



# 信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪356号

## 株洲市国有资产投资控股集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及公司已发行的“株洲市国有资产投资控股集团有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券”、“株洲市国有资产投资控股集团有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望稳定；维持上述债券信用等级为AA<sup>+</sup>。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年六月十五日

## 株洲市国有资产投资控股集团有限公司 2016 年、2017 年 面向合格投资者公开发行公司债券跟踪评级报告（2018）

债券名称	株洲市国有资产投资控股集团有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券		
债券代码	112423.SZ		
债券简称	16 株国投		
发行主体	株洲市国有资产投资控股集团有限公司		
发行规模	人民币 10 亿元		
存续期限	2016/8/5~2021/8/5		
上次评级时间	2017/6/20		
上次评级结果	主体级别 AA <sup>+</sup>	债项级别 AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
跟踪评级结果	主体级别 AA <sup>+</sup>	债项级别 AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定

债券名称	株洲市国有资产投资控股集团有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券		
债券代码	112523.SZ		
债券简称	17 株国 01		
发行主体	株洲市国有资产投资控股集团有限公司		
发行规模	人民币 10 亿元		
存续期限	2017/5/2~2024/5/2		
上次评级时间	2017/6/20		
上次评级结果	主体级别 AA <sup>+</sup>	债项级别 AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
跟踪评级结果	主体级别 AA <sup>+</sup>	债项级别 AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定

### 概况数据

株洲国投	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	99.77	125.55	146.62	152.42
总资产（亿元）	274.48	377.32	433.63	443.86
总债务（亿元）	122.34	211.23	218.79	220.19
营业总收入（亿元）	43.13	56.54	73.68	11.04
营业毛利率（%）	46.46	37.59	38.42	41.40
EBITDA（亿元）	8.63	10.33	15.15	-
所有者权益收益率（%）	2.56	3.40	3.90	-
资产负债率（%）	63.65	66.73	66.19	65.66
总债务/EBITDA（X）	14.91	20.44	14.45	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.75	2.17	2.26	-

注：1. 上述所有者权益包含少数股东权益；  
2. 上述所有数据为合并口径数据；  
3. 中诚信证评将长期应付款及其他非流动负债里面有息债务调至长期债务，将其他流动负债里面的有息债务调至短期债务。

### 基本观点

2017 年，株洲市国有资产投资控股集团有限公司（以下简称“株洲国投”或“公司”）所在的区域经济实力继续稳步增长，为公司发展创造了良好的外部环境，公司持有多家优质上市股权，资产变现性良好，核心控股子公司业绩稳步增长，可出让土地储备充足，为后续债务偿还提供有力保障。但同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司资本支出压力较大、债务规模持续扩大等因素对公司信用水平的影响。

综上，中诚信证评维持公司主体信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定；维持“株洲市国有资产投资控股集团有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券”、“株洲市国有资产投资控股集团有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券”信用级别为 AA<sup>+</sup>。

### 正面

- 株洲市工业基础良好，经济实力持续增强。株洲市是我国重要的工业基地，目前已形成装备制造、新材料、有色金属、陶瓷、生物医药、健康食品等主要产业。2017 年，株洲市地区生产总值为 2,580.4 亿元，较上年增长 8.0%，为公司发展提供了良好的外部环境。
- 公司持有多家优质上市股权，相关资产变现性良好。除控股千金药业和株洲天桥起重机股份有限公司外，公司还持有国海证券、潍柴动力、株冶集团、西王食品、湖南黄金、宜安科技等 8 家上市公司股票，以 2018 年 3 月 31 日收盘价计算，公司持有的上市公司股票总市值约 54.59 亿元，资产变现能力良好，可为公司债务偿还提供一定保障。
- 核心控股子公司业绩稳步增长，可出让土地储备充足，为后续债务偿还提供有力保障。2017 年公司控股子公司千金药业实现销售收入 31.83 亿元，同比增长 11.09%，天桥起重销售

## 分析师

邵新夏 xhshao@ccxr.com.cn

吴凯琳 klwu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年6月15日

收入 12.46 亿元，同比增长 0.57%，截至 2018 年 3 月末，公司持有待开发控规地约 1,959.43 亩，后备开发和可出让的土地资源充足。

## 关注

- ▶ 子公司株洲天桥起重机股份有限公司筹划股权划转。公司与中国中车集团正在筹划子公司天桥起重股权划转并涉及混改重大事项，双方正在积极洽谈中，该事项尚需经国家有权部门事前同意，后续进展情况需关注。
- ▶ 公司面临资本支出压力。近年来，公司参与投资了株洲市内特色产业集群等开发项目，在建项目累计已投资 90.65 亿元，尚需投资 82.66 亿元，使公司面临一定资本支出压力。
- ▶ 债务规模持续扩大。近年来公司对外投资规模大幅增长，致使债务规模随之快速增加，2015~2017 年及 2018 年 3 月末，公司债务规模分别达到 122.34 亿元、211.23 亿元、218.79 亿元和 220.19 亿元，同期资产负债率分别为 63.65%、66.73%、66.19%和 65.66%。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

## 债券发行兑付及募集资金使用情况

株洲市国有资产投资控股集团有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券于 2016 年 8 月 5 日成功发行，发行规模 10 亿元，票面利率为 4.20%，期限为 5 年期，采用单利按年计息，到期还本。募集资金总额为 10.00 亿元，截至本报告出具日已使用 99,973 万元，其中 69,973 万元用于偿还借款及发行费用，30,000 万元用于补充运营资金-拆迁支出，未使用资金余额为 27 万元。

株洲市国有资产投资控股集团有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券于 2017 年 5 月 2 日成功发行，发行规模 10 亿元，票面利率为 5.93%，期限为 7 年期，采用单利按年计息，到期还本。募集资金总额为 10.00 亿元，截至本报告出具日已使用 5.99 亿元，其中 4.80 亿元用于偿还借款本金及发行费用，1.19 亿元用于偿还借款利息，未使用资金余额为 4.01 亿元。

公司每年按时付息，在使用募集资金时，严格按照公司《募集资金管理办法》和《资金管理制度》等相关制度履行资金使用审批手续。

## 重大事项说明

2017 年 12 月，公司与中国中车集团开始筹划子公司株洲天桥起重机股份有限公司（股票代码：002523，以下简称“天桥起重”）股权划转并涉及混改重大事项，双方正在积极洽谈中，该事项尚需经国家有权部门事前同意，截至本报告出具日，暂无实质性进展，天桥起重仍纳入公司合并范围内，后续进展情况需关注。

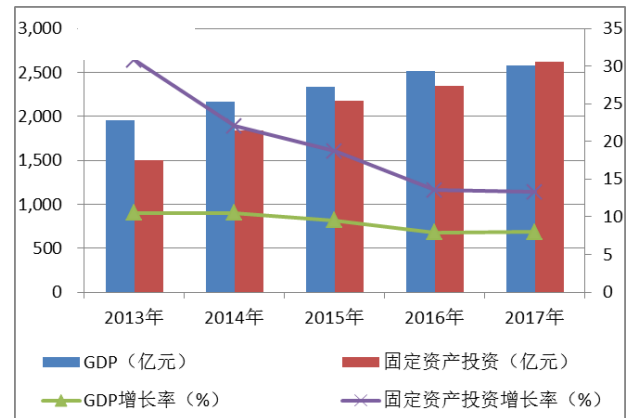
## 行业概况

**2017 年株洲市区域经济继续增长，产业结构持续优化，第二产业仍是其经济增长的主要动力**

2017 年在宏观经济形势下行的压力下，株洲市地区经济仍然保持了较高的增长速度，全市全年实现地区生产总值（GDP）2,580.4 亿元，较上年增长 8.0%，在湖南省 12 个地级市中排名第 5 位；GDP 增速高于全国 1.1 个百分点，与全省平均水平持平。

