

信用等级公告

联合〔2020〕1534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及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持株洲市湘江投资集团有限公司的主体长期信用等级为 AA⁺，维持“17 湘江建设 MTN001”“17 湘江建设 MTN002”“17 株湘江/17 株洲湘江债”“19 湘江投资 MTN001”和“19 湘江投资 MTN002”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

二〇二〇年六月八日

株洲市湘江投资集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
株洲市湘江投资集团有限公司	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
17 湘江建设 MTN001	AA ⁺	稳定	AA	稳定
17 湘江建设 MTN002	AA ⁺	稳定	AA	稳定
17 株湘江/17 株洲湘江债	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
19 湘江投资 MTN001	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
19 湘江投资 MTN002	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
17 湘江建设 MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2020/10/16
17 湘江建设 MTN002	5.00 亿元	5.00 亿元	2020/11/17
17 株湘江/17 株洲湘江债	14.00 亿元	14.00 亿元	2024/08/09
19 湘江投资 MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2022/03/27
19 湘江投资 MTN002	5.00 亿元	5.00 亿元	2022/05/08

注: 上述债券仅包括由联合资信评级, 且截至评级时点尚处于存续期的债券; “17 湘江建设 MTN001” “17 湘江建设 MTN002” 期限为 3+2 年, 到期兑付日为首次行权日

评级时间: 2020 年 6 月 8 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

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、湘江沿岸旧城改造的唯一主体。跟踪期内, 株洲市区域经济持续增长, 公司外部发展环境良好; 公司保持其区域专营优势, 并持续获得有力的外部支持。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到公司房地产业务未来收入具有一定不确定性, 资产流动性偏弱, 在建项目未来投资规模较大, 公司未来面临较大的筹资压力等不利因素对公司经营发展和偿债能力带来的不利影响。随着公司承接的土地整理业务和株洲湘江流域综合治理项目的不断开展, 公司未来业务收入有望实现一定增长。

综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺, 维持“17 湘江建设 MTN001” “17 湘江建设 MTN002” “17 株湘江/17 株洲湘江债” “19 湘江投资 MTN001” 和“19 湘江投资 MTN002” 信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定。

优势

- 1. 区域经济持续增长。**跟踪期内, 株洲市经济持续增长, 2019 年, 株洲市地区生产总值 3003.13 亿元, 按可比价计算, 比上年增长 7.9%; 全市固定资产投资额比上年增长 12.2%, 公司外部发展环境良好。
- 2. 业务具有专营优势。**跟踪期内, 公司仍然为株洲市湘江流域综合治理、湘江沿岸旧城改造及湘江新城区域开发的唯一主体, 区域专营性强。
- 3. 获得有力的外部支持。**跟踪期内, 株洲市政府在财政补贴、资产注入等方面给予公司有力的支持。

关注

- 1. 资产流动性偏弱。**跟踪期内, 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. 面临较大的筹资压力。**跟踪期内, 受合并株洲市交通发展集团有限公司影响, 公司债务规模大幅增长, 考虑到公司在建项目未来投资规模较大,

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	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构	2	
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

分析师: 竺文彬 李颖

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

公司未来债务规模或将进一步扩大, 公司未来面临较大的筹资压力。

3. 房地产业务板块未来发展具有不确定性。公司目前房地产业务板块暂无明确的房地产项目开发计划, 未来收入具有一定不确定性。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	38.74	23.77	32.86	38.63
资产总额(亿元)	202.30	207.42	316.51	323.26
所有者权益(亿元)	84.17	85.56	134.35	133.43
短期债务(亿元)	4.92	4.51	6.55	31.63
长期债务(亿元)	100.52	102.43	145.08	129.76
全部债务(亿元)	105.44	106.94	151.62	161.38
营业收入(亿元)	8.42	8.86	8.09	0.29
利润总额(亿元)	2.13	1.74	1.69	-0.28
EBITDA(亿元)	2.42	2.06	2.07	--
经营性净现金流(亿元)	-13.44	-9.13	-1.56	-0.82
营业利润率(%)	22.22	18.25	10.88	-7.68
净资产收益率(%)	2.49	2.03	1.26	--
资产负债率(%)	58.39	58.75	57.55	58.72
全部债务资本化比率(%)	55.61	55.55	53.02	54.74
流动比率(%)	1131.99	1041.22	906.86	544.42
经营现金流动负债比(%)	-77.87	-47.42	-4.77	--
现金短期债务比(倍)	7.87	5.27	5.02	1.22
EBITDA 利息倍数(倍)	2.49	1.00	0.23	--
全部债务/EBITDA(倍)	43.52	51.82	73.38	--

公司本部(母公司)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	173.42	175.07	262.36	274.88
所有者权益(亿元)	75.24	74.97	116.99	116.24
全部债务(亿元)	60.20	67.14	84.39	94.26
营业收入(亿元)	0.35	0.02	0.02	0.00
利润总额(亿元)	0.14	-0.21	-0.64	-0.09
资产负债率(%)	56.61	57.18	55.41	57.71
全部债务资本化比率(%)	44.45	47.24	41.91	44.78
流动比率(%)	248.69	289.45	223.43	223.97
经营现金流动负债比(%)	-46.61	-41.37	-13.06	--

注: 公司 2020 年 1—3 月报表未经审计

评级历史：

债券简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 湘江投资 MTN002 19 湘江投资 MTN001 17 湘江建设 MTN002 17 湘江建设 MTN001 17 株湘江/17 株洲湘江债	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2019/07/31	喻宙宏 李颖	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
19 湘江投资 MTN002	AA	AA	稳定	2019/04/18	喻宙宏 王萌	建筑与工程企业主体信用评级方法(2018年) 建筑与工程企业主体信用评级模型(2016年)	阅读全文
19 湘江投资 MTN001	AA	AA	稳定	2019/01/16	喻宙宏 王萌	建筑与工程企业主体信用评级方法(2018年) 建筑与工程企业主体信用评级模型(2016年)	阅读全文
17 湘江建设 MTN002	AA	AA	稳定	2017/11/13	张峻铖 翟歆妍	基础设施建设投资企业信用分析要点(2015年)	阅读全文
17 湘江建设 MTN001	AA	AA	稳定	2017/07/24	张峻铖 翟歆妍	基础设施建设投资企业信用分析要点(2015年)	阅读全文
17 株湘江/17 株洲湘江债	AA	AA	稳定	2017/07/24	张峻铖 翟歆妍	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，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；根据后续跟踪评级的结论，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 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求,按照联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关于株洲市湘江投资集团有限公司(以下简称“公司”)的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内,根据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”)出具的《出资人决定》(株国资函〔2019〕179号),公司出资人由株洲国资委变更为株洲市城市建设发展集团有限公司(以下简称“株洲城建”)。截至2020年3月底,公司注册资本及实收资本均为3.00亿元,株洲城建持有公司100%的股权,株洲国资委为公司实际控制人。

