

湘潭市两型社会建设投融资有限公司

**2014 年 12 亿元公司债券
信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

本评级机构同意将本信用评级报告作为发行主体申请发行本次债券所必备的法定文件，随其他材料一起提交相关监管部门审查，并依法对其承担责任。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

湘潭市两型社会建设投融资有限公司

2014年12亿元公司债券信用评级报告

本期公司债券信用等级：AA
 评级展望：稳定
 债券期限：7年

发行主体长期信用等级：AA
 发行规模：12亿元
 评级日期：2014年02月18日



评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对湘潭市两型社会建设投融资有限公司（以下简称“湘潭两型投”或“公司”）本次拟发行的12亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级是鹏元基于湘潭两型投的运营环境、经营竞争状况、财务实力以及地方政府实力等因素综合评估确定的。

主要财务指标：

	2012年	2011年	2010年
总资产(万元)	1,084,831.80	615,599.81	398,229.16
归属于母公司所有者权益合计(万元)	766,826.70	480,095.19	301,497.64
资产负债率	27.34%	21.70%	24.06%
流动比率	16.53	142.25	3.11
速动比率	7.04	70.22	3.11
营业收入(万元)	75,305.16	55,459.76	33,315.14
营业外收入(万元)	18,000.00	15,000.00	9,000.00
利润总额(万元)	22,370.08	21,478.55	11,922.65
总资产回报率	3.20%	5.18%	3.93%
EBITDA(万元)	36,224.58	29,616.71	18,273.27
EBITDA 利息保障倍数	2.94	4.52	7.57
经营活动现金流净额(万元)	37,470.39	-54,000.33	2,536.26

资料来源：公司审计报告

正面：

- 湘潭位于长株潭城市群中心地带，近年工业化和城市化进程较快，带动财政收入较快增长，为公司提供了较好的外部环境；
- 公司作为湘潭两型投区基础设施建设主体，在政策与资金方面得到政府的大力支持；
- 公司资产质量相对较好，负债结构有所改善，财务安全性较好。

关注：

- 湘潭市本级财政对上级补助收入的依赖程度较高；
- 公司收入来源较为单一，易受系统风险影响而产生波动；
- 公司募投项目投资规模较大，加大了公司的资金压力；
- 目前土地市场交易存在波动，可能对公司土地资产的变现能力和价值产生一定影响；
- 公司大部分投资性房地产均用于银行贷款抵押担保，财务弹性受限；
- 公司总资产回报率有所下降，盈利能力有限；
- 公司利润对政府补贴有较大依赖；
- 公司经营活动净现金流量表现不稳定；
- 公司投资现金流流出规模较大，资金面趋紧，较为依赖外部融资；
- 公司长期银行借款规模较大，长期偿债压力有所增大。

分析师

姓名：陈远新 林心平

电话：0755-82872863

邮箱：chenyx@pyrating.cn

一、发行主体概况

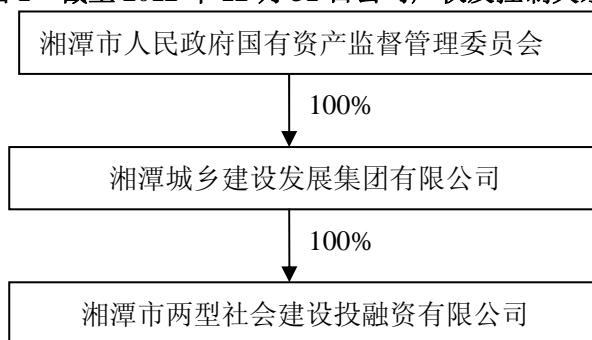
公司成立于 2009 年 6 月 3 日，系根据湘潭市财政局文件《关于成立“两型社会”建设投融资有限公司的请示》（潭财办[2009]6 号文），由湘潭市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“湘潭国资委”）出资组建的国有独资有限责任公司。

公司注册资本 110,000 万元，2009 年 6 月公司收到第一期出资 22,300 万元；2012 年 3 月 5 日，公司收到湘潭国资委第二期出资，其中货币出资 11,000 万元，资本公积转增资本 76,700 万元。

2012 年 7 月，根据潭国资【2012】27 号文，湘潭国资委将公司 100% 的股权划归湘潭城乡建设发展集团有限公司（以下简称“湘潭城建”）持有，湘潭城建成为公司的控股股东。湘潭城建是由湘潭国资委于 2012 年 6 月成立的国有独资公司。

截至 2012 年 12 月 31 日，公司实收资本为 110,000 万元，实际控制人是湘潭国资委。

图 1 截至 2012 年 12 月 31 日公司产权及控制关系



资料来源：公司审计报告

目前，公司主要负责湘潭市特重大城市基础设施项目的投资、融资和建设等，以及开展保障性住房建设业务。截至 2012 年 12 月 31 日，公司拥有子公司 2 家，为湘潭市兴城置业有限公司和开元发展（湘潭）投资有限责任公司，具体情况如下：

