信用等级公告

联合[2018] 1123 号

联合资信评估有限公司通过对湖南金阳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，确定维持湖南金阳投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA，“PR 浏经开/14 浏阳经开债”债券信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

湖南金阳投资集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券名称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
PR 浏经开/14 浏阳经开债	10.40亿元	2021/11/27	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 21 日

财务数据

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	3.66	5.36	1.71
资产总额(亿元)	142.14	135.27	131.01
所有者权益(亿元)	88.58	84.14	82.47
短期债务(亿元)	5.06	0.66	--
长期债务(亿元)	38.15	33.24	33.32
全部债务(亿元)	43.21	33.90	33.32
营业收入(亿元)	8.44	5.41	5.47
利润总额(亿元)	3.07	2.22	2.31
EBITDA(亿元)	3.39	2.76	2.90
经营性净现金流(亿元)	0.37	13.74	0.97
营业利润率(%)	15.88	16.92	16.21
净资产收益率(%)	3.41	2.59	2.71
资产负债率(%)	37.68	37.80	37.05
全部债务资本化比率(%)	32.79	28.72	28.77
流动比率(%)	923.79	840.25	837.15
全部债务/EBITDA(倍)	12.76	12.30	11.47
经营现金流动负债比(%)	2.49	90.06	6.73

注：2017 年审计报告对期初财务数据存在差错调整;2016 年数据以 2017 年审计报告年初数为准。

分析师

李海宸　边 沁

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

湖南金阳投资集团有限公司（以下简称“公司”）作为浏阳市重要的基础设施建设和土地整理主体，业务主要在浏阳经济技术开发区（以下简称“浏阳经开区”）范围内，区域专营优势明显。跟踪期内，浏阳市及浏阳经开区经济稳定发展，财政实力均有所增强，为公司提供了良好的外部环境，公司持续获得政府在财政补贴、资金注入和债务置换等方面的支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司应收款规模仍然较大，回款进度缓慢，未来投资规模较大等因素给公司信用水平带来不利影响。公司业务具有区域专营优势，未来公司经营前景良好。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持湖南金阳投资集团有限公司主体长期信用等级为AA，“PR 浏经开/14浏阳经开债”信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，浏阳市及浏阳经开区经济稳定发展，财政实力持续增强，为公司业务发展提供了良好的外部环境。
2. 公司是开发区内重要的基础设施建设和土地整理主体及唯一的供水和污水处理企业，业务具有区域特许经营权优势。
3. 跟踪期内，公司获得政府补贴、资金注入和政府债务置换等方面的持续支持。
4. 公司下属子公司浏阳经开区水务股份有限公司新三板挂牌，有利于拓宽子公司融资渠道。

关注

1. 公司应收类款项规模较大，对公司资金形成明显占用，资产质量一般，流动性弱。
2. 跟踪期内，公司盈利能力一般，利润总额

对政府补贴依赖性较强。

3. 出于招商引资需要，政府持续回收公司土地，权益规模下降。
4. 拟建项目投资规模大，且可行性研究报告尚未完成，项目资金平衡存在一定的不确定性，联合资信将持续关注相关项目的建设和经营情况。

声　明

一、本报告引用的资料主要由湖南金阳投资集团有限公司（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。

湖南金阳投资集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于湖南金阳投资集团有限公司主体长期信用及“PR 浏经开/14 浏阳经开债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，湖南金阳投资集团有限公司（以下简称“公司”）股权状况及经营范围等方面均未发生变化。2017 年底，公司注册资本 10.00 亿元，实收资本 3.81 亿元，浏阳市人民政府仍系公司唯一股东和实际控制人。

截至 2017 年底，公司资产总额 131.01 亿元，所有者权益 82.47 亿元；2017 年公司实现营业收入 5.47 亿元，利润总额 2.31 亿元。

公司注册地址：浏阳经济技术开发区康平路 109 号；公司法定代表人：张春果。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司存续债券余额总计10.40亿元，2017年11月27日公司已结清上一计息年度利息及分期本金，存续债券情况见表1。

表 1　跟踪评级债券基本信息

债券简称	债券余额	到期日	票面利率
PR 浏经开/14 浏阳经开债	10.40 亿元	2021/11/27	5.70%

资料来源：联合资信整理

公司“PR浏经开/14浏阳经开债”募集资金13亿元，全部用于浏阳经济技术开发区南园片区路网建设工程等5个项目。截至2017年底，募集资金全部使用完毕。

表2　募投项目基本信息

（金额：万元、%）

项目名称	投资总额	已投金额	完工情况（%）
浏阳经济技术开发区南园片区路网建设工程	101940.94	49500.00	91.00
浏阳经济技术开发区北园片区路网建设工程	36066.43	21000.00	85.00
浏阳经济技术开发区智慧港路网建设工程	45845.09	22700.00	92.00
浏阳经济技术开发区东扩区路网建设工程	30681.58	11000.00	89.00
浏阳经济技术开发区西园片区路网建设工程	41562.50	24500.00	93.00
承销费	--	1300.00	--
合计	256096.54	130000.00	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，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）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向