跟踪期内,公司职能定位和经营范围未发生变化。截至2020年3月底,公司本部内设综合管理部、党群工作部、财务融资部、工程建设部等10个部门。截至2020年3月底,公司合并范围内拥有子公司17家。

截至2019年底,公司资产总额316.51亿元,所有者权益134.35亿元(其中少数股东权益11.67亿元);2019年,公司实现营业收入8.09亿元,利润总额1.69亿元。

截至2020年3月底,公司资产总额323.26亿元,所有者权益133.43亿元(其中少数股东权益11.67亿元);2020年1-3月,公司实现营业收入0.29亿元,利润总额-0.28亿元。

公司住所地址: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。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2020年3月底,联合资信所评“17株湘江/17株洲湘江债”“17湘江建设

MTN001”“17湘江建设 MTN002”“19湘江投资 MTN001”和“19湘江投资 MTN002”尚需偿还债券余额合计34.00亿元。跟踪期内,“17株湘江/17株洲湘江债”“17湘江建设 MTN001”“17湘江建设 MTN002”“19湘江投资 MTN001”和“19湘江投资 MTN002”已按期付息。

截至2020年3月底,“17株湘江/17株洲湘江债”募集资金已按计划将5.60亿元用于补充营运资金,7.39亿元用于募投项目株洲湘江物流中心项目;“17湘江建设 MTN001”“17湘江建设 MTN002”“19湘江投资 MTN001”和“19湘江投资 MTN002”,已按募集资金规定用途偿还公司借款共计9.54亿元,尚未使用资金10.46亿元。

表1 跟踪评级债券概况(单位:亿元)

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
17株湘江/17株洲湘江债	14.00	14.00	2017/08/09	7年
17湘江建设 MTN001	5.00	5.00	2017/10/16	5(3+2)年
17湘江建设 MTN002	5.00	5.00	2017/11/17	5(3+2)年
19湘江投资 MTN001	5.00	5.00	2019/03/27	3年
19湘江投资 MTN002	5.00	5.00	2019/05/08	3年
合计	34.00	34.00	--	--

资料来源:联合资信整理

截至2020年3月底,“17株湘江/17株洲湘江债”募投项目株洲湘江物流中心项目已投资8.45亿元,使用募集资金7.39亿元。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设主要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,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。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

2. 行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆

经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大程度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能

导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019年9月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益

型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019年11月、2020年2月及2020年5月，财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表2 2019年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范PPP项目合规性，对于规范合规的PPP项目，纳入财政支出预算；对于不合规的PPP项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019年5月	财政部	关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019年6月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019年6月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点
2020年1月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造

2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年2月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

3. 行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企

业流动性风险值得关注。

4. 区域经济

跟踪期内，株洲市经济持续增长，产业结构持续优化，固定资产投资保持增长，公司外部发展环境良好。

根据《株洲市2019年国民经济和社会发展统计公报》，2019年，全市地区生产总值3003.13亿元，按可比价计算（下同），比上年增长7.9%，分别高于全国、全省1.8和0.3个百分点。其中，第一产业增加值220.7亿元，增长3.3%；第二产业增加值1358.7亿元，增长8.8%；第三产业增加值1423.7亿元，增长7.3%。全市三次产业结构由2018年的7.1:43.7:49.2调整为7.3:45.2:47.5，第三产业占比较2017年提升3.5个百分点。第一、二、三产业对GDP的贡献率分别为2.6%、58.3%和39.1%。

2019年，全市工业增加值1057.3亿元，比上年增长8.6%，其中，规模工业增加值增长8.6%，分别高于全国、全省0.3和2.9个百分点。全市建筑业增加值301.9亿元，比上年增长10.3%。

2019年，全市固定资产投资额比上年增长12.2%，分别高于全国、全省6.8和2.1个百分点。从产业看，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%。从投资方向看，全市工业投资、高新技术产业投资、民生工程投资、生态环境投资分别增长29.8%、60.3%、35.6%和64.9%，基础设施投资下降8.4%。全市亿元以上项目（不

含房地产开发项目) 544个, 新开工亿元以上项目203个。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内, 公司出资人由株洲国资委变更为株洲城建。截至2020年3月底, 公司注册资本及实收资本均为3.00亿元, 株洲城建持有公司100%的股权, 株洲国资委为公司实际控制人。联合资信将关注公司股东变更对公司经营管理方面带来的影响。

2. 企业规模

公司出资人由株洲国资委变更为株洲城建后, 株洲市主要有3家市属平台, 分别为株洲城建、株洲市地产集团有限公司(以下简称“株洲地产”)和株洲市国有资产投资控股集团有限公司(以下简称“株洲国投”)。其中株洲城建主要承担了株洲市的道路桥梁、市政工程及民生工程的建设运营任务; 公司作为株洲城建的子公司, 主要承担着株洲市湘江风光带以及湘江新城的土地整理业务和基础设施建设业务; 株洲地产主要承担株洲市城区内部分区域的土地整理任务, 区域范围与公司不存在重叠; 株洲国投定位为产业服务商和服务业运营商, 主要进行产业投资, 同时管理运营株洲市金融和国有资产等

表3 截至2019年底株洲市主要平台财务数据

(单位: 亿元)

平台名称	总资产	所有者权益	2019年实现的营业收入	2019年实现的利润总额	全部债务
株洲城建	1176.17	482.14	48.67	4.62	452.09
株洲地产	222.44	115.05	12.01	3.02	56.06
株洲国投	626.43	247.32	86.37	7.62	289.26
公司	316.51	134.35	8.09	1.69	151.62

资料来源: 联合资信整理

3. 外部支持

株洲市财政实力强; 跟踪期内, 公司持续获得有力的外部支持。

根据《株洲市2019年国民经济和社会发展统计公报》。株洲市一般公共预算收入321.8亿元, 较上年增长2.8%。其中, 地方收入200.9亿元, 增长6.1%。全市各项税收总收入254.3亿元, 增长1.4%, 占一般公共预算收入的比重为79.0%。全市一般公共预算支出526.1亿元, 增长15.3%。财政自给率为38.19%, 财政自给能力较弱。

