

2014 年湘潭市两型社会建设投融资有限公司

公司债券 2017 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象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。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期间
变更信用评级。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证券信用
评级的变化情况。

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>

报告编号:

鹏信评【2017】跟踪第【770】号 01

债券剩余规模: 9.60 亿元

债券到期日期: 2021 年 4 月 23 日

债券偿还方式: 按年付息, 债券存续期的第三年至第七年末每年等额偿还 20% 本金

分析师

姓名:
卢参参 王一峰

电话:
0755-82871601

邮箱:
lucc@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信评估有限公司城投公司主体长期信用评级方法, 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

2014 年湘潭市两型社会建设投融资有限公司公司债券 2017 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
本期债券信用等级	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	2017 年 6 月 24 日	2016 年 7 月 14 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“湘潭两型公司”或“公司”) 及其 2014 年 04 月 23 日发行的公司债券 (以下简称“本期债券”) 的 2017 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湘潭市经济和财政保持增长, 公司代建业务收入来源较有保障, 当地政府在财政补贴方面对公司的支持力度较大。同时鹏元也关注到湘潭市财政自给能力一般; 公司资产流动性一般; 公司经营活动现金流表现较差, 项目建设面临一定的资金压力; 公司有息债务持续增长, 偿债压力加重及公司面临一定的或有负债风险等风险因素。

正面:

- 湘潭市经济和财政保持增长。2016 年湘潭市实现地区生产总值 1,845.7 亿元, 同比增长 8.2%; 2016 年全市公共财政收入为 125.4 亿元, 同比增长 6.8%。
- 公司代建业务收入来源较有保障。截至 2016 年底, 公司主要在建项目计划总投资为 89.27 亿元, 其中已签订代建协议项目总投资 85.87 亿元, 公司未来的代建业务收入来源较有保障。
- 当地政府在财政补贴方面对公司的支持力度较大。2016 年公司共获得财政补贴 1.55 亿元, 一定程度上提升了公司盈利水平。

关注：

- **湘潭市财政自给能力一般。**2016 年湘潭市全市财政自给率为 48.55%，较上年下降 2.23 个百分点。
- **公司资产流动性一般。**2016 年末公司土地资产和应收款项分别为 68.86 亿元和 55.04 亿元，分别占总资产的 30.85% 和 24.66%；土地资产中 20.45 亿元已抵押，应收款项对营运资金占用较明显，公司整体资产流动性一般。
- **公司经营活动现金流表现较差，项目建设面临一定的资金压力。**2016 年公司收现比为 0.82，主营业务回款能力较弱，2014-2016 年现金活动现金净流出合计 42.17 亿元，流出规模较大，考虑到截至 2016 年末，公司主要在建项目后续尚需资金投入 36.79 亿元，而项目建设资金主要由公司自筹，公司面临一定的资金压力。
- **公司有息债务持续增长，偿债压力加重。**2016 年末公司有息债务为 97.44 亿元，同比增长 9.24%，公司偿债压力持续加重。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截至 2016 年末，公司对外担保余额为 43.42 亿元，占公司同期净资产的 41.52%，且对外担保均未采取反担保措施，公司面临一定的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	2,232,307.29	2,153,642.91	1,920,903.45
所有者权益合计（万元）	1,186,674.30	1,097,564.13	937,125.94
有息债务（万元）	974,396.67	891,949.60	823,150.00
资产负债率	46.84%	49.04%	51.21%
流动比率	4.72	7.03	3.83
营业收入（万元）	107,118.23	97,822.76	78,513.61
政府补助（万元）	15,525.30	10,000.00	14,339.41
利润总额（万元）	24,531.83	20,076.23	17,508.70
综合毛利率	14.13%	16.02%	6.98%
EBITDA（万元）	31,802.24	27,399.34	23,255.43
EBITDA 利息保障倍数	0.50	0.42	0.46
经营活动现金流净额（万元）	-62,937.09	-129,551.07	-229,117.59

注：公司 2015 年财务数据采用 2016 年审计报告期初数或上期数；2014 年财务数据采用 2015 年审计报告期初数或上期数。

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告

一、本期募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2014]78号文件批准，公司于2014年04月23日发行12亿元公司债券，票面利率为7.89%。截至2016年12月31日，本期债券募集资金使用情况如表1所示。

表1 截至2016年12月31日本期债券募集资金投资项目及资金安排情况（单位：万元）

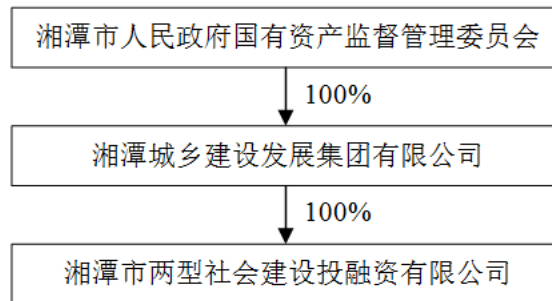
项目名称	拟使用募集资金	已使用募集资金
湘潭市火车站片棚户区改造建设项目	90,000	82,500
湘潭市火车站片区撤洪渠改造工程项目	30,000	21,100
合计	120,000	103,600