民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，

但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业分析

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。

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 3　2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
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。

资源来源：联合资信综合整理

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。

2. 区域经济环境

公司是浏阳市重要的土地整理开发和基础设施建设主体，目前业务主要位于浏阳市浏阳经开区内，系开发区范围内重要的土地开发整理、基础设施投融资平台，唯一的供水和污水处理公司，浏阳市和浏阳经开区的经济发展水平和财政状况对公司业务发展影响较大。

浏阳市

浏阳市经济实力持续位居长沙市 9 个下辖区县前列，2017 年地区生产总值排名第 3 名。根据《浏阳市 2017 年国民经济和社会发展统计公报》，2017 年，浏阳市实现生产总值 1365.1 亿元，同比增长 10.8%。其中第一产业增加值 106.8 亿元，第二产业增加值 939.4 亿元，第三产业增加值 318.9 亿元，分别增长 5%、11%和 12.3%，三次产业结构为 7.8∶68.8∶23.4。2017 年浏阳市固定资产投资额持续扩张，全市完成固定资产投资 1073.1 亿元，同比增长 17.1%；其中工业投资 661.7 亿元，同比增长 11.4%，占固定资产投资的 61.66%。地方财力方面，随着浏阳市经济稳定发展，浏阳市地方财政收入持续增长，2017 年，全市实现财政总收入 140.2 亿元，增长 10.8%；一般公共预算收入（长沙市考核口径）100.2 亿元，增长 10.9%；其中地方一般公共预算收入 62.4 亿元，增长 12.1%；上划收入 37.8 亿元，增长 9.0%；土地出让金收入 40 亿元，增长 29.4%。全市财政总支出 116.1 亿元，增长 22.1%。根据浏阳市财政局公布的《关于 2017 年财政预算执行情况和 2018 年财政预算（草案）的报告》，2017 年省财政厅核定浏阳市政府债务限额 124.98 亿元，截至 2017 年底，浏阳市地方政府债务实际余额 117.55 亿元，低于省财政政府债务限额，债务风险总体可控。

浏阳经开区

浏阳经开区前身为浏阳工业园，创立于1997年，2012年3月经国务院批准晋级为国家级经济技术开发区，2015年成功获批为国家新型工业化产业示范基地。2017年，浏阳经开区实现GDP（地区生产总值）500亿元，规模工业总产值达到1200.2亿元，同比增长20.69%；实现规模工业增加值401亿元，同比增长15.4%，总量、增速均排名长沙市国家级园区第二位；固定资产投资200亿元，同比增长29%，其中工业固投191亿元，同比增长37%。2017年，因经开区内主导产业的较快发展和国有土地使用权出让收入的增加，园区财政收入合计35.66亿元，同比增加0.33亿元。2017年底，浏阳经开区直接债务余额13.12亿元，较2016年底增加11.12亿元；担保债务余额7.41亿元，较2016年底减少5.59亿元。

跟踪期内，浏阳市和浏阳经开区经济稳定发展，地方财政实力均有所增强，债务风险总体可控。

六、基础素质分析

公司为浏阳经开区范围内重要的基础设施建设主体，主营基础设施建设、自来水供应、污水处理业务，同时涉及园区内政策性住房建设、标准厂房建设等业务。公司业务在浏阳市

经开区范围内具有较强专营优势，且均具有较强的公益性质，公司的业务发展获得浏阳市政府和浏阳市经开区管委会的大力支持。

为支持公司经营发展需要，2017 年，公司收到政府补助 2.18 亿元，其中主要系浏阳市财政局经济技术开发区分局拨付的运营补贴 2.02 亿元。2017 年底，公司应付政府债券置换资金已明确由浏阳经开区财政分局承担偿还责任。2017 年，公司债务置换金额为 2.54 亿元，对应冲减其他应收款中公司应收浏阳经开区财政局往来款项。浏阳市经开区管委会以货币资金出资 3103.93 万元，计入“实收资本”。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10430181001505309），截至 2018 年 5 月 22 日，公司本部无未结清不良信贷信息记录，过往信用记录良好。

