株洲市优势产业的不断增长，地区经济总量快速增长，产业创税能力提高，增强了地方财政实力，为地方基础设施的投资建设奠定了较好的经济基础。

伴随着株洲市经济的平稳较快发展，株洲市财政实力逐步提升。株洲市地方可控财力保持较快增长，2016 年为 471.46 亿元，较上年增长 15.66%。株洲市地方可控财力以一般预算收入及补助收入为主。

2016 年，株洲市一般预算收入为 218.16 亿元；其中，税收收入占 48.28%，非税收收入 51.72%，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。2016 年，株洲市实现基金收入 75.70 亿元，其中土地出让收入占 98.97%，土地出让收入是城市基础设施建设的重要资金来源，但稳定性较差。同期，株洲市获得上级补助收入 166.57 亿元，占地方综合财力的 35.33%，株洲市政府财力对上级补助有一定的依赖性。整体看，株洲市地方综合财力快速增长，实力不断增强。

表1 株洲市2014~2016年地方可控财力构成情况表（单位：万元）

科目	2014 年	2015 年	2016 年
一般预算收入	1673823	1913647	2181616
其中：税收收入	891926	1032819	1053196
非税收入	781897	880828	1128420
基金收入	598102	375645	757016
其中：土地类基金收入	231298	344913	749195
上级补助收入	1346541	1692797	1665879

预算外收入	39361	94331	110126
地方可控财力	3657827	4076420	4714637

资料来源：株洲市财政局

表 2 2016 年底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 2016 年底）	金额	地方财力（2016 年）	金额
（一）政府债务余额	4654739	（一）地方公共预算收入	2181616
1、一般债务	2497740	1. 税收收入	1053196
2、专项债务	2156998	2. 非税收入	1128420
（二）或有债务	1566864	（二）转移支付和税收返还收入	1665879
1、政府负有担保责任的债务	494853	1. 一般性转移支付收入	831645
2、政府可能承担一定救助责任的债务	1072011	2. 专项转移支付收入	689853
		3. 税收返还收入	144381
		（三）国有土地使用权出让收入	757016
		1. 国有土地使用权出让金	749195
		2. 国有土地收益基金	5525
		3. 农业土地开发资金	2296
		4. 新增建设用地有偿使用费	
		（四）预算外财政专户收入	110126
地方政府债务余额=（一）+（二）*50%	5438171	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	4714637
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		115.35%	

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。

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 2016 年底，株洲市政府债务余额 543.82 亿元，同比下降 12.58%，债务率为 115.35%，债务负担过重。

综上所述，株洲市财政实力不断增强，但由于政府债务余额处于较高水平，株洲市政府债务负担明显过重。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2016年底，公司股东为株洲国资委，持有公司100%的股权，公司实际控制人为株洲市人民政府。

2. 企业规模

株洲市共有九家公司经营范围涉及土地整理业务。九家企业分别负责不同区域控规土地的整理及城市基础设施配套建设，其中公司负责株洲市湘江流域综合治理以及旧城改造，是以湘江风光带为主要载体的城市建设运营商，承担着株洲市旧城改造和拓展城市运营空间的任務。

3. 人员素质

目前，公司董事会成员 7 名，其中董事长 1 人；监事会成员 5 人，其中监事会主席 1 人；总经理 1 名，副总经理 5 名。

沈平先生，1964 年生，汉族，本科，中共党员，高级工程师；历任株洲市建筑工程质监站站长，建筑工程管理局总工程师，建设局副局长、局长、党组书记，市湘江建设集团有限公司总经理，现任公司董事长。

谭育喜先生，1963 年生，汉族，函授本科学历，中共党员。曾任株洲市国资委党委委员、副主任。现任公司党委委员、总经理，兼任株洲市城市建设发展集团有限公司（株洲市另一平台企业）董事。

截至 2017 年 3 月底，公司在职工 566 人。从员工文化素质情况来看，本科及以上学历占比 20.07%；大专学历占比 20.25%；中专及以下占比 59.68%。从员工年龄构成来看，30 岁及以下的占比 24.51%，30~50 岁的占 57.90%，50 岁以上的占 17.59%。

整体看，公司高管人员经验丰富，文化素质较高，可满足公司管理的需求。公司员工整

体素质较好，可满足公司日常管理经营的需求。

4. 政府支持

公司作为株洲市湘江流域治理建设和湘江两岸控规土地整理的唯一主体，在资产注入、财政补贴等方面得到了政府的有力支持。

股本支持

公司初始注册资本1.00亿元，实收资本3098.05万元。经多次注资后，截至2017年3月底，公司注册资本和实收资本均为3.00亿元。

表3 2011~2016年公司实收资本变动情况
(单位：万元)

年份	金额	变化原因
2011 年	3098.05	货币出资
	13699.74	股权出资
	2447.75	货币增资
2012 年	1700.50	货币增资
2013 年	8000.00	资本公积转增
2014 年	1053.96	货币增资
合计	30000.00	--

资料来源：公司审计报告

资产注入

近几年政府以股权、土地、房产等资产注入形式对公司子公司进行增资。

表4 2012~2016年公司资本公积增加情况
(单位：万元)

年份	金额	性质
2012 年	8000.00	货币资金
	6313.68	土地使用权及房产
	59540.49	土地使用权及房产
	2886.66	土地使用权
	5839.02	土地使用权
2013 年	42686.47	土地使用权
	11972.94	土地使用权
	241723.94	土地使用权
	65287.37	土地使用权
	33072.76	土地使用权
2014 年	--	--
2015 年	5049.71	股权

2016 年	1000.00	债权转资本公积
	230.00	政府性投资
合计	483603.04	--

资料来源：公司审计报告

从入账方式来看，政府注入的熟地在“存货—土地资产”体现，尚需进一步开发整理的在“存货-开发成本”中体现，自有房屋用地在“无形资产”中核算，部分自有在建项目在“在建工程”中核算。