同期固定资产投资 2,622.7 亿元，同比增长 13.3%，分别高于全国、全省 6.1 个百分点和 0.2 个百分点，投资规模总量稳步提升，增速较高；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。

图 1：2013~2017 年株洲市主要经济指标



资料来源：株洲市统计局，中诚信证评整理

随着经济的持续增长，株洲市财政实力也保持快速增长。2017 年，株洲市一般公共预算收入 224.1 亿元，同比增长 4.2%，其中税收收入 116.4 亿元，同比增长 13.8%，在公共预算收入中占比为 51.9%。整体来看，株洲市综合财力继续保持增长，但税收占比不高，财政收入的稳定性有待加强。财政支出方面，2017 年株洲市一般公共预算支出 445.1 亿元，较上年增长 9.8%。

总体看，株洲市工业基础良好，经济保持高速增长，第二产业仍是其经济增长的主要动力，但在全国经济下行的背景下，其经济增速也面临减缓的压力。

**2017 年多项重磅政策落地，医药制造行业增长强劲，发展态势良好**

2017 年，药物创新、一致性评价细则颁布，“两票制”的实施让医药流通走向规范化，公立医院“药改”走向纵深，医药零售迎来变革，随着多项重磅政策的落地，医药行业愈加规范，医药制造业增长强劲。根据工信部发布的《2017 年 1~9 月医药工业主要经济指标完成情况》显示，2017 年前三季度，我国医药工业规模以上企业实现营业收入 22,936.45 亿元，同比增 11.70%，增速较上年同期提高 1.61 个百分点，各子行业中，增长最快的是中药饮片加工，增速为 17.20%；同期，实现利润总额

2,557.26 亿元，同比增长 17.54%，增速较上年同期提高 1.90 个百分点，各子行业中，增长最快的是生物药品制造和化学药品制剂制造；主营收入利润率为 11.15%，较上年同期提升 0.69 个百分点，高于全国工业整体水平 4.98 个百分点。

表 1：2017 年 1~9 月医药工业利润情况

单位：亿元、%

子行业	利润总额	同比增长	比重
化学药品原料药制造	307.24	9.25	12.01
化学药品制剂制造	878.79	24.79	34.36
中药饮片加工	110.89	18.32	4.34
中成药制造	499.50	10.89	19.53
生物药品制造	361.91	26.26	14.15
卫生材料及医药用品制造	163.75	17.15	6.40
制药专用设备制造	10.30	0.32	0.40
医疗仪器设备及器械制造	224.87	7.4	8.79
<b>医药工业合计</b>	<b>2,557.26</b>	<b>17.54</b>	<b>100.00</b>

资料来源：国家工业信息部网站，中诚信证评整理

## 仿制药一致性评价深入推进，我国的仿制药质量和制药行业的整体发展水平有望提升

2017 年 8 月，国家食品药品监督管理总局发布《关于仿制药质量和疗效一致性评价工作有关事项的公告（2017 年第 100 号）》，对参比制剂的选择顺序、备案、购买，生物等效性试验的开展细节，申报要求及工作流程做出详细的规定；同时公布了“通过一致性评价”标识；并规定自 2017 年 9 月 8 日起，国家食品药品监督管理总局受理中心开始受理或接收一致性评价申请。为保证申报资料的合规性，CDE 于 2017 年 9 月 22 日发布《仿制药质量和疗效一致性评价申报资料立卷审查技术标准（暂行）》，对一致性评价申报资料做出具体的要求，供申请人整理资料参考。千金药业目前共有 26 个品种需开展一致性评价，其中属于 289 目录的有 13 个品种。其中，千金湘江药业有 17 个品种，千金协力药业有 9 个品种；已开展一致性评价的药品共有 10 个，尚未开展一致性评价的药品共 16 个。千金药业将顺应仿制药一致性评价政策的变化，充分发挥核心竞争力，利用自身优势，选择性的将需要做质量和疗效一致性评价的品种按照国家要求开展工作。

## 基本药物目录扩容打破了原有基本药物制度，中成药种类增加较多，其中妇科类消炎药的市场不断细分，竞争程度加剧

2017 年 2 月 23 日，人力资源与社会保障部印发《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017 年版）》，正式公布了 2017 年版国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录，此次更新为 2009 年后时隔八年国家再一次启动了医保目录的调整。本版目录中西药和中成药部分共收载药品 2,535 个，较 2009 年版目录增加了 339 个，增幅约 15.4%；重大疾病、创新药医保谈判机制实质推进，拟谈判品种紧随其后，民族药、儿童药被重点扶持。2017 年 4 月，人社部再将 44 个品种纳入目录谈判范围，最终有 36 个品种成功入围。截至 2017 年 8 月底，全国有 20 个省区对外公布了新版医保目录调整方案或执行了国家版医保方案。

千金药业共有 13 个医药品种被列入《国家基本药物目录（2012 年版）》、共有 41 个药品入选了《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017 年版）》。从妇科炎症类中成药的目录来看，之前的中成药仅 1 个，即千金药业的主打产品妇科千金片，而新版药物目录扩容之后该类药品增加至 6 个，分别是妇科千金片、花红片、金鸡胶囊、宫炎平胶囊、妇炎消胶囊和桂枝茯苓胶囊。该类别目录的扩容打破了妇科千金片在该市场的垄断地位，随着市场参与者的增多，在国家连续多年控制药价的背景下，市场竞争程度将愈加激烈。千金药业面临优势商品市场地位遭受冲击的风险。

## 业务运营

公司作为国有投资控股类企业，为支持地方实体经济的发展，公司通过参股或控股的方式参与地方经济建设，公司目前主要涉及的业务有医药、机械、金融、基础设施建设等，另外公司还参与了二级市场投资以及株洲特色产业集群项目的建设。2017 年，公司多项业务保持良好的发展态势，尤其其他业务（包括基础设施建设、产业集群项目以及金融服务）收入的增加，使得公司当年营业收入大幅增长至 73.68 亿元，增幅达 30.32%。具体来看，以千金药业为经营主体的医药板块实现营业收入

31.83 亿元，同比增长 11.10%；以天桥起重为经营主体的机械业务实现营业收入 12.46 亿元，同比增长 0.56%；以股息红利和资本利得为主的投资业务实现收入 2.89 亿元，同比增长 12.45%；土地开发

业务实现收入 10.12 亿元，与上年基本持平；其他业务实现收入 16.38 亿元，同比增长 513.48%，对整体营收起到有效补充。

表 2：2015~2017 年及 2018 年 1-3 月公司收入结构情况

单位：亿元、%

业务名称	2015		2016		2017		2018.1~3	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
医药业务	24.47	56.74	28.65	50.67	31.83	43.20	6.90	62.50
其中：中药生产	7.18	16.65	7.98	14.11	8.98	12.19	1.54	13.95
西药生产	5.82	13.49	6.93	12.26	7.55	10.25	1.50	13.59
批发零售	10.14	23.51	11.89	21.03	13.26	18.00	3.07	27.81
机械业务	9.17	21.26	12.39	21.91	12.46	16.91	1.63	14.76
股权投资	7.55	17.51	2.57	4.55	2.89	3.92	1.09	9.87
土地开发	0.13	0.30	10.26	18.15	10.12	13.74	-	-
其他	1.82	4.22	2.67	4.72	16.38	22.23	1.42	12.86
合计	43.13	100.00	56.54	100.00	73.68	100.00	11.04	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017 年，千金药业继续深化营销体制改革，不仅巩固了优势产品妇科千金片（胶囊）的市场地位，同时在西药方面也实现一定突破