六、管理分析

公司于 2018 年 1 月修订了公司章程，主要增加了党委相关条款。

2017 年 7 月，公司任命龙科同志和朱洪同志为副总经理。

龙科先生，1977 年出生，硕士学历；历任浏阳经开区管委会副局长、局长，现任公司副总经理。

朱洪先生，1966 年出生，大学本科学历，高级工程师；历任投资公司子公司市政园林公司副经理、经理 ，现任投资公司工程部经理、总经理助理、浏阳经济技术开发区投资发展公司总经理、公司副总经理。上述变动均属于正常人事变动，对公司日常经营管理无不利影响。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是浏阳市重要的土地整理开发和基础设施建设主体，目前业务主要位于浏阳经开区范围内，负责浏阳经开区的基础设施建设、自来水销售、污水处理，同时涉及政策性住房和标准厂房建设、投融资服务、租赁等业务。2017 年，公司实现营业收入 5.47 亿元，同比增长 1.03%，主要系自来水销售业务及污水处理业务收入有所增加所致；毛利率方面，公司综合毛利率变化不大，其中自来水销售和污水处理毛利率处于较高水平；跟踪期内，公司主营业务毛利率 18.37%，同比下降 0.40 个百分点，较上年变化不大。

表 4　2016~2017 年公司营业收入构成情况

（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础设施建设	4.45	82.19	14.13	4.19	76.94	12.93
自来水销售	0.31	5.75	53.76	0.47	8.64	57.79
污水处理	0.42	7.71	32.91	0.44	8.15	29.23
工程施工	0.07	1.32	23.56	0.13	2.46	4.91
其他	0.17	3.03	39.98	0.22	3.81	23.71
合计	**5.41**	**100.00**	**18.77**	**5.47**	**100.00**	**18.37**

资料来源：公司提供；其他业务包括标准厂房、公租房等房产建设和运营等

2. 业务经营分析

基础设施建设

公司作为浏阳经开区重要的基础设施建设主体，主要负责对经开区基础设施建设项目进行投资、融资和施工建设及负责经开区范围内的土地开发整理业务。

基础设施建设方面，由浏阳市财政局工业园分局全额支付公司投资项目发生的实际支出成本，并按不低于投资成本的 20%支付管理服务费；公司当年支付的项目成本，由浏阳市政府 5 年内支付完毕，其中第一年累计不低于 20%，第二年累计不低于 40%，第三年累计不低于 60%，第四年累计不低于 80%；管理服务费需当年全部支付。2017 年底，公司确认项目实现业务收入 4.19 亿元，同比下降 5.69%，主要系受以前年度开工项目陆续完工、而新增项目投资额规模尚小所致。2017 年底，基础设施

建设毛利率为 12.93%，较上年下降 1.20 个百分点，主要系营改增所致。公司项目回款进度受当地财政实力和支付安排影响较大，实际收到项目回款 2.60 亿元，2017 年底公司应收账款中应收经开区财政分局的款项余额 27.90 亿元。总体看，公司项目回款进度仍较缓慢。

土地开发整理方面，公司以代建模式进行土地整理业务，公司根据工程进度确认收入，代建费加成 20%，2017 年确认的土地整理相关收入 0.34 亿元，计入基础设施建设收入中。

表 5　2017 年公司土地平整收入情况（单位：万元）

项目名称	2017 年确认收入
宝湾物流一期平地工程	18.08
浏阳经开区蓝思新生产基地平地工程	732.26
柳仲路新建道路及百草堂二期平地工程	2061.26
南园零星平地项目	279.36
盐津铺子烘焙项目仓储平地工程	346.56
合计	**3437.51**

资料来源：公司提供

自来水供给及污水处理

自来水业务方面，公司下属全资子公司浏阳经济技术开发区水务有限公司（以下简称“浏经水务”）负责浏阳经开区范围内的自来水生产经营，于 2018 年 1 月 25 日新三板挂牌上市。浏经水务是浏阳经开区唯一一家供水公司，现有配水管网 80 公里，服务 400 余家用水企业，服务覆盖 10 万人，目前浏经水务供水能力达 8 万吨/日。2017 年浏经水务供水量 2000 万吨，产能利用率 73.06%，产能利用率实现较大幅度提高，系园区内企业用户用水量增加，但目前公司自来水供应产能利用率不高， 2017 年，随着园区企业用水量的逐渐增加，公司自来水产销率达到约 86%，公司的自来水销售收入规模和毛利率也均有所增长；2017 年公司实现自来水销售收入 0.47 亿元，同比增长 51.43%，毛利率为 57.79%，较 2016 年提高 4.04 个百分点。

污水处理业务方面，公司下属的浏阳生物医药园污水处理工程有限公司（以下简称“污水处理公司”）负责浏阳经开区范围内的工业废水及生活污水处理；截至 2017 年底，公司污水处理能力达 5.5 万吨/日。2017 年公司污水处理产能利用率约 76%，较 2016 年下降 2 个百分点，主要系污水一期提质改造，停止进水，造成利用率下降。2017 年，公司实际处理污水 1537 万吨，实现业务收入 0.44 亿元，同比增长 6.57%，系因会计准则的调整，2017 年以后将污水运营补贴计入“营业收入”所致；当年该业务毛利率为 29.23%。