财政补贴

2014~2016年，公司收到财政补贴分别为2.34亿元、2.45亿元、2.79亿元，主要为湘江风光带维护补助、项目补助、贴息补助等，以上补贴均体现在“营业外收入-政府补助”科目。

总体看，株洲市政府在股本支持、资产注入、财政补贴等方面对公司支持力度较大。

5. 企业信用情况

根据人民银行提供的企业信用报告（机构信用代码：G1043021100217660X），截至2017年7月4日，公司无未结清或已结清贷款的不良记录，过往债务履约情况好。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司是经株洲市人民政府批准并出资设立的国有独资有限责任公司，株洲国资委对公司履行出资人职责。根据公司章程，公司不设股东会，株洲国资委代表株洲市人民政府依法行使出资人权利，并授权公司董事会行使部分出资人权利。

公司设董事会，由7名董事组成，设董事长1人，职工董事1名，非职工董事由株洲国资委依管理权限和程序委派或更换，职工董事由职工代表大会民主选举产生和更换，每届任期3年，可以连任。董事会执行株洲市国资委的决定，向株洲国资委报告工作。

公司设监事会，监事会由5人组成；监事会设主席1人，由职工监事担任，职工监事由

职工代表大会选举产生，外部监事由出资人委派或更换，每届任期三年，可以连任。监事不得兼任公司的董事及高管人员职务。

公司设总经理1人。总经理对董事会负责，并接受董事会和监事会监督。

2. 管理体制

从内部管理来看，公司下设规划建设部、企业发展部和融资财务部等6个职能部门，并根据自身特点建立了相应的管理体系，建立了内部审计管理、对子公司管理等制度。

内部审计管理制度

公司设立内审办，内审办主任由企业管理部经理担任。内审办负责公司及全资（控股）子公司的财务收支审计、任期经济责任审计、工程预（决）算审计、经济合同审计及其他审计。根据工作需要，经公司领导批准，内审办可抽调财务人员和工程技术人员或外聘专业人员和专业机构参与内审工作。内审办的工作直接向董事长负责。日常工作由内审办具体承办和管理，并定期向主管副总经理和总经理汇报。财务总监协助董事长督查和指导审计工作。

资金审批管理制度

各部门在月度资金计划内的日常经费按规定程度办理，各部门超过指标(定额)的费用须由部门提交解释超支原因的书面报告，并经分管副总经理审核、总经理审批后方可办理报销手续。公司项目行政性收费的合同签订和相关费用支出由总经理审批。与主合同相关联的辅助性业务合同的签订和相关费用支出由总经理审批。

现金管理制度

出纳对现金的管理要做到日清月结，严禁白条抵库。及时编制收、付款凭证并登记银行存款、现金日记帐。收到的现金应及时送存银行，不得坐支。库存现金的余额不得超过壹千元，超过部分必须及时送存银行。按照中国人民银行《银行帐户管理办法》，由出纳员管理帐户，不准转借和多头开户，如特殊情况须新

开辅助账户，事先应征得分管领导同意。出纳应随时掌握银行帐户资金结存情况，并将信息反馈给财务部经理，以便给领导调拨资金提供参考。

对子公司管理制度

集团公司采取国有资产分级授权，子公司独立经营的模式。子公司按照《公司法》的要求独立运行，成为独立的经营主体。集团公司统一领导，子公司分级独立经营，集团公司对子公司经营管理实行宏观监控。根据集团公司的年度经营计划目标，对子公司实行目标责任考核，年初与子公司签订目标责任状，年终集团公司对其进行目标考核。

综合看，公司法人治理结构完善，内部管理制度相对健全，对公司经营和管理状况较好，整体管理水平较高。

七、经营分析

1. 经营概况

近三年，受土地一级开发市场行情及政府土地出让计划影响，公司土地整理收入有所波动；随着代建项目的不断投入，代建业务板块保持稳定发展趋势。此外公司还有少部分物业、租金、粮食销售等收入。公司本部属于控股型公司，其土地整理业务主要由下属子公司株洲市湘江风光带建设开发有限公司（以下简称“湘江建设”）负责，代建业务主要由下属子公司株洲市水利建设投资有限公司（以下简称“水利投公司”）和湘江建设负责。

2014~2016 年，公司收入规模快速增长，三年营业收入分别为 5.00 亿元、6.83 亿元和 6.83 亿元。同期，湘江集团棚户区改造业务形成的土地整理收入分别为 0.00 亿元、1.01 亿元和 1.12 亿元，分别为当年主营业务收入的 0.00%、14.72%和 16.47%。代建业务收入分别为 4.93 亿元、5.18 亿元和 4.31 亿元，分别为当年主营业务收入的 98.75%、75.74%和 63.07%。整体上，公司收入结构稳定性一般。

毛利率方面，受业务构成变动大及土地整

理毛利率变动影响，2014~2016 年公司营业毛利率呈波动增长趋势，分别为 10.84%、7.53%

和 11.05%。整体看，代建业务是公司利润的最主要来源

表 5 公司 2014~2016 年营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理	--	--	--	10061.39	14.72	-20.57	11249.91	16.47	4.00
代建业务	49343.83	98.75	9.75	51750.63	75.74	9.16	43086.95	63.07	8.94
物业服务	404.10	0.81	95.12	558.57	0.82	88.36	304.58	0.45	88.45
租赁业务	110.13	0.22	100.00	710.40	1.04	98.52	1276.63	1.87	55.26
粮食储存销售业	--	--	--	3161.27	4.63	-4.31	9272.98	13.57	2.39
餐饮业收入	--	--	--	932.66	1.36	34.24	1491.61	2.18	32.83
住宿费收入	--	--	--	486.36	0.71	100	786.79	1.15	98.49
风光带观光收入	--	--	--	--	--	--	25.45	0.04	11.80
主营业务小计	49858.06	99.78	10.65	67661.28	99.02	6.70	67494.90	98.80	10.03
其他业务小计	110.84	0.22	95.96	669.74	0.98	91.27	820.82	1.20	94.89
合计	49968.90	100.00	10.84	68331.02	100.00	7.53	68315.72	100.00	11.05