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株洲市政府的有力支持。

资产注入

跟踪期内, 株洲市政府以股权划入、资产注入方式对公司进行增资。根据株国资函(2019)75号文, 株洲国资委将株洲市交通发展集团有限公司(以下简称“交发集团”)100%股权无偿划入公司, 增加公司资本公积29.10亿元; 根据株国资函(2019)78号文, 株洲国资委将株洲天台山庄100%的股权无偿划入公司, 增加公司资本公积4.62亿元; 根据株国资函(2019)76号文, 株洲国资委将株洲光明玻璃集团有限公司(以下简称“光明玻璃”)改制资产1.80亿元注入公司, 增加公司资本公积1.80亿元; 将光明玻璃35.10%股份无偿划入公司, 增加公司资本公积0.24亿元。

债券置换

截至2020年3月底, 公司累计收到政府债券置换资金11.13亿元, 计入“其他应付款”科目

财政补贴

2019年, 公司收到财政补助2.51亿元, 较2018年的1.10亿元大幅增长。

4. 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。

根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告(银行版, 中征码: 4302000000430136), 截至2020年5月11日, 公

司无不良/违约类信贷记录。

截至2020年6月8日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度、高级管理人员等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入规模有所下降，收入结构有所变动，以房地产业务、土地整理业务和代建业务收入为主；公司2019年开始确认房地产业务收入，但未来该板块收入具有不确定性；受土地整理业务及代建业务毛利率

下降影响，公司综合毛利率持续下降。公司在建项目未来投资规模较大，公司未来面临较大的筹资压力。

2019年，公司实现营业收入8.09亿元，同比下降8.89%，主要由房地产业务、土地整理业务和代建业务收入构成，收入结构有所变动。其中，公司2019年确认房地产业务收入3.08亿元（该业务不具有持续性）；土地整理业务占比下降至16.77%，代建业务占比上升至26.72%。

毛利率方面，受收入占比较高的土地整理业务毛利率下降影响，2019年，公司综合毛利率下降至12.71%。公司未提供2020年1—3月收入及成本明细，故未在下表中列示相关信息。

表4 2018—2019年公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理	77541.98	87.56	18.25	13565.00	16.77	10.75
房地产业务	--	--	--	30804.39	38.07	10.28
代建业务	--	--	--	21616.00	26.72	0.99
租赁业务	1469.17	1.66	61.63	1894.07	2.34	73.59
物业服务	401.01	0.45	58.70	355.20	0.44	15.31
餐饮业、住宿费收入	1852.88	2.09	58.58	3909.22	4.83	66.92
粮食储存销售业务	6484.83	7.32	-1.25	6566.06	8.12	-4.10
其他业务	810.70	0.92	96.21	2202.05	2.72	75.00
合计	88560.57	100.00	19.28	80912.01	100.00	12.71

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 土地整理业务

跟踪期内，受内部整合影响，公司招商引资工作未全面开展，土地出让进度有所放缓。公司已整理待出让土地规模较大，未来该板块收入有望保持一定规模；同时，受拆迁成本提高影响，公司土地整理业务毛利率持续下滑。

土地整理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。在土地挂牌并与买方签署成交确认书后，公司按土地成交价扣除需上缴规费后的金额确认收入。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，在土地挂牌并与买方签署成交确认书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”，尚未收回的款项体现在“应收账款”科目。

截至2020年3月底，公司共拥有土地使

用权 79 宗，主要为商住用地。从入账价值看，上述土地使用权账面价值 116.06 亿元，其中 106.19 亿元体现在“存货”科目，9.87 亿元体现在“无形资产”科目。其中包括：①公司已整理待出让土地面积共计 1290 亩，已投资金额 58.78 亿元；②公司在建的土地整理项目有

株洲市建设中路片区棚户区改造项目、红旗广场西南片区棚户区、芙蓉路片区棚改项目、湘江新城（一期）、荷塘商贸城（一期）和加油加气站项目，预计总投资 104.38 亿元，截至 2020 年 3 月底已完成投资 53.12 亿元，剩余部分投资将在 4 年内完成。

表 5 截至 2020 年 3 月底公司主要在建土地整理项目情况（单位：亿元）

项目	预计总投资	截至 2020 年 3 月底已投	未来 3 年投资计划		
			2020 年 4-12 月	2021 年	2022 年
株洲市建设中路片区棚户区改造项目	24.22	23.04	2.00	2.00	0.00
红旗广场西南片区棚户区	5.77	5.20	0.57	0.00	0.00
芙蓉路片区棚改项目	4.32	2.70	1.00	0.62	0.00
湘江新城(一期)	47.32	4.85	3.00	4.00	4.00
荷塘商贸城(一期)	13.55	10.84	1.80	0.50	0.00
加油加气站	9.20	6.49	0.10	0.10	0.10
小计	104.38	53.12	8.47	7.22	4.10

注：对于棚户区改造项目，公司仅进行土地整理
资料来源：公司提供

2019 年，公司出让土地共计 12 亩，平均土地价格 1130 万元/亩，实现土地整理业务收入 1.36 亿元，较 2018 年下降 82.45%，系由于 2019 年公司股东发生变化，正在进行内部整合，招商引资工作未全面开展。2019 年，公司土地整理业务收到回款 6.67 亿元。2019 年，受土地整理成本提高影响，该板块毛利率持续下降，为 10.75%。

（2）代建业务

跟踪期内，公司代建业务确认代建业务收入同比大幅增长，毛利率处于较低水平。

公司代建业务运营主体主要为子公司株洲市水利建设投资有限公司和株洲市国顺公路开发建设有限公司（以下简称“国顺公路”），主要负责湘江流域株洲段及沿岸和湘江新城内的基础设施建设。对于代建项目，公司与株洲市人民政府签订代建协议，一般情况下，株

州市人民政府按照项目总投资（含贷款经营期利息）加成 1% 代建服务费，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，当期收到回款后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”。

跟踪期内，公司确认收入的代建项目主要为湖南湘江株洲城区河东段综合治理工程项目。2019 年，公司确认代建项目收入 2.16 亿元，未收到回款；同期毛利率为 0.99%。