总体看，目前公司拥有的供水能力和污水处理能力均能够满足浏阳经开区的需求，未来随着园区经济的发展及用水和污水处理需求的提升，预计公司自来水销售收入规模和污水处理收入规模将持续增长。跟踪期内，公司自来水销售及污水处理业务收入均有所提高，且毛利率维持在较高水平。

工程施工

工程施工方面，由子公司浏阳工业园金源给排水工程服务有限公司（以下简称“金源公司”）经营，主要负责经开区内水、暖、电、排污、园林绿化、路面硬化工程的施工，以及兼营水电器材销售等。2017 年实现工程施工收入 0.13 亿元，同比增长 87.61%；毛利率 4.91%，同比下降 18.65 个百分点。

其他业务

公司其他业务系标准厂房、政策性住房建设和运营等业务，主要由下属子公司浏阳汇远实业有限公司（以下简称“汇远实业”）负责，业务包括浏阳经开区范围内标准厂房及公租房的开发建设。2017 年底，汇远公司已完工可租赁房产面积 21.32 万平方米，其中公租房可租赁面积 9.39 平方米，出租率 91.48%；标准厂房可租赁面积 11.93 万平方米，出租率 97.87%，累计总投 4.17 亿元。2017 年，公司实现房产租赁收入 1760 万元，同比增长 138.16%。未来随着企业总部项目、长沙 e 中心三期项目、公租房三期等项目的完工及园区

企业入驻率的提高，公司未来租赁收入有望提升。

公司与湖南高新创业投资集团有限公司（简称：湖南高创）共同发起设立了浏阳金阳高新生物医药创业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“生物医药基金”），于 2017 年 3 月 30 日正式注册成立，基金规模 15200 万元，存续期为 8 年（其中投资期 5 年，退出期 3 年，经全体合伙人一致同意可延长），投资范围是创业投资、股权投资和项目投资。目前已过基金投决会项目 1 个，同时储备了 8 个重点项目。

表 6　生物医药基金出资结构

（单位：万元、%）

合伙人名称	认缴出资额	所占份额	出资类型
湖南金阳投资集团有限公司	5000.00	32.89	有限合伙人
湖南高新创业投资集团有限公司	2000.00	13.17	有限合伙人
浏阳汇远实业有限公司	4000.00	26.31	有限合伙人
湖南汉元生物科技有限公司	4000.00	26.31	有限合伙人
湖南高新创业投资管理有限公司	200.00	1.32	普通合伙人
合　计	**15200.00**	**100.00**	

资料来源：公司提供；

注：浏阳汇远实业有限公司为公司的全资子公司，公司持有湖南汉元生物科技有限公司 16.67%股份。

3. 在建及拟建项目情况

截至 2017 年底，公司主要在建及拟建项目共计 13 个，总投资额 134.93 亿元，主要项目为金阳产业新城项目、中央生态商务区项目和北盛大道项目等；截至 2017 年底完成投资 5.92 亿元，预计未来三年公司将分别投入 19.94 亿元、10.08 亿元和 14.00 亿元。

浏阳经济技术开发区产业新城开发项目（以下简称：金阳产业新城）是由子公司汇远公司承建，总规划用地 3000 亩，总建筑面积约 220 万平方米，总投约 100.00 亿元，集中发展优势产业，主要围绕电子信息、生物医疗、环保科技类企业的研发、生产、办公、资金、政策等方面提供全方位的系统解决方案。项目计划分三期开发，预计 2018 年启动，2020 年完成一期，2022 年完成二期，2024 年完成三期。项目建成后预计新增产值 300 亿元，新增税收 15 亿元，新增城市人口 5 万。该项目属于公司自营项目，项目资金筹集主要为自有资金和银行贷款，未来收入主要来自销售和租赁收入。

浏阳经开区生态商务区（以下简称：中央生态商务区）是为满足经开区产业金融服务集成和高端城市商务配套而规划设计的城市基础设施重点建设项目，总面积约 1.63 平方公里，其中包括：政务服务中心、商务办公、总部办公、公寓、配套商业、文化活动中心、酒店、广场绿化、市政道路、紫星广场等。项目预计分为两期建成。该项目与金阳产业新城一样均为自营项目，项目资金筹集和未来收入来源与金阳产业新城一致。金阳产业新城和中央生态商务区可行性研究报告尚未完成，且受到区域经济及房地产行情影响，未来资金平衡情况存在一定的不确定性。

表 7　截至 2017 年底公司主要在建及拟建情况（单位：万元）

项目名称	项目内容	建设期	性质	总投资	截至 2017 年底完成投资	2018 年计划	2019 年计划	2020 年计划
在建项目								
北园第二污水厂项目	8 万吨/日污水厂	2015-2018	自建	45461.00	650.00	44811.00	--	--
洞阳路	道路工程项目（金阳大道—北盛大道）	2016-2018	代建	19000.00	3000.00	8000.00	8000.00	--
健康大道北延线	路基路面工程（含桥梁）项目	2016-2017	代建	30000.00	23000.00	7000.00	--	--
北盛大道	路基路面工程	2016-2018	代建	45600.00	22000.00	11800.00	11800.00	--
企业总部项目	企业总部建设	2017-2018	自建	11000.00	2000.00	9000.00	--	--

