

信用等级公告

联合[2019] 129 号

联合资信评估有限公司通过对株洲市湘江投资集团有限公司主体长期信用状况及拟发行的 2019 年度第一期中期票据进行综合分析和评估，确定株洲市湘江投资集团有限公司的主体长期信用等级为 AA，株洲市湘江投资集团有限公司 2019 年度第一期中期票据的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一九年一月十六日



株洲市湘江投资集团有限公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

本期中期票据信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据发行金额: 5.00 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年度付息, 到期一次还本

募集资金用途: 偿还公司有息债务本息

评级时间: 2019 年 1 月 16 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	18.15	11.60	38.74	38.00
资产总额(亿元)	140.85	148.12	202.30	207.88
所有者权益(亿元)	82.37	81.58	84.17	83.80
短期债务(亿元)	1.63	12.05	4.92	7.93
长期债务(亿元)	48.43	48.23	100.52	106.65
全部债务(亿元)	50.06	60.28	105.44	114.59
营业收入(亿元)	6.83	6.83	8.42	0.19
利润总额(亿元)	2.15	2.00	2.13	-0.05
EBITDA(亿元)	2.48	2.44	2.42	--
经营性净现金流(亿元)	-12.23	-12.01	-13.44	-4.86
应收类款项/资产总额(%)	8.66	9.43	7.90	8.09
营业利润率(%)	7.04	10.24	22.22	17.86
净资产收益率(%)	2.47	2.34	2.49	--
资产负债率(%)	41.52	44.93	58.39	59.69
全部债务资本化比率(%)	37.80	42.49	55.61	57.76
流动比率(%)	1439.10	789.00	1131.99	1160.81
经营现金流动负债比(%)	-130.97	-66.77	-77.87	--
全部债务/EBITDA(倍)	20.18	24.74	43.52	--

注: 2018 年一季度财务数据未经审计。

分析师

喻宙宏 王 萌

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

株洲市湘江投资集团有限公司(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唯一主体。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近年来稳定发展、资产及收入规模不断扩大、在区域业务上具有专营地位以及外部支持力度较大等优势。同时,联合资信关注到公司代建业务未来收入具有一定不确定性以及债务规模上升、资产流动性偏弱、经营性净现金流持续为负等不利因素对公司经营发展和偿债能力带来的负面影响。

近年来,株洲市经济稳步发展,公司作为株洲市湘江流域综合治理及旧城改造的唯一主体,随着旧城改造业务的推进,虽然代建业务收入具有一定不确定性,但公司未来整体收入规模有望保持稳定。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期中期票据到期不能偿还的风险很低,安全性很高。

优势

1. 株洲市经济发展水平处于湖南省前列,区域经济稳步增长,固定资产投资快速增长,公司外部发展环境良好。
2. 公司系株洲市湘江流域综合治理以及湘江旧城改造的唯一主体,区域专营性强。
3. 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。

关注

1. 公司存货中土地资产规模大,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。

2. 近年来，公司由于项目支出增长，经营性现金流持续表现为净流出，债务规模大幅增长，债务负担加重；考虑到未来投资规模仍较大，公司未来面临较大的筹资压力。
3. 公司目前代建业务的在建项目未来投资规模较小，无拟建项目，该板块未来收入具有一定的不确定性。
4. 假设本期中期票据于 2019 年成功发行，公司或将面临一定集中偿债压力。

声 明

一、本报告引用的资料主要由株洲市湘江投资集团有限公司（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。

株洲市湘江投资集团有限公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

株洲市湘江投资集团有限公司（以下简称“公司”或“湘江集团”，曾用名“株洲市湘江建设发展有限公司”以及“株洲市湘江建设发展集团有限公司”），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》（株国资产权〔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，2018年3月底，公司注册资本3.00亿元，株洲国资委持有公司100%的股权，为公司实际控制人。

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）。

公司本部内设综合管理部、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2018年3月底，公司合并范围内拥有子公司9家。

截至2017年底，公司资产总额202.30亿元，所有者权益84.17亿元（其中少数股东权益0.45亿元）；2017年，公司实现营业收入8.42亿元，利润总额2.13亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额207.88亿元，所有者权益83.80亿元（其中少数股东权益0.15亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入0.19亿元，利润总额-0.05亿元。

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：关坦良。

二、本期中期票据概况

公司已于2018年注册中期票据10.00亿元，本次计划发行2019年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）5.00亿元，期限为3年。本期中期票据按年计息，到期一次还本，募集资金将全部用于偿还公司有息债务本息。

三、宏观经济和政策环境

2017年，在世界主要经济体维持复苏态势、我国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017年我国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速实现2011年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对GDP增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018年上半年，我国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018年1~6月，我国一般公共预算收入和支出分别为10.4万亿元和11.2万亿元，收入同比增幅

(10.6%) 高于支出同比增幅(7.8%); 财政赤字 7261.0 亿元, 较上年同期(9177.4 亿元) 有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境, 市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下, 2018 年 1~6 月, 我国 GDP 同比实际增长 6.8%, 其中西部地区经济增速较快, 中部和东部地区经济整体保持稳定增长, 东北地区仍面临一定的经济转型压力; CPI 温和上涨, PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势; 就业形势稳中向好。

