

湖南高新创业投资集团有限公司

**2014 年公司债券 2016 年跟踪
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。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

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。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

报告编号：
鹏信评【2016】跟踪第
【563】号 01

债券剩余规模：
4.1 亿元

债券到期日期：
2021 年 3 月 12 日

债券偿还方式：
每年付息一次，到期一
次还本，最后一期利息
随本金的兑付一起支
付。附第五年末公司上
调票面利率选择权及投
资者回售选择权

分析师

姓名：
钟继鑫 王一峰

电话：
0755-82872242

邮箱：
zhongjx@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

湖南高新创业投资集团有限公司 2014 年公司债券 2016 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2016 年 06 月 26 日	2015 年 06 月 28 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对湖南高新创业投资集团有限公司（以下简称“湖南高新”或“公司”）及其 2014 年 3 月 12 日发行的 4.10 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的 2016 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到跟踪期内国内创业投资市场进一步回暖、股权项目投资的退出渠道有所拓宽、公司所持上市公司股票为公司带来较高收益；同时也关注到公司已投资项目能否盈利具有较大不确定性、有息债务规模较大、投资活动现金流能否持续表现较好存在不确定性等风险因素。

正面：

- 创业投资市场进一步回暖，在募资、投资、退出方面快速增长。受经济改革加速、资本市场制度建设进一步完善等多重利好因素影响，2015 年创业投资市场的基金募资、投资金额和数量以及退出数量快速增长，均达到 2011 年以来最高值。
- 股权项目投资的退出渠道有所拓宽。并购、新三板制度、私募股权基金等制度设计进一步完善，使得股权项目投资的退出渠道有所拓宽。
- 公司所持上市公司股票为公司带来较高收益，公司收入和利润双增长。2015 年，公司出售了上市公司金杯电工股份有限公司（以下简称“金杯电工”）股份 2,772 万股和湖南南岭民用爆破器材股份有限公司（以下简称“南岭民爆”）股份 338 万股，分别获得投资收益 10,671.77 万元和 2,727.29 万元，使得投资收益大幅增加，并带来公司收入和利润双增长。当前，公司仍持有上市公司快乐购物股份有限公

司（以下简称“快乐购”）的股票，使得未来处置长期股权投资的收益有所保障。

关注：

- **已投项目能否盈利具有较大不确定性。**公司存在部分项目亏损，截至 2015 年末，亏损有所增加，已投企业的经营面临多种风险，公司的投资损益具有较大不确定性；同时，公司持有的二级市场股票价格也受多种风险因素影响，投资收益存在波动性。
- **短期内公司投资收益可能有所下降。**公司目前持有的金杯电工股份较少；持有的快乐购股票，锁定较长；拟上市项目进程较为缓慢，拟退出项目取得的收益存在不确定性，短期内公司投资收益可能有所下滑。
- **有息负债保持较大规模，财务成本大幅增加，压缩公司利润空间。**2015 年，公司有息负债规模为 10.94 亿元，占总负债比重为 44.31%，保持较大规模，较多的利息支出造成财务成本大幅增加，压缩公司的利润空间。
- **投资活动产生的现金流能否保持较好表现存在不确定性。**由于公司所属的创业投资行业回报周期较长，且公司成立时间较短，项目退出尚未进入高峰期，未来投资活动产生的现金流能否保持较好表现存在不确定性。

主要财务指标：

项目	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	405,940.31	363,153.36	291,433.62
所有者权益合计（万元）	159,150.86	157,289.44	127,181.81
有息债务（万元）	109,350.00	114,680.00	62,180.00
资产负债率	60.79%	56.69%	56.36%
流动比率	3.28	1.54	0.87
速动比率	3.24	1.52	0.85
营业总收入（万元）	16,028.01	12,178.40	5,184.15
营业利润（万元）	5,089.88	2,237.11	-563.82
利润总额（万元）	5,036.49	2,407.47	-510.78
总资产回报率	3.40%	2.57%	1.12%
EBITDA（万元）	14,594.28	9,902.22	4,128.08
EBITDA 利息保障倍数	1.81	1.65	1.26
投资活动现金流净额（万元）	59,014.26	-6,412.65	-28,215.78

资料来源：公司 2013 年、2015 年审计报告，鹏元整理

一、债券本息兑付及募集资金使用情况

经《国家发展改革委关于湖南高新创业投资集团有限公司债券核准的批复》（发改财金[2014]265号字）批准，公司于2014年3月12日公开发行4.10亿元公司债券，债券期限7年，发行利率为8.50%。

本期债券起息日为2014年3月12日，按年计息，每年付息一次。附公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，在本期债券存续期限的第5年末，公司可行使上调票面利率选择权，上调票面利率0至100个基点（含本数）。截至2016年5月31日，本期债券已付息两次。

表 1 截至 2016 年 5 月 31 日本期债券本息兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2015 年 3 月 12 日	0	3,485.00	41,000.00
2016 年 3 月 12 日	0	3,485.00	41,000.00
合 计	0	6,970.00	-