E 中心三期项目	标准厂房、职工食堂	2016-2018	自建	20000.00	--	--	--	--
公租房三期项目	公租房建设	2016-2018	自建	15000.00	7000.00	8000.00	--	--
污水厂提质改造项目	提质改造	2017-2018	自建	2000.00	800.00	1200.00	--	--
污水厂除臭项目	污水厂除臭	2017-2018	自建	1200.00	650.00	550.00	--	--
在建项目小计				**189261.00**	**59100.00**	**90361.00**	**19800.00**	**--**
拟建项目								
金阳产业新城	产业新城开发项目建设	2018-2024	自建	1000000.00	130.00	50000.00	50000.00	100000.00
中央生态商务区	生态商务区项目建设	2018-2021	自建	150000.00	--	50000.00	30000.00	40000.00
屋顶分布式光伏项目	10 兆瓦屋顶分布式光伏项目建设	2017-2018	自建	6000.00	--	6000.00	--	--
园区供水管网建设项目	园区供水管网建设	2018-2019	自建	4000.00	--	3000.00	1000.00	--
拟建项目小计				1160000.00	130.00	109000.00	81000.00	140000.00
合计				**1349261.00**	**59230.00**	**199361.00**	**100800.00**	**140000.00**

资料来源：公司提供

总体看，公司在建及拟建项目需投入的资金规模较大，公司存在较大的对外融资压力，未来业务规模受政府规划和区域经济环境影响较大，收入规模存在不确定性。

4. 未来发展

未来的发展方面，公司在完成现有的存续基建业务的同时，根据园区发展情况进行调整，主要业务板块还会继续扩大，主要在基建、水务污水、房地产、配售电、投资等业务板块。同时加强自主经营项目的投资和盈利能力。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017 年合并财务报表，中审众环会计师事务所对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2017 年底，公司纳入合并范围的公司 7 家，较上年增加 2 家，为新设立的湖南汇创公用事业开发有限公司和浏阳鑫能配售电有限公司，其变动对合并报表数据影响小，财务数据可比性强。

截至 2017 年底，公司资产总额 131.01 亿元，所有者权益 82.47 亿元；2017 年公司实现营业收入 5.47 亿元，利润总额 2.31 亿元。

2. 资产质量

2017 年底，公司资产总额 131.01 亿元，同比下降 3.15%，其中流动资产占比 92.00%；资产结构仍以流动资产为主。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	**128.20**	**94.77**	**120.53**	**92.00**
应收账款	27.92	20.64	28.15	21.49
其他应收款	12.85	9.50	28.12	21.46
存货	78.81	58.26	59.69	45.57
非流动资产	**7.06**	**5.22**	**10.48**	**8.00**
投资性房地产	1.97	1.46	5.12	3.91
资产合计	**135.27**	**100.00**	**131.01**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

流动资产

2017 年底，流动资产 120.53 亿元，主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成，同比下降 5.99%。2017 年底，公司货币资金 1.71 亿元，较 2016 年底下降 68.03%，其中受限资金 0.22 亿元。2017 年底，公司应收账款 28.15 亿元，同比增长 0.82%，应收规模占比较大[1]。从公司应收款结构来看，主要系应收浏阳

[1]公司将 2016 年公司收到浏阳经开区恒康基础设施管理有限公司（以下简称：恒康公司）往来款 27.79 亿元，调整为应收账款所致。恒康公司是园区财政局下设的资

经开区财政分局的基础设施项目建设款项及土地开发整理款项 27.90 亿元，其中公司因 2016 年发行 20 亿元企业债质押给担保公司应收账款 20 亿元，应收账款受限比例较高。2017 年底，公司其他应收款 28.12 亿元，同比大幅增长 118.83%，主要系 2017 年公司存货中已开发整理完毕的土地开发成本转为应收浏阳经开区财政分局款项所致；其中因土地开发整理业务及往来形成的应收浏阳经开区财政分局款项 26.29 亿元。2017 年底，存货余额 59.69 亿元，其中存量土地资产 54.76 亿元，较上年减少 4.22 亿元，主要系政府收回部分土地资产所致；以公租房、标准厂房为主的项目开发成本 4.37 亿元；以整理完毕的土地资产为主的开发产品 0.50 亿元，较上年减少 17.56 亿元，主要系公司受政府委托完成的土地开发整理成本转入应收浏阳经开区财政分局款项（计入其他应收款）所致。2017 年底，存货中受限资产 0.28 亿元，系子公司浏阳汇远实业抵押土地使用权所致。