表 1 截至 2012 年底公司下属子公司情况

子公司名称	经营范围	实收注册资本（万元）	公司持股比例	纳入合并报表时间
湘潭市兴城置业有限公司	土地整理、建筑装潢、城市基础设施与交通基础设施建设	10,000	71.01%	2010-2012 年
开元发展（湘潭）投资有限责任公司	城市基础设施、配套项目的投资及建设；房地产开发经营等	40,000	51.00%	2012 年

资料来源：公司审计报告

截至 2012 年 12 月 31 日，公司资产总额 1,084,831.80 万元，归属于母公司所有者权益

合计 766,826.70 万元，资产负债率为 27.34%；2012 年度公司实现营业收入 75,305.16 万元，利润总额 22,370.08 万元，经营活动现金净流入 37,470.39 万元。

二、本期债券概况

债券名称：2014 年湘潭市两型社会建设投融资有限公司公司债券；

发行总额：人民币 12 亿元；

债券期限和利率：本期债券为固定利率债券；

还本付息方式：本期债券为 7 年期，同时附加本金提前偿付条款，在债券存续期的第 3、4、5、6、7 年末分别按照债券发行总额 20%、20%、20%、20%、20% 的比例偿还债券本金。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金为 12 亿元人民币，投资项目具体情况如下：

表 2 募集资金投资项目一览表（单位：亿元）

项目名称	总投资	拟使用募集资金	拟使用募集资金占总募集资金比例	项目审批情况
湘潭市火车站片棚户区改造建设项目	18.21	9.00	75%	潭发改投【2012】191 号 湘潭市【2012】政土字第 01 号 潭环函【2012】116 号
湘潭市火车站片区撤洪渠改造工程项目	6.88	3.00	25%	潭发改投【2012】192 号 湘潭市【2012】政土字第 02 号 潭环函【2012】117 号
合计	25.09	12.00	100.00%	-

资料来源：公司提供

（一）湘潭市火车站片棚户区改造建设项目

1、项目建设内容

项目地处湘潭市雨湖区旧城区，该片区位于湘黔线以南，地处由广云路、湖岭路、杨家湾路、新建路、韶山东路围和区域和一环东路、广云路、建设北路围和区域。项目拟占地 645,039.98m²。项目主要建设内容为：新建安置房建筑面积为 454,420.62m²，安置区拟用地面积 399,481.98m²，分四期建设。

2、项目投资规模

项目总投资 18.21 亿元，计划使用募集资金 9 亿元，项目建设期为 5 年，2012 年 5 月开工。

(二) 湘潭市火车站片区撇洪渠改造工程项目

1、项目建设内容

项目位于湘潭市火车站片区，一级撇洪渠西起詹岳路，东至江南大道渠段；二级撇洪渠西起护潭西路连接一级撇洪渠，东至湘江出口闸全段。

项目主要建设内容为：(1) 河道改造工程：一级渠新开渠道（绕渠）1.28 公里；二级渠河道治理 4.79 公里，河道清淤深度 2.5m，新建浅水坝 3 处，新建节制阀 1 处，改造二级渠出口阀 1 处，治涝泵站扩建 1 处，充分满足撇洪渠防洪、治污、排水等城市功能的需求。(2) 道路工程：二级渠南北两侧各修建一条景观大道，道路全长 9.58 公里，规划断面为一幅路，路幅宽 37 米。

2、项目投资规模

项目总投资 6.88 亿元，计划使用募集资金 3 亿元，项目建设期为 3 年，2012 年下半年开工。

四、运营环境

湘潭位于长株潭城市群中心地带，近年工业化和城市化进程较快，经济发展态势良好

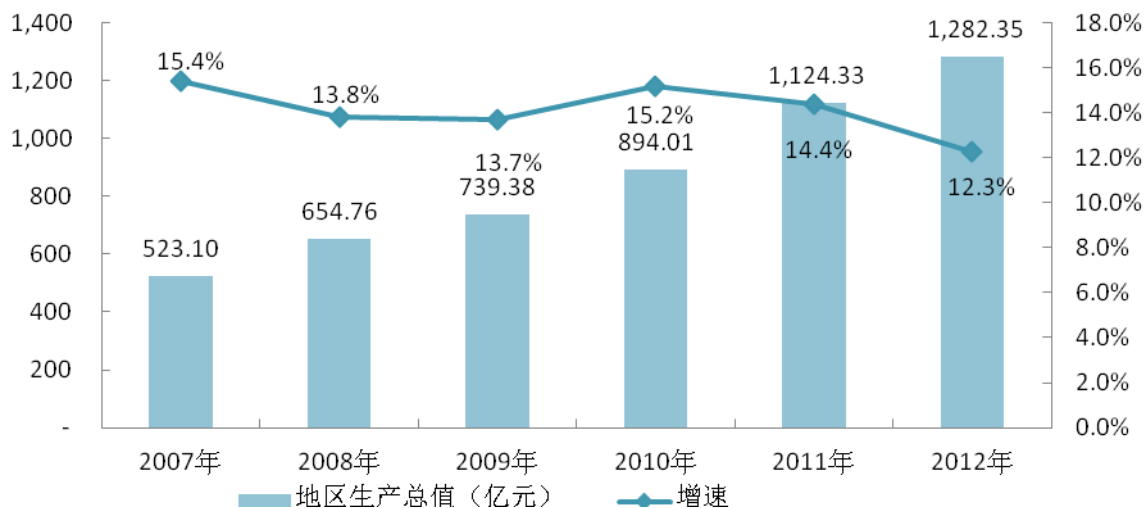
湘潭市位于湖南省中部偏东，现辖湘乡市、韶山市、湘潭县和雨湖区、岳塘区两个城区，全市总面积 5,015 平方公里，2010 年末总人口 274.85 万，其中市区面积 657 平方公里，市区人口 95.8 万。湘潭市交通条件良好，京港澳高速公路长潭段及湘黔线、京广线等多条铁路横贯，同时沪昆高铁和长株潭城际铁路正在建设当中，未来湘潭市的交通能力和经济辐射范围将得到进一步的提升。