公司目前主要在建代建项目有湖南湘江株洲城区河东段综合治理工程项目、株洲市湘江河东段沿线棚户区（城中村）改造项目和湘江大道项目，预计总投资 81.98 亿元，截至 2020 年 3 月底已投入 61.06 亿元，未来仍需投入 20.92 亿元。

表 6 截至 2020 年 3 月底公司主要在建代建项目情况（单位：亿元）

项目	预计总投资	截至 2020 年 3 月底已投	未来 3 年投资计划		
			2020 年 4-12 月	2021 年	2022 年
湖南湘江株洲城区河东段综合治理工程项目	29.84	29.32	0.52	0.00	0.00
株洲市湘江河东段沿线棚户区（城中村）改造项目	8.63	7.28	1.00	0.30	0.00

湘江大道	43.51	24.46	5.50	8.25	5.50
小计	81.98	61.06	7.02	8.55	5.50

资料来源：公司提供

(3) 房地产业务

跟踪期内，公司开始确认房地产业务收入。公司目前暂无明确的房地产项目开发计划，未来收入具有不确定性。

公司自 2017 年开展房地产业务，以住宅和商业用房为主，由全资子公司株洲市湘江风光带建设开发有限公司对土地进行深度开发，并进行项目建设和销售。账务处理方面，公司房地产业务投入款项在“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，公司收到的房屋销售款体现在“销售商品、提供劳务收到的现金”。

目前，公司已开发的项目主要有芙蓉花园项目一、二期，已投资 4.68 亿元（含二期的拆迁投入），其中一期占地 48.48 亩，总建筑面积 9.7 万平方米，可销售面积 7.59 万平方米，截至 2020 年 3 月底累计已销售 6.37 万平方米，实现销售收入 3.08 亿元。目前，公司有约 500 亩土地待开发。

2019 年，公司实现房地产业务收入 3.08 亿元，毛利率为 11.07%。由于公司目前暂无明确的项目开发计划，该业务板块未来的收入尚有不稳定性。

(4) 自营商业业务

跟踪期内，公司自营性商业项目收入较为稳定，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。公司未来计划进一步扩张自营商业项目，目前在建项目主要包括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、农批市场项目一、二期和多式联运物流中心等，未来主要用于出售或者出租，预计总投资 76.95 亿元，截至 2020 年 3 月底已投入 39.70 亿元，未来仍需投入 37.25 亿元，已投入款在“存货”科目体现，自营业务未来投资规模大。

表 7 截至 2020 年 3 月底公司主要在建自营商业项目情况（单位：亿元）

项目	预计总投资	截至 2020 年 3 月底已投	未来 3 年投资计划		
			2020 年 4-12 月	2021 年	2022 年
株洲湘江物流中心项目	12.18	8.45	0.50	1.00	1.00
湘江株洲段白石港至谭家墩防洪综合治理（提质改造工程）	8.48	4.62	1.00	1.00	1.00
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	24.23	22.33	0.50	0.50	0.50
多式联运物流中心	12.00	2.80	1.00	1.50	1.50
农批市场项目一、二期	20.06	1.50	2.00	8.00	5.00
小计	76.95	39.70	5.00	12.00	9.00

资料来源：公司提供

2019 年，公司分别实现租赁业务收入 1894.08 万元、物业服务收入 355.20 万元、餐饮住宿收入 3909.22 亿元，其中，餐饮住宿收入同比大幅增长，系无偿接收株洲市国资委划

转的天台山庄所致；公司自营业务毛利率水平较高。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。

(5) 粮食存储业务

公司粮食存储业务具有垄断优势，受中储

粮的轮换计划影响较大。

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和市场行情，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。子公司湖南神农粮食有限公司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。

2019年，公司实现粮食储存销售业务收入6566.06万元，同比增长1.25%；毛利率下降至-4.10%，系公司粮食收购价格受当年政策影响较大所致。

3. 未来发展

交发集团并入公司后，公司将按照“现代服务业发展商”的功能定位，立足现代服务业创新发展，统筹工程建设、地产开发、现代商贸物流、文化旅游、现代服务业投资等业务发展，发展多元化业务。

交发集团并入后，公司资产规模大幅增长，综合实力进一步提升，业务范围将拓展至六大板块，分别是工程管理及施工、地产运营、现代商贸物流、文化旅游、医疗康养、现代服务业投资，功能定位由以湘江风光带为主要载体的城市建设经营商变为现代服务业发展商。围绕“建设+经营+投资”的发展思路，公司将推进产业联动，实现产融结合；深度整合株洲市服务业经营资源。

根据株办发〔2018〕21号文，未来株洲市政府还会继续配置市属旅游资源、酒店类资产给公司，公司将转型为自主经营、自负盈亏的市场主体。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019年度审计报告，中审众环会计师事务所（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。公司提供的2020年度1—3月财务报表未经审计。

2019年，株洲市国资委将交发集团和株洲天台山庄100%股权划转至公司，同时，交发集团下属6家子公司变为公司子公司，公司合并范围内新增8家子公司。截至2020年3月底，公司纳入合并范围的子公司17家。新划入的子公司资产规模较大，财务数据可比性一般。

截至2019年底，交发集团资产总额81.34亿元，其中存货31.13亿元、其他应收款44.12亿元；负债合计64.39亿元，其中，其他应付款38.55亿元、长期借款23.12亿元。此外，截至2019年底，原交发集团子公司国顺公路（现为公司一级子公司）资产总额26.65亿元，其中，其他应收款12.16亿元、在建工程14.49亿元；负债总额10.75亿元，其中，其他应付款10.48亿元，上述科目对公司相应科目影响均较大。

2. 资产质量

跟踪期内，受新划入子公司资产影响，公司资产规模大幅增长；存货占比很高，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。

截至2019年底，公司资产总额大幅增长至316.51亿元，较上年底增长52.59%。公司资产结构变化不大，以流动资产为主。

截至2019年底，公司流动资产295.96亿元，较上年底增长47.63%，主要系合并交发集团使得存货大幅增长所致。

表 8 公司主要资产构成情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	23.77	11.46	32.86	10.38	38.63	11.95
应收账款	10.23	4.93	11.45	3.62	11.43	3.54
预付款项	2.96	1.42	8.35	2.64	8.21	2.54
其他应收款	12.52	6.04	6.42	2.03	5.47	1.69
存货	150.74	72.67	235.67	74.46	238.82	73.88
流动资产	200.47	96.65	295.96	93.51	303.38	93.85
固定资产	2.30	1.11	5.47	1.73	5.32	1.65
无形资产	3.17	1.53	12.51	3.95	11.94	3.69
非流动资产	6.96	3.35	20.55	6.49	19.87	6.15
资产总额	207.42	100.00	316.51	100.00	323.26	100.00