2017 年底，公司非流动资产 10.48 亿元，主要由投资性房地产、固定资产和无形资产构成。2017 年底，投资性房地产余额 5.12 亿元，较上年增长 159.60%，主要系公司购置的龙熙顺景楼盘以及公司自建的长沙 e 中心一期厂房、综合楼项目及浏阳经开区公租房一期完工转入投资性房地产所致。同期，公司无形资产 1.55 亿元，较上年减少 24.99%，主要系镶龙华府地块作为房产项目储备用地转入投资性房地产所致。

2017 年底，公司受限资产 22.97 亿元，占资产总额的 17.53%，其中应收款项中 20 亿元用于发债质押，投资性房地产 2.47 亿元系担保抵押而受限，存货中因担保抵押受限资产 0.28 亿元，受限货币资金 0.22 亿元，受限资产规模较大。

总体来看，跟踪期内，公司应收经开区款项规模较大，回款进度存在不确定性，受限资产规模较大，公司整体资产质量一般，流动性较弱。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2017 年底，公司所有者权益合计 82.47 亿元，仍由实收资本和资本公积构成；较 2016 年下降 1.99%，主要是资本公积的减少所致。2017 年底，公司资本公积 59.60 亿元，同比下降 6.61%，主要系政府出于园区招商引资考虑无偿收回该公司部分土地资产，相应冲减资本公积 4.22 亿元。2017 年底，公司实收资本 3.81 亿元，同比增长 8.87%，系浏阳市人民政府以货币出资 3103.93 万元所致。

总体来看，公司所有者权益中实收资本和资本公积占比高；资本公积存在持续回收土地的情况，且资本公积中政府投入土地资产体量大，将持续关注。

负债

2017 年底，公司负债合计 48.54 亿元，同比下降 5.06%，其中流动负债占 29.66%，非流动负债占 70.34%，仍以非流动负债为主。

表 9　公司债务构成情况

（单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年
短期债务	0.66	--
长期债务	33.24	33.32
全部债务	33.90	33.32
长期债务资本化比率(%)	28.32	28.77
全部债务资本化比率(%)	28.72	28.77
资产负债率(%)	37.80	37.05

资料来源：公司审计报告

2017 年底，公司流动负债 14.40 亿元，较上年底下降 5.64%，系预收款项和其他应付款下降所致。2017 年底，公司非流动负债 34.14 亿元，主要由长期借款和应付债券构成，较上年底下降 4.82%，主要系长期应付款下降所致。

产管理公司，公司将原有的公益性资产转让给恒康公司，故存在较大往来款项。

2017 年底，公司长期借款 3.50 亿元，系全部为银行信用借款；随着债券分期本金的到期偿付，2017 年底，公司应付债券余额 29.82 亿元，较 2016 年减少 7.51%。

有息债务方面，2017 年底，公司全部债务 33.32 亿元，同比下降 1.71%；公司无短期债务（“PR 浏经开/14 浏经开债”分期偿付本金的情况，公司将于 2018 年偿还本金 2.60 亿元，审计报告中未将该部分本金调整至一年内到期非流动负债）。但公司 2019 年待偿还到期债务 10.10 亿元，存在一定集中兑付压力。

截至 2017 年底，公司资产负债率为 37.05%，较上年下降 0.75 个百分点；全部债务资本化比率、长期债务资本化比率均为 28.77%，较上年基本持平。

总体来看，跟踪期内，公司有息债务规模略有下降，均为长期债务。公司整体债务负担较轻。

4. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 5.47 亿元，仍主要来自基础设施建设业务，同比上年增长 1.03%；同期公司营业利润率 16.21%，较上年下降 0.71 个百分点；同期公司毛利率为 18.37%，较上年下降 0.40 个百分点，主要系公司基础设施建设业务受“营改增”影响所致。从期间费用来看，随着员工薪酬水平的提高，公司管理费用有所增加，2017 年期间费用 0.52 亿元，较上年增长 14.00%，期间费用率为 9.53%，对营业利润存在一定侵蚀。公司作为浏阳经开区重要的基础设施建设主体，公司可获得较稳定的项目建设补贴，2017 年公司获得政府补助 2.18 亿元，计入其他收益和营业外收入科目。2017 年公司利润总额 2.31 亿元，实现净利润 2.24 亿元。

表 10　2016 和 2017 年公司收入及利润情况

（单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年
营业收入	5.41	5.47
其他收益	--	0.13
营业外收入	1.73	2.06
利润总额	2.22	2.31
营业利润率	16.92	16.21
净资产收益率	2.59	2.71
总资本收益率	4.32	3.44