2018 年 1~6 月, 三大产业保持较好增长态势, 农业生产基本稳定; 工业生产增速与上年全年水平持平, 但较上年同期有所回落, 工业企业利润保持较快增长; 服务业保持较快增长, 仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快, 但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓, 导致固定资产投资增速有所放缓。2018 年 1~6 月, 全国固定资产投资(不含农户) 29.7 万亿元, 同比增长 6.0%, 增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施, 民间投资同比增速(8.4%) 仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款(PSL) 大幅增长推升棚改贷规模等因素影响, 房地产投资保持较快增速(9.7%), 但 2018 年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧, 导致 2018 年 3 月以来房地产开发投资持续回落; 由于金融监管加强, 城投公司融资受限, 加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限, 基础设施建设投资同比增速(7.3%) 明显放缓; 受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动, 制造业投资同比增速(6.8%) 继续加快。

居民消费增速小幅回落, 但仍保持较快增速。2018 年 1~6 月, 全国社会消费品零售总额 18.0 万亿元, 同比增速(9.4%) 出现小幅回落,

但仍保持较快增长。具体来看, 汽车消费同比增速(2.7%) 和建筑及装潢材料消费同比增速(8.1%) 明显放缓; 化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费, 以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长; 此外, 网上零售保持快速增长, 全国网上商品和服务零售额同比增速(30.1%) 有所回落但仍保持快速增长。我国居民消费持续转型升级, 消费结构不断优化, 新业态和新商业模式发展较快, 消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018 年 1~6 月, 我国货物进出口总值 14.1 万亿元, 同比增幅(7.9%) 有所回落, 主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面, 机电产品和劳动密集型产品出口额在我国出口总值中占比仍较大, 服装与衣着附件类出口额出现负增长; 进口方面, 仍以能源、原材料产品为主, 受价格涨幅较大影响, 原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现 36% 以上的高速增长。

2018 年下半年, 国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性, 这将对我国未来经济增长带来挑战。在此背景下, 我国将继续实施积极的财政政策, 货币政策保持稳健中性、松紧适度, 同时深入推进供给侧结构性改革, 继续加大对外开放力度, 促进经济高质量发展。从三大需求来看, 投资或呈稳中趋缓态势, 主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险, 且在房地产行业宏观调控持续影响下, 房地产投资增速或将继续放缓。但是, 受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用, 基础设施建设投资增速有望回升。居民消费(尤其是升级类消费) 有望维持较快增长, 主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善, 个人所得税新政下半年有望推出, 以及部分进口车及日用

消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018年下半年我国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在 6.5%~6.7%。

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，但在其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以及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融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致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。特别是随着《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國基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，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）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性债务，并通过推行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。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，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。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等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以支持城投企业的转型升级。

表 1 2017 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转

	债融资行为的通知》财预【2017】50号文	型，规范PPP合作行为，再次明确43号文内容。
2017年5月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017年6月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55号）	PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017年6月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017年7月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92号	对已入库和新增的PPP项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于2018年3月31日前完成本地区项目库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017年12月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
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开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
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4月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54号	及时更新PPP项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合资信综合整理

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2017年底，中国城镇化率为58.52%，较2016年提高1.17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。2018年3月5日，中央政府发布的《2018年政府工作报告》对中国政府2018年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设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。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济

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、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。

株洲市经济持续增长，产业结构持续优化，固定资产投资保持快速增长，公司外部发展环境好。

近年来，株洲市经济持续发展，2015~2017年，株洲市地区生产总值不断增加，年均复合增长7.9%。根据《株洲市2017年国民经济和社会发展统计公报》，2017年，株洲市地区生产总值比上年增长8.0%，高于全国平均水平1.1个百分点，与全省平均水平持平。其中，第一产业增加值增长3.9%；第二产业增加值增长6.7%，其中，工业增加值增长7.0%，建筑业增加值增长4.4%；第三产业增加值增长10.7%。全市三次产业结构由2016年的7.9:53.0:39.1调整为8.0:48.0:44.0，第一产业和第三产业占比分别较上年同期提升0.1个和4.9个百分点，第二产业占比回落5个百分点。第一、二、三产业对GDP的贡献率分别为3.6%、47%和49.4%。

全市固定资产投资比上年增长13.3%，分别高于全国、全省6.1个和0.2个百分点。分经济类型看，国有投资下降10.8%；非国有投资增长29.5%。分产业类型看，第一产业投资增长88.1%；第二产业投资增长10%，其中，工业投资增长9.9%；第三产业投资增长11.5%。分投资方向看，高技术产业投资增长71.7%；生态投资增长30.3%；战略性新兴产业投资增长1.2%；基础设施投资下降6.7%。全市亿元以上项目494个，比上年增加51个；新开工亿元以上项目478个，比上年增加216个。

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。

五、基础素质分析

1. 股权状况

2018年3月底，公司注册资本3.00亿元，株洲国资委持有公司100%的股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模

株洲市共有九家公司从事土地整理业务及城市基础设施配套建设业务，按照不同区域及基础设施建设类型划分，其中公司为负责株洲市湘江流域综合治理以及旧城改造的唯一主体，定位为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