资料来源：公司公告，鹏元整理

截至2016年5月31日，本期债券募集资金已全部用于补充公司参与设立的创业投资基金企业的资本规模和专项投资小微企业。

二、发行主体概况

截至2015年底，公司名称、控股股东和实际控制人未发生变化，注册资本仍为20亿元，实收资本仍为112,516.00万元。

表 2 截至 2015 年底公司注册资本、控股股东及实际控制人情况

项目	截至 2015 年 12 月 31 日	截至 2014 年 12 月 31 日
注册资本	200,000.00 万元	200,000.00 万元
实收资本	112,516.00 万元	112,516.00 万元
控股股东	湖南省人民政府	湖南省人民政府
控股股东持股比例	100%	100%
实际控制人	湖南省人民政府	湖南省人民政府

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

2015年公司主营业务无重大变化，纳入合并范围的子公司新增一家，减少一家。

表 3 2015 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

2015 年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	取得方式
-------	------	------	------	------

上海高新创投泉之眼资产管理有限公司	100%	1,000	投资咨询等	股权转让
-------------------	------	-------	-------	------

2015 年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	原因
北京湘财福地酒楼有限责任公司	100%	50	制售中餐，百货销售	资产划转

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

截至2015年12月31日，公司资产总额为40.59亿元，归属于母公司的所有者权益为15.63亿元，资产负债率为60.79%；2015年度，公司实现营业总收入1.60亿元，利润总额0.50亿元，投资活动现金流净额5.90亿元。

三、运营环境

近年经济改革加速、资本市场制度建设进一步完善，拓宽了股权项目投资的退出渠道，带动了天使投资、创投、私募股权投资市场的进一步回暖，募资、投资、退出方面均出现不同程度的快速增长

近年来，新一代信息技术革命正在逐渐融合传统行业，创业创新增多，给予股权投资更多的投资标的，尤其互联网、电信及其增值服务、IT、生物医药等新兴行业；同时，基于当前的宏观经济环境与并购、新三板制度进一步完善、私募股权基金等制度设计的完善，股权项目投资的退出渠道得以拓宽。受此影响，2015年中国天使投资、VC、PE市场呈现回升趋势，募资、投资金额和数量以及退出数量均同比呈现大幅增长。

清科研究中心发布的2015年股权投资市场报告显示：募资方面，2015年（前11个月数据汇总）天使投资、VC、PE共募集完成2,696支基金，披露的总募资金额达到1,207.74亿美元，同比2014年分别增长261.88%和44.95%；投资方面，2015年天使投资、VC、PE共完成8,107起交易，披露交易金额为824.86亿美元，同比2014年增长123.58%和15.76%；退出方面，受新三板进一步完成市场化公开化的运作模式，2015年总退出案例达到3,249笔，同比2014年增长283.14%，其中新三板退出成为主要退出方式，占比达44.4%。随着并购制度的优化，2015年中国并购市场火热，并购规模创历年新高，共完成并购案例2,692起，同比2014年大幅增长39.6%，披露金额的并购案例涉及交易金额1.04万亿元，同比增长44.0%。

表 4 近年我国各类股权投资募集、投资、退出情况（单位：支或笔、亿美元）

类别	项目	2015 年		2014 年		2013 年		2012 年		2011 年	
		数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额
天使投资	募集	124	31.35	39	10.73	30	3.82	20	4.41	13	2.53
	投资	2,075	15.69	766	5.29	169	2.00	136	0.56	176	1.57

	退出	83	-	18	-	-	-	-	-	-	-
创业投资	募集	597	307.44	258	191.18	199	68.89	252	93.19	382	187.20
	投资	3,445	199.17	1,917	169.68	1,148	65.72	1,071	73.25	1,505	130.22
	退出	1,813	-	444	-	230	-	246	-	456	-
私募股权投资	募集	1,975	868.96	448	631.29	349	345.06	369	253.13	235	388.57
	投资	2,587	610.00	943	537.57	660	244.83	680	197.85	695	275.97
	退出	1,353	-	386	-	228	-	177	-	150	-

注：1、募集数量单位为支，投资与退出数量单位为笔；2、上述金额仅含已披露金额的交易，发生数量包含未披露交易金额的交易；3、2011 年是天使投资的元年，2013 年为天使投资的转折之年，当年天使投资协议设立，天使投资增加，由于天使投资在我国的发展时间尚短，未有对退出情况的统计；4、金额数据按照各年年末当天人民币汇率中间价统一转换为以美元为计量单位。