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

盈利指标方面，2017 年，公司营业利润率 16.21%，较 2016 年的 16.92%下降 0.71 个百分点；总资本收益率、净资产收益率分别为 3.44%和 2.71%，较 2016 年分别下降 0.81 个百分点和增长 0.12 个百分点。

总体来看，跟踪期内，公司收入规模与上年基本持平，盈利指标有所下降，利润总额对政府补助依赖性强，公司整体盈利能力弱。

5. 现金流

经营活动方面，2017 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 5.16 亿元，现金收入比 94.48%，整体收现质量尚可。2017 年，公司收到其他与经营活动有关的现金为 9.65 亿元，与上年基本持平。2017 年，公司经营活动现金流入量为 14.87 亿元，较上年下降 61.49%。2017 年，公司经营活动现金流出量为 13.90 亿元，较上年下降 44.10%，主要系支付其他与经营活动有关的现金大幅下降所致。2017 年，公司经营活动现金流量净额为 0.97 亿元。

表 11　公司现金流情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入	38.61	14.87
经营活动现金流出	24.87	13.90
经营活动净现金流量	13.74	0.97
投资活动净现金流量	-1.19	-2.67
筹资活动净现金流量	-9.44	-2.17
现金收入比	532.97	94.48

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

投资活动方面，2017 年公司投资活动现金流入为 9.99 亿元，同比下降 32.45%；2017 年，公司投资活动现金流出为 12.66 亿元，主要系理财投资和自有项目投资；公司投资活动产生的现金流量净额为-2.67 亿元，投资活动净流出额度较上年明显增加。

2017 年公司筹资活动现金流入为 3.84 亿元，较上年大幅下降 84.74%。同期，筹资活动现金流出为 6.00 亿元，主要为偿还债务支付的现金。2017 年，公司筹资活动现金流量净额为-2.17 亿元。

总体来看，跟踪期内，公司收入实现质量尚可；公司未来对外融资压力仍较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 837.15%和 422.54%，同比分别变动-3.10 个百分点和 98.84 个百分点；经营现金流动负债比 6.73%。2017 年底，公司现金类资产为 1.71 亿元；“PR 浏经开/14 浏经开债”设置了分期偿付本金条款，公司将于 2018 年偿还本金 2.60 亿元，公司现金类资产相当于分期偿还本金的 0.66 倍，短期债务规模较小，短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2017 年公司 EBITDA 为 2.90 亿元，较上年增长 5.40%；全部债务/EBITDA 为 11.47 倍，EBITDA 对全部债务保障能力一般，考虑到政府对公司的持续性支持，公司整体偿债能力尚可。

2017 年底，公司共获得各商业银行授信 6.20 亿元，已使用 3.50 亿元，剩余额度 2.70 亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

2017 年底，公司对外担保余额 14.20 亿元，担保比率 17.22%。被担保方为浏阳经开区投资发展有限公司和湖南汇嘉市政园林有限公司，均为国有企业，目前经营正常，存在一定的或有风险。