公司高管人员工作经验丰富，公司董事长变动未对公司日常经营产生不利影响；公司员工文化素质偏低，但基本能够满足公司业务经营需求。

目前，公司高级管理人员包括，董事长1名、总经理1名、副总经理3名、财务总监1名。由于公司原董事长涉嫌违法违纪被调查，公司新任董事长已于2018年10月到任，公司董事长变动未对公司日常经营产生不利影响。

关坦良先生，1964年生，汉族，在职硕士学历，中共党员；历任株洲高新区开发建设局局长、株洲市天元区人民政府副区长、株洲市建设局副局长、株洲市住房和城乡建设局副局长、株洲市交通发展集团有限公司董事长。2018年10月至今，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。

毛烽先生，1978年生，汉族，在职硕士学历；历任株洲市信息建设工程管理办公室副主任、株洲市建设局工程建设管理科副科长、株洲市建设局住房政策科科长。2011年12月至今，任公司副总经理。

2018年3月底，公司在职员工566人。从员工文化素质情况来看，本科及以上占比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%。

4. 外部支持

株洲市财政实力较强；公司在资金注入和财政补贴方面获得股东的有力支持。

公司作为株洲市湘江流域综合治理以及旧城改造的唯一主体，在资产注入、财政补贴等方面得到了股东的有力支持。

根据《株洲市2017年国民经济和社会发展统计公报》。2017年，株洲市一般公共预算收入337.8亿元，比上年增长8%。其中，全市各项税收总收入230.1亿元，增长15.1%，占一般公共预算收入的比重为68.1%；政府性基金预算收入完成87.3亿元，同比增长9.3%。同期，株洲市一般公共预算支出445.1亿元，增长9.3%。其中，财政用于民生支出327.4亿元，增长10.8%；财政八项支出340.7亿元，增长13.3%。财政自给率为51.70%，财政自给能力较弱。

资产注入

近几年，株洲市政府以股权、土地、房产等资产对公司及子公司进行增资。

表2 2012~2017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
	65854.17	土地使用权及房产

	8725.68	土地使用权
2013年	394743.48	土地使用权
2015年	5049.71	股权
2016年	1000.00	债权转资本公积
	230.00	政府性投资
2017年	5500.00	土地及地面资产
合计	489103.04	--

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

2015~2017年，公司收到财政补贴分别为2.45亿元、2.79亿元和1.29亿元，主要为湘江风光带维护补助、项目补助、贴息补助等；2018年1~3月，公司暂未收到财政补贴。

5. 企业信用情况

公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行提供的企业信用报告（机构信用代码：G1043021100217660X），截至2019年1月12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。

截至2019年1月14日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构较为健全，机构设置合理。

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，由 5 人组成；监事会设主席 1 人，由职工监事担任，职工监事 2 人，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

公司建立了一整套管理制度和较好的管理机制，管理制度的有效运行可满足公司日常经营管理的需要。

公司内设规划建设部、企业发展部和融资财务部等 6 个职能部门，并根据自身特点形成了相应的管理体系，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

公司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

公司规定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。

七、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司营业收入以土地整理业务以及代建业务为主，收入结构有所变化。公司积极开展自营业务，收入规模呈增长趋势。

2015~2017 年，公司收入规模有所增长，收入分别为 6.83 亿元、6.83 亿元和 8.42 亿元，主要由代建业务收入、土地整理收入以及物业、租金、粮食销售等收入构成。其中，受土地一级开发市场行情及政府土地出让计划影响，公司土地整理收入快速增长；由于公司代建项目结算工程量较小，2017 年代建业务板块收入明显减少。

2018 年 1~3 月，公司营业收入为 0.19 亿元，主要为粮食储存销售和土地整理收入。整

体上，公司收入结构稳定性一般。

毛利率方面，受占比逐年提升的土地整理业务毛利率快速增长影响，2015~2017 年公司营业收入毛利率快速增长，分别为 7.53%、

11.05%和 22.39%。2018 年 1~3 月，公司营业收入毛利率为 21.01%。

表 3 2015~2018 年 1~3 月公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2015			2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	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	56637.52	67.26	24.71	--	--	--
代建业务	51750.63	75.74	9.16	43086.95	63.07	8.94	10125.96	12.02	9.65	--	--	--
物业服务	558.57	0.82	88.36	304.58	0.45	88.45	344.40	0.41	40.79	--	--	--
租赁业务	710.40	1.04	98.52	1276.63	1.87	55.26	1307.73	1.55	60.22	340.30	17.59	3.41
粮食储存销售业	3161.27	4.63	-4.31	9272.98	13.57	2.39	9443.91	11.21	1.56	920.56	47.58	-1.64
餐饮业、住宿费收入	1419.02	2.08	56.78	2303.85	3.37	55.02	2101.00	2.49	53.27	236.32	12.22	53.34
其他业务	669.74	0.98	91.27	820.82	1.20	94.89	4251.79	5.05	3.92	167.33	8.65	16.43
合计	68331.02	100.00	7.53	68315.72	100.00	11.05	84212.30	100.00	22.39	1934.66	100.00	21.01

资料来源：公司审计报告及 2018 年度一季度财务报表

2. 业务经营分析

（1）土地整理及棚改业务

受到株洲市土地价格上涨以及出让规模上升影响，公司土地整理业务收入快速增长，毛利率大幅上升。目前公司已整理待出让土地规模较大，未来该板块收入空间较大。

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。一般在土地出让后的一个月内，公司可收到土地出让收益返还，