资料来源：公开资料，鹏元整理

分类来看，2015年我国新募集的天使投资基金124支，募集金额31.35亿美元（金额仅含已披露金额的交易，发生数量包含未披露交易金额的交易，下同），同比2014年增长217.95%、192.17%，大幅超过2014年的水平。天使投资交易2,075起，投资金额超过15.69亿美元，同比分别增长170.89%、196.60%。互联网、电信及增值业务以及IT行业为天使投资的主要投资行业。其中互联网行业共发生1,030起投资案例，共披露金额50亿元人民币；电信及增值业务共发生327起投资案例，披露金额13.12亿元人民币；IT行业位居第三，共181家企业获得共计9.2亿元投资。天使投资退出交易83笔，同比2014年大幅增长361.11%，受2015年上半年IPO审批加速和新三板低门槛、审批快的影响，2015年天使投资共实现6笔IPO退出及43笔新三板挂牌退出。

2015年我国创投市场共计新募集基金597支，募集总金额达到307.44亿美元，同比分别增长131.40%、60.81%。创业投资共发生3,445起，投资总金额199.17亿美元，同比分别增长79.71%、17.38%，其中互联网行业以1,051起交易及396.94亿元的投资规模位列第一。创业投资退出1,813笔，是2014年全年的4.09倍，通过新三板挂牌方式退出共929笔，占比51.2%，为2015年的主要退出方式，新三板挂牌退出占据退出市场“半壁江山”，通过并购、IPO方式退出分别为280笔、257笔。

2015年（前11个月数据汇总）PE投资新募集基金1,975支，披露募资金额合计868.98亿美元，同比分别增长340.85%、37.65%。PE投资共计完成2,587起，披露投资金额共计610亿美元，同比分别增长174.34%、13.47%，其中互联网投资案例披露412起共计投资73.79亿美元，依然为投资最集中的行业。PE投资退出共计1,353笔，其中新三板退出案例数达到551笔，占比40.7%；IPO退出案例共247笔，主要来自于2015年上半年。

四、经营与竞争

处置长期股权投资产生的投资收益是公司重要的收入来源；所持上市公司股票仍将为公司带来较高收益，但短期内投资收益可能有所下滑

公司是湖南省人民政府批准成立的全省唯一省级国有独资专业创投机构，是以创业投资为核心，覆盖“融、投、管、退”在内的全产业链条的综合性投资集团，业务主要包括直接股权投资和基金投资，利润主要来源于投资收益。公司目前重点发展基金投资，其中侧重于自有基金，规模已达100亿左右；管理基金主要为湖南省引导基金，规模10亿元。公司按照出资比例收取管理费，管理费率在基金合伙协议或章程中约定，一般为基金实际规模的1.5%-2.5%；期限根据所投资行业不同设定，一般为5-7年；基金到期后，公司获取基金收益中的20%。

2015年，公司实现营业总收入16,028.01万元，同比增长31.61%，其中由基金管理费和投资咨询费构成的营业收入为1,311.38万元，同比下降53.40%，主要是由于2015年公司投资咨询费大幅减少；投资收益14,716.64万元，同比大幅增加57.16%，主要由于2015年公司出售金杯电工和南岭民爆的股份所致。投资收益占公司总收入比例为91.82%，是最主要的收入来源。

表 5 2014-2015 年公司营业总收入构成（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
一、营业总收入	16,028.01	12,178.40
其中：营业收入	1,311.38	2,814.09
投资收益	14,716.64	9,364.32

资料来源：公司2015年审计报告，鹏元整理

2015年，公司投资收益主要为处置长期股权投资收益，并有部分为权益法核算的长期股权投资公允价值变动收益。处置长期股权投资产生投资收益主要来自于出售上市公司金杯电工股份2,772万股，获得投资收益10,671.77万元；出售的南岭民爆股份338万股，获得投资收益2,727.29万元。2015年权益法核算的长期股权投资收益为948.99万元，大幅减少88.93%，主要为多数所投项目企业盈利下降甚至有所亏损所致。

表 6 2014-2015 年公司投资收益构成（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
权益法核算的长期股权投资收益	948.99	8,576.47
处置长期股权投资产生的投资收益	13,399.06	0
持有至到期投资在持有期间的投资收益	0	150.00
处置持有至到期投资取得的投资收益	0	501.91
其他	368.59	135.94

合 计	14,716.64	9,364.32
-----	-----------	----------

资料来源：公司2015年审计报告，鹏元整理

截至2015年底，公司持有金杯电工股票30万股，南岭民爆股份已全部出售完毕，同时持有上市公司快乐购2.49%的股份；公司所投公司湖南华声在线网络传播有限公司（以下简称“华声在线”）、体坛传媒集团股份有限公司（以下简称“体坛传媒”）、湖南恒至凿岩科技有限公司（以下简称“恒至凿岩”）拟上市。

表 7 截至 2015 年底公司持有的部分已上市公司和拟上市公司股权情况（单位：万元）

类别	被投资单位	核算方法	投资成本	账面价值	持股比例（%）
已上市企业	快乐购	成本法	5,090.00	5,090.00	2.49
	华声在线	成本法	1,550.48	1,550.48	1.59
拟上市企业	体坛传媒	成本法	3,025.00	3,025.00	3.75
	恒至凿岩	成本法	1,299.20	1,299.20	15.19
合计			10,964.68	10,964.68	