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东、实际控制人及合并范围均未发生变化。截至2017年4月30日，公司注册资本仍为11亿元，公司控股股东仍为湘潭城乡建设发展集团有限公司，公司实际控制人仍为湘潭市人民政府国有资产监督管理委员会，产权及控制关系如下图所示。

图1 截至2017年4月30日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

2016年，公司新增1家子公司湘潭一环东路项目管理有限责任公司，主要业务为项目管理、照明工程等。截止2016年末，公司纳入合并范围子公司共3家，具体见附录五。

表2 2016年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

2016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	业务性质	取得方式
-------	------	------	------	------

湘潭一环东路项目管理有限责任公司	51%	3,240	一环东路工程项目管理综合服务；一环东路由用地范围内的道路工程、桥涵工程、给排水工程、照明工程、景观及交通工程建设	现金出资
------------------	-----	-------	--	------

资料来源：公司 2016 年审计报告

截至2016年12月31日，公司资产总额为223.23亿元，所有者权益合计118.67亿元，资产负债率为46.84%；2016年度，公司实现营业收入10.71亿元，利润总额2.45亿元，经营活动现金净流出6.29亿元。

三、区域经济与财政实力

湘潭市经济保持较快增长，固定资产投资对经济增长的拉动作用明显

2016年湘潭市经济实力保持增长，实现地区生产总值1,845.7亿元，同比增长8.2%，增速较上年放缓1.4个百分点，人均GDP为65,200元，为全国人均GDP的120.79%，地区经济发展水平相对较好。三次产业结构由2015年的8.3:54.8:36.9调整为8.2:52.9:38.9，第三产业比重有所上升且增速较快，产业结构进一步调整优化。

从工业上看，2016年湘潭市规模以上工业增加值为843.9亿元，同比增长6.9%，增速较上年放缓1.3个百分点，其中，新产品产值增长18.1%，占工业总产值比重为10.0%，比上年提高4.1个百分点；高加工度工业增加值增长13.4%，占规模以上工业增加值的比重为58.9%，比上年提高5.6个百分点。从工业企业盈利能力上看，2016年全市规模以上工业企业实现利润总额79.1亿元，比上年增长40.9%，增速较高，其中2016年湘潭市工业企业利润总额居前五位的是汽车制造业、通用设备制造业、电气机械和器材制造业、专用设备制造业、非金属矿物制品业。

从固定资产投资看，2016年湘潭市固定资产投资1,938.2亿元，同比增长14.5%，增速较上年下降5.6个百分点，固定资产投资总量较大但增速较有放缓。2016年湘潭市社会消费品零售总额582.4亿元，同比增长11.9%，进出口方面，2016年湘潭市进出口总额为20.67亿美元，同比增长4.8%。从投资、消费和进出口数据看，湘潭市经济增长受固定资产的拉动较为明显。

总体来看，湘潭市经济保持较快增长，固定资产投资对经济增长的拉动作用明显。

表3 2015-2016年湘潭市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2016年		2015年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,845.7	8.2%	1,703.1	9.6%
第一产业增加值	150.9	2.9%	140.8	3.6%

第二产业增加值	976.1	6.6%	933.8	8.4%
第三产业增加值	718.7	11.6%	628.5	12.8%
规模以上工业增加值	843.9	6.9%	-	8.2%
固定资产投资	1,938.2	14.5%	1,805.4	20.1%
社会消费品零售总额	582.4	11.9%	520.6	12.8%
进出口总额（亿美元）	20.67	4.8%	22.0	-3.1%
存款余额	2,027.5	-	1,777.7	-
贷款余额	1,386.2	-	1,268.80	-
人均 GDP（元）	65,200		60,430	
人均 GDP/全国人均 GDP	120.79%		120.88%	

注：2016年进出口总额取2016年12月31日人民币对美元汇率中间价；标“-”为数据暂无法取得。

资料来源：2015-2016年湘潭市国民经济与社会发展统计公报

湘潭市公共财政收入保持增长，财政自给能力一般

2016年湘潭市全市公共财政收入为125.4亿元，同比增长6.8%。从公共财政收入构成上看，税收收入与非税收入规模基本持平，占比分别为48.72%和51.28%。其中，税收收入为61.1亿元，同比增长5.0%，非税收入为64.3亿元，同比增长64.3%。

从公共财政支出方面来看，2016年湘潭市全市公共财政支出为258.3亿元，其中一般公共服务、教育、社会保障和就业和医疗卫生与计划生育共支出124.5亿元，在全市公共财政支出中的占比为48.20%，全市财政自给率为48.55%，较上年有所下降，财政收支缺口主要由上级补助弥补。