公司医药业务经营主体为千金药业，收入主要包括自主药品的产销以及其他药企产品的代理销售。自主药品包括中药及西药两大类，其中中药系

以妇科千金片（胶囊）为主，而西药则以千金药业子公司湖南千金湘江药业股份有限公司（以下简称“湘江药业”）生产的水飞蓟宾葡甲胺片、拉米夫定和缬沙坦胶囊等产品为主。药品代理销售的产品主要包括亚宝药业、九芝堂、哈药集团和太极集团等公司生产的药品。

表 3：2015~2017 年及 2018 年 1-3 月千金药业主要收入结构情况

单位：亿元、%

收入分类	2015			2016			2017			2018.1~3		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
药品生产	13.00	53.54	65.98	14.91	52.43	64.90	16.53	52.40	63.57	3.04	44.56	69.41
其中：中药	7.18	29.57	61.63	7.98	28.06	61.90	8.98	28.47	58.08	1.54	22.62	60.59
西药	5.82	23.97	71.36	6.93	24.37	68.36	7.55	23.94	70.10	1.50	21.94	78.50
药品批发零售	10.14	41.76	17.54	11.89	41.81	16.86	13.26	42.05	17.15	3.07	44.97	17.79
其他	1.14	4.70	56.72	1.85	5.77	53.87	1.75	5.55	79.91	0.71	10.47	72.19
合计	24.28	100.00	46.05	28.65	100.00	44.80	31.54	100.00	44.96	6.82	100.00	46.49

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017 年，千金药业继续深化营销体制改革，坚持推行以利润为导向的《营销规则》，对营销规则执行不到位的区域总经理进行撤换。同时，公司于年内坚持改善产品和市场结构，中药产品方面则按照“稳定医院市场，突出抓好 OTC 市场”的思路，重点扶持妇科千金片（胶囊）等优势产品重新步入增长轨迹，西药方面则是坚持创新营销方法，积极拓展 OTC 及医院市场，其他卫生类产品则是通过积极

布局商超等传统渠道，大力拓展电商、微商等新兴渠道，使得“千金净雅”系列产品销量在当年实现较大突破。受益于此，2017 年公司中药及西药销售均呈现强势增长态势，自产的药品实现销售收入 16.53 亿元，较上年增长 10.87%，其中中药产品实现销售收入 8.98 亿元，同比增长 12.53%；西药产品实现销售收入 7.55 亿元，同比增长 8.95%；药品批发零售收入 13.26 亿元，同比增长 11.52%。

从产销具体情况来看，中药方面，千金药业根据销售计划安排生产，且严格控制库存，使得产销率始终保持在高位，2017年妇科千金片产销率113.25%，妇科千金胶囊产销率为97.72%；西药方面，受公司推广力度及市场接受度影响，不同西药产品产销率出现差异，2017年，水飞蓟宾葡甲胺片产销率为98.59%，较上年增长10.58个百分点，拉米夫定产销率为63.27%，较上年下降31.95个百分点；缙沙坦胶囊市场受欢迎程度不断上升，销量持续增长，2017年销量为1,370.56万盒，产销率为109.04%，较上年增加9.45个百分点。整体来看，千金药业产销率均控制在较高水平，库存压力较小。

**表 4：2015~2017 年及 2018 年一季度千金药业**

**中西药产品产销情况**

药品	项目	2015	2016	2017	2018.Q1
妇科千金片	产能(万盒)	3,240.74	3,240.74	3,240.74	810.19
	产量(万盒)	1,985.19	2,445.58	1,981.00	325.00
	销量(万盒)	2,288.14	2,301.48	2,243.44	225.00
	产销率(%)	115.26	94.11	113.25	69.23
	产能利用率(%)	61.26	75.46	61.13	40.11
妇科千金胶囊	产能(万盒)	2,291.67	2,291.67	2,291.67	572.92
	产量(万盒)	1,569.06	1,704.07	1,890.39	330.00
	销量(万盒)	1,684.28	1,773.12	1,847.36	306.00
	产销率(%)	107.34	104.05	97.72	92.73
	产能利用率(%)	68.47	74.35	82.49	57.60
水飞蓟宾葡甲胺片	产能(万盒)	800.00	800.00	800.00	200.00
	产量(万盒)	248.52	251.76	276.93	94.82
	销量(万盒)	252.11	221.57	273.02	80.51
	产销率(%)	101.44	88.01	98.59	84.91
	产能利用率(%)	31.07	31.47	34.62	47.41
拉米夫定	产能(万盒)	860.00	1,800.00	1,800.00	450.00
	产量(万盒)	173.65	169.38	195.44	42.13
	销量(万盒)	172.97	161.28	123.66	16.73
	产销率(%)	99.61	95.22	63.27	39.71
	产能利用率(%)	20.19	8.96	10.86	9.36
缙沙坦胶囊	产能(万盒)	1,000.00	3,000.00	3,000.00	750.00
	产量(万盒)	978.61	1,337.16	1,370.56	316.06
	销量(万盒)	918.41	1,331.62	1,494.40	200.55
	产销率(%)	93.85	99.59	109.04	63.45
	产能利用率(%)	978.61	44.57	45.69	42.14

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

综上，千金药业深化营销体制改革，在巩固优势产品市场地位的同时，不断开拓西药产品的销售渠道，未来随着西药产品结构的逐步完善，千金药业整体业绩有望持续增长。

**2017年，天桥起重继续调整产品结构，经营业绩实现小幅增长，同时在研发方面的投入不断增加，为后续发展打下了良好的技术基础，但天桥起重股权及资产重组的进展情况需关注**

公司机械业务经营主体为天桥起重，业务为物料搬运、风电及选煤等设备的研发、制造和销售。公司采取以销定产的生产模式，产销量基本持平。销量方面，2017年，天桥起重依托国家“一带一路”的政策，在海外的港口设备（即物料搬运设备）业务实现了进一步增长，同年，选煤设备和有色装备销售受市场行情影响，销量稳步上升，但风电设备受市场饱和及安装、生产、维修成本过高影响当年未接到订单。产量方面，当年天桥起重生产的各类起重设备产量共计562台，较上年减少了6.02%，主要系当年未生产风电设备所致，其中物料搬运设备产量487台，较上年增加72台；选煤机械58台，较上年增加29台，主要系2015年之前堆积的选煤设备库存已于2016年基本消化完全，2017年恢复正常生产节奏所致；有色装备17台，较上年增加12台。在多重因素的作用影响下，2017年天桥起重经营业绩仍实现小幅增长，营收规模达到12.46亿元，较上年增长0.56%。因公司采取以销定产的生产模式并且严格控制库存，所以产销率基本都保持在高位。