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”。

2016 年开始，根据《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4 号）文件要求，株洲市政府及公司对土地整理业务开发模式进行逐步整改，株洲市土地储备职能由株洲市土地储备中心承担，公司不承担土地储备职能。财综[2016]4 号发文后，株洲市政府配置给公司的进行开发整理的土地，公司需与株洲市土储中心签订委托协议，根据委托协议要求对土地进行整治开发，包括征地、拆迁、

规划设计、基础设施、公共配套设施和环境景观建设。公司对株洲市土储中心委托整治开发的土地地块进行前期开发，项目完工后株洲市土储中心对土地整理成本及委托协议中约定的利润比例进行项目款项支付。

针对财综[2016]4 号发文之前株洲市政府通过《株洲市人民政府办公室关于湘江风光带控规土地及开发相关工作的通知》（株政办函[2011]143 号）等文件明确给公司进行开发整理的土地，暂按照原开发模式进行整理开发。公司目前土地整理开发业务全部为[2016]4 号文之前株洲市政府根据相关文件明确给公司进行整理开发的土地资源。

目前，公司在建的土地整理和棚改项目主要有株洲市建设中路片区棚户区改造项目、铁路机校项目等项目。

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。2017 年，受株洲市土地价格上涨及土地出让规模上升影响，业务板块收入大幅增长，公司出让土地共计 151.22 亩，平均土地价格 374.54 万元/亩。2017 年，公司土地整理业务收到政府实际回款 1.01 亿元。2018 年 1~3 月，由于株洲市未出让土地，公司未实现土地整理收入。

截至 2018 年 3 月底，公司已整理待出让土地面积共计 1304.12 亩，已投资金额 56.22 亿元。公司主要在建土地整理项目 4 个，项目总投资 37.99 亿元，已完成投资 27.32 亿元，剩余部分投资将在 2018~2019 年完成。整体看，公司土地整理业务受土地市场影响较大，联合

资信将持续关注公司未来收入的实现情况以及政府回款情况。

（2）代建业务

近年来，公司代建业务在建项目逐渐进入收尾阶段，结算工程量下降，公司 2017 年代建业务收入明显减少。公司目前的代建业务未来投资规模较小，且暂无拟建代建项目，该板块未来收入具有一定的不确定性。

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。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。

近年来公司确认收入的代建项目主要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。

2015~2017 年，公司代建项目收入分别为 5.18 亿元、4.31 亿元和 1.01 亿元，2018 年 1~3 月尚未确认代建业务收入。2017 年收入下降主要系目前在建代建项目均已进入收尾阶段，结算的工程量较小所致。但公司存货中代建项目开发成本尚有一定规模，联合资信将持续关注未来代建业务的收入结算情况。

公司目前的代建业务未来投资规模较小，且暂无新开展的代建项目，该板块的收入规模具有一定的不确定性。

表 4 截至 2018 年 3 月底公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目		项目建设情况	预计总投资	2018 年 3 月底已投	未来 3 年投资计划		
					2018 年 4~12 月	2019 年	2020 年
土地整理及棚改项目	铁路机校（B 地块）棚改项目	在建项目	48769.00	48769.00	--	--	--
	无线电二厂项目	在建项目	29235.00	26691.29	2543.71	--	--
	株洲市建设中路片区棚户区改造项目	在建项目	242150.63	139395.49	34113.00	68642.14	--

	港务公司项目	在建项目	59675.97	58286.50	64.50	--	--
代建项目	株洲市清响田保护圈综合治理项目	在建项目	68200.00	68200.00	--	--	--
	湖南湘江株洲城区河东段综合治理工程项目	在建项目	298400.00	244552.36	46899.68	6947.96	--
	株洲市湘江河东段沿线棚户区（城中村）改造项目	在建项目	86259.00	51962.00	17000.00	17297.00	--
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	在建项目	242333.00	162816.20	49928.12	29588.68	--
	酒吧街项目	在建项目	35060.94	35060.94	--	--	--
	芙蓉花园项目	在建项目	34161.00	32361.00	1800.00	--	--
	株洲湘江物流中心项目	拟建项目	121807.00	--	--	--	--
	湘江株洲段白石港至谭家段防洪综合治理（提质改造工程）	拟建项目	84826.00	--	--	5000.00	--
合计		--	1350877.54	868094.78	152349.01	127475.78	--

资料来源：联合资信整理

（3）自营商业项目

近年来，公司自营性商业项目收入有所增长，对公司营业收入提供了有力的支持；随着其他在建自营性商业项目的逐步完工，公司未来自营板块收入有望增长。

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唯一主体，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。

公司负责的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，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”及“其他收益”科目中体现。

子公司神农粮食等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。

2017 年，公司自营业务板块中，物业服务收入 344.40 万元；租赁服务收入 1307.73 万元、粮食储存销售业务收入 9443.91 万元、餐饮住宿业务收入 2101.00 万元。公司商业自营业务综合毛利率 28.63%。公司未来计划进一步扩张自营商业项目，目前拟建项目为株洲湘江物流中心项目和湘江株洲段白石港至谭家段防洪综合治理（商业街以及污水处理）。截至 2018 年 3 月底，公司在建自营项目预计总投资 51.82 亿元，已投资 23.02 亿元，自营业务未来投资规模大。