资料来源: 根据公司审计报告及 2020 年 1-3 月财务报表整理

截至 2019 年底, 公司货币资金 32.86 亿元, 较上年底增长 38.24%, 主要构成为银行存款, 无使用受限资金。

截至 2019 年底, 公司应收账款 11.45 亿元, 较上年底增长 11.96%。公司应收账款中 10.66 亿元为应收株洲市财政局政府土地出让款, 账龄主要在 5 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。公司预付款项 8.35 亿元, 较上年增长 182.47%。公司预付款项中 4.53 亿元为预付株洲市财政局的土地出让金, 3.48 亿元为预付国家金库天元区智库的契税税金。公司其他应收款 6.42 亿元, 较上年底下降 48.75%, 主要系与株洲市财政局的往来款大幅减少所致。公司其他应收款仍以应收株洲市财政局的往来款为主, 账龄主要集中在 3 年以内, 公司累计计提坏账准备 298.03 万元。

表 9 截至 2019 年底公司其他应收款欠款前五名
(单位: 亿元、%)

单位名称	账面价值	占比	款项性质
株洲市财政局	3.69	57.16	往来款、保证金
株洲市政建设有限公司	0.36	5.60	往来款
株洲市湘和房地产开发有限公司	0.20	3.10	保证金
株洲塔山房地产开发有限公司	0.07	1.07	往来款
株洲市城市四化工程建设指挥部	0.05	0.78	保证金
合计	4.37	67.71	--

资料来源: 根据公司审计报告整理

截至 2019 年底, 公司存货 235.67 亿元, 较上年底增长 56.34%, 主要系合并交发集团所致 (一部分来自于交发集团的存货科目, 一部分来自于交发集团原在建工程科目)。其中, 开发成本 145.07 亿元, 土地资产/拟开发土地 89.59 亿元, 土地资产中 22.00 亿元已用于借款抵押。

截至 2019 年底, 公司非流动资产合计 20.55 亿元, 较上年底增长 195.39%。公司非流动资产以固定资产和无形资产为主。

截至 2019 年底, 公司固定资产 5.47 亿元, 较上年底增长 137.90%, 系合并交发集团所致, 主要为房屋及建筑物。公司无形资产 12.51 亿元, 较上年底大幅增长 295.09%, 系合并交发集团所致, 其中土地使用权为 10.33 亿元、特许权 2.76 亿元。

截至 2020 年 3 月底, 公司资产总额 323.26 亿元, 较上年底增长 2.13%, 仍然以流动资产为主。公司货币资金 38.63 亿元, 较上年底增长 17.65%; 其他应收款 5.47 亿元, 较上年底下降 14.79%, 系往来款减少所致。

截至 2020 年 3 月底, 公司受限资产共计 22.80 亿元, 其中, 受限存货 22.00 亿元, 受限固定资产 0.80 亿元, 均用于借款抵押。公司受限资产占 2020 年 3 月底净资产的比例为 17.09%, 公司资产受限比例较大。

3. 资本结构

跟踪期内, 受划入交发集团影响, 公司

所有者权益大幅增长，以资本公积为主；公司负债规模大幅增长，公司整体债务负担尚可，债务以长期债务为主，但 2020 年 3 月底短期债务规模大幅增长，面临一定的集中偿付压力。考虑到公司在建项目未来投资支出仍然较大，公司未来债务规模或将进一步扩大。

截至 2019 年底，公司所有者权益 134.35 亿元，较上年底增长 57.03%，主要系合并交发集团所致。同期，公司资本公积 106.13 亿元，

较上年底增长 46.12%，系划入交发集团、株洲天台山庄和光明玻璃的股权及资产所致。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 133.43 亿元，较 2019 年底下降 6.68%，系未分配利润和资本公积下降所致。公司资本公积 105.48 亿元，较 2019 年底减少 0.65 亿元，系根据株国资函〔2020〕29 号文，株洲市国资委将公司所持有的玉兰山庄等资产无偿划拨至株洲国投所致。

表 10 公司负债及所有者权益主要构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.81	0.67	0.81	0.44	0.78	0.41
应付账款	0.54	0.45	4.67	2.57	4.50	2.37
预收款项	3.05	2.50	0.17	0.09	0.09	0.05
其他应付款	8.51	6.98	19.18	10.53	18.94	9.98
一年内到期的非流动负债	3.70	3.04	5.74	3.15	30.84	16.25
流动负债合计	19.25	15.80	32.64	17.92	55.73	29.36
长期借款	45.26	37.14	73.65	40.43	63.00	33.19
应付债券	57.17	46.91	71.43	39.21	66.75	35.16
长期应付款	0.14	0.11	4.34	2.38	4.25	2.24
非流动负债合计	102.61	84.20	149.52	82.08	134.10	70.64
负债总额	121.87	100.00	182.15	100.00	189.83	100.00
实收资本	3.00	3.51	3.00	2.23	3.00	2.25
资本公积	72.63	84.89	106.13	78.99	105.48	79.05
未分配利润	9.76	11.41	13.55	10.09	13.27	9.95
所有者权益合计	85.56	100.00	134.35	100.00	133.43	100.00

资料来源：根据公司审计报告及 2020 年 1—3 月财务报表整理

截至 2019 年底，公司负债合计 182.15 亿元，较上年底增长 49.47%。从构成来看，公司非流动负债占比 82.08%，公司负债以非流动负债为主。

截至 2019 年底，公司流动负债 32.64 亿元，较上年底增长 69.51%，主要系其他应付款增长所致。公司短期借款为 0.81 亿元，较上年底小幅下降 0.62%，全部为信用借款。公司应付账款 4.67 亿元，较上年底大幅增加 4.13 亿元，主要为新增的应付棚改拆迁款。公司预收款项 0.17 亿元，较上年底大幅减少 2.88 亿元，主要系预收房屋销售款大幅减少所致。公司其他应付款为 19.18 亿元，较上年底增长 125.34%，主要为公司收到的政府债务置换款

