

信用等级公告

联合[2018] 1291 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建设发展集团有限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”和“17 株湘江/17 株洲湘江债”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
二零一八年六月十五日



株洲市湘江建设发展集团有限公司

跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA

上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 湘江建设 MTN001	5.00 亿元	2022/10/16	AA	AA
17 湘江建设 MTN002	5.00 亿元	2022/11/17	AA	AA
17 株湘江/17 株洲湘江债	14.00 亿元	2024/08/09	AA	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 25 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	8.23	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	108.74	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	1.18	-0.05
EBITDA(亿元)	2.48	2.20	2.42	--
经营性净现金流(亿元)	-12.23	-12.01	-13.44	-4.86
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	56.37	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	43.50	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计。

分析师

张峻铖 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唯一主体，跟踪期内，株洲市区域经济持续增长，公司在区域业务上具有专营地位、受政府支持力度较大。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到当地政府债务负担过重、公司资产流动性偏弱、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。

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。

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

优势

1. 株洲市经济发展水平稳步提高，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唯一主体，区域专营性强；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. 公司土地整理收入受政策和土地市场变化影响；代建业务受政府结算进程影响，收入的实现存在较大不确定性。
2. 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。
3. 公司债务规模大幅度增加，存续债券存在集中偿付可能，公司将面临较大的集中偿债压力。

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。

株洲市湘江建设发展集团有限公司

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”）关于株洲市湘江建设发展集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东以及实际控制人未发生变化，仍为株洲市国有资产监督管理委员会（以下简称“株洲市国资委”）。截至2018年3月底，公司注册和实收资本均为3.00亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至2018年3月底，公司内设综合管理部、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，拥有9家子公司。

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1.18亿元。

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：沈平。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年4月底，联合资信所评“17株湘江/17株洲湘江债”、“17湘江建设MTN001”和“17湘江建设MTN002”尚需偿还债券余额24.00亿元。跟踪期内，上述债券尚未到付息日

期。

“17株湘江/17株洲湘江债”募集资金按计划8.40亿元用于募投项目，剩余5.60亿元用于补充营运资金，截至2018年3月底，“募集资金已使用4.62亿元，全部用于补充运营资金；同期，“17湘江建设MTN001”和“17湘江建设MTN002”，已按募集资金规定用途偿还公司借款共计3.55亿元。

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年
17湘江建设MTN002	5.00	5.00	2017/11/17	5年
合计	24.00	24.00	--	--

资料来源：联合资信整理

截至2018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启动，但尚未开始投资。

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国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 2 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债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	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管理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等开展评级工作，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

公司是株洲市重要的基础设施建设主体，是湘江流域综合治理及湘江旧城改造的唯一主体。株洲市的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

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

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。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化，实际控制人仍为株洲市国资委。

2. 外部支持

2017 年株洲市财政收入持续增长，财政实力较强；跟踪期内，株洲市国资委作为公司实际控制人，继续给予公司财政补贴支持。

根据《株洲市 2017 年国民经济和社会发展统计公报》。2017 年，全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，全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。

2017 年，公司收到财政补贴 1.29 亿元，

表 3 2016~2018 年 1~3 月公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	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
土地整理	11249.91	16.47	4.00	56637.52	67.26	24.71	--	--	--
代建业务	43086.95	63.07	8.94	10125.96	12.02	9.65	--	--	--
物业服务	304.58	0.45	88.45	344.40	0.41	40.79	--	--	--
租赁业务	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	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	2303.85	3.37	55.02	2101.00	2.49	53.27	236.32	12.22	53.34
其他业务	820.82	1.20	94.89	4251.79	5.05	3.92	167.33	8.65	16.43
合计	68315.72	100.00	11.05	84212.30	100.00	22.39	1934.66	100.00	21.01

资料来源：公司审计报告及公司提供

其中 0.95 亿元计入“其他收益”，0.34 亿元计入“营业外收入”；2018 年一季度公司未收到财政补贴。

3. 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 2018 年 4 月 23 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。

截止 2018 年 6 月 15 日，公司未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、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司主要经营范围未发生变动，但营业收入构成发生了较大变化。

2017 年，公司实现营业收入 8.42 亿元，同比增长 23.27%。主要系公司土地整理业务收入大幅度增加所致。毛利率方面，受到 2017 年株洲市土地出让价格较高影响，公司 2017 年综合毛利率上升至 22.39%。

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 2.26%，主要系公司土地整理和代建业务未形成收入所致。

跟踪期内，公司土地整理业务收入大幅度增加，主要受到株洲市土地价格上涨影响。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。

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，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，湘江建设可收到土地出让净收益返还（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）。目前，公司在建的土地整理项目主要有株洲市建设中路片区棚户区改造项目、铁路机厂项目、无线电二厂和港务公司项目。