湘潭与长沙、株洲作为长株潭城市群的三大主体城市，系湖南省经济、政治、文化最发达的地区。湖南作为国家“中部崛起”战略规划的重要组成部分，其重点是做强长株潭城市群，建设湘中经济走廊，实行南向战略，积极承接珠三角产业转移，参与泛珠三角合作，扩大与港澳地区交流。湘潭作为湖南省经济发展核心区域之一，拥有广阔的发展前景。近年来，在“中部崛起”和“长株潭一体化”等重大机遇的推动下，湘潭市通过实施“强工富市、开放带动、科教兴市”三大战略，推进“新型工业化、新型城市化和农业产业化”三化进程，

着力打造“湖南先进装备制造业、湘中南现代物流中心、长株潭生态休闲旅游业”三个基地，全市经济保持了持续快速增长的势头。

2012年，湘潭市实现地区生产总值1,282.35亿元，同比增长12.3%。从结构看，第一产业增加值110.50亿元，增长4.1%；第二产业增加值765.65亿元，增长13.3%；第三产业增加值406.20亿元，增长13.1%。得益于“强工富市”的发展战略，湘潭市的工业实力进一步提升，同时第三产业发展良好，为湘潭市的经济发展提供了强劲的后继动力。2012年，全市三次产业结构由2011年的9.1：59.5：31.4调整为8.6：59.7：31.7，工业占比进一步增加。工业规模的增大和城市化的推进带动了湘潭市固定资产投资的增长，2012年全市固定资产投资893.86亿元，同比增长37.5%，其中房地产开发投资93.81亿元，增长30.1%。

图2 2007-2012年湘潭市地区生产总值及增速



资料来源：湘潭市 2007-2012 年国民经济与社会发展统计公报

湘潭是湖南省重要的传统工业城市，工业体系比较齐全，其中先进装备、新能源、电子信息、汽车及零部件、食品产业、精品钢材及深加工产业系湘潭市的六大重点产业，2012年六大重点产业实现工业增加值440.66亿元，占当年全市地区生产总值的比重为34.4%。

五、地方财政实力

湘潭市本级财政收入增长较快，整体财政实力不断增强

近年来湘潭市经济发展较快，带动了地方财政收入的增长。2012年，湘潭全市一般预算收入为84.78亿元，较2010年增长了78.94%；国有土地使用权出让收入为6.03亿元，较2010年增长了3.00%。从结构看，一般预算收入和转移支付的贡献度较大，全市财政对国

有土地使用权出让收入的依赖程度较低。

2012年，湘潭市本级地方综合财力为86.90亿元，较2010年增长43.60%，其中税收收入增长较快，表明湘潭市财政的稳定性和持续性日益提高，同时随着湘潭经济的发展，地方房地产市场发展良好，土地使用权的出让收入也逐年增加。

表3 2010-2012年湘潭全市及本级财政收入情况（单位：万元）

项目	2012年		2011年		2010年	
	全市	市本级	全市	市本级	全市	市本级
（一）一般预算收入	847,788	458,101	646,882	352,016	473,793	265,603
1、税收收入	400,664	205,170	340,591	168,285	267,950	150,684
2、非税收入	447,124	252,931	306,291	183,731	205,843	114,919
（二）转移支付和税收返还收入	792,580	373,533	681,174	301,644	592,377	212,338
1、一般性转移支付收入	387,404	131,517	294,281	98,801	236,884	60,839
2、专项转移支付收入	343,514	208,704	324,998	163,721	295,572	119,726
3、税收返还收入	61,662	33,312	61,895	39,122	59,921	31,773
（三）国有土地使用权出让收入	60,345	20,004	83,492	43,929	58,590	45,964
（四）预算外财政专户收入	45,307	17,397	40,835	17,373	123,008	81,284
地方综合财力	1,746,020	869,035	1,452,383	714,962	1,247,768	605,189

注：地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）。

资料来源：湘潭市财政局

2012年，湘潭市本级一般预算收入占本级综合财力的比重为52.71%，较2010年提高了8.82个百分点。税收收入增长速度较快，其占一般预算收入的比重为44.79%。作为“中部崛起”和“长株潭一体化”的重点建设城市，湘潭市在财政方面得到上级财政的支持力度较大，湘潭市本级财政对上级补助收入的依赖程度较高。近年湘潭市房地产市场适度增长，湘潭市国有土地使用权出让收入在2010年得到了明显提高，2011年以来，受政策调控影响略有回调。