**表 5：2015~2017 年天桥起重产销情况**

年度	项目	2015	2016	2017
物料搬运设备	产量(台)	283	415	487
	销量(台)	283	415	487
	产销率(%)	100.00	100.00	100.00
风电设备	产量(台)	152	149	-
	销量(台)	152	149	-
	产销率(%)	100.00	100.00	-
选煤设备	产量(台)	22	29	58
	销量(台)	46	45	54
	产销率(%)	209.09	155.17	93.10
有色装备及其他	产量(台)	-	5	17
	销量(台)	-	5	17
	产销率(%)	-	100.00	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理



研发方面，2017年，天桥起重研发方面的投入较上年有所减少，共计投入金额0.73亿元，同比减少15.86%，占营业收入的比重为5.83%。天桥起重依托现有的省工程技术中心、院士工作站、省企业技术中心三大技术研发平台以及专业科研院所，深入开展产学研合作，从自动化、信息化、智能化等多方面转型升级，打造基于大数据和云计算的智能化生产线。

总体看，天桥起重在生产及研发方面具有一定的优势，通过自身产品结构转型与积极营销观念的推动，主动应对市场下行的风险，经营业绩频频实现逆市增长，未来随着政策的推动，天桥起重整体业务规模有望继续增长。但中诚信证评也将持续关注天桥起重股权及资产重组的进展以及对其经营状况的影响。

### 土地一级开发业务受当地土地政策影响较大，2017年公司土地开发及出让节奏有所减缓，但受土地市场升温影响，公司出让价格大幅上涨，土地出让收入基本稳定

公司目前在开发的地块主要为水竹湖控规地块、轨道科技地块和芦淞区产业园地块，分别由公司本部、子公司株洲市国投轨道科技城发展有限公司（以下简称“科技城公司”）和子公司株洲新芦淞产业发展集团有限公司（以下简称“新芦淞公司”）负责。

公司承担了市政府下达的土地开发任务，同时，为了弥补公司在城市基础设施项目上的投资<sup>1</sup>，株洲市政府无偿划转给公司5,000余亩控规土地。公司本部对划拨土地进行整理开发，之后交由当地土地储备中心，进行挂牌转让，待确认土地转让收入到账后，由当地财政转入公司账户。上述5,000余亩控规土地中2,570亩系无偿用于职教城、荷塘区金山工业园、荷塘区安置地和水竹湖公园等项目，其余土地（位于荷塘区西北部水竹湖片区，主要为住宅类用地和商业用地）则由公司进行开发。截至2018年3月末，水竹湖片区尚余1,959.43亩

土地未开发或出让。科技城公司和新芦淞公司分别负责轨道科技地块和芦淞区产业园地块的征地、报批、拆迁及整理，全部完成达到熟地后挂牌出让。另外，除了上述土地外，公司的可出让土地还包括2013年自行通过招拍挂取得的武广片区1,081亩土地，公司择机出让。

土地开发及出让方面，2017年，公司土地开发进度较上年有所减缓，开发面积2,293.07亩，较上年减少29.50%。受土地市场回暖影响，当年株洲市土地价格大幅上涨，但受政府规划影响，公司出让土地面积较上年减少45.92%至680.18亩，合计确认收入10.12亿元。其中，水竹湖片区商住用地出让187亩，确认收入3.48亿元；轨道科技城、芦淞区产业园地块出让493.18亩，确认收入6.64亿元。2018年3月，公司挂牌了水竹湖片区两块商住用地，面积分别为116.71亩和126.77亩，并于2018年5月21日出让成交，成交价分别为8.33亿元和10.42亿元，均价分别为713.85万元/亩和822.06万元/亩，创公司土地出让均价的新高；同年3月，公司挂牌出让了武广片区540.50亩商住用地，并于同年4月出让成交，公司可获得土地出让的返还收入7.3亿元，至此公司持有的武广片区土地全部出让完毕。

表6：2015~2017年公司土地出让情况

		单位：亩、亿元		
地块位置	项目名称	2015	2016	2017
水竹湖片区、武广片区	出让面积	-	564.23	187.00
	确认收入	-	8.31	3.48
	确认成本	-	5.69	1.07
轨道科技地块、芦淞区产业园地块	出让面积	336.00	693.55	493.18
	确认收入	0.13	1.95	6.64
	确认成本	0.47	2.10	4.63
合计	出让面积	336.00	1,257.78	680.18
	确认收入	0.13	10.26	10.12
	确认成本	0.47	7.79	5.70

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

根据株洲市政府的安排，2018~2020年，公司计划每年出让土地300亩。按照500万元/亩的土地出让价格、返还土地出让金总额的80%进行估算，未来公司每年可获得土地开发收入约为12亿元。

<sup>1</sup> 2009年之前公司承担了株洲市部分城市基础设施项目的建设任务，但政府未与公司签订相关协议，也未明确相关的财政返还政策。

## 公司股权投资业务中股息及红利收入大幅增长，而资本利得收益受市场行情影响较大

公司投资业务收入主要包括股息、红利等权益性投资收益以及买卖股票产生的资本利得。2017 年公司投资业务收入为 2.89 亿元，较上年增长 12.45%，其中资本利得收益为 1.56 亿元，较上下降 8.97%；股息红利收入为 1.33 亿元，较上年增长 52.87%。

公司投资的上市公司股票主要集中在株洲市本地板块及传统行业板块，截至 2018 年 3 月末，公司持有千金药业、国海证券、天桥起重、潍柴动力、株冶集团、西王食品、湖南黄金、宜安科技等 8 家上市公司股票，按照收盘价计算，市值共计 54.59 亿元。

表 7：截至 2018 年 3 月末公司持有的上市公司股票情况

股票名称	持股数量 (万股)	持股比 例 (%)	收盘价 (元/股)	市值 (万元)
千金药业	10,030.34	28.76	15.83	158,780.25
国海证券	18,375.00	4.36	4.35	79,931.25
天桥起重	29,421.71	29.05	6.3	185,356.78
潍柴动力	2,194.12	0.27	8.26	18,123.40
株冶集团	423.28	0.80	7.96	3,369.31
西王食品	548.60	1.00	15.15	8,311.24
湖南黄金	4,385.96	3.65	8.95	39,254.39
宜安科技	5,000.00	10.86	10.55	52,750.00
合计	-	-	-	545,876.61

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2018 年 3 月末，公司投资的非上市股权类企业主要包括制造类企业湖南山河航空动力机械股份有限公司、株洲耀祥光电科技有限公司、湘煤立达矿山装备股份有限公司等 54 家企业，金融与服务类企业株洲丰叶投资担保有限责任公司、株洲拍卖有限公司、株洲华天大酒店有限责任公司、株洲市产业与金融研究所有限公司、株洲市产权交易中心有限公司等 13 家企业。在非上市公司中，有部分企业也具备上市潜力，其中湘煤立达矿山装备股份有限公司也已在申请新三板挂牌上市，湖南特科能热处理有限公司也在积极筹备上市工作。

## 作为公司重点打造的株洲市唯一的金融服务平台，株洲金控于 2017 年刚成立，目前收入主要来源于金融押运和担保业务，后续组建及发展情况需关注

为更好地服务株洲市产业发展，2017 年 1 月，株洲市委、市政府同意株洲国投以旗下的株洲兴业资产管理有限公司、株洲国投保安服务有限公司、株洲丰叶担保有限责任公司(以下简称“丰叶担保”)为核心运作平台，组建株洲市金融服务集团有限公司(以下简称“金融集团”)。金融集团已于 2017 年 5 月 17 日注册成立，注册资本 10 亿元，并于 2017 年 9 月 12 日更名为株洲市金融控股集团有限公司(以下简称“株洲金控”)，业务范围包括资本运作和金融资产管理、股权投资及管理、信用担保和再担保、投融资及金融服务等。