项和往来款。

表 11 截至 2019 年底公司其他应付款欠款前五名（单位：亿元、%）

单位名称	账面价值	占比	款项性质
市财政局	11.13	56.13	债务置换
株洲云龙示范区征地拆迁工作协调管理办公室	1.20	6.06	资金拆借
步步高投资集团股份有限公司	0.50	2.52	保证金
吉首市新天地房地产开发有限公司	0.49	2.47	保证金
合计	13.31	67.19	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 5.74 亿元，较上年底增长 55.09%，其中，一年内到期的长期借款 5.41 亿元、一年内

到期的长期应付款 0.33 亿元。

截至 2019 年底，公司非流动负债 149.52 亿元，较上年底增长 45.71%，主要由长期借款和应付债券构成。公司长期借款 73.65 亿元，较上年底增长 62.74%，系合并交发集团所致，以保证借款和信用借款为主。公司应付债券 71.43 亿元，较上年底增长 24.94%，系公司于 2019 年新发行“G19 株湘 1” 14.91 亿元所致。公司应付债券包含“15 湘开债” 8.96 亿元、“16 株湘 01” 7.26 亿元、“17 株洲湘江债” 13.94 亿元、“17 株湘 01” 6.46 亿元、“17 湘江建设 MTN001” 4.98 亿元和“17 湘江建设 MTN002” 4.98 亿元、“19 湘江投资 MTN001” 4.97 亿元、“19 湘江投资 MTN002” 4.97 亿元和“G19 株湘 1” 14.91 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 189.83 亿元，较 2019 年底增长 4.22%，公司债务结构较 2019 年底略有调整，短期负债占比有所提升，但仍以长期负债为主。公司一年内到期的非流动负债 30.84 亿元，较 2019 年底大幅增加 25.10 亿元；公司长期借款 63.00 亿元，较上年底下降 14.46%；公司应付债券 66.75 亿元，较上年底下降 6.55%。

有息债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务 151.62 亿元，较上年底增长 41.79%，其中，长期债务占比为 95.68%。2019 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 57.55%、53.02% 和 51.92%，均较上年底有所下降。若考虑到长期应付款中的有息负债部分，截至 2019 年底，公司调整后长期债务 145.91 亿元，调整后全部债务 152.45 亿元，较上年底增长 42.56%，调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 53.16% 和 52.06%。截至 2020 年 3 月底，公司调整后长期债务 133.10 亿元，调整后全部债务 164.73 亿元，资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 58.72%、55.25% 和 49.94%。公司整体债务负担尚可，但 2020 年 3

月底短期债务规模大幅增长，考虑到公司在建项目未来投资支出仍然较大，公司未来债务规模或将进一步扩大。公司有息债务分布如下，其中，2020 年及 2023 年，公司面临一定集中偿付压力。

表 12 截至 2020 年 3 月底公司有息债务剩余期限分布
(单位: 亿元、%)

项目	≤1 年	1~2 年	2~3 年	3~4 年	4~5 年	>5 年	合计
到期金额	32.28	25.42	15.15	33.80	16.00	42.08	164.73
占比	19.60	15.43	9.20	20.52	9.71	25.54	100.00

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入及营业利润率均有所下降，公司利润对政府补贴的依赖性仍较大，整体盈利能力较弱。

2019 年，公司实现营业收入 8.09 亿元，同比下降 8.64%；同期，公司营业成本 7.06 亿元，同比下降 1.21%；公司营业利润率下降至 10.88%。

2019 年，公司期间费用为 1.42 亿元，同比增长 57.78%，系合并交发集团所致；公司期间费用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。2019 年公司期间费用率为 17.51%，同比大幅增长，公司对期间费用控制力有待提高。

2019 年，公司收到政府补贴 2.51 亿元，其中 2.35 亿元计入其他收益、0.16 亿元计入营业外收入；同期，公司利润总额 1.69 亿元，公司利润对政府补贴依赖性仍较大。

从盈利指标看，2019 年公司总资本收益率和净资产收益率均有所下降，分别为 0.62% 和 1.26%，公司整体盈利能力较弱。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.29 亿元，主要系公司代建业务和土地整理业务未结算所致。公司营业利润率 -7.68%。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司整体业务收入实现质量较差，公司经营活动现金流持续净流出；投资活动现金流量较小；筹资活动现金小幅净流入，考虑公司未来项目建设支出仍然较大，公司仍有较大的外部融资压力。

经营活动现金流方面，2019年，公司经营活动现金流入26.67亿元。其中，销售商品、提供劳务收到的现金7.51亿元，为房地产业务和代建业务回款，现金收入比为92.77%，公司整体收入实现质量较差；收到其他与经营活动有关的现金主要为公司与政府、其他企业之间的往来款以及缴纳的保证金等，同期，公司收到其他与经营活动有关的现金19.16亿元。2019年，公司经营活动现金流出28.22亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金为6.89亿元，同比下降36.06%，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18.75亿元，主要为公司与其他企业、政府之间的往来款以及收到的保证金退回。2019年，公司经营活动现金净继续呈流出态势，为-1.56亿元。

投资活动现金流方面，2019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，系公司农批项目的支出。同期，公司投资活动现金净流出0.98亿元。

筹资活动现金流方面，2019年，公司筹资活动现金流入33.13亿元，主要为取得借款收到的现金。公司筹资活动现金流出31.53亿元，主要为偿还债务及利息支付的现金。公司筹资活动现金净流入1.60亿元。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。

2020年1—3月，公司经营活动现金流量净额-0.82亿元，公司现金收入比大幅下降，为59.32%；公司投资活动现金净流出0.85亿元；公司筹资活动为取得银行借款和偿还债务本息，筹资活动现金流量表现为净流入7.44亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司现金类资产较充裕，短期偿债能力尚可；公司长期偿债能力弱，但考虑到公司持续获得有力的外部支持，公司整体偿债风险很低。

截至2019年底，公司流动比率和速动比率分别为906.86%和184.74%；公司经营活动现金流持续净流出，对负债无覆盖能力；截至2019年底，公司现金类资产32.86亿元，为同期短期债务的5.02倍；截至2020年3月底，公司非受限现金类资产38.63亿元，为短期债务的1.22倍，现金类资产对短期债务的保障能力尚可。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为2.07亿元，主要由利润总额构成；同期，公司全部债务/EBITDA由上年底的51.28倍上升至73.78倍，公司长期偿债能力弱。考虑到公司持续获得有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