总体看，2010-2012年，湘潭市本级地方综合财力呈逐年增长态势。未来，依托长株潭一体化和湘潭市园区开发带来的经济协同效应，湘潭市本级财政实力有望进一步增强。

六、经营与竞争

公司近年来收入主要来自代建项目收入，收入来源较为单一，房屋租赁是公司收入的重要补充，但目前收入规模不大

公司是湘潭国资委全额出资的国有独资企业，是湘潭市特重大城市基础设施项目的投

资、融资和建设单位，并开展保障性住房建设业务等。2009 年以来，随着湘潭市城市建设进程的加速，城市公共设施建设投资力度不断加大，公司承担的城市基础设施项目逐年增多。2010-2012 年，公司完成或部分完成了包括湘潭市火车站改扩建、芙蓉大道城际主干道建设、创建国家园林城市工程、城市老年大学改扩建、湘潭市和平公园改扩建及配套设施建设、湘潭市双马垃圾场环境治理项目等在内的大中型基础设施项目的建设。

公司的基础设施项目的建设采取委托代建方式（BT）进行，即公司在项目开发建设之前与政府部门签订工程委托代建与回购协议，公司作为项目业主负责项目的投融资，并在规定的期限内完成项目的建设，委托单位根据协议的规定在建设期内分期向公司支付工程回购款，在项目建设结束之后由公司项目移交给委托单位，并办理相应的移交手续。回购款包括工程造价、管理成本、税费、融资成本、其他费用等 5 项。

表 4 2010-2012 年公司营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年		2010 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
代建项目收入	70,305.16	93.36%	51,513.12	92.88%	29,368.51	88.15%
租赁收入	5,000.00	6.64%	3,946.64	7.12%	3,946.64	11.85%
合计	75,305.16	100.00%	55,459.76	100.00%	33,315.14	100.00%

资料来源：公司提供

代建项目收入是公司收入的主要来源，收入来源较为单一。2010-2012 年，公司实现代建项目收入分别为 29,368.51 万元、51,513.12 万元、70,305.16 万元，占当期营业收入的比例均在 88% 以上。代建项目收入主要来自湘潭市火车站工程项目、创建国家园林城市工程项目、芙蓉大道工程项目、和平公园改扩建及配套设施项目、双马垃圾场环境治理项目等。截至 2012 年 12 月 31 日，公司在建的代建项目主要有湘潭火车站工程项目、和平公园改扩建及配套设施项目、双马垃圾场环境治理项目等，预计总投资 24.41 亿元，未来公司代建项目收入持续性较好。

除代建项目收入外，房屋租赁是公司收入的重要补充，但目前收入规模不大。公司与湘潭市财政资产管理处（以下简称“资产处”）签订了《资产租赁合同》，将公司名下的 147 处房产出租给资产处使用，总面积约 203,246.78 平方米，租赁期限自 2009 年 9 月 30 日至 2019 年 9 月 30 日。2010-2012 年，公司分别获得租赁收入为 3,946.64 万元、3,946.64 万元和 5,000.00 万元。

作为湘潭市基础设施建设主体，政府在资产注入和财政补贴上给予公司大力支持，保障了公司的可持续发展能力

为增强公司的融资功能，保障公司的可持续发展能力，湘潭市政府通过资产注入和财政补贴等方式给予了公司大力支持。根据潭府阅[2009]88号文，政府注入房产 219 处，评估价值 26.19 亿元，其中部分房产出租，每年可以带来一定的租赁收入。

在土地资产注入方面，湘潭市政府先后注入公司位于湘潭市雨湖区护潭乡等的 18 宗土地使用权，面积合计 139.94 万平方米，土地评估价值 41.03 亿元。土地资产的注入，增强了公司的资本实力及财务弹性。

表 5 截至 2012 年底公司土地资产情况

土地使用证编号	宗地位置	使用权类型	地类用途	面积 (m ²)
潭国用(2011)第 19S01786 号	雨湖区护潭乡富强村、红星村、先锋乡金塘村和云塘集经会	划拨	城镇混合住宅	275,460.46
潭国用(2011)第 19S01787 号		划拨	商业	148,058.09
潭国用(2011)第 19S01788 号		划拨	商业	88,524.91
潭国用(2011)第 19S01789 号		划拨	城镇单一住宅	5,671.38
潭国用(2011)第 19S01790 号		划拨	城镇单一住宅	120,125.81
潭国用(2012)第 19S02034 号	西湖区	划拨	城镇混合住宅用地	138,493.09
潭国用(2012)第 19S02033 号	西湖区	划拨	城镇混合住宅用地	66,486.80
潭国用(2012)第 19S02035 号	西湖区	划拨	城镇混合住宅用地	87,632.43
潭国用(2012)第 19S01325 号	雨湖区护潭乡红星村、富强村	出让	商业用地	53,067.64
潭国用(2012)第 19S01326 号		出让	商业用地	53,100.90
潭国用(2012)第 19S01328 号		出让	城镇混合住宅用地	103,414.90
潭国用(2012)第 19S01327 号		出让	商业用地	103,825.37
潭国用(2012)第 19S05167 号	雨湖区护潭乡永红村、悦星村、先锋乡金塘村	出让	商业用地	9,221.65
潭国用(2012)第 19S05168 号		出让	商业用地	10,944.95
潭国用(2012)第 19S05169 号		出让	商业用地	5,575.62
潭国用(2012)第 19S05165 号		出让	商业用地	14,831.15
潭国用(2012)第 19S05166 号	岳塘区板塘乡等	出让	商业用地	5,636.90
潭国用(2012)第 19S12124 号		出让	城镇混合住宅用地	109,357.99
合 计				1,399,430.04