截至 2017 年末，株洲金控资产总额 5.76 亿元，净资产总额 3.22 亿元，实现收入总额 1.32 亿元，主要系株洲市保安服务公司(以下简称“保安公司”)的金融系统押运收入以及丰叶担保的担保收入。具体看来，截至 2017 年末，丰叶担保在保客户 90 家，在保笔数 104 笔，在保余额 229,287 万元，其中融资担保 212,151 万元，非融资担保 17,136 万元，在保规模较上年度增加 9,604 万元，增长 4.37%；累计为 443 户中小微企业(或个人)提供融资或非融资担保 902 笔，累计担保金额近 70 亿元；2017 年实现营业收入 4,791.68 万元，清收回款 4,285 万元。保安公司主要通过保安服务、保安培训等实现收入，自 2017 年起并入株洲金控，2017 年保安公司实现营业收入 11,488.55 万元。

株洲金控作为公司重点打造的株洲市唯一的金融服务平台，定位于株洲市产业发展和金融服务，随着株洲金控“121”战略的逐步实施，金融业务未来有望贡献一定收入而成为公司的重要业务板块。

## 公司积极参与多个市场化房产项目的开发，但尚未成熟运营，且多个在建项目持续推进，公司资金需求依然较大

按照株洲市建设特色产业集群的目标，公司以项目平衡带动项目开发的运作模式，参与轨道科技

城、芦淞区航空产业园、服饰产业园等特色产业集群的开发和建设。轨道科技城于 2015 年 7 月开工建设，子公司株洲市国投轨道科技城发展有限公司承担了轨道科技城的路网建设及配套设施建设，目前，轨道科技城一期路网已基本搭建，二期中央公园、服务中心等项目建设也正稳步推进；芦淞区航空产业园、服饰产业园的基础设施建设开发则由子公司株洲新芦淞产业发展集团有限公司（以下简称“新芦淞公司”）负责，2017 年新芦淞公司通过航空城、服饰城的基础设施建设、土地整理开发及商品销售等实现收入 12.64 亿元。

此外，为加强盈利能力，公司近年来不断开拓市场化项目，其中已完工并投入使用的项目为大美新芦淞物流一期，主要为南区服饰园的配套物流，目前已基本完成出租，年租金收入约为 2,400 万元；已竣工但尚未投入使用或者正在试运行的项目为白关服饰产业园一二期项目、洗水工业园一期项目、株洲铜塘湾保税物流园（一期）；在建项目主要包括奥悦冰雪旅游项目的室内滑雪场、创业广场项目、株洲铜塘湾保税物流中心（B 型）和神农洞天项目。截至 2017 年末，公司在建项目累计已投资 90.65 亿元，尚需投资 82.66 亿元。

表 8：截至 2017 年末公司已完工但尚未使用或试运行项目

单位：亿元

项目名称	总投资	已投资	建设周期
白关服饰产业园	4.5	4.5	2014.09-2017.06
洗水工业园项目（一期）	4.5	4.5	2014.06-2017.06
铜塘湾保税物流园（一期）	7.65	7.65	2017.03-2017.09
<b>合计</b>	<b>16.65</b>	<b>16.65</b>	

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 9：截至 2017 年末公司在建项目情况

单位：亿元

项目名称	总投资	已投资	建设周期
奥悦冰雪旅游项目	4.20	4.20	2014.10~2018.08
航空城、服饰城	61.58	30.79	2015.10~2020.04
轨道科技城项目	87	50.05	2015.07~2018.07
株洲铜塘湾保税物流中心（B 型）	4.36	2.87	2016.09~2018.09
创业广场（原市民中心项目）	5.86	2.04	2017.04-2018.10
神农洞天项目	10.31	0.70	2016.11-2020.11
<b>合计</b>	<b>173.31</b>	<b>90.65</b>	

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总的看，公司参与的市场化房产项目投资规模增加导致资金需求加大，公司面临一定的投融资压力，同时已完工项目大多处于试运营阶段，在建项目的投资规模较大，未来运营情况存在不确定性。

整体来看，2017 年公司各个业务板块继续保持良好发展势头，医药及机械板块业务盈利能力继续保持在较高水平，同时为了更好发挥公司作为国有资产投资运营主体的功能，公司参与的株洲市内产业集群项目及市场化项目逐步增多，但资金需求也逐步增加，中诚信证评将对公司未来面临的资本支出压力保持持续关注。

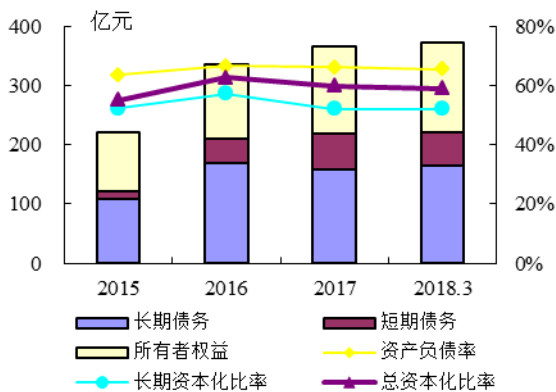
## 财务分析

以下财务分析是基于公司 2015、2016 及 2017 年经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的审计报告，以及公司未经审计的 2018 年 1~3 月财务报表，所有数据均为合并报表口径。

### 资本结构

2017 年，随着公司医药业务、机械业务及投资业务规模不断扩大，公司资产规模快速增加。截至 2017 年末，公司总资产规模为 443.63 亿元，同比增长 14.92%。得益于永续债的发行及留存收益的积累，公司自有资本实力大幅增强，2017 年末公司所有者权益合计 146.62 亿元，同比增长 16.78%。年内公司通过外部融资来推动各项业务的发展，致使债务规模快速增加，截至 2017 年末，公司总负债规模为 287.02 亿元，较上年增长 14.00%。得益于自有资本的增强，公司财务杠杆比率逐步降低，但仍处于高位水平，截至 2017 年末，公司资产负债率为 66.19%，较上年减少了 0.54 个百分点；公司总资本化比率为 59.88%，较上年末减少 2.84 个百分点。截至 2018 年 3 月末，公司总资产规模增至 443.86 亿元，其中所有者权益增至 152.42 亿元，资产负债率 65.66%。总资本化比率 59.09%。