3. 未来发展

公司未来仍将以土地整理业务和代建业务为主。受政府规划影响，目前暂无代建拟建项目安排。但公司自营业务拟建项目规模较大，预计未来公司自营业务能给公司营业收入带来较大支持，公司主营业务的持续性较好。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2015~2017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。公司2018年一季度财务报表未经审计。

2015年~2018年3月，公司合并范围未发生变化，财务数据可比性强。2018年3月底，公司纳入合并范围的一级子公司有9家，均为全资子公司。

2. 资产质量

近三年，公司资产规模持续增长，存货占比很高，由于存货中土地资产规模大，且抵押比率较高，考虑到土地出让受土地市场影

响大，公司整体资产流动性较弱，资产质量一般。

2015~2017年，公司资产总额持续增长，年均复合增长19.84%。2017年底，公司资产总额202.30亿元，同比增长36.57%。公司资产以流动资产为主。

2015~2017年，公司流动资产不断增长，年均复合增长20.60%。2017年底，流动资产合计195.39亿元，同比增长37.73%，主要系货币资金和存货增长所致。

表 5 2015~2017 年及 2018 年 3 月底公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	18.15	12.89	11.60	7.83	38.74	19.15	38.00	18.24
应收账款	8.99	6.38	10.11	6.82	10.37	5.13	10.38	4.98
存货	103.34	73.37	114.69	77.43	138.25	68.34	143.73	69.00
流动资产	133.69	94.91	141.86	95.77	195.39	96.59	200.98	96.48
固定资产	2.37	1.68	2.32	1.57	2.35	1.16	2.33	1.12
无形资产	2.80	1.99	2.76	1.86	3.24	1.60	3.22	1.55
非流动资产	6.50	4.61	6.26	4.23	6.90	3.41	6.89	3.52
资产合计	140.85	100.00	148.12	100.00	202.30	100.00	207.88	100.00

资料来源：公司审计报告

2017年底，公司货币资金为38.74亿元，同比增长233.98%，主要构成为银行存款，无使用受限资金。

2015~2017年，公司应收账款持续增长，年均复合增长7.42%。2017年底，公司应收账款10.37亿元，同比增长2.59%，整体变化较小，其中10.30亿元为应收株洲市财政局政府项目回购款，账龄在4年以内，归集为无风险组合，未计提坏账。公司应收账款集中度高，账龄较长。

2015~2017年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长32.41%。2017年底，公司其他应收款为5.62亿元，同比增长45.69%，主要是应收株洲市财政局的往来款，未计提坏账。从账龄看，其中账龄1年以内的为1.47亿元、账龄1~2年的为1.80亿元、2~3年的为1.20亿元，公司其

他应收款项集中度高，账龄偏长。

2015~2017年，公司预付款项快速增长，年均复合增长 91.98%。2017 年底，公司预付款项 2.26 亿元，同比增长 45.24%，主要系新增预付株洲市天元区地税局契税款 1.40 亿元。

2015~2017年，公司存货持续增长，年均复合增长 15.66%。2017 年底，公司存货 138.25 亿元，同比增长 20.54%，主要系代建项目持续投入，开发成本大幅增长所致。其中，开发成本 83.30 亿元，土地资产 54.31 亿元，土地资产中 39.48 亿元已用于抵押，主要用于借款及担保。2017 年底，公司存货中资本化利息合计 12.10 亿元。

2015~2017年，公司非流动资产基本保持稳定，年均复合增长 3.07%。2017 年底，公司非流动资产合计 6.90 亿元，同比增长 10.29%，

主要系无形资产增长所致。公司非流动资产以固定资产和无形资产为主。

2015~2017 年，公司固定资产略有减少，年均复合下降 0.32%。2017 年底，公司固定资产 2.35 亿元，同比增长 1.44%，主要为房屋及建筑物。

2015~2017 年，公司无形资产有所增长，年均复合增长 7.47%。2017 年底，公司无形资产为 3.24 亿元，同比增长 17.47%，其中土地使用权为 3.22 亿元。

2018 年 3 月底，公司资产总额 207.88 亿元，较 2017 年底略有增长，主要系公司代建项目持续投入，存货持续上升所致。

2018 年 3 月底，公司受限资产共计 21.07 亿元，主要为处于抵押装填的土地及房地产，公司受限资产占比较大。

3. 资本构成

近三年，公司所有者权益基本保持稳定，以资本公积为主，所有者权益稳定性较好；公司负债规模大幅增长，债务负担不断加重，债务以长期债务为主，债务结构合理，公司整体债务负担偏重。考虑到公司在建项目未来投资支出仍然较大，预计公司未来债务规模会继续扩大。

2015~2017 年，公司所有者权益略有增长，年均复合增长 1.09%。2017 年底，公司所有者权益为 84.17 亿元，同比增长 3.18%，主要系未分配利润增长所致。2017 年底，公司资本公积 72.62 亿元，同比增长 0.76%，系株洲市国资委将玉兰山庄的土地及地面资产按评估价值注入公司所致。

2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 83.80 亿元，较 2017 年底略有下降，主要系少数股东权益下降所致。