资料来源：公司提供

此外，为增强公司的资金实力，保证公司的顺畅运作，一方面湘潭国资委对公司进行增资 8.77 亿元，并于 2012 年 3 月全部到位，其中现金出资 1.10 亿元；另一方面市财政还给予公司财政补助，2010-2012 年公司获得财政补助收入分别为 9,000.00 万元、15,000.00 万元和 18,000.00 万元。

募投项目投资规模较大，加大了公司的资金压力，但是募投项目预期收入稳定，效益良好，并获得政府的支持，有利于保障公司的收入水平

除了代建业务和租赁业务外，公司还承担着湘潭市保障性住房的开发和建设。本期募投项目分别为湘潭市火车站片棚户区改造建设项目和湘潭市火车站片区撤洪渠改造工程项目，

总投资超过 25 亿元，投资规模较大。以公司目前的收入和现金流情况来看，公司资金压力较大。

但是火车站片棚户区改造建设项目建成后，以成本价加规定利润定向销售给安置户，安置房收入、配套用房收入、停车位收入、土地出让收入等各类收入预计总计 209,295.08 万元，保证了项目投资资金的回流，可为共带来较为稳定的经营性收入。火车站片区撤洪渠改造项目作为政府的公益性项目，湘潭市财政局明确从 2013 年开始至 2016 年，每年给予共不少于 7,500 万元的财政补贴，确保该项目的顺利实施。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所有限责任公司审计并出具标准无保留意见的2010-2012年的审计报告。公司审计报告均采用新会计准则编制。截至2012年底，公司纳入合并报表范围的子公司情况见表1。

资产结构与质量

近年公司资产规模快速增长，以流动资产为主，整体资产质量相对较好

近年来，由于政府对公司注入大量的房产和土地资产，使得公司资产规模快速增长。2010-2012 年公司资产复合增长率为 65.05%，截至 2012 年底，公司资产总额达 1,084,831.80 万元。从资产结构来看，流动资产的比重较大，截至 2012 年底，流动资产占总资产的 72.57%。

表 6 公司 2010-2012 年主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动资产合计	787,221.83	72.57%	323,253.71	52.51%	110,277.57	27.69%
其中：货币资金	151,302.33	13.95%	9,972.38	1.62%	14,681.61	3.69%
应收账款	86,200.79	7.95%	95,195.63	15.46%	43,682.51	10.97%
预付款项	15,806.92	1.46%	10,371.92	1.68%	20,920.00	5.25%
其他应收款	81,783.13	7.54%	44,034.43	7.15%	30,792.05	7.73%
存货	452,128.65	41.68%	163,679.35	26.59%	201.41	0.05%
非流动资产合计	297,609.97	27.43%	292,346.10	47.49%	287,951.59	72.31%
其中：长期股权投资	6,500.00	0.60%	6,000.00	0.97%	-	-

投资性房地产	126,229.33	11.64%	129,559.59	21.05%	132,889.85	33.37%
固定资产	114,526.12	10.56%	117,527.12	19.09%	120,523.78	30.26%
在建工程	50,345.72	4.64%	39,259.39	6.38%	34,537.96	8.67%
资产总计	1,084,831.80	100.00%	615,599.81	100.00%	398,229.16	100.00%

资料来源：公司审计报告

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货和其他应收款构成。截至 2012 年底，公司货币资金 151,302.33 万元，较上年末大幅增长，主要是长期借款大幅增加所致，货币资金不存在使用受限的情形。公司应收账款主要是应收湘潭市财政局的代建项目收入，其他应收款主要应收对象为湘潭市投融资债务管理中心和湘潭市城市建设投资经营有限责任公司等，考虑到应收对象有政府财政与政府信用做支撑，我们认为这部分债权的回收风险不大。截至 2012 年底，公司存货共计 452,128.65 万元，占资产总额的 41.68%；公司存货主要为土地资产，土地面积合计 139.94 万平方米，土地评估价值 41.03 亿元。但值得关注的是，目前土地市场交易存在波动，公司土地资产带来的收益可能受土地市场波动影响而存在一定的不确定性。

公司非流动资产主要为投资性房地产、固定资产及在建工程。根据潭府阅[2009]88 号文，湘潭市政府划拨给公司的位于岳塘区宝塔街道双拥中路 3 号等的 219 处房产（其中已抵押房产 119 处），面积合计 139.45 万平方米，评估价值为 26.19 亿元；其中，用于出租的 147 处房产按评估价值确认为投资性房地产，金额为 13.73 亿元，其余 72 处确认为固定资产，金额为 12.46 亿元。公司在建工程主要为火车站周边商业配套设施等。此外，公司还有长期股权投资 6,500.00 万元，主要是对湘潭市中科韶峰创业投资企业（有限合伙）和韶山润泽东方文化产业发展股份有限公司的投资，近年尚未给公司带来投资收益。