注：恒至凿岩投资成本中，另有500万元为财政专项资金所投资。

资料来源：公司提供

另外，公司所持非上市公司的股权将通过大股东回购或对外转让的方式退出，可获得预计收益7,591.00万。其中，公司所持深圳市湘鹏投资有限公司、湖南江南银箭新能源装备有限公司和湖南海诺电梯有限公司的股权将会被大股东回购。

未来随着所持快乐购股票的逐步出售、多个公司成功上市、多个非上市公司项目的退出，处置长期股权投资产生的收益仍将是公司重要的收入来源。但同时我们注意到，公司目前剩余持有的金杯电工股份较少；持有的快乐购股票，锁定期三年，于2018年1月21日解禁；拟上市项目进程较为缓慢，拟退出项目取得的收益存在不确定性，公司短期内投资收益可能有所下滑。

部分已投项目出现亏损，亏损额虽有所减少，但未来投资损益仍存在较大不确定性；二级市场价格波动将影响所持上市公司股票的处置收益

公司所属的创业投资行业具有高投资高回报特点，虽然金杯电工等项目为公司带来了较高收益，但仍有部分已投资公司由于行业环境不佳、管理不善、决策失误等原因而出现利润亏损，会导致公司的投资收益出现账面亏损。此外，公司对项目的估值偏高也可能造成公司在转让已投项目股权时出现亏损。截至2015年底，公司已投项目累计出现亏损598.66万元，虽亏损额较2014年减少了27.91万元，但由于被投资单位的经营活动面临多种风险影响，未来公司投资损益仍存在较大不确定性。

表 8 截至 2015 年底公司出现亏损的项目情况（单位：万元）

被投资单位	核算方法	投资成本	账面价值	持股比例（%）	累计亏损
湖南博源科技有限公司	权益法	300.00	164.86	20	-135.14
湖南远泰生物技术有限公司	权益法	200.00	119.26	10	-80.74
湖南麓谷高新天使创业投资企业（有限合伙）	权益法	3,000.00	2,874.52	19.86	-125.48
宁夏中财高新投资管理有限公司	权益法	180.00	163.77	18	-16.23
深圳前海点石高新创投基金管理有限公司	权益法	210.00	184.29	35	-25.71
湖南汉升机器制造有限公司	权益法	1,629.20	1,582.07	26.5	-47.13
湖南光锈高新生命科技有限公司	权益法	2,500.00	2,181.99	13.64	-168.23
合计		8,019.20	7,270.77		-598.66

资料来源：公司提供

此外，公司持有快乐购股票，虽然在二级市场出售股票能为公司带来较高投资收益，但二级市场同样存在市场风险、经营风险、利率风险等多种风险因素，使得出售该类股票所得收益存在不确定性。

五、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华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的采用新会计准则编制的2015年审计报告，2014年数据采用2015年审计报告期初数。

2015年，公司变更应收账款不同组合的确定依据，本次会计估计的变更采用未来适用法，无需对已披露的财务报告进行追溯调整，对公司以往各年度财务状况和经营成果不会产生影响。

2015年，公司合并报表范围变动情况见表3。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，以非流动资产为主，整体流动性较弱

截至2015年末，公司总资产规模达到40.59亿元，与期初相比增加11.78%，其中流动资产规模为14.31亿元，同比增加33.36%；非流动资产规模为26.29亿元，同比增加2.74%，占总资产比重为64.75%。

流动资产方面，由于银行存款增加，货币资金大幅增长94.10%，受限制的货币资金为

5,000万元定期存单，该存单用于质押贷款。其他应收款主要由公司与关联公司的往来款构成，相比期初减少了8.29%，其中，包括所投公司湖南高新创投财富管理有限公司应收往来款1.13亿元。

非流动资产方面，截至2015年末，公司的可供出售金融资产账面价值为10.75亿元，同比增长159.90%，主要为因重分类新增对湖南盈成油脂工业有限公司、重庆高新创投两江品牌汽车产业投资中心等企业 and 多个基金管理公司的投资，并新增3.94亿元的受托投资。截至2015年末，公司持有至到期投资为2.14亿元，同比增加29.67%，主要是由于：（1）根据公司与湖南源科高新技术有限公司、湖南超氏信息集成有限公司签订的《可转债投资协议》，公司对其股权投资同时，分别投资500万元可转债权；（2）获得湖南省财政厅拨付专项资金，并委托公司投资。2015年，受公司出售金杯电工股份影响，2015年末长期股权投资账面价值比年初大幅减少42.23%。截至2015年末，公司在建工程比年初增加的原因是公司的四合院工程账面价值有所增长，达到2.09亿元。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	80,950.34	19.94%	41,704.69	11.48%
其他应收款	52,751.01	12.99%	57,518.26	15.84%
流动资产合计	143,078.12	35.25%	107,290.94	29.54%
可供出售金融资产	107,530.57	26.49%	41,374.38	11.39%
持有至到期投资	21,417.00	5.28%	16,517.00	4.55%
长期应收款	5,000.00	1.23%	5,000.00	1.38%
长期股权投资	83,939.28	20.68%	145,290.67	40.01%
固定资产	5,888.87	1.45%	9,316.32	2.57%
在建工程	24,184.13	5.96%	22,346.55	6.15%
无形资产	8,968.21	2.21%	9,195.62	2.53%
非流动资产合计	262,862.19	64.75%	255,862.42	70.46%
资产总计	405,940.31	100.00%	363,153.36	100.00%