截至2020年3月底，公司获得银行授信总额177.74亿元，未使用额度39.33亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2020年3月底，公司对外担保2.00亿元，担保比率1.50%。被担保企业为株洲市教育投资集团有限公司，目前经营状况正常，公司面临的或有负债风险较小。

7. 母公司财务概况

母公司资产主要由长期股权投资构成，资产质量一般；所有者权益以实收资本和资本公积为主；有息债务全部为长期债务，母公司短期偿债压力小。

母公司财务方面，截至2019年底，母公司资产总额262.36亿元（占合并口径82.89%），较上年底增长49.86%，主要系长期股权投资所致。母公司资产主要由其他应收款（69.73亿元）和长期股权投资（129.24亿元）构成，其中，其他应收款主要为母公司与子公司的往来款，长期股权投资主要为对子公司的股权投资。

资，母公司资产质量一般。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 116.99 亿元（占合并口径 87.08%），较上年底增长 56.05%，系合并交发集团所致，以实收资本和资本公积为主。

截至 2019 年底，母公司负债总额 145.37 亿元（占合并口径 79.81%），较上年底增长 45.22%，主要系其他应付款和应付债券增长所致。母公司有息债务 84.39 亿元，全部为长期债务，无短期偿债压力。

2019 年，母公司实现营业收入 0.02 亿元（占合并口径 0.23%），同比下降 0.78%；母公司利润总额为-0.64 亿元。

九、存续债券偿债能力分析

截至 2020 年 3 月底，公司存续债券余额 72.75 亿元，存续债券的短期偿债压力较小，未来集中偿付压力较大。

截至 2020 年 3 月底，公司一年内到期的应付债券合计 5.05 亿元，考虑公司存续债券中存在的提前回售条款，公司一年内到期的应付债券合计 21.55 亿元；考虑到公司存续债券中存在的提前回售条款，公司 2022 年将达到存续债券待偿本金峰值 44.30 亿元。截至 2019 年底，公司现金类资产 32.86 亿元；2019 年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 26.67 亿元、-1.56 亿元和 2.07 亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表13 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2019 年
一年内到期债券余额（不考虑回售）	5.05
一年内到期债券余额（考虑回售）	21.55
未来待偿债券本金峰值（考虑回售）	44.30
现金类资产/一年内到期债券余额（不考虑回售）	6.51
现金类资产/一年内到期债券余额（考虑回售）	1.52
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.60
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.35
EBITDA/未来代偿债券本金峰值	0.05

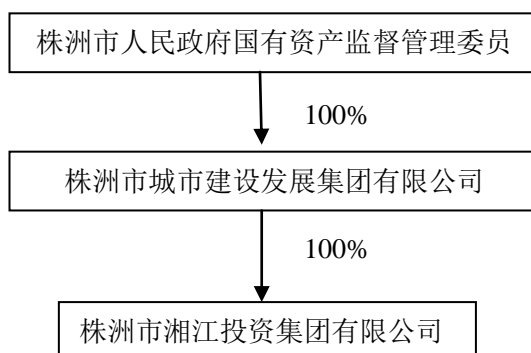
资料来源：联合资信整理

整体看，公司短期偿债压力较小，未来集中偿付压力较大。

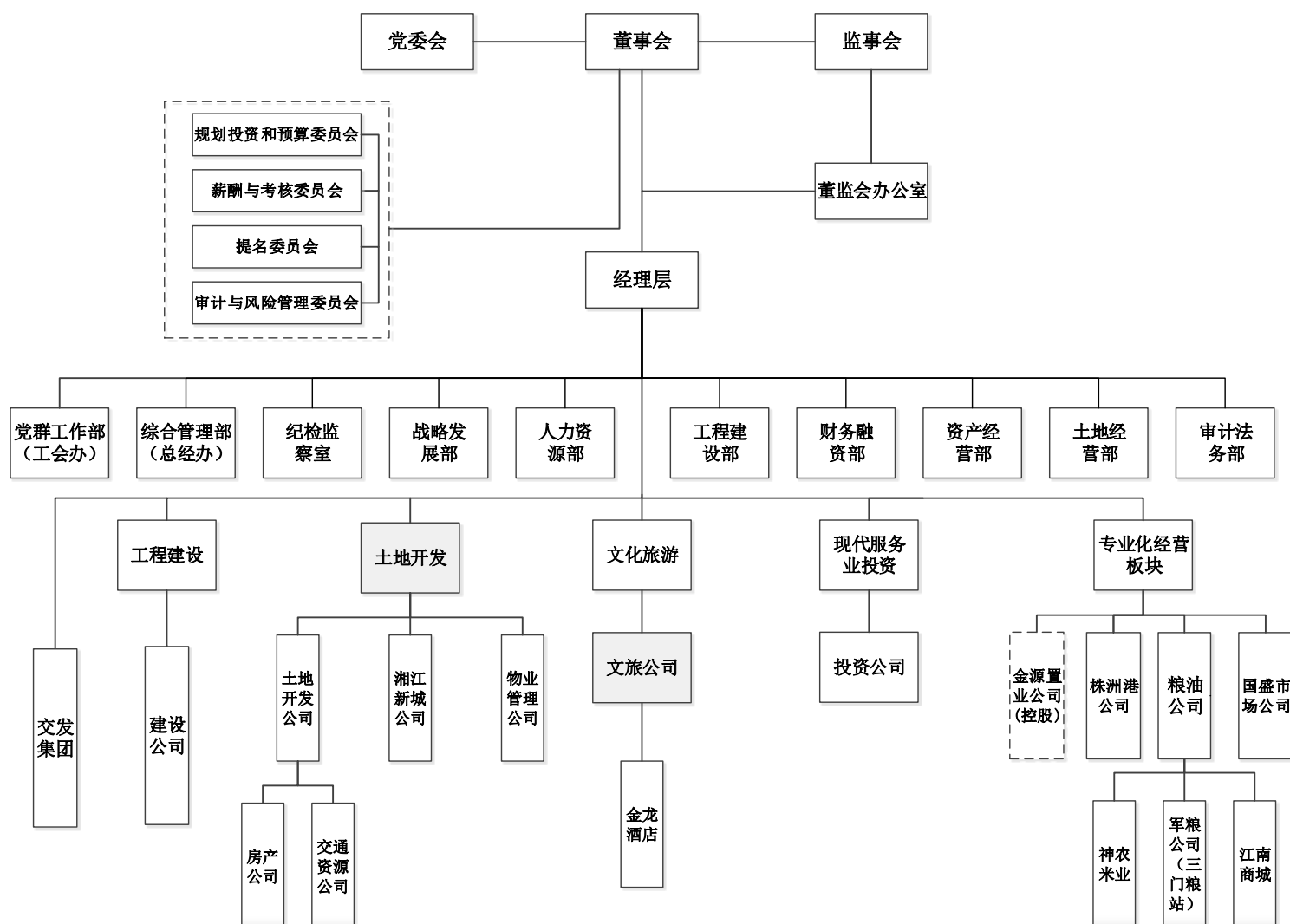
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“17 湘江建设 MTN001”“17 湘江建设 MTN002”“17 株湘江/17 株洲湘江债”“19 湘江投资 MTN001”和“19 湘江投资 MTN002”信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 2 截至 2020 年 3 月底公司下属子公司情况