资料来源：公司审计报告

2. 业务经营分析

土地整理及棚改业务

土地整理和棚改业务方面，根据《株洲市人民政府关于组建株洲市湘江建设发展集团有限公司的批复》（株政函【2011】95 号），株洲市政府同意将湘江两岸控股范围内可利用土地的一级开发权授予公司。根据株洲市棚户区改造指挥部办公室《关于增加湘江风光带建设开发有限公司为棚户区改造实施主体的批复》（株棚办【2010】28 号），经市政府批准，公司被列为株洲市棚户区改造实施主体。该板块业务资金主要通过土地出让金返还、补贴收入等进行平衡。株洲市国土部门按照湘江风光带的建设开发进度或年度棚改计划，每年安排土地报批指标；对于湘江风光带建设所涉及的旧城改造项目，需进行土地变性的，由株洲市规划、国土部门按照程序办理土地变性相关手续。目前，公司在建的棚改项目主要有株洲市建设中路片区棚户区改造项目、铁路机校项目、芙蓉花园项目等项目。

湘江建设的主要业务开展模式为：土地完成报批后，由湘江建设统一组织实施征地拆迁等进入市场前的各项前期开发工作；完成土地报批或土地变现和征地拆迁等前期开发工作后，向国土管理部门申报土地出让价格，并由市国土部门制定出让方案，报市政府批准后执

行。

一般在土地出让后的一个月内，湘江建设可收到土地出让净收益返还，返还金额为：根据《株洲市人民政府办公室关于进一步规范市本级国有土地使用权的通知》（株政办函【2011】44 号）的规定，地块出让后，以按地块结算的原则，所有成交进入市财政非税收入结算户，随后按照土地成交总价款一定比例返还（不同土地类型可能按照不同比例返还）；收到土地出让净收益返还后同时确认收入。账务处理方面，公司正在整理土地的账面价值和投入款项在“存货-开发成本”科目体现，熟地账面价值在“存货-土地资产”科目体现，收到政府土地出让净收益返还后确认收入并结转成本，公司收到的土地出让收益体现在“销售商品、提供劳务收到的现金”。

2015~2016 年，公司土地整理板块收入 1.01 亿元和 1.12 亿元。该板块毛利率随土地出让价格的变动而波动，2015 年由于出让价格低于核算成本，故毛利率为负。

截至 2017 年 3 月底，公司共拥有土地使用权 49 宗，均为商住用地，并已取得国有土地使用权证。从账面价值看，上述土地使用权账面价值 88.74 亿元，其中 54.21 亿元体现为“存货—土地资产”，31.80 亿元体现为“存货-开发成本”，2.73 亿元体现为“无形资产”。从取

得方式看，上述土地使用权中株洲市国资委注入的土地 42 宗，协议出让的土地 4 块，3 块土地使用权为公司通过公开市场招拍挂取得。

未来公司有选择性的按照地块进行整治和出让，收益可能因地块整治成本和出让价格不同而出现一定波动，公司土地出让收入的实现也存在较大不确定性。

代建业务

代建业务方面，公司确认收入的代建项目仅为湘江集团负责的株洲市清响田保护圈综合治理项目、湖南湘江株洲城区河东段综合治理工程项目。账务处理方面，公司代建项目建

设投入款项在“存货-开发成本”科目体现，根据年度结算金额确认收入并结转成本，公司收到的代建款体现在“销售商品、提供劳务收到的现金”，尚未收回的款项体现在“应收账款”科目。

对于代建项目，公司与株洲市财政局签订了投资代建协议，株洲市财政局一般情况下以工程总结算造价加成 8% 支付投资收益、3% 支付管理服务费，分期向公司支付代建款。

2014~2016 年，公司代建项目收入分别为 4.93 亿元、5.18 亿元和 4.31 亿元。

表 6 截至 2017 年 3 月底公司代建项目收入确认情况（单位：亿元）

项目名称	2013~2017 年 3 月底 投资额	2013~2017 年 3 月底 确认收入	2013~2017 年 3 月底 实收回款	截至 2017 年 3 月底 应收账款
株洲市清响田保护圈综合治理项目	6.05	6.07	3.90	2.17
湖南湘江株洲城区河东段综合治理工程项目	16.88	9.51	1.63	7.88
合计	22.93	15.58	5.53	10.05

资料来源：公司提供

自营商业项目

公司自营商业项目包括商业物业经营管理业务与出售为目的的商业项目；其中，商业物业经营管理业务主要包括物业、租赁、餐饮和住宿等相关业务。公司作为株洲市湘江风光带建设的重要载体，负责湘江风光带周边商业物业的开发与经营，通过经营湘江风光带周边商业物业、休闲文体设施等获得物业经营收入，包括商业租赁收入、观光车租赁收入、停车场收费以及场地租赁收入等。

公司目前主要在建的自营商业项目为清水塘铜塘港及沿线片区历史遗留重金属污染场地修复治理工程项目和酒吧街项目，项目投入依靠公司自筹，后期通过项目租售平衡支出。

2015 年，公司合并了株洲市金龙大酒店，新增了餐饮住宿业务。餐饮住宿业务在每次完成对客户的餐饮服务与住宿服务后，即确认收入并进行结算。

2014~2016 年，公司分别实现商业物业经营管理业务收入 514.23 万元、2687.99 万元和 3885.06 万元（包含物业服务、租赁业务、餐饮业收入、住宿费和风光带观光收入）。未来随着湘江风光带配套基础设施建设的不断投入，募投项目的正式运营，公司有望持续获得相应的商业物业经营管理业务收入。