表 6 2015~2018 年 3 月底公司负债及所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	5.17	7.78	3.40	5.10	7.61	6.44	7.36	5.94
一年内到期的非流动负债	0.01	0.01	11.48	17.25	4.30	3.64	4.30	3.47
流动负债合计	9.34	14.03	17.98	27.02	17.26	14.61	17.31	13.95
长期借款	28.30	42.52	18.40	27.66	40.45	34.25	46.56	37.53
应付债券	20.14	30.26	29.83	44.82	60.06	50.85	60.09	48.43
非流动负债合计	49.14	73.85	48.57	72.98	100.86	85.39	106.76	86.05
负债总额	58.48	100.00	66.55	100.00	118.12	100.00	124.07	100.00
实收资本	3.00	3.64	3.00	3.68	3.00	3.56	3.00	3.58
资本公积	71.95	87.36	72.07	88.34	72.62	86.27	72.62	86.65
未分配利润	6.96	8.45	6.04	7.40	8.10	9.62	8.04	9.59
所有者权益合计	82.37	100.00	81.58	100.00	84.17	100.00	83.80	100.00

资料来源：根据公司财务报告整理

2015~2017 年，公司负债大幅增长，年均复合增长 42.12%。2017 年底，公司负债合计 118.12 亿元，同比增长 77.50%。从构成来看，公司流动负债占比 27.02%，公司负债以非流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 35.98%。2017 年底，公司流动

负债为 17.26 亿元，同比下降 4.00%，主要系一年内到期的非流动负债大幅下降所致。

2017 年底，公司短期借款为 0.62 亿元，同比增长 8.75%，其中信用借款 0.57 亿元，抵押借款 0.05 亿元。

2015~2017 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 21.24%。2017 年底，公司其他

应付款为 7.61 亿元，同比增长 123.92%，主要为公司收到的政府债务置换款项和往来款。

2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 4.30 亿元，同比大幅下降 62.53%，全部为一年内到期的长期借款。

2015~2017 年，公司非流动负债大幅增长，年均复合增长 43.26%。2017 年底，公司非流动负债为 100.86 亿元，同比增长 107.68%，主要系长期借款和应付债券大幅增长。

2017 年底，公司长期借款 40.45 亿元，同比增长 119.79%。其中抵押借款 14.95 亿元、保证借款 12.90 亿元、信用借款 12.60 亿元。

2017 年底，公司应付债券 60.06 亿元，同比增长 101.38%，主要系公司 2017 年发行了 30.50 亿元的公司债券和中期票据所致。

2018 年 3 月底，公司负债合计 124.07 亿元，较 2017 年底增长 5.04%，主要系长期借款增长所致。2018 年 3 月底，公司长期借款 46.56 亿元，同比增长 15.10%。

有息债务方面，2017 年底，公司全部债务 105.44 亿元，同比快速增长 74.92%。其中，长期债务占比 95.33%，短期债务占比 4.67%。随着公司有息债务规模大幅增长，2017 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快速上升至 58.39%、55.61% 和 54.42%。2018 年 3 月底，公司全部债务 114.59 亿元，较上年底有所增长，债务指标进一步上升。公司整体债务负担偏重。

4. 盈利能力

近三年，公司营业收入保持增长，营业利润率大幅上升，公司利润对政府补贴的依赖性较大，整体盈利能力较弱。

2015~2017 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 11.01%。2017 年，公司实现营业收入 8.42 亿元，同比增长 23.27%；同期，公司营业成本增长速度相对缓慢；营业利润率 22.22%，较上年大幅度增长，主要系公司土地整理板块毛利率随着地价上涨而大幅度上升。

2015~2017 年，公司期间费用有所增长，三年分别为 0.72 亿元、0.98 亿元以及 0.87 亿元，以管理费用和销售费用为主。由于公司利息支出大部分都进行了资本化，公司财务费用规模较小。2017 年公司期间费用率下降较快，为 10.32%。

2015~2017 年，公司分别收到政府补贴 2.46 亿元、2.80 亿元以及 1.29 亿元。2017 年，公司利润总额 2.13 亿元，公司利润对政府补贴依赖性较大。

从盈利指标看，2017 年公司总资本收益率有所下降，由 2016 年的 1.35% 下降至 1.16%，净资产收益率有所上升，由 2016 年的 2.34% 上升至 2.49%，公司整体盈利能力较弱。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.19 亿元，相当于 2017 年全年的 2.30%，主要系公司代建业务和土地整理业务在一季度未结转收入导致。公司营业利润率 17.86%；公司当期未收到的政府补贴，利润总额 -0.05 亿元。

5. 现金流分析

近三年，公司整体业务收入实现质量较差，随着项目建设支出的大幅增长及往来款的净流出，公司经营活动现金流大幅流出，为满足经营活动需求，公司对外融资规模较大，筹资活动现金流呈大额净流入，公司业务发展对外部融资依赖性强，考虑公司未来项目建设支出仍然较大，公司仍有一定的外部融资压力。

经营活动现金流方面，2015~2017 年，公司经营活动现金流入大幅增长，年均复合增长 84.51%。2017 年，公司经营活动现金流入 20.00 亿元。其中销售商品、提供劳务收到的现金为 4.86 亿元，同比下降 15.57%，主要为代建业务和土地整理业务回款；收到其他与经营活动有关的现金为 15.15 亿元，同比增长 41.79%，主要系公司与政府、其他企业之间的往来款增长。2015~2017 年，公司经营活动现金流出快速增长，年均复合增长 35.92%。2017 年，公司经营活动现金流出为 33.44 亿元，其中购买商品、接