整体来看，公司资产规模增长迅速，以流动资产为主，整体资产质量相对较好。值得关注的是，公司大部分投资性房地产用于银行贷款抵押担保，资产所有权受限。

盈利能力

近年公司营业收入逐年增长，但收入来源较为集中，盈利能力有限

近年来公司营业收入逐年增长，2010-2012 年公司收入的年均复合增长率为 50.35%。公司收入主要来自于代建项目，收入来源较为集中。此外，公司还有部分租赁收入。2010-2012 年，公司获得租赁收入分别为 3,946.64 万元、3,946.64 万元、5,000.00 万元，虽然租赁收入的规模不大，但对公司收入来源的多元化有所帮助。

从利润水平来看，公司利润对政府补贴有较大依赖。2010-2012 年公司收到政府补贴收入分别为 9,000 万元、15,000 万元、18,000 万元，是公司利润的主要来源。2010-2012 年，公司实现利润总额分别为 11,922.65 万、21,478.55 万元、22,370.08 万元，利润规模稳步增加。

受财务费用大幅增长影响，2011 年、2012 年公司期间费用率较 2010 年明显增加，分别达 4.37% 和 11.26%。2012 年，公司总资产回报率有所下降，达 3.20%，显示公司盈利能力有待提高。未来随着火车站片棚户区改造建设项目建成，安置房、配套用房等实现销售收入，公司收入将有保障。

表 7 2010-2012 年公司盈利情况（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
营业收入(万元)	75,305.16	55,459.76	33,315.14
营业利润(万元)	4,370.08	6,478.55	2,922.65
营业外收入(万元)	18,000.00	15,000.00	9,000.00
利润总额(万元)	22,370.08	21,478.55	11,922.65
净利润(万元)	22,370.08	21,478.55	11,922.24
综合毛利率	18.33%	17.54%	9.92%
期间费用率	11.26%	4.37%	0.49%
总资产回报率	3.20%	5.18%	3.93%

资料来源：公司审计报告

现金流

近年公司经营活动净现金流量表现欠佳，投资支出较大，公司面临一定资金缺口

近年来，虽然公司收入稳步增长，但公司收现比波动较大，2010-2012 年分别为 0.12、0.07 和 1.14，使得公司经营活动净现金流量表现不稳定，2010-2012 年经营活动产生的现金流量净额分别为 2,536.26 万元、-54,000.33 万元、37,470.39 万元。2012 年公司经营活动现金流有所改善，主要是当年往来款净流入规模增加所致。

从投资现金流来看，随着湘潭市城市基础设施建设及募投项目的推进，公司仍需大量资金支出。近三年，公司投资现金流处于持续流出状态，使得公司资金面处于紧张局面。

筹资活动是公司资金的主要来源。目前公司主要的筹资渠道为银行借款和吸收股东投资，其中银行借款规模较大，使得公司偿债压力不断加大。随着湘潭城市开发建设的深入，预计公司对外部筹资的依赖程度将有所加强。2012 年 3 月，股东第二期增资到位，有助于缓解公司资金紧张的局面。

表 8 2010-2012 年公司现金流量情况（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
收现比	1.14	0.07	0.12
销售商品、提供劳务收到的现金	85,983.49	3,946.64	3,946.64
经营活动净现金流	37,470.39	-54,000.33	2,536.26
投资活动净现金流	-11,606.65	-8,738.72	-26,704.98
筹资活动净现金流	115,466.20	58,029.83	28,636.68
现金净增加额	141,329.95	-4,709.22	4,467.97

资料来源：公司审计报告

财务安全性

公司资产负债率较低，以长期负债为主

近年来公司负债总额不断增长，2010-2012 年负债的复合增长率为 79.52%，但公司的资产负债率仍保持在较低的水平，2010-2012 年资产负债率分别为 24.06%、21.70%、27.34%。这主要受益于近年来政府对公司不断注入房产与土地资产，使得公司的所有者权益增长迅速，可以较好地覆盖公司负债。2010-2012 年的公司权益复合增长率为 61.45%，2012 年底公司所有者权益达 788,242.53 万元。

公司负债主要由长期借款和专项应付款组成。截至 2012 年底，公司长期借款为 202,850.00 万元，主要是来自国家开发银行借款、兴业银行等中长期贷款。值得关注的是，公司在兴业银行的长期借款集中在 2015 年、2016 年偿付，在国家开发银行的借款集中在 2020 年、2021 年偿付，公司存在一定的偿付压力。

表 9 截至 2012 年底公司长期借款到期情况表（单位：万元）

年份	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2020 年	2021 年
偿还金额	4,000	31,000	58,900	49,000	37,150	22,800