资料来源：公司2015年审计报告，鹏元整理

整体来看，公司的资产主要由货币资金、其他应收款、可供出售金融资产和长期股权投资构成。随着投资项目增加，可供出售金融资产大幅增长，长期股权投资的规模虽有所下降，但规模较大，该类资产不易变现，使得整体资产的流动性较弱。

资产运营效率

公司所属行业资金回流周期较长，公司成立时间较短，公司各类资产的周转周期较长。2015年，由于应收账款规模的增速大于营业总收入规模的增速，公司的应收账款周转天数同比增加6.73天。由于创业投资的回报周期较长，且公司成立时间仅有8年，还未到项目退出的高峰期，因此流动资产周转天数、固定资产周转天数和总资产周转天数与2014年相比，虽然有较大幅度减少，但周期仍较长。

表 10 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2015 年	2014 年
应收账款周转天数	64.52	57.79
存货周转天数	-	3,224.38
应付账款周转天数	-	742.01
净营业周期	-	2,431.42
流动资产周转天数	2,811.73	2,859.82
固定资产周转天数	170.76	287.40
总资产周转天数	8,637.18	9,674.97

注：“-”为由于2015年公司无营业成本，因此无法计算。

资料来源：公司2013-2015年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司实现收入和利润双增长，盈利能力有所提高，但期间费用率仍较高

2015年，公司的营业总收入增加31.61%，其中是得益于出售上市公司金杯电工股权，公司的投资收益增长57.16%。受收入规模增加和期间费用率降低影响，营业利润增长至5,089.88万元，总资产回报率增加0.83个百分点，公司营业利润率提高到31.76%。但公司有息债务规模保持较大规模，公司利息支出将维持较高水平，公司期间费用率仍较高，一定程度上降低了公司盈利能力。

表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
营业总收入	16,028.01	12,178.40
其中：营业收入	1,311.38	2,814.09
投资收益	14,716.64	9,364.32
营业利润	5,089.88	2,237.11
政府补助	0.00	165.63
利润总额	5,036.49	2,407.47
净利润	5,036.49	2,319.63
期间费用率	67.50%	76.89%

营业利润率	31.76%	18.37%
总资产回报率	3.40%	2.57%

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

现金流

经营活动现金流出仍保持一定规模；投资活动产生的现金流入大幅增加，但未来能否持续表现较好存在不确定性；2015年筹资活动现金流转为净流出

2015年，公司虽然净利润大幅增加，但投资收益的大幅增加，公司非经常收益同比增加113.12%，使得FFO由正转负。但由于其他应收款期末余额大幅下降，使得营运资本的变化幅度减小，导致2015年公司经营活动现金净流出8,970.07万元，缺口有所加大。

由于2015年出售了金杯电工和南岭民爆股份，公司收回投资收到的现金、收到其他与投资活动有关的现金大幅增加，投资活动产生的现金净流入59,014.26万元。但是，由于创业投资活动具有变化快、波动性强的特点，未来投资活动的现金流能否持续表现较好存在不确定性。

2015年，公司减少了对外借款规模，筹资活动的现金流入大幅减少；而债务偿还支付的现金规模仍较大，导致公司筹资活动现金净流出10,798.55万元。

表 12 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
净利润	5,036.49	2,319.63
加：非付现费用	1,492.62	1,583.02
非经营损益	-6,665.18	-3,127.39
FFO	-136.08	775.26
营运资本变化	-8,833.99	-9,642.47
其中：存货减少（减：增加）	10.84	-1.90
经营性应收项目的减少（减：增加）	7,433.01	12,613.46
经营性应付项目的增加（减：减少）	-16,277.84	-22,254.03
经营活动产生的现金流量净额	-8,970.07	-8,867.21
投资活动产生的现金流量净额	59,014.26	-6,412.65
筹资活动产生的现金流量净额	-10,798.55	50,534.06
现金及现金等价物净增加额	39,245.65	35,254.20

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

EBITDA对债务的偿付能力有所提高；有息债务保持较大规模，财务成本大幅增加

截至2015年末，公司负债总额24.68亿元，同比增长19.88%；所有者权益合计15.92亿元，增长1.18%，负债与所有者权益比率大幅增加至155.07%，整体负债水平有所提升。

表 13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2015 年	2014 年
负债总额	246,789.45	205,863.92
所有者权益	159,150.86	157,289.44
负债与所有者权益比率	155.07%	130.88%