粮食存储销售业务

公司 2015 年合并了神农粮食及其子公司、株洲县三门粮站等公司，新增了粮食收储销售业务。粮食收储销售业务分别由粮食收储轮换业务和商品粮购销业务构成，其中粮食收储轮换业务系公司根据中储粮的轮换计划，轮换储备粮食并按轮换数据和一定标准给予结算，公司依此确认收入；而商品粮购销业务则是根据自身的经营计划 and 市场行情，集收购、加工以及销售为一体，销售完成即确认收入。2015~2016 年，公司分别实现粮食收储销售业务收入 3161.27 万元和 9272.98 万元。农产品

价格受粮食产量影响较大，但由于宏观调控，粮食价格整体处在较为稳定的水平。政府每年给予一定数额的政府补贴资金，在“营业外收入”科目中体现。神农粮食等子公司作为从株洲市粮食局并入的资产，在区域内具有相对垄断优势。

其他业务

除主营业务外，公司还有部分子公司的租赁及物业等业务，该板块收入规模小，随着公司合并范围的扩大，该部分收入逐年增加；

2014~2016 年分别为 110.84 万元、669.74 万元和 820.82 万元。

3. 未来发展

根据公司的发展规划，公司作为湘江风光带项目建设、旧城改造、棚户区改造及开发的主体，计划推进江南婚庆商贸市场等项目。截至 2017 年 3 月底，公司在建及拟建项目如下表所示。总体看，公司未来投资规模较大，存在较大融资需求。

表 7 截至 2017 年 3 月底公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目		预计总投资	2017 年 3 月底 已投	未来 3 年投资计划		
				2017 年	2018 年	2019 年
土地整理及棚改 项目	铁路机校（B 地块）棚 改项目	48769.00	48229.76	539.24	-	-
	无线电二厂项目	29235.00	26691.29	2543.71	--	-
	株洲市建设中路片区棚 户区改造项目	242150.63	110278.87	29116.62	34113.00	68642.14
	港务公司项目	59675.97	59611.47	64.50	--	-
代建项目	株洲市清响田保护圈综 合治理项目	68200.00	60541.25	7658.75	--	-
	株洲市湘江河东段沿线 棚户区（城中村）改造 项目	86259.00	--	--	--	17000
	湖南湘江株洲城区河东 段综合治理工程项目	298400.00	168787.71	62664.33	60000.00	6947.96
经营性项目	清水塘铜塘港及沿线片 区历史遗留重金属污染 场地修复治理工程项目	242333.00	162625.87	50118.45	29588.68	-
	酒吧街项目	35060.94	34940.94	120.00	--	-
	芙蓉花园项目	34161.00	25546.50	6814.50	1800.00	-
	江南婚庆商贸市场项目	130351.00	--	54708.00	75143.00	500.00
	湘江株洲段白石港至谭 家段防洪综合治理（提 质改造工程）	84826.00	--	--	--	5000.00
合计		1359421.54	697253.66	214348.10	200644.68	98090.10

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2014~2016 年合并财务报告，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了无保留意见的审计结论。

2015 年，公司新纳入湖南神农粮食有限公司、株洲市金龙大酒店和株洲县三门粮站三家子公司，均为政府划入。2016 年，公司合并范

围无变化。公司 2014~2016 年，合并范围有所变动，但新增子公司规模相对较小，对公司财务数据可比性影响较小。截至 2016 年底，公司纳入合并范围的一级子公司有 9 家，均为全资子公司。

截至 2016 年底，公司资产总额 148.12 亿元，所有者权益合计 81.58 亿元（包含少数股东权益 0.47 亿元）；2016 年，公司营业收入 6.83 亿元，利润总额 2.00 亿元。

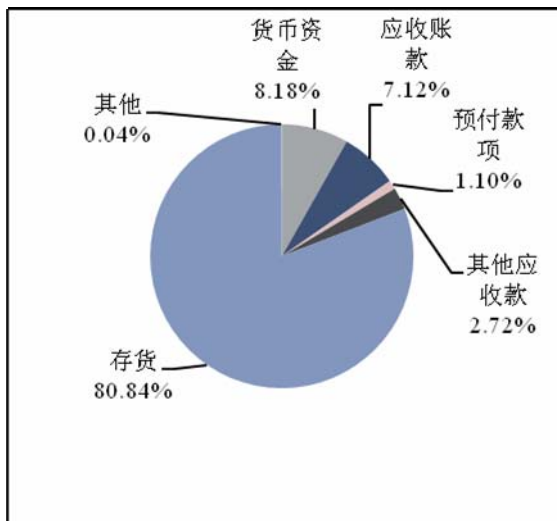
2. 资产质量

2014~2016年，公司资产总额不断增长，年均复合增长14.19%。截至2016年底，公司资产合计148.12亿元，同比增长5.17%。从构成来看，公司流动资产占比95.7%，非流动资产占比4.23%，公司以流动资产为主。

流动资产

2014~2016年，公司流动资产不断增长，年均增长14.18%。截至2016年底141.86亿元，同比增长5.59%，主要系货币资金、应收账款和存货增长所致，其中货币资金占比8.18%，应收账款占比7.12%，其他应收款占比2.72%，存货占比80.84%。

图1 截至2016年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2014~2016年底，公司货币资金波动增长，年均增长36.59%。截至2016年底为11.60亿元，同比下降36.10%，其中银行存款为11.60亿元，货币资金中不存在质押、冻结，或有潜在收回风险的款项。

2014~2016年，公司应收账款快速增长，年均复合增长59.71%。截至2016年底，公司应收账款10.11亿元，同比增长12.49%，主要系应收株洲市财政局款项大幅增长所致，其中10.04亿元为应收株洲市财政局政府项目回购款，账龄在2年以内。总体看，公司应收账款集中度较高，账龄偏短。