资料来源：公司审计报告

公司专项应付款主要为市级统筹建设市政项目资金 26,451.84 万元、廉租房专项资金 10,830.48 万元、双马垃圾场专项资金 5,106.95 万元等，其他应付款主要是湘潭城乡建设发展水利投资有限公司 28,000.00 万元等，即时支付压力小。

表 10 2010-2012 年公司资本构成情况（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动负债合计	47,620.98	16.06%	2,272.37	1.70%	35,438.96	36.98%
其中：短期借款	-	-	-	-	5,000.00	5.22%
应付票据	13,057.12	4.40%	-	-	-	-

其他应付款	31,153.74	10.50%	876.90	0.66%	28,830.93	30.09%
非流动负债合计	248,968.29	83.94%	131,296.23	98.30%	60,392.41	63.02%
其中：长期借款	202,850.00	68.39%	108,950.00	81.57%	40,150.00	41.90%
专项应付款	46,118.29	15.55%	22,346.23	16.73%	20,242.41	21.12%
负债总额	296,589.27	100.00%	133,568.60	100.00%	95,831.37	100.00%

资料来源：公司审计报告

从主要偿债能力指标来看，2012 年公司流动比率及速动比率较高，但 2012 年底公司存货在流动资产中的占比达 41.68%，处于较高水平，考虑到公司存货主要为土地资产，变现速度较慢，受国家房地产市场调控政策影响，其变现的难度也有所增加，我们认为公司短期偿债能力有待加强。

随着借款的增加，公司有息负债规模明显提高，EBITDA 利息保障倍数有所下降，公司长期偿债压力有所增大。

表11 2010-2012年公司主要偿债能力指标

	2012年	2011年	2010年
资产负债率	27.34%	21.70%	24.06%
所有者权益合计（万元）	788,242.53	482,031.21	302,397.80
流动比率	16.53	142.25	3.11
速动比率	7.04	70.22	3.11
EBITDA 利息保障倍数	2.94	4.52	7.57

资料来源：公司审计报告

八、本期债券条款分析

本期债券在存续期的第 3 至第 7 个计息年度末分别偿还债券本金的 20%，利息则每年支付一次。这种分期还本付息的方式设置较为合理，可有效避免集中支付的压力。

本期债券偿债资金将主要来源于公司日常经营活动产生的现金收入，同时，公司将通过调动土地资产变现、银行间接融资等手段提供补充偿债资金。

2010-2012 年公司分别实现净利润 11,922.24 万元、21,478.55 万元和 22,370.08 万元，三年平均净利润为 18,590.29 万元，能够覆盖本期债券一年的利息。本期债券募集资金将主要投向湘潭市火车站片棚户区改造建设项目和湘潭市火车站片区撤洪渠改造工程项目。

湘潭市火车站片棚户区改造建设项目建成后，以成本价加规定利润定向销售给安置户，安置房收入、配套用房收入等各类收入将给公司带来较为可观的经营收入。其中，安置房住宅面积 390,780 平方米，售价按 3,000 元/平方米估算，安置房销售收入 117,234 万元；配套

商业用房面积 8,608.44 平方米，售价按 8,000 元/平方米估算，配套商业用房收入 6,886.76 万元；地下车库 3,197 个，售价按 80,000 元/个估算，车库销售收入 25,576 万元。可出让土地面积 180,844.31 平方米，折合 271.27 亩，单价 313.86 万元/亩；上缴基金、税费按土地出让收入的 30% 估算，土地出让净收入 59,598.33 万元。各类收入预计总计 209,295.08 万元。

湘潭市火车站片区撇洪渠改造项目作为政府的公益性项目，湘潭市政府出具了《关于湘潭市两型社会建设投融资有限公司承建湘潭市火车站片区撇洪渠改造工程项目安排偿债准备金及财政拨款的决定》，未来四年内，在每年政府偿债准备金专户中安排给予公司不少于 1.2 亿元的偿债准备金，同时给予公司不少于 0.75 亿元的财政补贴，将为本期债券本息的偿还提供较好的保障。

但也应关注到，公司盈利对财政补贴的依赖程度较大，且经营活动净现金流存在一定的波动，而本期债券本息偿还期间公司银行借款部分年份存在集中偿还的情形，可能会给本期债券的本息偿还造成一定的支付压力。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2012年	2011年	2010年
货币资金	151,302.33	9,972.38	14,681.61
应收账款	86,200.79	95,195.63	43,682.51
预付款项	15,806.92	10,371.92	20,920.00
其他应收款	81,783.13	44,034.43	30,792.05
存货	452,128.65	163,679.35	201.41
流动资产合计	787,221.83	323,253.71	110,277.57
长期股权投资	6,500.00	6,000.00	0.00
投资性房地产	126,229.33	129,559.59	132,889.85
固定资产	114,526.12	117,527.12	120,523.78
在建工程	50,345.72	39,259.39	34,537.96
无形资产	1.00	0.00	0.00
长期待摊费用	7.80	0.00	0.00
非流动资产合计	297,609.97	292,346.10	287,951.59
资产总计	1,084,831.80	615,599.81	398,229.16
短期借款	0.00	0.00	5,000.00
应付票据	13,057.12	0.00	0.00
应付账款	900.00	900.00	1,332.56
预收款项	1,683.49	0.00	0.00
应付职工薪酬	56.00	0.00	0.00
应交税费	770.63	495.47	275.47
其他应付款	31,153.74	876.90	28,830.93
流动负债合计	47,620.98	2,272.37	35,438.96
长期借款	202,850.00	108,950.00	40,150.00
专项应付款	46,118.29	22,346.23	20,242.41
非流动负债合计	248,968.29	131,296.23	60,392.41
负债合计	296,589.27	133,568.60	95,831.37
实收资本（股本）	110,000.00	22,300.00	22,300.00
资本公积	595,477.21	418,935.98	261,881.12
盈余公积	6,169.81	3,901.53	1,731.54
未分配利润	55,179.68	34,957.68	15,584.97
归属于母公司所有者权益合计	766,826.70	480,095.19	301,497.64
少数股东权益	21,415.82	1,936.03	900.16
所有者权益合计	788,242.53	482,031.21	302,397.80
负债和所有者权益总计	1,084,831.80	615,599.81	398,229.16