市本级方面，2016年湘潭市本级公共财政收入为67.84亿元，同比增长6.78%。从税收收入构成看，非税收入占比略高于税收收入，其中2016年湘潭市本级税收收入为32.67亿元，在公共财政收入中的占比为48.16%，2016年湘潭市本级非税收入为35.17亿元，在公共财政收入中的占比为48.16%。2016年湘潭市本级公共财政支出为131.3亿元，财政自给率为51.67%，财政自给能力一般。

2016年湘潭市上级补助收入、政府性基金收入、政府性基金支出等相关数据未能通过公开渠道获得，财政实力分析存在一定的局限性。

总体来看，湘潭市公共财政收入保持增长，财政自给能力一般。

表4 湘潭市全市及本级财政收支情况（单位：亿元）

项目	2016年		2015年	
	全市	本级	全市	本级
地方综合财力	-	-	248.63	132.61
（一）公共财政收入	125.4	67.84	117.38	63.53
其中：税收收入	61.1	32.67	58.19	29.51
非税收入	64.3	35.17	59.19	34.02

(二) 上级补助收入	-	-	117.61	58.83
其中：返还性收入	-	-	7.01	4.80
一般性转移支付收入	-	-	55.51	23.56
专项转移支付收入	-	-	55.09	30.48
(三) 政府性基金收入	-	-	13.64	10.25
其中：土地出让收入	-	-	9.23	6.74
财政支出	-	-	251.01	126.36
(一) 公共财政支出	258.3	131.3	231.14	113.60
(二) 政府性基金支出	-	-	17.48	8.74
财政自给率	48.55%	51.67%	50.78%	55.92%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出；2016 湘潭市全市财政数据来自于 2016 年湘潭市国民经济与社会发展统计公报；标“-”表示通过公开渠道暂无法获得该数据。

资料来源：2016 年湘潭市国民经济与社会发展统计公报、湘潭市 2015 年政府决算公开表格、关于湘潭市 2016 年财政预算执行情况和 2017 年市本级财政预算草案的报告，鹏元整理

四、经营与竞争

2016年公司营业收入为10.71亿元，较上年同比增长9.50%，主要系市政代建项目回购收入增加。公司2016年部分房产已销售但未交房，2016年未实现房产销售收入，代建项目收入占营业收入的比重为96.49%，占比较上年增加1.70个百分点。2016年公司综合毛利率有所下降，主要原因是公司代建业务、租赁业务毛利率均下降，而较高毛利率的房产销售业务未实现收入。

表5 2015-2016 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入	103,359.60	15.28%	93,876.20	17.19%
市政代建项目回购收入	103,359.60	15.28%	92,730.53	16.96%
房产销售收入	-	-	1,145.67	36.00%
其他业务收入	3,758.63	-17.41%	3,946.56	-11.82%
租赁收入	3,758.63	-17.41%	3,946.56	-11.82%
合计	107,118.23	14.13%	97,822.76	16.02%

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

公司代建业务收入来源较有保障，但项目建设面临一定的资金压力

公司代建基础设施项目采取委托代建方式（BT）进行，即公司作为项目业主负责项目的前期建设资金的筹措、管理，项目最终由湘潭市政府回购，回购价款一般由项目投资额和投资收益构成，投资收益根据项目不同而有所波动，具体回购价款根据当年的投资进度及湘潭市财政情况予以确定。2016年公司的代建项目收入为10.34亿元，同比增长

11.46%。毛利率方面，公司2016年市政项目代建毛利率为15.28%，同比下降1.68个百分点，主要原因是芙蓉大道一期湘潭段第二合同段项目合同毛利率较低。

表6 2015-2016 年公司市政项目代建回购收入确认及结转成本情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	收入	成本	收入	成本
芙蓉大道一期湘潭段第二合同段项目	63,433.61	53,254.74	0.00	0.00
一环东路项目	0.00	0.00	54,724.28	46,601.51
湘潭火车站改扩建工程、配套设施及棚户区改造项目	39,925.99	34,313.29	38,006.25	30,404.99
合计	103,359.60	87,568.03	92,730.53	77,006.50

资料来源：公司提供

截至2016年末，公司主要在建基础设施项目较多，包括火车站周边商业配套设施、湘潭宾馆、芙蓉大道一期湘潭段第二合同段、湘潭市火车站片棚户区改造建设项目等。截至2016年末，公司主要在建项目计划总投资为89.27亿元，已完成投资额52.47亿元，其中已签订代建协议项目总投资85.87亿元，公司未来的代建业务收入来源较有保障，但项目回购资金的回流受地方财政的影响，回流速度较慢。截至2016年末，公司主要在建项目后续资金需求为36.79亿元，公司面临一定的资金压力。