截至 2018 年 3 月底，公司共拥有土地使用权 51 宗，均为商住用地，并已取得国有土地使用权证。从入账价值看，上述土地使用权账面价值 87.65 亿元，其中 54.21 亿元体现在“存货-土地资产”科目，29.88 亿元体现在“存货-开发成本”科目，3.56 亿元体现在“无形资产”科目。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。

2017 年，公司出让土地共计 151.22 亩，平均土地价格 374.54 万元/亩，实现土地整理业务收入 5.66 亿元，毛利率 24.71%。

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。

跟踪期内，由于代建业务逐渐进入收尾阶段，公司代建业务收入明显减少，但考虑到湘江流域待改造的旧城尚有一定规模，公司未来代建业务发展空间较大。

代建业务方面，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。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”科目，尚未收回的款项体现在“应收账款”科目。

2017 年，随着公司代建业务的逐步推进，公司负责的工程代建业务株洲市清响田保护圈综合治理项目和湖南湘江株洲城区河东段综合治理工程项目基本进入收尾阶段，实现代建业务收入 1.01 亿元，同比大幅度下降，该板块毛利率为 9.65%。公司未来代建拟建项目为株洲市湘江河东段沿线棚户区（城中村）改造项目，项目预计总投资 8.48 亿元。考虑到湘江流域依然存在一定待开发区域，公司未来代建业务发展空间较大。

跟踪期内，公司自营性商业项目收入保持稳定，对公司营业收入提供了有力的支持；随着公司其他在建自营性商业项目建设完成，公司未来自营板块收益空间大。

公司自营商业项目包括商业物业经营管理业务与以出售为目的的商品销售；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。2017 年，公司实现物业服务收入 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，目前拟建项目为江南婚庆商贸市场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）。

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，目前拟建项目安排较少。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。

2017 年底，公司主要拟建项目共计 3 个，其中代建业务拟建项目 1 个预计投资 8.63 亿元，

自营拟建项目 2 个。整体预计投资 30.15 亿元。业务有望对公司收入带来有力支持。
公司拟建代建业务投资规模较小，但公司自营

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	拟建项目	86259.00	--	--	17000.00	--
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	--	--
	江南婚庆商贸市场项目	拟建项目	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）	拟建项目	84826.00	--	--	5000.00	--
合计		--	1359421.54	816132.78	190057.01	202321.78	500.00

资料来源：联合资信整理

八、财务分析

公司提供了 2015~2017 年财务报告，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2018 年 1~3 月财务数据未经审计。

2017 年~2018 年 3 月，公司合并范围未发生变化，公司财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，受公司融资规模扩大以及项目投入多的影响，公司现金资产和存货中开发成本大规模增长；资产中受限资产规模较大，且存货变现能力较差，资产流动性较弱，资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 202.30 亿元，同比增长 36.57%，主要系货币资金和存货增长所致。公司资产以流动资产为主。

表 5 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	11.60	7.83	38.74	19.15	38.00	18.24
应收账款	10.11	6.82	10.37	5.13	10.38	4.98
存货	114.69	77.43	138.25	68.34	143.73	69.00
流动资产合计	141.86	95.77	195.39	96.59	200.98	96.48
固定资产	2.32	1.57	2.35	1.16	2.33	1.12

无形资产	2.76	1.86	3.24	1.60	3.22	1.55
非流动资产合计	6.25	4.23	6.90	3.41	6.89	3.52
合计	148.12	100.00	202.30	100.00	207.88	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动资产 195.39 亿元，同比增长 37.73%。公司货币资金 38.74 亿元，较上年底增加 27.14 亿元，主要系公司 2017 年发行债券较多，资金尚未使用所致，货币资金中无使用受限资金；公司应收账款 10.37 亿元，较上年底增长 2.59%，整体变化不大，公司应收账款主要为应收株洲市财政局的项目回购款。公司存货 138.25 亿元，同比增长 20.54%，系代建项目持续投入，开发成本上涨至 83.30 所致，存货中土地资产 54.31 亿元，已有 39.48 亿元用于借款及担保抵押，土地抵押比率 72.69%。2017 年底，公司非流动资产 6.90 亿元，公司非流动资产结构变化不大。2017 年底，公司受限资产 39.54 亿元。主要为被抵押的土地资产。

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且政府当期结算较少，公司存货持续上升所致。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益基本保持稳定。由于代建项目投资规模较大，跟踪期内公司有息债务规模快速增长，债务结构以长期债务为主，短期债务负担较小；公司未来建设项目投资需求较大。公司整体债务负担重。