2014~2016年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长19.35%。截至2016年底，公司其他应收款为3.86亿元，同比增长20.35%，主要为与株洲市财政局的往来款。总体看，公司其他应收款项集中度偏高，账龄偏长。

表8 2016年底公司其他应收款欠款金额前五名客户
(单位：亿元)

欠款客户	金额	账龄
株洲市财政局	3.33	1年以内、2-3年
株洲市市政建设有限公司	0.11	1-2年
炎陵县策源乡人民政府	0.02	2-3年
湖南盛景园林绿化有限公司	0.01	1年以内
株洲自来水公司	0.01	1年以内
合计	3.48	--

资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司存货不断增长，年均复合增9.58%。截至2016年底，公司存货114.69亿元，同比增长10.98%，主要为工程施工成本以及土地开发成本；2016年底，存货中土地账面价值共计86.01亿元，主要为商业用地和住宅用地，其中抵押的土地账面价值45.18亿元。

非流动资产

2014~2016年，公司非流动资产不断增加，年均复合增长14.41%。截至2016年底，公司非流动资产合计6.26亿元，同比下降3.67%，其中可供出售金融资产占8.26%、固定资产37.04%和无形资产44.01%。

2014~2016年，可供出售金融资产保持稳定。截至2016年底，公司可供出售金融资产0.52亿元，同比增长1.97%，主要为权益性投资，其中公司增加对株洲市湘信发展土地开发企业（有限合伙）100.00万元投资。

2014~2016年，公司固定资产快速增长，年均复合增长48.45%。截至2016年底，公司固定资产为2.32亿元，同比下降2.05%，其中房屋建筑物、机器设备、运输工具、电子设备的账面价值分别为18392.82万元、830.03万元、129.85万元、3831.11万元。

截至 2016 年，公司在建工程 0.12 亿元，较 2015 年增加 774.53 万元，主要是增加了商业街和湘水湾码头综合建设等项目的投资。

总体看，公司资产规模有所增长，构成中应收账款和存货占比高，由于存货中土地资产占比较高，且土地出让受土地市场影响较大，总体看，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益略有增长，年均复合增长 0.96%。截至 2016 年底，公司所有者权益为 81.58 亿元，同比下降 0.96%，主要系未分配利润下降所致，其中实收资本占 3.68%，资本公积占 88.34%，未分配利润占 7.40%。

截至 2016 年底，公司资本公积为 72.07 亿元，同比增长 0.16%，主要系 2016 年将原市粮食局在湖南神农粮食有限公司向市行资公司借款 1000 万元转为对株洲湘江建设发展集团有限公司的注资，增加资本公积 1000 万元，同时孙公司湖南神农米业有限责任公司收到政府性投资款 230 万元，增加资本公积 230 万元所致。

总体看，公司所有者权益以资本公积为主，公司所有者权益稳定性一般。

负债

2014~2016 年，公司负债快速增长，年均复合增长 40.78%，截至 2016 年底，公司负债合计 66.55 亿元，同比增长 13.80%。从构成来看，公司流动负债占比 27.02%，非流动负债占比 72.98%，公司以非流动负债为主。

2014~2016 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 44.04%，截至 2016 年底，公司流动负债为 17.98 亿元，同比增长 92.60%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致，其中一年内到期的非流动负债占 63.83%，应付账款占比 2.22%，应交税费占比 7.15%，其他应付款占比 18.89%。

截至 2016 年底，公司短期借款为 0.57 亿元，同比快速下降 64.99%，全部由信用借款构成。

2014~2016 年，公司应付账款快速下降，年均复合下降 51.61%。截至 2016 年底，公司应付账款为 0.40 亿元，同比下降 69.57%，主要系应付土地款、拆迁款和贷款下降所致。

2014~2016 年，公司应交税费有所增长，年均复合增长 11.73%。截至 2016 年底，公司应交税费为 1.29 亿元，同比增长 9.19%，主要系公司新增增值税和利润增长使得企业所得税增长所致。

2014~2016 年，公司其他应付款快速下降，年均复合下降 23.96%。截至 2016 年底，公司其他应付款为 3.40 亿元，同比下降 34.36%，主要系拆迁补偿款、押金及保证金和工程款等下降所致。

表 9 2016 年底公司账龄超过一年的重要其他应付款
(单位：亿元)

单位名称	金额	原因
步步高投资集团股份有限公司	0.51	系保证金、项目尚未开发
吉首市新天地房地产开发有限公司	0.49	工程款，未结算
湖南水总水利电建设有限公司	0.33	工程款，未结算
株洲市政建设有限公司	0.19	往来款
株洲市湘江 1 号项目管理有限公司	0.12	系保证金
合计	1.64	--

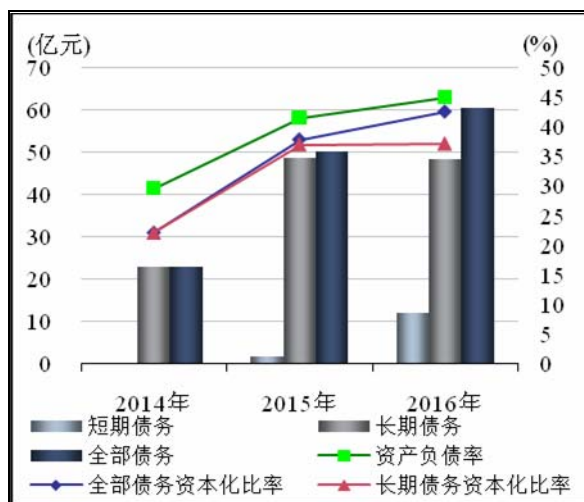
资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 39.63%。截至 2016 年底，公司非流动负债为 48.57 亿元，同比下降 1.17%，主要系长期借款下降所致。从构成看，长期借款占 37.90%，应付债券占 61.42%。