表7 截至 2016 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	计划总投资	已投资	是否签订代建协议
火车站周边商业配套设施	240,378.00	189,082.77	是
湘潭宾馆	21,000.00	18,813.80	是
芙蓉大道一期湘潭段第二合同段项目	95,174.00	82,608.88	是
湘潭市火车站片棚户区改造建设项目	182,100.00	95,994.79	是
湘潭市火车站片区撤洪渠改造工程项目	68,800.00	23,049.85	是
和平公园改扩建及配套设施建设工程	187,200.00	48,995.66	是
湘潭市双马垃圾场环境治理项目	64,000.00	38,434.17	是
环卫设施及城区景观式亮化工程	34,000.00	27,735.08	否
合计	892,652.00	524,715.00	

注：公司主要在建项目包括主要在建工程及部分存货。

资料来源：公司提供

2016年公司未确认土地整理收入，后续土地整理收入具有一定的不确定性

公司是湘潭市政府主要的城市开发主体，在湘潭市政府的安排下从事土地一级开发经营业务。公司开发的土地由湘潭市政府根据城市开发进程及资金需求情况按计划挂牌出让。根据湘潭市人民政府办公室下发的“潭政办发【2014】14号”，公司开发的土地出让后，土地出让金扣除国有土地收益基金、保障性安居工程建设资金等政策性计提后全额返

还给公司。2016年公司未有土地出让，故当年未实现土地整理收入。截至2016年末，公司土地开发成本为31.25亿元，未来土地是否出让视市场情况而定，土地整理收入具有一定的不确定性。

公司租赁业务能带来较为稳定的收入来源，房地产业务收入具有不确定性

公司可租资产主要来自政府划拨的市本级党政机关、人民团体、事业单位占用、使用的房屋（含铺面）、土地等国有资产。根据公司与湘潭市财政资产管理处（以下简称“资产处”）签订的《资产租赁合同》，公司将持有的147处房产出租给资产处使用，租赁期限从2009年9月30日到2019年9月30日，租金按照10元每平方米每月的标准收取。这147处房产面积合计为203,246.78平方米，截至2016年末账面价值合计为19.65亿元。2016年公司出租业务毛利率水平较上年下降5.59个百分点，主要原因是出租业务执行“营改增”政策，由2015年的不含税收入变更为2016年的含税收入，而出租业务成本为固定的摊销额。

公司房地产开发业务主要由子公司湘潭市兴城置业有限公司（以下简称“兴城置业”）运营。目前兴城置业开发的房产主要为秋水红叶和火车站安置区（兴城花苑），相关收入来源于住宅及商铺销售，秋水红叶计划总投资为37,480.00万元，目前已投资33,420.00万元，总的可供销售面积为30,320.00平方米，已售面积为23,000.00平方米，剩余可销售面积较小。而火车站安置区（兴城花苑）主要为在建安置房，截至2016年末账面价值为2.07亿元，后续的收益实现方式具有不确定性，公司的房地产业务收入具有不确定性。

当地政府在财政补贴方面对公司的支持力度较大

2016年，公司获得市政建设财政补贴1.50亿元、棚改专项资金525.30万元，总计1.55亿元，一定程度上提升了公司盈利水平。

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中审华会计师事务所（特殊普通合伙）³审计并出具标准无保留意见的2016年审计报告，公司财务报表均采用新会计准则编制。由于公司2016年执行“营改增”新会计准则、对投资性房地产科目进行了前期会计差错更正，故2015年财务数据采用2016年审计报告期初数或上期数，2016年公司合并范围内新增一家子公司，具体变化范围见表1。

³ 原名为中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）。

资产结构与质量

公司总资产规模持续扩大，主要由土地资产和应收款项构成，部分土地资产已抵押，应收款项对公司营运资本占用较明显，整体资产流动性一般

截至2016年末，公司总资产为223.23亿元，同比增长3.65%，资产规模持续扩大。从资产构成看，公司资产以流动资产为主，2016年末流动资产占比为79.89%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款及存货构成。公司货币资金主要为银行存款，2016年末公司货币资金为8.19亿元，同比减少59.07%，主要原因是公司2016年工程投入和偿还部分债务。公司应收账款主要为代建项目收入款项，2016年末规模为13.52亿元，同比增长12.66%，主要原因是公司确认了BT项目回购款，其中应收湘潭市财政局13.45亿元。公司预付账款主要为征拆款，2016年末规模为9.12亿元，同比增长79.45%，主要为预付火车站南、北片区土地征拆款，项目未结算未结转所致。公司其他应收款主要为往来款及借款，2016年末规模为41.53亿元，略低于2015年末。2016年末公司应收款项为55.04亿元，占总资产比重为24.66%，应收单位主要为地方政府或地方国企，发生坏账损失的可能性不大，未计提坏账准备，但回收时间具有不确定性，对公司营运资本占用较明显。公司存货主要为土地储备、土地开发成本、开发产品及房地产开发成本，2016年末公司存货为105.48亿元，同比增长15.20%，主要是公司在建项目追加投入所致。其中，公司土地资产68.86亿元，在总资产中的占比为30.85%，均为湘潭市政府注入，已设定抵押的土地价值为20.45亿元，抵押比例为29.70%；房地产开发成本为2.07亿元，均为火车站安置区（兴城花苑）的投资；土地开发成本为31.25亿元，为整治土地的投入，后续将通过政府回购或土地出让收入返还等方式实现投资收益。