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

截至2015年末，公司流动负债为4.37亿元，大幅下降37.29%，主要是由于清理了应付的往来款项；流动负债占总负债比例为17.69%，下降了16.13个百分点。截至2015年末，公司流动负债主要由短期借款和其他应付款构成。短期借款主要为信用借款，同比减少6.50%。其他应付款主要为公司的往来款，同比大幅减少67.92%。

截至2015年末，公司的非流动负债为20.31亿元，大幅增加49.09%，占总负债比例进一步扩大为82.31%。其中，长期借款略有下降，应付债券为公司2014年发行的本期债券，募集资金总额为41,000万元。截至2015年末，公司有息负债规模为10.94亿元，占总负债比重为44.31%，同比略有减少，但仍保持较大规模。专项应付款增加278.46%，主要增长来源是公司收到两笔湖南省财政厅拨付的健康养老基金，共计6.10亿元；以及拨付新型产业与新型工业化专项资金7,500万元。专项应付款为湖南省财政厅委托公司投资的款项，项目退出后公司需要归还本金，目前，公司将这类投资计入持有至到期投资。其他非流动负债为公司接受委托投资和理财的款项，在2015年略有下降。

随着公司流动负债减少而长期负债的大幅增加，公司负债的期限结构进一步向长期负债倾斜，更高比例的长期负债使得公司的短期财务风险较小，但较大的融资规模造成公司的利息支出较大。

表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	28,750.00	11.65%	30,750.00	14.94%
应付利息	2,888.50	1.17%	3,167.59	1.54%
其他应付款	9,633.68	3.90%	30,033.23	14.59%
其他流动负债	0.00	0.00%	2,330.00	1.13%
流动负债合计	43,659.32	17.69%	69,621.79	33.82%
长期借款	39,100.00	15.84%	39,700.00	19.28%
应付债券	41,000.00	16.61%	41,000.00	19.92%

专项应付款	93,100.00	37.72%	24,600.00	11.95%
其他非流动负债	29,930.13	12.13%	30,942.13	15.03%
非流动负债合计	203,130.13	82.31%	136,242.13	66.18%
负债合计	246,789.45	100.00%	205,863.92	100.00%
其中：有息债务	109,350.00	44.31%	114,680.00	55.71%

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

同时，因湖南省财政厅增加的专项资金，截至2015年末，公司的资产负债率略微增加至60.79%。由于流动资产规模大幅增加，而流动负债规模有所下降，因此公司流动比率和速动比率均同比增加，公司短期偿债能力增强。受公司利润增加，公司的EBITDA大幅增加47.38%，使得EBITDA利息保障倍数同时有所增加，有息债务/EBITDA的比例进一步下降，EBITDA对债务本金和利息的偿付能力得到提高。

表 15 公司偿债能力指标

指标名称	2015 年	2014 年
资产负债率	60.79%	56.69%
流动比率	3.28	1.54
速动比率	3.24	1.52
EBITDA（万元）	14,594.28	9,902.22
EBITDA 利息保障倍数	1.81	1.65
有息债务/EBITDA	7.49	11.58

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

六、评级结论

2015年，经济改革加速和资本市场制度建设进一步完善，拓宽了股权项目投资的退出渠道，带动了天使投资、创投、私募股权投资市场的进一步回暖，创业投资者市场在募、投、退出方面均出现不同程度的快速增长；公司出售金杯电工和南岭民爆股权，使得收入和利润双增长，处置长期股权投资产生的投资收益是公司重要的收入来源，所持上市公司股票仍将为公司带来较高收益，但短期内公司投资收益可能有所下降；EBITDA增加使得公司对债务的偿付能力有所提高。但同时我们也注意到，创业投资具有高风险高回报特点，部分已投项目出现亏损，已投项目能否盈利具有不确定性；公司未来投资活动的现金流能否持续表现较好存在不确定性；公司有息债务保持较大规模，财务成本大幅增加压缩公司的利润空间。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
货币资金	80,950.34	41,704.69	7,950.50
交易性金融资产	-	-	49.83
应收账款	3,424.94	2,320.42	1,589.73
预付账款	89.16	261.35	632.2
应收利息	3,150.79	2,802.60	3,330.24
应收股利	0.00	33.72	1,071.84
其他应收款	52,751.01	57,518.26	68,925.81
存货	1,611.89	1,749.89	1,747.99
一年内到期的非流动资产	500.00	300.00	300
其他流动资产	600.00	600.00	600
流动资产合计	143,078.12	107,290.94	86,198.12
可供出售金融资产	107,530.57	41,374.38	41,920.88
持有至到期投资	21,417.00	16,517.00	6,572.00
长期应收款	5,000.00	5,000.00	5,000.00
长期股权投资	83,939.28	145,290.67	107,718.00
固定资产	5,888.87	9,316.32	10,128.66
在建工程	24,184.13	22,346.55	19,553.63
无形资产	8,968.21	9,195.62	9,423.03
长期待摊费用	1,514.14	1,221.88	1,119.30
其他非流动资产	4,420.00	5,600.00	3,800.00
非流动资产合计	262,862.19	255,862.42	205,235.50
资产总计	405,940.31	363,153.36	291,433.62
短期借款	28,750.00	30,750.00	36,250.00
应付票据	-	-	1,500.00
应付账款	154.82	470.21	334.74
预收账款	572.96	617.95	576.18
应付职工薪酬	154.97	132.37	138.18
应交税费	1,004.39	1,220.43	481.02
应付利息	2,888.50	3,167.59	399.62
其他应付款	9,633.68	30,033.23	56,468.25
一年内到期的非流动负债	500.00	900.00	300
其他流动负债	0.00	2,330.00	2,330.00
流动负债合计	43,659.32	69,621.79	98,777.99
长期借款	39,100.00	39,700.00	21,800.00
应付债券	41,000.00	41,000.00	-
专项应付款	93,100.00	24,600.00	15,300.00