2014~2016 年，公司长期借款呈波动增长趋势，年均复合增长 2.11%。截至 2016 年底，公司长期借款为 18.40 亿元，同比下降 34.96%，主要系质押借款下降所致，其中抵押借款为 17.75 亿元，信用借款为 0.66 亿元。

2014~2016年，公司应付债券快速增长，年均复合增长142.88%。截至2016年底，公司应付债券为29.83亿元，同比增长48.13%，主要系2016年公司发行15.00亿元公司债券，同时偿还其他应付债券所致。

图2 2014~2016年公司债务情况表



资料来源：公司审计报告

从有息债务规模来看，2014~2016年，公司有息债务快速增长，年复合增长率为62.74%，截至2016年底，公司有息债务合计60.28亿元，其中短期债务为12.05亿元，长期债务为48.23亿元，长期债务占比较高。从债务指标来看，近三年，受债务规模增长影响，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均呈上升趋势。截至2016年，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44.93%、42.49%和37.16%。

总体看，近三年，公司债务规模迅速增长，债务负担不断加重，但仍处于合理范围，公司债务以长期债务为主，债务结构合理。

4. 盈利能力

2014~2016年，公司营业收入快速增长，年均复合增长16.93%。2016年，公司实现营业收入6.83亿元，同比下降0.02%。主要由土地整理和代建业务收入构成。

2014~2016年，公司营业利润率呈波动上

升，三年分别为8.03%、7.04%和10.24%，主要系营业成本和营业税金及附加的增速小于营业收入增速所致。同期，随着公司投资规模和业务的增长，期间费用快速上升，主要系2016年管理费用增长。2016年底，期间费用0.98亿元，期间费用率14.30%。费用控制能力较弱。

2014~2016年，公司利润总额分别为2.33亿元、2.15亿元和2.00亿元，主要由营业利润和营业外收入构成。2014~2016年，公司营业利润分别为0.01亿元、-0.24亿元和-0.29亿元。营业外收入主要为财政补贴收入，近三年分别为2.34亿元、2.46亿元和2.80亿元。整体看，公司整体盈利对财政补贴依赖性大。

2014~2016年，公司总资产收益率和净资产收益率均呈下降趋势，2016年分别为1.35%和2.34%。

总体来看，公司收入规模快速增长，但对政府补贴的依赖性较大，公司整体盈利能力一般。

5. 现金流

2014~2016年，公司经营活动现金流入波动增长，年均复合增长5.13%，2016年，公司经营活动现金流入16.43亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为5.75亿元，同比增长150.19%，主要为收到的土地出让收益返还以及代建业务收入；收到其他与经营活动有关的现金为10.68亿元，同比增长198.64%，主要系公司与政府、其他企业之间的往来款增长所致。2014~2016年，公司经营活动现金流出波动增长，年均复合增长12.80%，2016年，公司经营活动现金流出为28.44亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金为10.43亿元，同比增长13.03%，主要为公司代建业务项目投入以及土地整理业务成本投入；公司支付其他与经营活动有关的现金为17.02亿元，同比增长122.45%，主要为公司与其他企业、政府之间的往来款。2014~2016年，公司经营活动净现金流呈流出态势，三年分别为-7.48亿元、-12.23

亿元和-12.01亿元。

从现金收入比看，2014~2016年，公司现金收入比分别为43.66%、33.64%和84.19%，收入实现质量波动增长但仍处于较低水平，主要由于公司主营业务仍处于投入阶段，现金回收能力一般。

投资活动现金流方面，2014~2016年，公司投资活动现金流入和流出规模均较小，投资活动流出主要体现为购建固定资产、无形资产支付的现金。近三年公司投资活动净现金流分别为-0.26亿元、-0.10亿元和-0.12亿元。

筹资活动现金流方面，2014~2016年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长5.18%。2016年，公司筹资活动现金流入19.40亿元，其中取得借款收到的现金为17.84亿元，同比增长131.24%。2014~2016年，公司筹资活动现金流出波动中快速增长，年均复合增长25.95%。2016年，公司筹资活动现金流出12.32亿元，其中偿还债务支付的现金6.53亿元，同比增长145.69%；分配股利、利润或偿付利息支付的现金为5.78亿元，同比增长151.69%，主要系有息债务规模大幅增长所致；支付其他与筹资活动有关的现金为18.00万元，同比下降99.88%。2014~2016年，公司筹资活动现金流量净额分别为9.77亿元、24.43亿元和7.08亿元，公司筹资活动净现金波动幅度较大。

总体看，由于城市基础设施建设投入与土地出让金返还存在一定的期限错配，公司经营净现金波动较大，公司现金流主要依靠外部筹资活动支撑。考虑到随着公司开发区域及拟投资项目规模的增加，公司外部融资需求将趋增。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2014~2016年，公司流动比率和速动比率均呈波动下降趋势。2016年，公司流动比率和速动比率分别为789.00%和151.15%，由于公司流动资产中存货占比大，导致速动比率处于较低水平。截至2017年3月

底，公司流动比率和速动比率分别为894.44%和211.60%；2014~2016年，受经营活动净现金流持续流出影响，公司经营现金流动负债比分别为-86.33%、-130.97%和-66.77%，无覆盖能力。考虑到公司短期债务有所上升，整体看来公司短期偿付压力加重。

从长期偿债能力指标看，受公司利润规模波动影响，2014~2016年EBITDA波动下降，分别为2.42亿元、2.48亿元和2.20亿元；同期，受有息债务大幅增长影响，公司全部债务/EBITDA快速上升，2014~2016年分别为9.39倍、20.18倍和27.35倍，公司长期偿债能力偏弱。但考虑到政府对公司的各项支持，公司整体偿债能力尚可。

截至2017年3月底，公司无对外担保。

截至2017年3月底，公司共获得银行授信额度91.70亿元，其中已使用额度41.10亿元，尚余额度50.60亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