2017 年底和 2018 年 3 月底，公司所有者权益规模与结构保持稳定。

2017 年底，公司负债总额 118.12 亿元，同比增长 77.50%，系长期借款和应付债券大幅增长所致。

表6 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	3.40	2.29	7.61	3.76	7.36	3.54
一年内到期的非流动负债	11.48	7.75	4.30	2.13	4.30	2.07
流动负债合计	17.98	12.14	17.26	8.53	17.31	8.33
长期借款	18.40	12.42	40.45	20.00	46.56	22.40
应付债券	29.83	20.14	60.06	29.69	60.09	28.91
非流动负债合计	48.57	32.79	100.86	49.86	106.76	51.36
负债总额	66.55	44.93	118.12	58.39	124.07	59.69
实收资本	3.00	2.03	3.00	1.48	3.00	1.44
资本公积	72.07	48.65	72.62	35.90	72.62	34.93
未分配利润	6.04	4.08	8.10	4.00	8.04	3.87
所有者权益合计	81.58	55.07	84.17	41.61	83.80	40.31
合计	148.13	100.00	202.30	100.00	207.88	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动负债 17.26 亿元，同比下降 4.00%。公司流动负债主要由其他应付款和一年内到期非流动负债组成。2017 年公司非流动负债 7.61 亿元，同比上涨 123.92%，主要为公司收到的政府债务置换款项和往来

款。一年内到期非流动负债 4.30 亿元，较上年大幅度下降，全部为一年内到期的长期借款。公司非流动负债 100.86 亿元，同比上涨 107.68%，主要系公司长期借款和应付债券增长所致，非流动负债中，长期借款 40.45 亿元，较上年底增长 119.79%。应付债券 60.06 亿元，

较上年底增加 30.24 亿元。

2017 年底，公司全部债务 108.74 亿元，同比快速增长 80.40%，其中，长期债务占比 95.38%，短期债务占比 4.62%。受公司应付债券长期借款规模快速增长影响，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%、56.37% 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，债务指标率略有增加。公司债务负担偏重。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持增长，营业利润率大幅上升；由于财务费用减少，公司期间费用较小；公司利润总额对财政补贴依赖程度较高。

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，公司营业利润率 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。

2017 年，公司期间费用以管理费用和销售费用为主，期间费用 0.87 亿元，同比下降 11.10%，主要系财务费用下降所致。2017 年公司期间费用率下降较快，为 10.32%。

2017 年，公司收到政府补贴 1.29 亿元，其中 0.95 亿元计入“其他收益”，0.34 亿元计入“营业外收入”，政府补贴是公司利润的重要补充，公司利润总额 2.13 亿元。

从盈利指标看，2017 年公司总资本收益率有所下降为 1.14%，净资产收益率有所增长，2.49%。

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并未结转收入导致。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。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动产生的现金流入无法覆盖当期代建项目投资支出，经营活动产生的现金净流量表现为大额净流出。为满足未来代建业务的投资需要，公司筹资活动产生的现金流量净额大幅度增加。

2017 年，公司经营活动现金流入 20.00 亿元，同比增长 21.72%。主要系公司其他与经营活动有关的现金增长所致。公司销售商品、提供劳务收到的现金 4.86 亿元，较上年有所下降，主要为代建业务和土地整理业务回款；公司收到其他与经营活动有关的现金 15.15 亿元，主要为公司与政府和其他企业之间的往来款。同期，由于公司代建业务投入较大，共计经营活动现金流出较上年进一步扩大。2017 年，公司经营活动现金流量净额-13.44 亿元。现金收入比由 2016 年的 84.19% 下降至 57.66%，公司收现质量较差。

2017 年，公司投资活动较少，主要为购建、处理固定资产和无形资产形成的现金流。公司 2017 年投资活动现金流量净额为-0.84 亿元。

2017 年公司筹资活动大幅度增加，公司取得借款收到现金 30.05 亿元；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。同期，公司筹资活动现金流出主要为偿还债务、支付利息支出的现金，共计 18.88 亿元。2017 年公司筹资活动现金流量净额 41.43 亿元。

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 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。

5. 偿债能力

相对于较小的短期债务规模，公司现金流

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。

2017年底，由于公司筹资活动力度加大，公司流动比率和速动比率大幅度上升，分别为1131.99%和331.06%，2018年3月底上述指标分别为1160.81%和330.65%。2017年，公司经营现金流量净额持续为负，对公司流动负债无保障能力。

2017年，公司EBITDA为2.42亿元；由于公司同期有息债务规模快速增长，全部债务/EBITDA上升至43.50倍，长期偿债能力弱。

截至2018年3月底，公司获得银行授信总额95.70亿元，未使用额度42.00亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2018年3月底，公司无对外担保情况。