公司非流动资产主要由投资性房地产及在建工程构成。公司投资性房地产均为采用成本模式计量的房屋、建筑物，2016年末规模为19.65亿元，略低于2015年末，主要原因系公司计提摊销额所致，其中4.04亿元的投资性房地产已设定抵押，抵押比例为20.56%。2016年末公司在建工程规模为21.63亿元，同比增长6.17%，主要原因是湘潭市火车站片棚户区改造建设项目、三大桥综合整治等项目投入增加所致。

总体来看，公司总资产规模持续扩大，主要由土地资产和应收款项构成，部分土地资产已抵押，应收款项对公司营运资本占用较明显，整体资产流动性一般。

表8 2015-2016年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	81,946.32	3.67%	200,217.18	9.30%

应收账款	135,171.52	6.06%	119,984.60	5.57%
预付款项	91,179.34	4.08%	50,811.50	2.36%
其他应收款	415,254.57	18.60%	433,940.18	20.15%
存货	1,054,756.28	47.25%	915,615.84	42.51%
流动资产合计	1,783,407.33	79.89%	1,721,880.91	79.95%
长期股权投资	17,652.32	0.79%	9,263.65	0.43%
投资性房地产	196,481.31	8.80%	200,894.45	9.33%
在建工程	216,301.93	9.69%	203,732.07	9.46%
非流动资产合计	448,899.96	20.11%	431,762.00	20.05%
资产总计	2,232,307.29	100.00%	2,153,642.91	100.00%

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司收入规模保持增长，综合毛利率有所下降，公司业绩对政府补助的依赖程度较高。2016年公司营业收入为10.71亿元，同比增长9.50%，主要来源于市政代建项目回购收入。考虑到公司大部分代建项目已与政府签订回购协议，未来收入来源较有保障。毛利率方面，2016年公司综合毛利率降低至14.13%，主要原因是市政代建项目毛利率降低。

公司作为湘潭市政府重要的城市投融资主体，对湘潭市开发建设起到了重要作用，为增强公司综合实力和保障城市开发的顺利推进，湘潭市政府在财政补助方面给予公司一定支持。2016年，公司共获得政府补贴15,525.30万元，在利润总额中的比重为63.29%，公司业绩对政府补贴的依赖性较大。

表9 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016年	2015年
营业收入	107,118.23	97,822.76
营业利润	9,006.52	10,076.23
补贴收入	15,525.30	10,000.00
利润总额	24,531.83	20,076.23
综合毛利率	14.13%	16.02%

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司主营业务回款能力较弱，经营活动现金流表现较差，面临一定的资金压力

公司收入主要来源于市政代建业务，项目前期需垫付大量资金，且项目投入何时能回购主要由政府决定，代建项目投入沉淀资金规模较大，代建项目结算资金回笼情况亦存在滞后性。2016年公司收现比为0.82，公司经营业务收现能力较弱，且由于投资支出规模较

大，2016年公司经营活动净现金流为-62,937.09万元，表现仍较差。2014-2016年公司经营活动现金流表现为持续流出，累计净流出额为42.17亿元，流出规模较大。

2016年公司投资活动现金净流出为1.99亿元，主要为新增的长期股权投资额，但整体规模较小。公司经营及投资活动现金流状况较差，项目支出及拆出资金主要通过外部融资筹集资金，2016年公司筹资活动现金净流入32,600.68万元，较上年大幅减少，主要是公司的银行贷款规模减少。考虑到截至2016年末，公司主要在建项目后续需投入36.79亿元，而项目建设资金主要由公司自筹，面临一定的资金压力。

表10 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2016年	2015年
收现比	0.82	0.59
销售商品、提供劳务收到的现金	88,341.49	57,518.63
收到的其他与经营活动有关的现金	15,267.07	47,131.64
经营活动现金流入小计	104,046.32	104,650.27
购买商品、接受劳务支付的现金	143,862.58	67,153.96
支付的其他与经营活动有关的现金	16,506.09	166,011.85
经营活动现金流出小计	166,983.41	234,201.33
经营活动产生的现金流量净额	-62,937.09	-129,551.07
投资活动产生的现金流量净额	-19,915.44	-13,100.90
筹资活动产生的现金流量净额	32,600.68	156,008.35
现金及现金等价物净增加额	-50,251.85	13,356.39