十、存续债券偿还能力分析

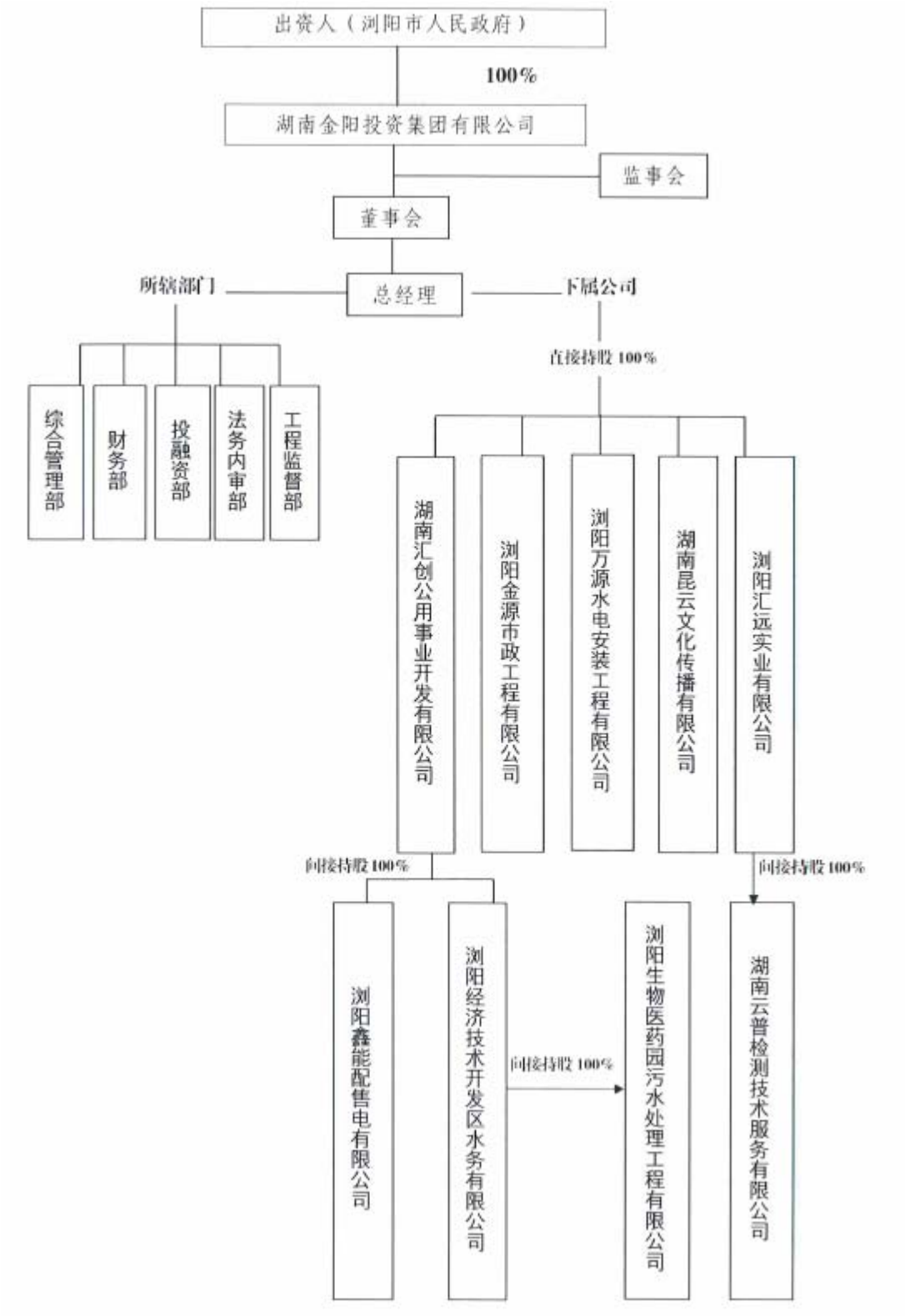
公司于 2014 年 11 月 27 日发行 13 亿元“PR 浏经开/14 浏阳经开债”，期限为七年。该债券按年付息，分期还本，自债券存续期第 3 年至第 7 年，每年按照债券发行总额的 20%偿还债券本金。截至报告出具日，该债券余额 10.40 亿元。

2017 年，公司 EBITDA 为 2.90 亿元，为公司存续期内债券余额 10.40 亿元的 0.28 倍；同期公司经营活动现金流入量和净流量分别为 14.87 亿元和 0.97 亿元，分别为存续债券余额的 1.43 倍和 0.09 倍，公司经营活动现金流入量对公司存续期内债券的保障程度一般；经营活动现金净流量对公司存续期内债券的保障程度弱，EBITDA 对公司存续期内债券的保障程度较弱。同时，存续债券设置本金分期偿还条款，2017 年，公司 EBITDA 、经营活动现金流入量和净流量分别为分期偿付本金金额（2.60 亿元）的 1.12 倍、5.72 倍和 0.37 倍。公司经营活动现金流入量对“PR 浏经开/14 浏经开债”分期偿付本金的保障能力较好。综合考虑公司的区域竞争优势及政府的持续支持，以及本期债券的分期还本条款，公司对存续期内债券本息的偿还能力较强。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持湖南金阳投资集团有限公司的主体长期信用等级为AA，“PR浏经开/14浏阳经开债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1　2017 年底公司股权结构图及组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	3.66	5.36	1.71
资产总额(亿元)	142.14	135.27	131.01
所有者权益(亿元)	88.58	84.14	82.47
短期债务(亿元)	5.06	0.66	0.00
长期债务(亿元)	38.15	33.24	33.32
全部债务(亿元)	43.21	33.90	33.32
营业收入(亿元)	8.44	5.41	5.47
利润总额(亿元)	3.07	2.22	2.31
EBITDA(亿元)	3.39	2.76	2.90
经营性净现金流(亿元)	0.37	13.74	0.97
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.39	0.21	0.20
存货周转次数(次)	0.09	0.05	0.06
总资产周转次数(次)	0.06	0.04	0.04
现金收入比(%)	55.97	532.97	94.48
营业利润率(%)	15.88	16.92	16.21
总资本收益率(%)	2.31	4.32	3.44
净资产收益率(%)	3.41	2.59	2.71
长期债务资本化比率(%)	30.11	28.32	28.77
全部债务资本化比率(%)	32.79	28.72	28.77
资产负债率(%)	37.68	37.80	37.05
流动比率(%)	923.79	840.25	837.15
速动比率(%)	365.59	323.70	422.54
经营现金流动负债比(%)	2.49	90.06	6.73
全部债务/EBITDA(倍)	12.76	12.30	11.47

注：2017 年审计报告对 2016 年财务数据存在差错调整。

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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

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+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 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。