图 2: 2015~2017 年末及 2018 年 3 月末公司资本结构



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

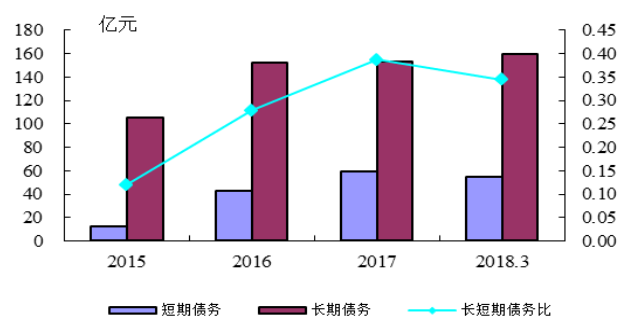
资产方面, 2017 年末, 公司资产以流动资产为主, 余额为 298.38 亿元, 占总资产的比重为 68.81%, 主要包括存货、货币资金、其他应收款和应收账款。其中存货主要系公司的土地开发成本、经营性项目开发成本及部分库存药品, 余额为 140.92 亿元, 同比增加 50.66%, 主要系轨道科技地块、芦淞区产业园地块的土地开发成本增加所致; 公司于年内通过发行债券和银行借款筹集大量资金, 致使公司年末账上货币资金余额达 61.78 亿元; 其他应收款主要系与关联企业的往来款, 余额为 47.03 亿元, 较上年末增加 14.94%, 账龄多在 2 年以内, 公司已计提坏账准备 0.17 亿元, 回收风险不大; 应收账款主要系应收政府土地出让金回款及天桥起重下游客户款, 余额 24.98 亿元, 较上年末增加 10.92 亿元, 主要系新芦淞公司基础设施建设项目增多、应收款项增加所致, 账龄在 2 年以上的计提坏账准备余额为 1.08 亿元, 存在一定的回收风险。截至 2018 年 3 月末, 公司流动资产余额为 295.05 亿元, 构成与上年末变化不大, 仍主要由存货、货币资金、其他应收款和应收账款构成。

截至 2017 年末, 公司非流动资产余额为 135.26 亿元, 主要系由无形资产、可供出售金融资产、在建工程和固定资产构成, 其中无形资产主要系土地使用权, 2017 年末无形资产余额为 22.08 亿元, 较上年末减少 11.97 亿元, 主要系公司子公司新芦淞公司将无形资产转至存货科目所致; 可供出售金融资产主要系持有的上市公司股权和非上市公司股权的公允价值, 余额为 34.31 亿元, 较上年末增加 3.24 亿元, 主要系年内对千金药业和轨道交通产业

发展有限公司进行了增持; 在建工程余额为 28.15 亿元, 主要包括湘江风光带、红旗路、石宋大道、东环北路等已竣工但尚未决算的基础设施建设项目和株洲铜塘湾保税物流中心 (B 型)、创业广场项目、奥悦冰雪旅游项目、神农洞天美丽乡村项目等在建市场化项目; 固定资产主要系办公楼及生产设备, 2017 年末固定资产余额为 29.64 亿元, 较上年末增加 11.28 亿元, 主要系神农城 5 号办公楼等建成后转入固定资产所致。截至 2018 年 3 月末, 公司非流动资产余额为 148.81 亿元, 较 2017 年末增加 13.55 亿元, 其中长期股权投资较 2017 年末增加了 12.56 亿元, 主要系新增投资株洲市产业扶贫投资基金合伙企业 (有限合伙) 及东莞宜安科技股份有限公司等所致。

从债务规模和期限结构来看, 2017 年公司继续通过举债来支撑土地开发及市场化项目建设, 债务规模持续扩大。截至 2017 年末, 公司总负债规模为 287.02 亿元, 同比增长 14.00%, 主要系应付债券、长期借款、一年内到期的非流动负债、其他应付款和长期应付款, 规模分别为 99.11 亿元、54.33 亿元、52.41 亿元、24.79 亿元和 19.63 亿元, 其中应付债券主要系公司近两年发行的债券产品, 期限以 5 年期为主, 利率在 4.20%~8.19% 之间。有息债务规模也随之攀升, 且以长期债务为主, 截至 2017 年末, 公司总债务规模为 218.79 亿元, 同比增长 3.58%, 其中长期债务 159.46 亿元, 短期债务 54.84 亿元, 长短期债务比 (短期债务/长期债务) 为 0.37。截至 2018 年 3 月末, 公司总负债规模和总债务规模分别为 291.44 亿元和 220.19 亿元。整体来看, 虽然公司债务结构合理, 但整体债务规模增长较快, 存在一定的偿还压力。

图 3: 2015~2017 年末及 2018 年 3 月末公司债务结构



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

总体来看，随着业务规模扩张，公司资产规模同步增加，且资产整体流动性较好，但公司负债规模增长较快，财务杠杆比率较高，财务稳健性有待加强。

### 盈利能力

2017年，公司医药板块坚持业务结构转型并深化营销体制改革，在巩固优势产品市场地位的同时，西药产品也实现一定的突破，对当年整体营收贡献较大；机械板块则积极转变业务结构以应对市场风险，营收规模也小幅增长；投资业务受益于股息红利收入的大幅增长，收入规模有所增长；由于年内株洲市土地市场回暖，公司将旗下部分土地对外出让，对整体营收起到有效补充；随着其他业务

的陆续开展，收入亦大幅增长。2017年公司实现营业收入73.68亿元，同比增长30.32%，其中医药板块实现营收31.83亿元，同比增长11.10%；机械业务实现营收12.47亿元，同比增长0.56%；投资业务收益为2.89亿元，同比增长12.45%；土地开发业务收入10.12亿元，同比减少1.36%；其他业务收入16.38亿元，同比增长513.48%。

毛利空间方面，2017年公司各项业务经营状况相对稳健，当年整体营业毛利率较2016年小幅增长0.83个百分点，达到38.42%。其中，医药业务毛利率达45.23%，对整体毛利贡献最大，机械业务毛利率达28.76%，较为稳定。2018年一季度，公司实现营业收入11.04亿元，毛利率达41.40%。

表 10：2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司主营业务收入及毛利率情况

单位：亿元、%

行业名称	2015 年度		2016 年度		2017 年度		2018 年 1~3 月	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
医药业务	24.47	46.40	28.65	45.08	31.83	45.23	6.90	46.95
其中：中药生产	7.18	61.63	7.98	61.90	8.98	58.08	1.54	60.59
西药生产	5.82	71.36	6.93	68.36	7.55	70.10	1.50	78.50
批发零售	10.14	17.54	11.89	16.86	13.26	17.15	3.07	17.79
机械业务	9.17	28.21	12.39	27.99	12.46	28.76	1.63	29.03
股权投资	7.55	-	2.57	-	2.89	-	1.09	-
土地开发	0.13	-	10.26	-	10.12	-	-	-
其他	1.82	-	2.67	-	16.38	-	1.42	-
<b>合计</b>	<b>43.13</b>	<b>46.46</b>	<b>56.54</b>	<b>37.59</b>	<b>73.68</b>	<b>38.42</b>	<b>11.04</b>	<b>41.40</b>

注：未提供“股权投资”、“土地开发”以及“其他”板块的营业成本，无法计算毛利率。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，2017年公司期间费用较上年度有所增加，其中，千金药业及天桥起重在活动推广及广告宣传方面投入增加，导致公司整体销售费用较上年增加1.12亿元，达到10.81亿元；受研发投入及人员增加影响，2017年管理费用较上年增长1.89亿元至6.84亿元；由于2016年债务规模激增，2017年公司财务费用较上年增加1.70亿元至6.11亿元。2017年公司合计发生期间费用23.76亿元，较上年增加4.71亿元，三费收入占比32.25%，公司期间费用控制能力有待提升。2018年一季度，公司期间费用规模达4.31亿元，三费收入占比达39.03%。