其他非流动负债	29,930.13	30,942.13	28,373.82
非流动负债合计	203,130.13	136,242.13	65,473.82
负债合计	246,789.45	205,863.92	164,251.81
股本(实收资本)	112,516.00	112,516.00	112,516.00
资本公积	28,549.08	31,096.65	3,251.66
其他综合收益	-	-	-
盈余公积	3,175.53	2,290.37	2,067.71
未分配利润	12,028.96	8,107.09	5,601.23
归属于母公司股东权益合计	156,269.56	153,934.59	123,310.36
少数股东权益	2,881.30	3,354.85	3,871.45
股东权益合计	159,150.86	157,289.44	127,181.81
负债和股东权益总计	405,940.31	363,153.36	291,433.62

资料来源：公司 2013 年、2015 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
一、营业总收入	16,028.01	12,178.40	5,184.15
其中：营业收入	1,311.38	2,814.09	1,513.35
投资收益	14,716.64	9,364.32	3,670.81
二、营业总成本	10,938.14	9,941.29	5,746.57
其中：营业成本	0.00	195.27	268.01
营业税金及附加	133.74	286.84	242.34
销售费用	-	-	107.3
管理费用	4,540.03	4,682.26	4,677.28
财务费用	6,278.09	4,681.17	425.58
资产减值损失	-13.71	95.75	26.06
三、营业利润	5,089.88	2,237.11	-563.82
加：营业外收入	1.02	215.97	74.34
减：营业外支出	54.41	45.62	21.31
四、利润总额	5,036.49	2,407.47	-510.78
减：所得税费用	0.00	87.84	5.87
五、净利润	5,036.49	2,319.63	-516.65

资料来源：公司 2013 年、2015 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 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	1,157.59	794.19	312.12
收到的税费返还	0.00	0.63	11.24
收到的其它与经营活动有关的现金	25,637.54	104,649.79	49,545.32
现金流入小计	26,795.13	105,444.60	49,868.68
购买商品、接受劳务支付的现金	973.54	575.67	526.33
支付给职工及为职工支付的现金	2,006.10	1,702.10	1,633.33
支付的各项税费	450.61	182.27	96.36
支付的其它与经营活动有关的现金	32,334.94	111,851.77	62,347.73
现金流出小计	35,765.20	114,311.81	64,603.75
经营活动产生现金流量净额	-8,970.07	-8,867.21	-14,735.07
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金	19,393.79	11,315.88	627.22
取得投资收益所收到的现金	13,604.86	6,393.45	571.84
收到的其它与投资活动有关的现金	69,043.16	12,829.01	695.43
现金流入小计	102,041.81	30,538.34	1,894.49
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	2,030.31	2,849.82	2,424.27
投资所支付的现金	40,656.47	25,630.17	27,686.00
支付的其它与投资活动有关的现金	340.76	8,471.00	-
现金流出小计	43,027.55	36,950.99	30,110.27
投资活动产生的现金流量净额	59,014.26	-6,412.65	-28,215.78
三、筹资活动产生的现金流量			
吸收权益性投资所收到的现金	180.00	100.00	6,345.00
借款所收到的现金	28,750.00	52,250.00	60,750.00
发行债券收到的现金	0.00	40,672.00	-
收到的其它与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	1,200.00
现金流入小计	28,930.00	93,022.00	68,295.00
偿还债务所支付的现金	31,750.00	39,250.00	28,509.00
分配股利、利润或偿还利息所支付的现金	7,978.55	2,909.94	3,034.77
支付的其它与筹资活动有关的现金	0.00	328.00	1,200.00
现金流出小计	39,728.55	42,487.94	32,743.77
筹资活动产生的现金流量净额	-10,798.55	50,534.06	35,551.23
四、汇率变动对现金的影响额	0.00	0.00	-7,399.62
五、现金净增加额	39,245.64	35,254.20	-14,799.24