子公司名称	业务性质	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	表决权比例 (%)
株洲市湘江风光带建设开发有限公司	开发建设	20000.00	100.00	100.00
株洲湘投置业有限公司	安居房建设	10000.00	100.00	100.00
株洲市水利建设投资有限公司	水利建设	15000.00	100.00	100.00
株洲运通投资有限公司	投资	20000.00	100.00	100.00
株洲市湘江风光带物业经营管理有限公司	物业管理	500.00	100.00	100.00
株洲市湘江文化旅游发展有限公司	文化旅游	900.00	100.00	100.00
湖南神农粮食有限公司	粮食收购、销售	2000.00	100.00	100.00
株洲市金龙大酒店有限公司	酒店管理、服务	13.60	100.00	100.00
株洲县三门粮站	粮食收购、销售	159.00	100.00	100.00
株洲市湘江新城开发建设有限公司	公共基础设施的规划与建设	45000.00	100.00	100.00
株洲市湘投建设有限公司	高速公路、一级公路、物流、港口的投资与经营管理	1000.00	100.00	100.00
株洲市国顺公路开发建设有限公司	公路投资与管理	10000.00	100.00	100.00
株洲市交通资源开发经营有限公司	投资高速公路、一级公路、物流、港口	2300.00	100.00	100.00
株洲市国盛市场经营管理有限公司	开发经营农副产品批发市场	11000.00	100.00	100.00
株洲港有限公司	港口建设的投资	4000.0	100.00	100.00
株洲市交通发展集团有限公司	公路、以及公路投资与经营管理、基础设施投资、土地整理	60000.00	100.00	100.00
株洲天台山庄	餐饮服务	4275.21	100.00	100.00

资料来源：公司提供

附件 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	38.74	23.77	32.86	38.63
资产总额(亿元)	202.30	207.42	316.51	323.26
所有者权益(亿元)	84.17	85.56	134.35	133.43
短期债务(亿元)	4.92	4.51	6.55	31.63
长期债务(亿元)	100.52	102.43	145.08	129.76
调整后长期债务(亿元)	100.52	102.43	145.91	133.10
全部债务(亿元)	105.44	106.94	151.62	161.38
调整后全部债务(亿元)	105.44	106.94	152.45	164.73
营业收入(亿元)	8.42	8.86	8.09	0.29
利润总额(亿元)	2.13	1.74	1.69	-0.28
EBITDA(亿元)	2.42	2.06	2.07	--
经营性净现金流(亿元)	-13.44	-9.13	-1.56	-0.82
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.82	0.86	0.75	--
存货周转次数(次)	0.05	0.05	0.04	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.04	0.03	--
现金收入比(%)	57.66	56.12	92.77	59.32
营业利润率(%)	22.22	18.25	10.88	-7.68
总资本收益率(%)	1.16	0.96	0.62	--
净资产收益率(%)	2.49	2.03	1.26	--
长期债务资本化比率(%)	54.42	54.49	51.92	49.30
调整后长期债务资本化比率(%)	54.42	54.49	52.06	49.94
全部债务资本化比率(%)	55.61	55.55	53.02	54.74
调整后全部债务资本化比率(%)	55.61	55.55	53.16	55.25
资产负债率(%)	58.39	58.75	57.55	58.72
流动比率(%)	1131.99	1041.22	906.86	544.42
速动比率(%)	331.06	258.27	184.74	115.86
经营现金流动负债比(%)	-77.87	-47.42	-4.77	--
现金短期债务比(倍)	7.87	5.27	5.02	1.22
全部债务/EBITDA(倍)	43.52	51.82	73.38	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	43.52	51.82	73.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.49	1.00	0.23	--

注：公司 2020 年一季度财务数据未经审计；调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息债务+其他非流动负债中有息债务；调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务

附件 3—2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	32.78	21.43	28.64	33.58
资产总额(亿元)	173.42	175.07	262.36	274.88
所有者权益(亿元)	75.24	74.97	116.99	116.24
短期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
长期债务(亿元)	60.20	67.14	84.39	94.26
全部债务(亿元)	60.20	67.14	84.39	94.26
营业收入(亿元)	0.35	0.02	0.02	0.00
利润总额(亿元)	0.14	-0.21	-0.64	-0.09
EBITDA(亿元)	0.14	-0.21	-0.64	0.00
经营性净现金流(亿元)	-17.69	-13.63	-7.53	-3.66
财务指标				
销售债权周转次数(次)	22.53	1.53	0.07	0.01
存货周转次数(次)	0.03	0.00	0.00	0.00
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	0.00
现金收入比(%)	102.23	93.35	105.51	0.00
营业利润率(%)	26.27	71.85	85.42	45.72
总资本收益率(%)	0.02	-0.20	-0.32	-0.17
净资产收益率(%)	0.19	-0.28	-0.54	-0.31
长期债务资本化比率(%)	44.45	47.24	41.91	44.78
全部债务资本化比率(%)	44.45	47.24	41.91	44.78
资产负债率(%)	56.61	57.18	55.41	57.71
流动比率(%)	248.69	289.45	223.43	223.97
速动比率(%)	217.80	235.07	181.01	183.25
经营现金流动负债比(%)	-46.61	-41.37	-13.06	--
现金短期债务比(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	2333.83	-233.93	-132.59	--
EBITDA 利息倍数(倍)	-0.23	3.68	-618.24	--

注：公司 2020 年一季度财务数据未经审计；EBITDA=利润总额+财务费用

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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-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%
长期偿债能力指标	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
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+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

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