受劳务支付的现金为22.56亿元，同比增长116.34%，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8.89亿元，主要为公司与其他企业、政府之间的往来款。2015~2017年，由于公司项目建设支出的增长，公司经营活动净现金流均呈大额流出态势，三年分别为-12.23亿元、-12.01亿元和-13.44亿元。

从现金收入比看，2015~2017年，公司现金收入比分别为33.64%、84.19%和57.66%，受土地整理业务回款及代建业务回款较慢影响，公司收入实现质量较差。

投资活动现金流方面，2015~2017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和投资支付的现金。2015~2017年公司投资活动净现金流分别为-0.10亿元、-0.12亿元和-0.84亿元。

筹资活动现金流方面，2015~2017年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长39.66%。2017年，公司筹资活动现金流入60.31亿元。其中取得借款收到的现金为30.05亿元，同比增长68.42%，收到其他与筹资活动有关现金30.26亿元，主要系公司会计处理方式变动，将2017年发行债券获得的现金计入收到其他与筹资活动有关的现金。2015~2017年，公司筹资活动现金流出快速增长，年均复合增长70.58%。2017年，公司筹资活动现金流出18.88亿元，其中偿还债务支付的现金14.88亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金为3.17亿元。2015~2017年，公司筹资活动现金流量净额分别为24.43亿元、7.08亿元和41.43亿元，公司筹资活动净现金流大幅流入。

2018年1~3月，公司经营活动主要以往来款收回和代建项目投入为主，经营活动现金流量净额-4.86亿元，公司现金收入比大幅上升至545.08%，主要系收到部分代建业务回款，但2018年尚未确认收入所致。公司购建固定资产等产生投资活动现金流出0.06亿元。公司筹资

活动为取得银行借款和偿还债务本息，筹资活动现金流量净额4.28亿元。

6. 偿债能力

相对于较小的短期债务规模，公司现金类资产较充裕，公司短期债务支付能力好；由于公司有息债务规模快速增长，长期偿债能力弱，但考虑到股东对公司的支持力度较大，且间接融资渠道畅通，公司整体偿债风险较小。

从短期偿债指标看，2015~2017年，公司现金类资产波动增长，分别为18.15亿元、11.60亿元和38.74亿元。2015~2017年，公司流动比率和速动比率均呈波动下降趋势。2017年，公司流动比率和速动比率分别为1131.99%和331.06%。2015~2017年，公司经营活动净现金流持续净流出对负债无覆盖能力。2018年3月底，公司现金类资产38.00亿元，为短期债务的4.79倍，现金类资产对短期债务的保障能力较强。整体看，公司短期债务支付能力较强。

从长期偿债能力指标看，受公司利润规模波动影响，2015~2017年，公司EBITDA略有下降，分别为2.48亿元、2.44亿元和2.42亿元，其中利润总额占比分别为86.45%、82.24%以及87.79%；同期，受有息债务大幅增长影响，公司全部债务/EBITDA快速上升，2015~2017年分别为20.18倍、24.74倍和43.52倍，公司长期偿债能力弱。考虑到政府对公司的持续支持，公司整体偿债能力较强。

截至2018年底，公司获得银行授信总额48.92亿元，未使用额度9.40亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至2018年底，公司无对外担保情况。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响
本期中期票据计划发行5.00亿元，相当于2017年底公司长期债务的4.97%，全部债务的4.74%，对公司债务规模影响较小。

2017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 58.39%、55.61%和 54.42%，若本期中期票据发行成功，以 2017 年底数据为基础，上述三个指标将上升至 59.39%、56.75%和 55.63%，债务负担有所加重。考虑到本期中期票据全部用于偿还公司有息债务，实际债务指标将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为本期中期票据的 0.50 倍、0.49 倍和 0.48 倍；公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据的 1.18 倍、3.29 倍和 4.00 倍；公司经营活动现金流量净额三年来均为负数，对本期中期票据无覆盖能力。近年来，公司经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖能力较好。

假设本期中期票据于 2019 年成功发行，于 2022 年到期兑付。考虑到公司存续债券存在提前还本的可能性，公司最大偿还的本金额度或将出现在 2022 年，集中偿还的本金峰值金额为 24.30 亿元，公司 2017 年 EBITDA 和经营性现金流入量对偿还峰值的覆盖倍数分别为 0.10 倍和 0.82 倍，公司或将面临一定的集中偿付压力。

表 10 公司存续债券期限及偿付情况

(单位: 亿元)

科目名称	2019	2020	2021	2022	2023
16 株湘 01*	15.00	--	15.00	--	--
17 株洲湘江债/17 株湘江	--	2.80	2.80	2.80	2.80
17 株湘 01*	--	6.50	--	6.50	--
17 湘江建设 MTN001*	--	5.00	--	5.00	--
17 湘江建设 MTN002*	--	5.00	--	5.00	--
本期中期票据	--	--	--	5.00	--
合计	15.00	19.30	17.80	24.30	2.80