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
一、营业总收入	75,305.16	55,459.76	33,315.14
其中：营业收入	75,305.16	55,459.76	33,315.14
减：营业总成本	70,935.07	48,981.21	30,394.07
其中：营业成本	61,505.49	45,733.35	30,011.11
营业税金及附加	275.00	220.02	220.02
销售费用	26.15	0.00	0.00
管理费用	961.14	643.86	193.87
财务费用	7,490.55	1,782.33	-30.94
资产减值损失	676.74	601.64	0.00
加：投资收益（损失以“—”号填列）	0.00	0.00	1.57
二、营业利润（亏损以“—”号填列）	4,370.08	6,478.55	2,922.65
加：营业外收入	18,000.00	15,000.00	9,000.00
三、利润总额（亏损总额以“—”号填列）	22,370.08	21,478.55	11,922.65
减：所得税费用	0.00	0.00	0.41
四、净利润（净亏损以“—”号填列）	22,370.08	21,478.55	11,922.24
归属于母公司所有者的净利润	22,490.28	21,542.69	11,922.07
少数股东损益	-120.20	-64.14	0.16

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2012年	2011年	2010年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	85,983.49	3,946.64	3,946.64
收到其他与经营活动有关的现金	72,148.88	30,945.03	31,800.52
经营活动现金流入小计	158,132.37	34,891.66	35,747.15
购买商品、接受劳务支付的现金	87,548.17	31,666.84	19,909.14
支付给职工以及为职工支付的现金	278.79	119.45	38.40
支付的各项税费	1.75	3.45	0.00
支付其他与经营活动有关的现金	32,833.27	57,102.25	13,263.35
经营活动现金流出小计	120,661.98	88,891.99	33,210.89
经营活动产生的现金流量净额	37,470.39	-54,000.33	2,536.26
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	0.00	0.00	700.00
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	1.57
投资活动现金流入小计	0.00	0.00	701.57
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	11,106.65	2,738.72	26,706.55
投资支付的现金	500.00	6,000.00	700.00
投资活动现金流出小计	11,606.65	8,738.72	27,406.55
投资活动产生的现金流量净额	-11,606.65	-8,738.72	-26,704.98
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	30,600.00	0.00	900.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	0.00	0.00	900.00
取得借款收到的现金	101,012.00	68,800.00	40,150.00
筹资活动现金流入小计	131,612.00	68,800.00	41,050.00
偿还债务支付的现金	7,112.00	5,000.00	10,000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	9,033.80	4,775.17	2,413.32
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	995.00	0.00
筹资活动现金流出小计	16,145.80	10,770.17	12,413.32
筹资活动产生的现金流量净额	115,466.20	58,029.83	28,636.68
四、汇率变动对现金的影响			
五、现金及现金等价物净增加额	141,329.95	-4,709.22	4,467.97

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2012年	2011年	2010年
净利润	22,370.08	21,478.55	11,922.24
加：资产减值准备	676.74	601.64	0.00
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	6,363.65	6,355.83	6,350.62
无形资产摊销	0.30	0.00	0.00
财务费用	7,490.55	1,782.33	-30.94
投资损失	0.00	0.00	-1.57
存货的减少	-33,664.80	-6,068.71	-201.41
经营性应收项目的减少	-34,888.06	-54,207.42	-40,508.54
经营性应付项目的增加	69,121.93	-23,942.55	25,005.87
经营活动产生的现金流量净额	37,470.39	-54,000.33	2,536.26

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	(应收账款+应收票据) 周转天数 (天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期初应收票据} + \text{期末应收账款余额} + \text{期末应收票据}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	存货周转天数 (天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	(应付账款+应付票据) 周转天数 (天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期初应付票据} + \text{期末应付账款余额} + \text{期末应付票据}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	固定资产周转天数	$[(\text{期初固定资产净额} + \text{期末固定资产净额} + \text{期初投资性房地产净额} + \text{期末投资性房地产净额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	净营业周期 (天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	现金流流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

二、债务人长期信用等级符号及定义

符 号	定 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。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

三、展望符号及定义

类 型	定 义
正 面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳 定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负 面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。