资料来源：公司 2013 年、2015 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
净利润	5,036.49	2,319.63	-516.65
加:资产减值准备	-13.71	95.75	26.06
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	539.21	818.69	777.67
无形资产摊销	461.05	227.41	227.41
长期待摊费用摊销	506.06	441.17	344.88
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.00	10.34	0.00
公允价值变动损失	0.00	0.00	1.4
财务费用	8,051.46	6,226.59	3,288.90
投资损失	-14,716.64	-9,364.32	-3,670.81
存货的减少	10.84	-1.90	4.43
经营性应收项目的减少	7,433.01	12,613.46	-32,792.75
经营性应付项目的增加	-16,277.84	-22,254.03	17,574.38
经营活动产生现金流量净额	-8,970.07	-8,867.21	-14,735.07

资料来源：公司2013年、2015年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2015 年	2014 年
应收账款周转天数	64.52	57.79
存货周转天数	-	3,224.38
应付账款周转天数	-	742.01
净营业周期（天）	-	2,431.42
流动资产周转天数	2,811.73	2,859.82
固定资产周转天数	170.76	287.40
总资产周转天数	8,637.18	9,674.97
期间费用率	67.50%	76.89%
营业利润率	31.76%	18.37%
总资产回报率	3.40%	2.57%
负债与所有者权益比率	155.07%	130.88%
资产负债率	60.79%	56.69%
流动比率	3.28	1.54
速动比率	3.24	1.52
EBITDA（万元）	14,594.28	9,902.22
EBITDA 利息保障倍数	1.81	1.65
有息债务/EBITDA	7.49	11.58

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至 2015 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司

公司名称	实收资本（万元）	持股比例	主营业务
湖南高新纵横资产经营有限公司	6,396.80	100%	投资咨询
湖南高金矿投资有限公司	10,530.00	51.38%	矿山采掘
北京湘财福地投资有限公司	10,000.00	100%	投资、管理咨询
桂阳高金矿业有限公司	1,000.00	100%	矿业开发、矿产品贸易
北京金芙蓉四合院文化传播有限公司	100.00	100%	企业策划、咨询
上海高新创投泉之眼资产管理有限公司	1,000.00	100%	资产管理，投资咨询

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

附录六 截至2015年末公司长期股权投资项目情况（单位：万元）

被投资单位	核算方法	投资成本	账面价值	持股比例（%）
湖南博源科技有限公司	权益法	300	164.86	20
达晨银雷高新（北京）创业投资有限公司	权益法	2,000.00	2,142.63	16.67
金杯电工股份有限公司	权益法	2,790.70	112.93	5.01
湖南远泰生物技术有限公司	权益法	200	119.26	10
湖南达晨文化旅游创业投资管理有限公司	权益法	600	1,555.55	20
湖南德源高新创业投资有限公司	权益法	3,200.00	3,724.01	33.33
湖南文化旅游投资基金企业（有限合伙）	权益法	24,000.00	59,991.44	27.09
湖南麓谷高新天使创业投资企业（有限合伙）	权益法	3,000.00	2,874.52	19.86
湘潭两型社会产业投资管理有限公司	权益法	600	809.68	20
宁夏中财高新投资管理有限公司	权益法	180	163.77	-
香港高新投	权益法	418.36	418.36	100
宁夏清真产业股权投资企业（有限合伙）	权益法	717.5	2,263.59	-
深圳前海点石高新创投基金管理有限公司	权益法	210	184.29	35
深圳市湘鹏投资有限公司	权益法	4,500.00	5,034.04	15
湖南汉升机器制造有限公司	权益法	1,629.20	1,582.07	26.5
北京高新创投中机投资管理有限公司	权益法	200	253.41	30
北京金城高新创投投资管理有限公司	权益法	220	261.25	20
湖南光锈高新生命科技有限公司	权益法	2,350.22	2,181.99	
深圳市湘鹏投资有限公司	权益法	-	101.64	-
合计			83,939.28	

注：“-”为公司为提供相应数据。

资料来源：公司提供

附录七 主要财务指标计算公式

资产运营效率	应收账款周转天数	$[360 * (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额})] / (\text{营业总收入} * 2)$
	存货周转天数	$[360 * (\text{期初存货} + \text{期末存货})] / (\text{营业成本} * 2)$
	应付账款周转天数	$[360 * (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额})] / (\text{营业成本} * 2)$
	净营业周期（天）	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
	流动资产周转天数	$[360 * (\text{本年流动资产总额} + \text{上年流动资产总额})] / (\text{营业总收入} * 2)$
	固定资产周转天数	$[360 * (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额})] / (\text{营业总收入} * 2)$
	总资产周转天数	$[360 * (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额})] / (\text{营业总收入} * 2)$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业总收入} \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业总收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业总收入} \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
现金流	FFO	FFO = 净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
	EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	负债与所有者权益比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	有息债务	短期借款 + 一年内到期的长期借款 + 长期借款 + 应付债券 + 应付票据 + 其他流动负债

附录八 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	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体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（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。

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。