注：公司存续债券中带有“*”标注的为期限“3+2”年的债券，表中偿还金额为每只债券每年度最大可能偿还的本金金额，非实际偿还金额。

资料来源：联合资信整理

综上所述，公司经营活动产生的现金流入对本期中期票据保障能力较好，但面临一定的集中偿付压力。考虑到地方政府对公司在财政

补贴、资产注入等方面的大力支持，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

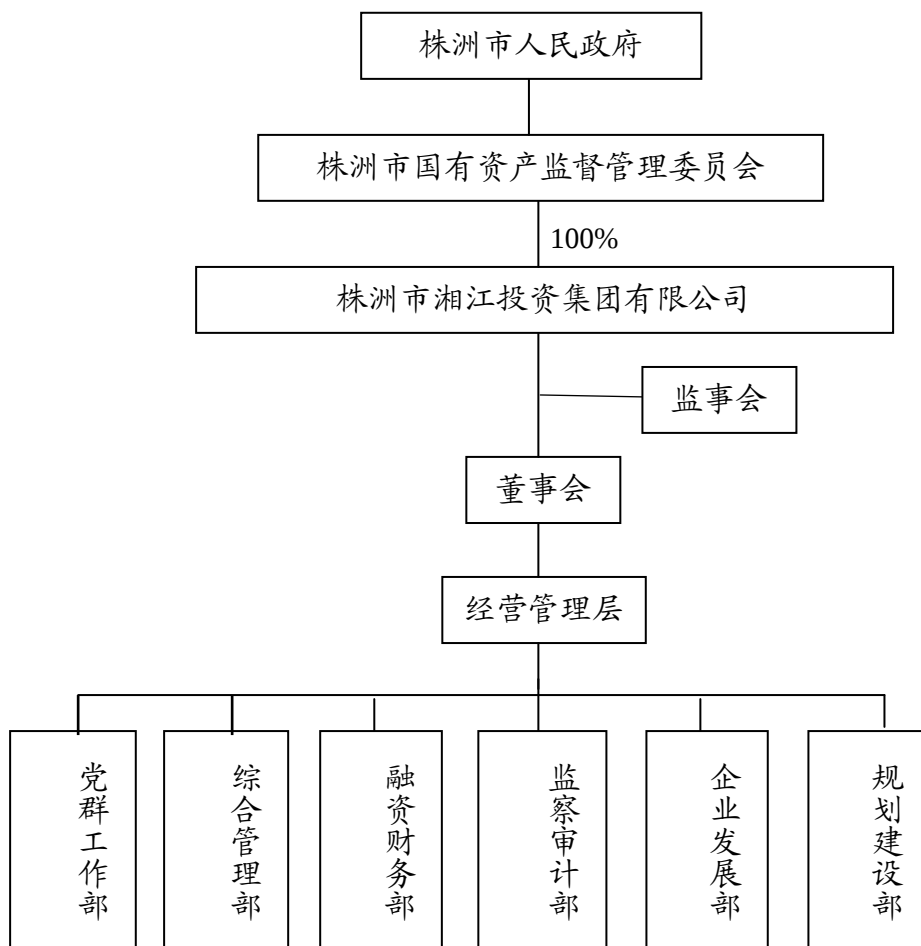
十、结论

近年来，株洲市财政实力较强，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外部大力支持。

近几年，受益于政府对公司资产的持续注入及业务的持续发展，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。但公司代建业务未来投资规模较小，且暂无新开展的代建项目，公司该板块的收入规模具有一定的不确定性。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力较好。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，公司未来收入有望保持稳定。综合分析，联合资信认为本期中期票据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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	18.15	11.60	38.74	38.00
资产总额(亿元)	140.85	148.12	202.30	207.88
所有者权益(亿元)	82.37	81.58	84.17	83.80
短期债务(亿元)	1.63	12.05	4.92	7.93
长期债务(亿元)	48.43	48.23	100.52	106.65
全部债务(亿元)	50.06	60.28	105.44	114.59
营业收入(亿元)	6.83	6.83	8.42	0.19
利润总额(亿元)	2.15	2.00	2.13	-0.05
EBITDA(亿元)	2.48	2.44	2.42	--
经营性净现金流(亿元)	-12.23	-12.01	-13.44	-4.86
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.06	0.72	0.82	--
存货周转次数(次)	0.06	0.06	0.05	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.05	--
现金收入比(%)	33.64	84.19	57.66	545.08
应收类款项/资产总额(%)	8.66	9.43	7.90	8.09
营业利润率(%)	7.04	10.24	22.22	17.86
总资本收益率(%)	1.66	1.35	1.16	--
净资产收益率(%)	2.47	2.34	2.49	--
长期债务资本化比率(%)	37.03	37.16	54.42	56.00
全部债务资本化比率(%)	37.80	42.49	55.61	57.76
资产负债率(%)	41.52	44.93	58.39	59.69
流动比率(%)	1439.10	789.00	1131.99	1160.81
速动比率(%)	332.12	151.15	331.06	330.65
经营现金流动负债比(%)	-130.97	-66.77	-77.87	--
全部债务/EBITDA(倍)	20.18	24.74	43.52	--

注：公司 2018 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2 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 株洲市湘江投资集团有限公司 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

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。

株洲市湘江投资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。

株洲市湘江投资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投资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，株洲市湘江投资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投资集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现株洲市湘江投资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投资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。

如株洲市湘江投资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投资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投资集团有限公司联系，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。