九、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券对公司现有债务的影响

本期公司债券计划发行不超过14亿元，假设实际发行规模为14亿元，相当于2016年底公司长期债务的29.03%，全部债务的23.23%，对公司债务规模影响较大。

2016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44.93%、42.49%和37.16%，若本期公司债券发行成功，以2016年底数据为基础，上述三个指标将上升至49.68%、47.66%和43.27%，债务负担有所加重，但仍处于合理水平。

2. 本期公司债券偿还能力分析

2014~2016年，公司EBITDA分别为本期公司债券规模的0.17倍、0.18倍和0.16倍；公司经营活动现金流入量分别为本期公司债券规模的1.06倍、0.42倍和1.17倍；公司经营活动现金流净额分别为本期公司债券规模

的-0.53 倍、-0.87 倍、-0.86 倍。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期公司债券的保障能力较弱。2016 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 对单期本金的覆盖倍数分别为 5.87 倍、-4.29 倍和 0.79 倍。

综上所述，公司经营活动产生的现金流入和 EBITDA 对本期债券保障能力弱；考虑到地方政府对公司在财政资金投入、资产划拨、项目建设和税收优惠等方面的大力支持，本期公司债券到期不能偿还风险低。

3. 本期债券募投项目偿债能力分析

本期债券募集资金中8.40亿元将用于株洲

湘江物流中心项目。根据湖南盛龙工程项目管理有限公司出具的《株洲湘江物流中心项目可行性研究报告》，该项目总投资12.18亿元。项目建设周期为2017年3月~2019年2月。募投项目收入来源主要为仓储加工区厂房、信息中心、产品展示中心、办公管理区、停车场等出租收入，仓储加工区厂房、配套服务区商铺销售收入和物业收入。项目计算期为12年，其中建设期2年，经营期10年；项目收入共计20.70亿元；在本期债券存续期内（经营期第1~5年），预计募投项目总收入14.27亿元，扣除税金及经营成本后利润为12.87亿元。

具体收入如下表。

表 10 本期债券募投项目债券存续期预期收入对本期债券资金保障情况（单位：万元、倍）

项目分类	1	2	3	4	5	6	7	合计
出租收入	--	--	11462	11462	12050	12050	12050	59074
仓储加工区厂房出租	--	--	7018	7018	7387	7387	7387	36197
信息中心出租	--	--	1443	1443	1519	1519	1519	7443
产品展示中心出租	--	--	1482	1482	1560	1560	1560	7644
办公管理区出租	--	--	1231	1231	1296	1296	1296	6350
配套停车场出租	--	--	288	288	288	288	288	1440
销售收入	--	--	16799	16026	16026	16026	15253	80130
仓储加工区厂房销售	--	--	8294	8294	8294	8294	8294	41470
配套服务区商铺销售	--	--	8505	7732	7732	7732	6959	38660
物业管理收入	--	--	557	625	692	759	824	3457
总收入合计	--	--	28818	28113	28768	28835	28127	142662
经营成本	--	--	2154	2142	2218	2218	2207	10939
增值税附加税	--	--	--	--	--	--	3002	3002
经营利润	--	--	26664	25971	26550	26617	22918	128721
本金偿还	--	--	16800	16800	16800	16800	16800	84000
总收入覆盖倍数	--	--	1.72	1.67	1.71	1.72	1.67	1.70
经营利润覆盖倍数	--	--	1.59	1.55	1.58	1.58	1.36	1.53

注：经营成本包括人员工资及福利、修理费、管理费用和运营费用。

资料来源：联合资信根据可研报告整理

本期债券拟于 2017 年发行，同时按照 2020~2024 年每年按照募投项目所用本金（8.40 亿元）的 20%偿还（即每年预计偿还 1.68 亿元）作为参考，募投项目收入对本期债券中用于募投项目的本金覆盖情况见表 8。本期债券存续期内，项目收入实现预计为 14.27 亿元，

为本期债券用于募投项目本金的 1.70 倍；扣除经营成本及相关税金后的经营利润合计 12.87 亿元，为本期债券用于募投项目本金的 1.53 倍。募投项目在债券存续期内的收入及经营利润对本期债券用于募投项目本金的覆盖能力尚可，但考虑到项目收入预测实现的不确定性

以及项目可能延期建设完成等风险，募投项目收入及经营利润对本期债券用于募投项目本金的实际覆盖能力可能低于测算值。

4. 偿债资金监管

公司与中信银行股份有限公司株洲支行（以下简称“中信银行株洲支行”或“监管银行”）签署了《偿债资金专项账户监管协议》，聘请中信银行株洲支行作为监管银行，公司在监管银行处开立偿债资金专项账户，由监管银行对偿债资金的提前准备进行严格监管，在本期债券存续期的每年付息（兑付）日前 10 个工作日，公司应将偿债资金存入专户；在本期债券存续期的每年付息（兑付）日前 10 个工作日，如专户内资金不足以支付当期本息，监管银行应在 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已获得足额资金弥补差额；专项账户未能补足前，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、条件或暂缓发放高级管理人员奖金以确保当期应付本息的完全偿付。监管银行应于本期债券每年还本付息日前 10 个工作日，向公司出具专户监管报告，包括专户资金存入情况、使用情况、保值增值运作情况和余额情况。

为了充分、有效地维护债券持有人的利益，公司与中信银行股份有限公司株洲支行签订了《债权代理协议》，中信银行株洲支行作为本次债券全体债券持有人的受托管理人处理本次债券的相关事务，维护债券持有人的利益。