表 11：2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司期间费用分析

单位：亿元

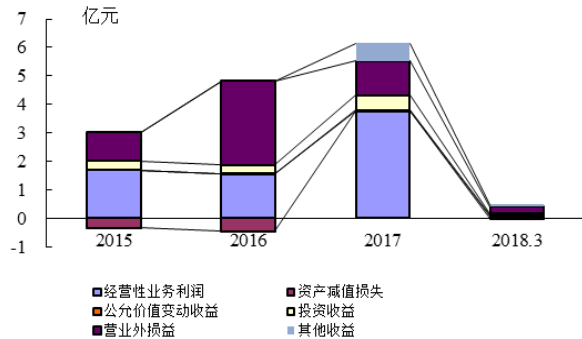
	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	8.76	9.69	10.81	2.46
管理费用	4.30	4.95	6.84	1.37
财务费用	4.70	4.41	6.11	0.47
三费合计	17.76	19.05	23.76	4.31
营业总收入	43.13	56.54	73.68	11.04
三费收入占比(%)	41.17	33.70	32.25	39.03

资料来源：公司审计/财务报告，中诚信证评整理

2017年公司利润总额主要来自经营性业务和营业外损益，规模为6.15亿元，较上年增加1.77亿元。年内其他业务收入大幅增长推高了整体营收规模，但较高的费用支出仍对公司利润空间造成一定侵蚀，2017年公司经营性业务利润为3.75亿元，

较上年增加 2.20 亿元；同期，营业外损益 1.21 亿元，较上年减少 1.73 亿元，主要由于政府拨款及节能减排奖补资金较上年有所减少。

图 4：2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司利润总额构成



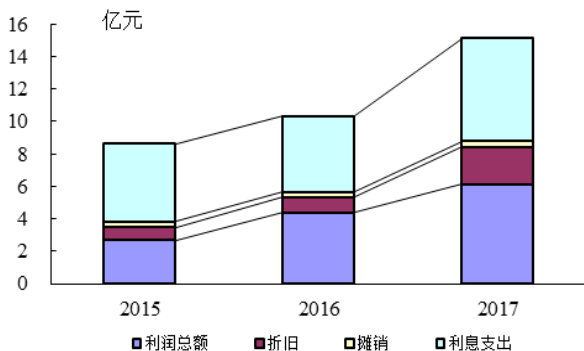
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，公司整体营收规模继续扩大，但不断增加的期间费用在一定程度上限制了公司的盈利水平，后续期间费用控制能力有待提升。

## 偿债能力

获现能力方面，受益于利润总额的增加，2017 年公司 EBITDA 为 15.15 亿元，较上年增长 4.82 亿元，其中利润总额 6.15 亿元，占比 40.60%，利息支出 6.35 亿元，占比 41.93%。

图 5：2015~2017 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

偿债指标方面，受益于 2017 年 EBITDA 大幅增长，总债务/EBITDA 指标较上年出现大幅度下降至 14.45 倍。同时，EBITDA 利息保障倍数为 2.26 倍，较上年小幅提高。整体来看，EBITDA 对债务本息保障程度一般。

现金流方面，2017 年随着销售资金回笼效率的提高，公司当年经营性现金流状况进一步改善，经营性净现金流为 1.31 亿元，较上年增加 0.24 亿元。同期，公司经营活动净现金/总债务为 0.01 倍，经营

活动净现金/利息支出为 0.20 倍，基本与上年持平。整体看，公司经营性活动现金流对债务本息保障不足，目前主要靠筹资性现金流进行资金平衡。2018 年一季度，公司经营性净现金流为 -3.34 亿元，经营活动净现金/总债务为 -0.02 倍。

表 12：2015~2017 年末及 2018 年 3 月末公司

### 主要偿债能力指标

项目	2015	2016	2017	2018.03
短期债务 (亿元)	12.68	42.97	59.33	54.84
长期债务 (亿元)	109.66	168.25	159.46	165.35
总债务 (亿元)	122.34	211.23	218.79	220.19
资产负债率 (%)	63.65	66.73	66.19	65.66
总资本化比率 (%)	55.08	62.27	59.88	59.09
EBITDA (亿元)	8.63	10.33	15.15	-
EBITDA 利息倍数 (X)	1.75	2.17	2.26	-
总债务/EBITDA (X)	14.91	20.44	14.45	-
经营活动净现金/利息支出 (X)	-0.72	0.22	0.20	-
经营活动净现金/总债务 (X)	-0.03	0.01	0.01	-0.02

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

受限资产方面，截至 2018 年 3 月末，公司受限资产为 23.74 亿元，占期末总资产的比例为 5.35%，其中用于质押借款的应收账款余额为 11.23 亿元，占应收账款比重为 39.91%；用于担保的土地使用权账面价值 6.02 亿元，占公司无形资产的 27.14%；用于抵押借款的在建工程为 4.98 亿元，占在建工程总额比重为 22.45%；受限货币资金余额为 1.30 亿元，占货币资金总额比重为 2.84%。

银行授信方面，截至 2018 年 3 月末，公司获得多家金融机构综合授信额度共计 81.18 亿元，尚未使用额度 33.07 亿元，备用流动性充足。

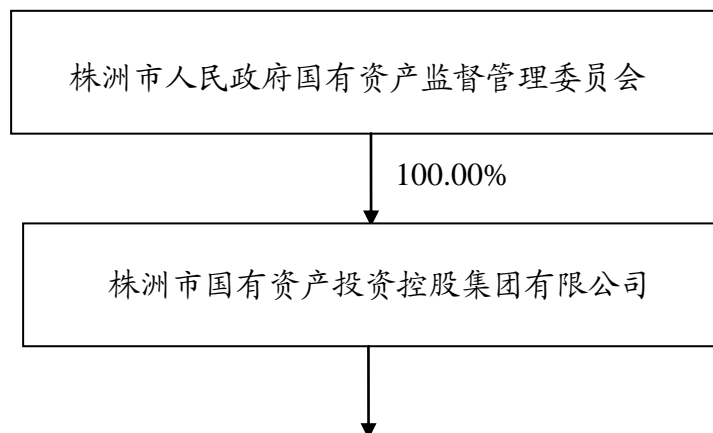
或有负债方面，截至 2018 年 3 月末，公司为株洲轨道交通产业发展股份有限公司和株洲高科集团有限公司提供担保，对外担保余额 8.56 亿元，占当期净资产的比重为 5.62%，被担保单位均为株洲市内国有企业，担保风险基本可控。

总体来看，公司费用支出过高，造成盈利能力有限，且投资规模增加导致公司负债增加较快，但公司收入规模持续扩大，且资产流动性较好，公司整体抗风险能力较强，信用风险较低。

## 结 论

综上，中诚信证评维持株洲国投主体信用等级 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“株洲市国有资产投资控股集团有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券”、“株洲市国有资产投资控股集团有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券”信用级别为 **AA<sup>+</sup>**。