资料来源：公司2016年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务快速增长，偿债压力加重

受政府专项财政拨款结转至资本公积，公司2016年末所有权权益达到118.67亿元，同比增长8.12%，2016年末公司负债总额为104.56亿元，略低于2015年末，2016年末公司产权比率降低至88.11%。

表11 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016年	2015年
负债总额	1,045,632.98	1,056,078.78
所有者权益	1,186,674.30	1,097,564.13
产权比率	88.11%	96.22%

资料来源：公司2016年审计报告，鹏元整理

从负债结构看，公司负债主要由非流动负债构成，2016年末非流动负债占比为63.84%，占比较上年下降12.98个百分点，主要系长期借款减少所致。

公司流动负债主要为短期借款、其他应付款及一年内到期的非流动负债。截至2016年末，公司流动负债为37.81亿元，同比增长54.44%，增速较快。截至2016年末，公司短期借款为41,709.60万元，同比增长179.93%，均为公司在厦门国际银行厦门市思明支行的质押借款。公司其他应付款主要为单位往来款与代收代付货款，2016年末规模为58,285.85万元，同比增长75.58%，主要原因是公司与其他单位的往来款增加。公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款与一年内到期的长期应付款，2016年末规模为26.51亿元，同比增长42.19%，对公司造成一定的短期债务偿付压力。

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券及长期应付款构成。截至2016年末，公司长期借款为23.84亿元，同比下降47.10%，主要是抵押借款减少。2016年末公司应付债券为36.00亿元，同比增长50.00%，主要原因是公司2016年发行债券“16湘型01”（期限4年，票面利率4.50%）募集资金12亿元，公司应付债券分别为本期债券、15湘型债（期限4年，票面利率5.80%）及和“16湘型01”。公司长期应付款实质上属于公司的融资款，2016年末规模为6.92亿元，同比增长28.77%，主要原因是公司获得了湘潭市岳塘区湘江湘潭段污水治理建设项目一期第五批专项基金，年利率为1.2%。

表12 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	41,709.60	3.99%	14,900.00	1.41%
其他应付款	58,285.85	5.57%	33,195.41	3.14%
一年内到期的非流动负债	265,131.43	25.36%	186,464.60	17.66%
流动负债合计	378,077.34	36.16%	244,807.10	23.18%
长期借款	238,366.50	22.80%	450,585.00	42.67%
应付债券	360,000.00	34.43%	240,000.00	22.73%
长期应付款	69,189.14	6.62%	53,732.00	5.09%
非流动负债合计	667,555.64	63.84%	811,271.67	76.82%
负债合计	1,045,632.98	100.00%	1,056,078.78	100.00%
其中：有息债务	974,396.67	93.19%	891,949.60	84.46%

资料来源：公司2016年审计报告，鹏元整理

公司有息债务由短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至2016年末，公司有息债务为97.44亿元，同比增长9.24%，公司有息债务规模较大且持续增长，其中短期有息债务为30.68亿元，公司面临较重的短期偿债压力。

2016年末，公司负债规模有所减少，受专项资金转入资本公积影响，所有者权益有所增加，导致公司资产负债率下降至46.84%。2016年末流动比率降低至4.72，流动资产对流动负债的保障程度有所降低。2016年公司利润总额增加，导致EBITDA利息保障倍数略有

上升，但整体比率仍然较小，EBITDA对利息支出的保障程度较低。考虑到公司代建后续尚需投资规模较大，有息债务规模可能会继续大幅增长，公司偿债压力将进一步加大。

总体来看，公司有息债务规模快速增长，偿债压力不断加大。

表13 2015-2016年公司偿债能力指标

指标名称	2016年	2015年
资产负债率	46.84%	49.04%
流动比率	4.72	7.03
EBITDA（万元）	31,802.24	27,399.34
EBITDA 利息保障倍数	0.50	0.42
有息债务/EBITDA	30.64	32.55