九、存续债券偿债能力分析

截至2018年3月底，公司存续债券余额60.06亿元，无一年内到期的应付债券，存续债券的短期偿债压力较小，未来偿债压力集中度较高。

截至2017年底，公司无一年内到期兑付债券，考虑到公司存续债券中存在的提前回售条款，公司2020年将达到存续债券待偿本金峰值19.30亿元。2017年底，公司现金类资产38.74亿元；2017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20.00亿元、-13.44亿元和2.42亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表7 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2017年
一年内到期债券余额	0.00
未来代偿债券本金峰值	19.30
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来代偿债券本金峰值	1.04
经营活动现金流净额/未来代偿债券本金峰值	-0.70

EBITDA/未来代偿债券本金峰值	0.13
-------------------	------

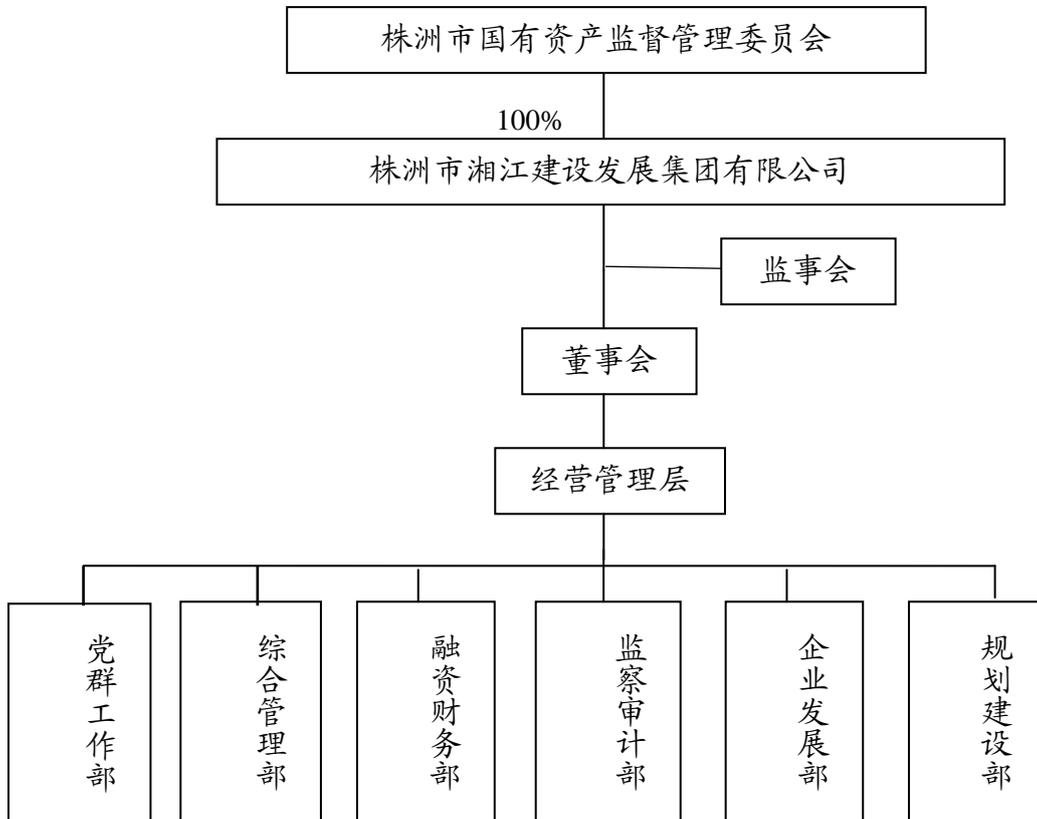
资料来源：联合资信整理

整体看，公司短期债务压力较小，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，并维持“17湘江建设MTN001”、“17湘江建设MTN002”和“17株湘江/17株洲湘江债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构及组织架构图



附件 1-2 公司合并范围

子公司名称	子公司类型	级次	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	全资子公司	一级	100.00	100.00
株洲市湘江和悦安居投资有限公司	全资子公司	一级	76.92	76.92
株洲市水利建设投资有限公司	全资子公司	一级	100.00	100.00
株洲运通投资有限公司	全资子公司	一级	100.00	100.00
株洲市湘江风光带物业经营管理有限公司	全资子公司	一级	100.00	100.00
株洲市湘江文化旅游发展有限公司	全资子公司	一级	100.00	100.00
湖南神农粮食有限公司	全资子公司	一级	100.00	100.00
株洲市金龙大酒店	全资子公司	一级	100.00	100.00
株洲县三门粮站	全资子公司	一级	100.00	100.00

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	8.23	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	108.74	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	1.18	-0.05
EBITDA(亿元)	2.48	2.20	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
营业利润率(%)	7.04	10.24	22.22	17.86
总资本收益率(%)	1.66	1.35	1.14	--
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	56.37	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	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.91	2.21	1.18	--
全部债务/EBITDA(倍)	20.18	24.74	43.50	--

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%
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。