## 附一：株洲市国有资产投资控股集团有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）

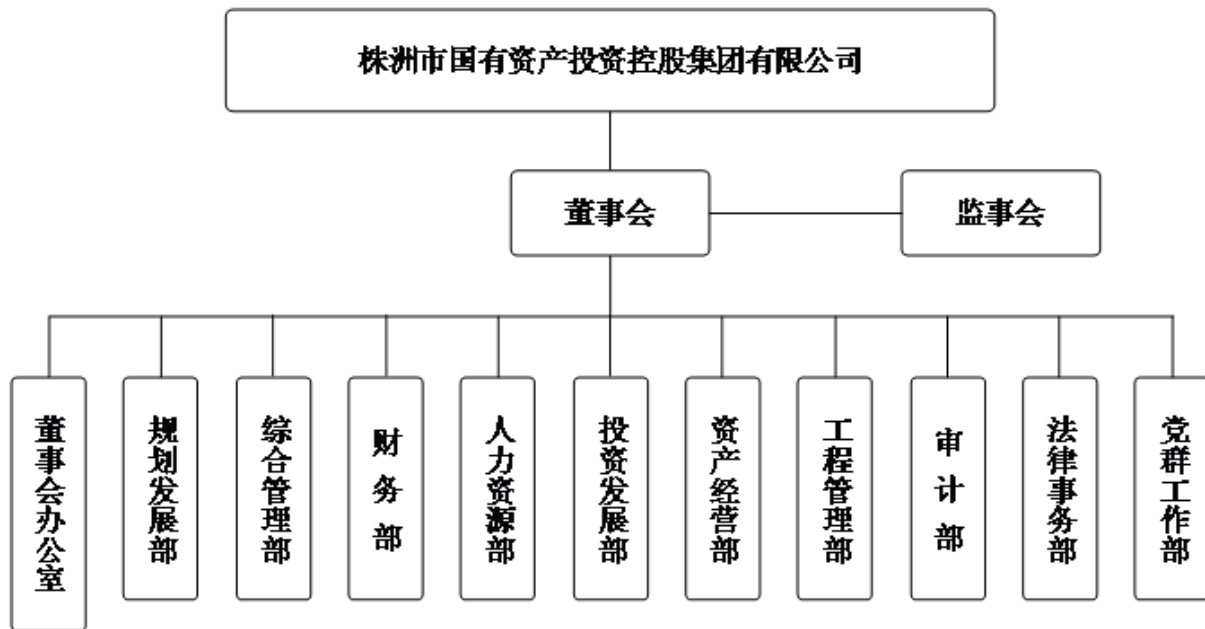


序号	级次	子公司名称	业务性质	持股比例 (%)	享有的表决权 (%)	取得方式
1	二级	株洲市恒通农业发展投资经营有限公司	农业	100.00	100.00	投资设立
2	二级	株洲市金融控股集团有限公司	金融服务	100.00	100.00	投资设立
3	二级	株洲方元资产经营管理有限公司	资产管理	99.00	100.00	投资设立
4	二级	株洲市产业与金融研究所有限公司	金融研究、管理咨询	88.50	88.50	投资设立
5	二级	株洲市国投水木开发建设有限公司	房地产开发经营	100.00	100.00	投资设立
6	二级	株洲国投智慧城市产业发展投资有限公司	城市规划、服务	100.00	100.00	投资设立
7	二级	株洲天桥起重机股份有限公司	门、桥式起重机制造	29.05	29.08	其他
8	二级	株洲千金药业股份有限公司	医药制造销售	28.76	28.76	其他
9	二级	株洲新芦淞洗水工业园经营管理有限公司	资产经营管理	80.00	100.00	投资设立
10	二级	株洲市国投轨道科技城发展有限公司	资产经营管理	3.50	99.65	投资设立
11	二级	株洲新芦淞产业发展集团有限公司	资产经营管理	50.00	50.00	投资设立
12	二级	湖南奥悦冰雪旅游有限公司	房产开发、旅游	33.33	33.33	投资设立
13	二级	株洲市国投国盛实业发展有限公司	服务业	100.00	100.00	投资设立
14	二级	株洲丰叶担保有限责任公司	担保	75.24	75.24	非同一控制下的企业合并
15	二级	株洲新芦淞玉城置业有限公司	园区投资管理	86.00	100.00	投资设立
16	二级	株洲市国投创新创业投资有限公司	投资	80.00	100.00	投资设立
17	二级	湖南神农洞天旅游开发有限公司	房产开发、旅游	70.00	70.00	投资设立
18	二级	株洲市国投保税物流经营有限公司	建筑、仓储	100.00	100.00	投资设立
19	二级	株洲云龙总部园区开发建设有限公司	房产开发、投资	69.60	69.60	投资设立

资料来源：公司提供



附二：株洲市国有资产投资控股集团有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

**附三：株洲市国有资产投资控股集团有限公司财务数据及主要指标**

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	407,538.75	841,481.38	617,792.71	456,870.70
应收账款净额	116,105.96	140,530.98	249,775.57	281,367.07
存货净额	684,138.92	935,164.47	1,408,959.40	1,492,267.57
流动资产	1,878,705.74	2,505,894.19	2,983,789.46	2,950,464.52
长期投资	292,418.00	467,021.31	498,778.91	601,540.40
固定资产合计	344,346.12	433,956.23	296,432.86	301,668.54
总资产	2,744,763.62	3,773,248.26	4,336,342.62	4,438,592.28
短期债务	126,773.73	429,720.41	593,300.06	548,407.53
长期债务	1,096,595.37	1,682,545.34	1,594,578.93	1,653,492.91
总债务（短期债务+长期债务）	1,223,369.10	2,112,265.75	2,187,879.00	2,201,900.44
总负债	1,747,033.03	2,517,763.72	2,870,170.18	2,914,435.44
所有者权益（含少数股东权益）	997,730.59	1,255,484.54	1,466,172.44	1,524,156.84
营业总收入（主营业务收入）	431,315.10	565,385.75	736,791.15	110,400.45
三费前利润（主营业务利润）	194,442.85	206,061.48	275,143.32	44,020.20
投资收益	3,181.66	3,014.63	5,178.14	512.04
净利润	22,531.68	38,289.02	53,076.11	3,509.65
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	86,333.60	103,322.04	151,460.06	-
经营活动产生现金净流量	-35,447.36	10,662.54	13,051.53	-33,357.19
投资活动产生现金净流量	-446,135.51	-485,038.24	-329,665.32	-189,485.28
筹资活动产生现金净流量	647,570.03	915,958.64	86,815.83	55,854.01
现金及现金等价物净增加额	165,987.15	441,598.46	-229,551.13	-167,098.33
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	46.46	37.59	38.42	41.40
所有者权益收益率（%）	2.56	3.40	3.90	-
EBITDA/主营业务收入（%）	20.02	18.27	20.56	-
速动比率（X）	1.93	1.94	1.41	1.35
经营活动净现金/总债务（X）	-0.03	0.01	0.01	-0.02
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.28	0.03	0.02	-0.24
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.72	0.22	0.20	-
EBITDA/利息支出（X）	1.75	2.17	2.26	-
总债务/EBITDA（X）	14.91	20.44	14.45	-
资产负债率（%）	63.65	66.73	66.19	65.66
总资本化比率（%）	55.08	62.72	59.88	59.09
长期资本化比率（%）	52.36	57.27	52.10	52.04

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、中诚信证评将长期应付款及其他非流动负债里面有息债务调至长期债务，其他流动负债里面的有息债务调至短期债务。

**附四：基本财务指标的计算公式**

营业毛利率 = (营业收入净额 - 营业成本) / 营业收入净额

EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA (息税折旧摊销前盈余) = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

成本费用率 = (主营业务成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 主营业务收入净额

净资产收益率 = 净利润 / 所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入净额

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 主营业务收入净额 / 应收账款余额

存货周转率 = 主营业务成本 / 存货余额

流动资产周转率 = 主营业务收入净额 / 流动资产余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 短期投资) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的长期借款 + 其他流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

强制性现金支付比率 = 现金流入总额 / (经营现金流出量 + 偿还债务本息付现)

现金流负债比 = 经营活动净现金流 / 流动负债

到期债务本息偿付率 = 经营活动净现金流 / (本期到期债务本金 + 现金利息支出)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

## 附五：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。