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

公司对外担保余额较大，面临一定的或有负债风险

截止2016年末，公司对外担保余额为43.42亿元，占公司净资产的41.52%，被担保方均为国有企业，均未采取反担保措施，公司面临一定的或有负债风险。

表14 截至 2016 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

担保对象	担保种类	担保金额	担保余额	担保到期日	是否有反担保
湘潭城乡交通建设投资有限公司	保证	200,000.00	100.00	2036.12.11	否
湘潭城乡建设发展水利投资有限公司	保证	140,000.00	119,000.00	2023.05.27	否
湘潭市城市建设投资经营有限责任公司	保证	70,000.00	70,000.00	2023.08.01	否
湘潭市城市建设投资经营有限责任公司	保证	60,000.00	49,164.01	2020.12.25	否
湘潭市城市建设投资经营有限责任公司	保证	50,000.00	32,700.00	2017.09.15	否
湖南发展资产管理集团有限公司	保证	41,800.00	41,800.00	2034.05.12	否
湘潭市城市建设投资经营有限责任公司	保证	40,000.00	40,000.00	2017.05.29	否
湘潭九华经济建设投资有限公司	保证	30,000.00	30,000.00	2017.06.19	否
湘潭市保障性住房投资有限公司	保证	8,800.00	8,800.00	2017.05.26	否
韶山润泽东方文化产业发展股份有限公司	保证	8,000.00	11,000.00	2023.10.18	否
湘潭火车站南广场项目管理有限责任公司	保证	15,300.00	22,000.00	2019.4.27	否
湘潭市城市建设投资经营有限责任公司	抵押	27,448.44	9,605.82	2022.11.29	否
合计		691,348.44	434,169.83		

资料来源：公司提供

七、评级结论

2016年湘潭市经济和财政保持增长，公司代建业务收入来源较有保障，当地政府在财

政补贴方面对公司的支持力度较大。

同时鹏元也关注到湘潭市财政自给能力一般；公司资产流动性一般；公司经营活动现金流表现较差，项目建设面临一定的资金压力；公司有息债务持续增长，偿债压力加重及公司面临一定的或有负债风险等风险因素。

基于以上情况，鹏元对公司及其本期债券的2017年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，公司主体长期信用等级维持为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	2016年	2015年	2014年
货币资金	81,946.32	200,217.18	197,326.79
应收账款	135,171.52	119,984.60	131,749.34
预付款项	91,179.34	50,811.50	22,931.65
其他应收款	415,254.57	433,940.18	475,087.32
存货	1,054,756.28	915,615.84	635,792.03
其他流动资产	5,099.30	1,311.61	1,375.77
流动资产合计	1,783,407.33	1,721,880.91	1,464,262.90
可供出售金融资产	15,528.47	15,528.47	15,278.47
长期股权投资	17,652.32	9,263.65	5,540.00
投资性房地产	196,481.31	200,894.45	230,102.46
固定资产	1,281.34	1,329.36	1,383.25
在建工程	216,301.93	203,732.07	203,728.74
长期待摊费用	0.00	7.77	19.42
递延所得税资产	1,654.58	1,006.24	588.22
非流动资产合计	448,899.96	431,762.00	456,640.55
资产总计	2,232,307.29	2,153,642.91	1,920,903.45
短期借款	41,709.60	14,900.00	17,000.00
应付票据	0.00	0.00	20,000.00
应付账款	3.00	1,289.21	1,289.21
预收款项	152.14	0.00	102.99
应付职工薪酬	45.69	37.03	57.2
应交税费	2,941.56	1,338.96	1,117.05
应付利息	9,808.07	7,581.90	7,084.00
其他应付款	58,285.85	33,195.41	35,923.70
一年内到期的非流动负债	265,131.43	186,464.60	299,600.00
流动负债合计	378,077.34	244,807.10	382,174.14
长期借款	238,366.50	450,585.00	366,550.00
应付债券	360,000.00	240,000.00	120,000.00
长期应付款	69,189.14	53,732.00	48,782.00
专项应付款	0.00	66,954.67	66,271.37
非流动负债合计	667,555.64	811,271.67	601,603.37
负债合计	1,045,632.98	1,056,078.78	983,777.51
实收资本	110,000.00	110,000.00	110,000.00
资本公积金	912,292.70	846,136.33	709,521.11

盈余公积金	14,268.32	12,105.08	9,701.43
未分配利润	127,629.96	108,348.31	82,116.06
归属于母公司所有者权益合计	1,164,190.98	1,076,589.72	911,338.60
少数股东权益	22,483.32	20,974.41	25,787.34
所有者权益合计	1,186,674.30	1,097,564.13	937,125.94
负债和所有者权益总计	2,232,307.29	2,153,642.91	1,920,903.45

注：公司 2015 年财务数据采用 2016 年审计报告期初数或上期数；2014 年财务数据采用 2015 年审计报告期初数或上期数。

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
营业总收入	107,118.23	97,822.76	78,513.61
营业收入	107,118.23	97,822.76	78,513.61
营业总成本	99,171.64	88,525.12	76,134.35
营业成本	91,981.16	82,152.86	73,031.94
税金及附加	289.80	285.17	639.67
销售费用	103.19	150.80	55.14
管理费用	1,648.44	1,616.45	1,309.90
财务费用	2,555.69	2,647.77	516.83
资产减值损失	2,593.36	1,672.06	580.88
其他经营收益	1,059.92	778.58	789.04
投资净收益	1,059.92	778.58	789.04
营业利润	9,006.52	10,076.23	3,168.30
加：营业外收入	15,525.34	10,000.00	14,340.40
减：营业外支出	0.03	0.00	0.00
利润总额	24,531.83	20,076.23	17,508.70
减：所得税	3,165.63	-237.71	-92.72
净利润	21,366.20	20,313.93	17,601.42