十、结论

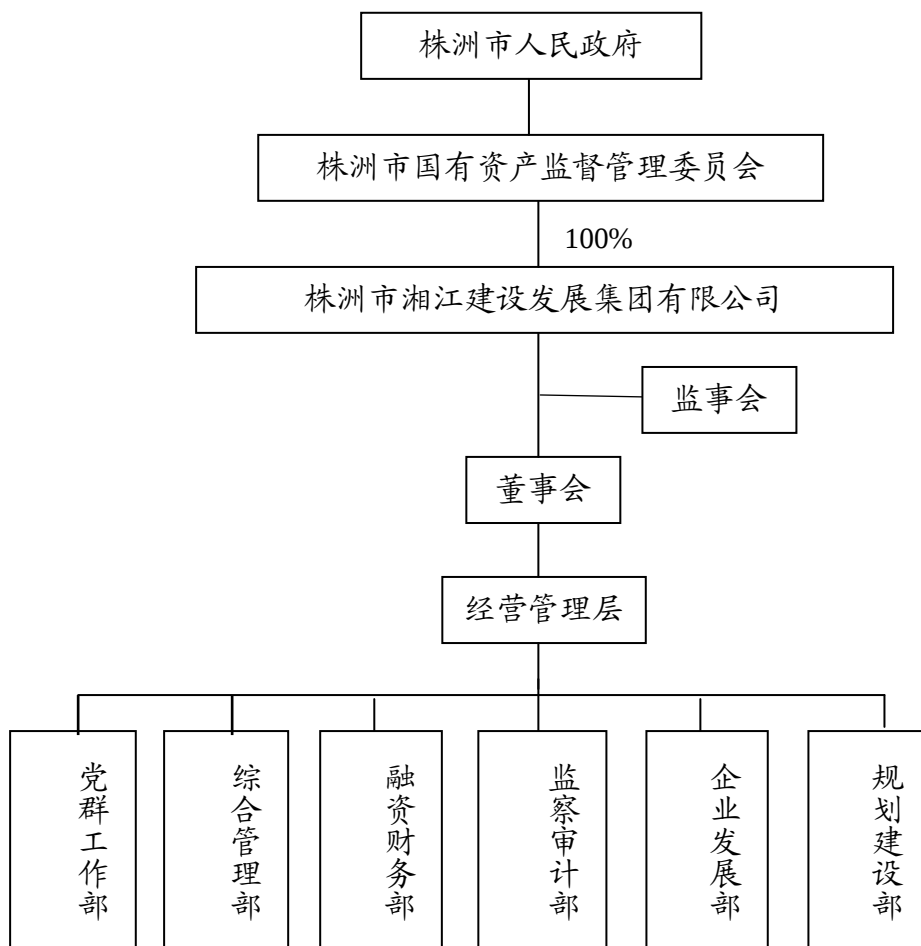
近年来，株洲市财政实力较快增长，为公司提供了良好的外部环境，作为株洲市湘江流域土地整理、棚户区改造和重金属污染治理的唯一主体，公司在资产注入、政府补贴等方面

获得政府的大力支持。

近几年，受益于政府对公司资产的持续注入，公司资产规模快速增长。公司资产以存货为主、变现能力易受市场波动影响，资产流动性偏弱。公司土地整理收入受政策、土地市场变化影响、代建业务受政府回款进程影响，收入的实现存在较大不确定性。同时考虑到株洲市政府债务负担过重，公司获取政府支持能力弱化。

本期公司债券发行额度大，公司经营活动产生的现金流入和EBITDA对本期债券保障能力弱、对单期本金的保障能力一般；募投项目在债券存续期内的收入及经营利润对债券本金的覆盖能力尚可，但考虑到项目收入预测实现的不确定性以及项目可能延期建设完成等风险，募投项目收入及经营利润对债券本金的实际覆盖能力可能低于测算值。地方政府对公司在财政资金投入、资产划拨、项目建设和税收优惠等方面的大力支持，本期公司债券到期不能偿还风险低。未来随着公司承接的棚户区改造及株洲湘江流域综合治理项目的不断开展，公司未来收入有望持续增长，同时株洲市政府给予公司持续的较大支持。此外，公司与本期债券偿债资金专户监管人中信银行股份有限公司株洲支行所签订《偿债资金专项账户监管协议》，对偿债资金的提前准备进行严格监管。上述措施能够进一步保障本期债券本息偿还的安全性。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很低，安全性很高。

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	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	6.22	18.15	11.60
资产总额(亿元)	113.60	140.85	148.12
所有者权益(亿元)	80.02	82.37	81.58
短期债务(亿元)	0.05	1.63	12.05
长期债务(亿元)	22.71	48.43	48.23
全部债务(亿元)	22.76	50.06	60.28
营业收入(亿元)	5.00	6.83	6.83
利润总额(亿元)	2.33	2.15	2.00
EBITDA(亿元)	2.42	2.48	2.20
经营性净现金流(亿元)	-7.48	-12.23	-12.01
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.26	1.06	0.72
存货周转次数(次)	0.05	0.06	0.06
总资产周转次数(次)	0.04	0.05	0.05
现金收入比(%)	43.66	33.64	84.19
营业利润率(%)	8.03	7.04	10.24
总资本收益率(%)	2.20	1.66	1.35
净资产收益率(%)	2.83	2.47	2.34
长期债务资本化比率(%)	22.10	37.03	37.16
全部债务资本化比率(%)	22.14	37.80	42.49
资产负债率(%)	29.56	41.52	44.93
流动比率(%)	1255.54	1439.10	789.00
速动比率(%)	153.47	332.12	151.15
经营现金流动负债比(%)	-86.33	-130.97	-66.77
全部债务/EBITDA(倍)	9.39	20.18	27.35

附件 3 主要财务指标的计算公式（新准则）

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	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

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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 2017 年株洲市湘江建设发展集团有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

株洲市湘江建设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及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

株洲市湘江建设发展集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对株洲市湘江建设发展集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，株洲市湘江建设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市湘江建设发展集团有限公司的经营管理状况、外部环境及本期债项相关信息，如发现株洲市湘江建设发展集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对株洲市湘江建设发展集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如株洲市湘江建设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株洲市湘江建设发展集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与株洲市湘江建设发展集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。