注：公司 2015 年财务数据采用 2016 年审计报告期初数或上期数；2014 年财务数据采用 2015 年审计报告期初数或上期数。

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	88,341.49	57,518.63	43,480.52
收到的税费返还	437.77	0.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	15,267.07	47,131.64	11,987.41
经营活动现金流入小计	104,046.32	104,650.27	55,467.93
购买商品、接受劳务支付的现金	143,862.58	67,153.96	98,277.48
支付给职工以及为职工支付的现金	1,029.23	745.55	1,118.34
支付的各项税费	5,585.51	289.97	1,675.71
支付其他与经营活动有关的现金	16,506.09	166,011.85	183,513.98
经营活动现金流出小计	166,983.41	234,201.33	284,585.52
经营活动产生的现金流量净额	-62,937.09	-129,551.07	-229,117.59
投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	0.00	54,671.00	3,000.00
取得投资收益收到的现金	1,059.92	778.58	789.04
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	798.30	5,075.00
投资活动现金流入小计	1,059.92	56,247.88	8,864.04
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	12,586.69	10,704.13	40,591.21
投资支付的现金	8,388.67	58,644.65	5,540.00
投资活动现金流出小计	20,975.36	69,348.78	46,131.21
投资活动产生的现金流量净额	-19,915.44	-13,100.90	-37,267.17
筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	1,587.60	2,000.00	0.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	1,587.60	2,000.00	0.00
取得借款收到的现金	154,769.60	307,270.60	375,432.00
发行债券收到的现金	120,000.00	120,000.00	120,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	78,019.01	57,500.00	57,115.00
筹资活动现金流入小计	354,376.21	486,770.60	552,547.00
偿还债务支付的现金	255,783.10	299,200.00	153,800.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	63,171.00	31,562.25	55,814.81
支付其他与筹资活动有关的现金	2,821.43	0.00	0.00
筹资活动现金流出小计	321,775.53	330,762.25	209,614.81
筹资活动产生的现金流量净额	32,600.68	156,008.35	342,932.19
现金及现金等价物净增加额	-50,251.85	13,356.39	76,547.43

注：公司 2015 年财务数据采用 2016 年审计报告期初数或上期数；2014 年财务数据采用 2015 年审计报告期初数或上期数。

资料来源：公司 2015-2016 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	2016年	2015年	2014年
净利润	21,366.20	20,313.93	17,601.42
加：资产减值准备	2,593.36	1,672.06	580.88
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	4,443.86	4,473.46	5,024.42
长期待摊费用	7.77	12.85	22.78
财务费用	2,818.78	2,647.77	516.83
投资损失	-1,059.92	-778.58	-789.04
递延所得税资产减少	-648.34	-418.02	-145.22
存货的减少	-139,140.44	-115,523.81	-85,085.23
经营性应收项目的减少	-20,084.35	24,219.29	-175,170.71
经营性应付项目的增加	66,765.99	-66,170.02	8,326.29
间接法-经营活动产生的现金流量净额	-62,937.09	-129,551.07	-229,117.59

注：公司 2015 年财务数据采用 2016 年审计报告期初数或上期数；2014 年财务数据采用 2015 年审计报告期初数或上期数。

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2016年	2015年	2014年
综合毛利率	14.13%	16.02%	6.98%
收现比	0.82	0.59	0.55
产权比率	88.11%	96.22%	104.98%
有息负债（万元）	974,396.67	891,949.60	823,150.00
资产负债率	46.84%	49.04%	51.21%
流动比率	4.72	7.03	3.83
EBITDA（万元）	31,802.24	27,399.34	23,255.43
EBITDA 利息保障倍数	0.50	0.42	0.46

注：公司 2015 年财务数据采用 2016 年审计报告期初数或上期数；2014 年财务数据采用 2015 年审计报告期初数或上期数。

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告

附录五 截至2016年12月31日纳入合并范围的子公司

子公司名称	注册资本	业务性质	持股比例	取得方式
开元发展（湘潭）投资有限责任公司	40000 万元	城市基础设施、配套项目的投资及建设；房地产开发经营；其他项目投资；经济信息咨询；投资咨询	51%	现金出资
湘潭市兴城置业有限公司	10000 万元	房地产开发经营；土地整理；建筑装潢；城市基础设施与交通基础设施建设	49%	现金出资
湘潭一环东路项目管理有限责任公司	3240 万元	一环东路工程项目管理综合服务；一环东路用地范围内的道路工程、桥涵工程、给排水工程、照明工程、景观及交通工程建设	51%	现金出资

资料来源：公司 2016 年审计报告

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/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+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款

附录七 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。