

信用等级公告

联合[2018] 1033 号

联合资信评估有限公司通过对浏阳现代制造产业建设投资开发有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持浏阳现代制造产业建设投资开发有限公司主体长期信用等级为 AA，“17 产建绿色 01/G17 产建 1”和“17 产建绿色 02/G17 产建 2”信用等级为 AAA，“17 浏阳现代 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年六月十四日



浏阳现代制造产业建设投资开发有限公司

跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA

上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	担保方级别	跟踪评级结果	上次评级结果
17产建绿色01/G17产建1	9.00亿元	2024/5/2	AAA	AAA	AAA
17产建绿色02/G17产建2	9.00亿元	2024/8/10	AAA	AAA	AAA
17浏阳现代MTN001	5.00亿元	2022/10/26	--	AA	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2018年6月14日

财务数据

项 目	2015年	2016年	2017年	2018年3月
现金类资产(亿元)	1.11	5.73	15.95	15.63
资产总额(亿元)	90.92	106.60	128.73	134.43
所有者权益(亿元)	75.07	76.34	77.55	78.04
短期债务(亿元)	2.76	2.14	4.25	2.74
长期债务(亿元)	2.68	15.11	34.79	37.12
全部债务(亿元)	5.44	17.25	39.04	39.86
营业收入(亿元)	6.43	6.73	7.64	2.10
利润总额(亿元)	1.26	1.27	1.21	0.49
EBITDA(亿元)	1.58	1.94	2.23	--
经营性净现金流(亿元)	-1.44	-5.41	-7.72	-0.04
营业利润率(%)	16.74	16.72	16.83	16.26
净资产收益率(%)	1.68	1.67	1.56	--
资产负债率(%)	17.44	28.39	39.76	41.94
全部债务资本化比率(%)	6.75	18.43	33.48	33.80
流动比率(%)	2128.03	2088.09	1414.84	1095.84
经营现金流动负债比(%)	-33.89	-107.12	-85.94	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.45	8.90	17.49	--

注：2018年1~3月财务数据未经审计。

分析师

黄海伦 王超

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，浏阳市区域经济增长持续，浏阳现代制造产业建设投资开发有限公司（以下简称“公司”）作为浏阳高新技术产业开发区重要的基础设施建设主体，持续获得政府在财政补贴方面的有力支持，公司营业收入不断增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司存货占比较大、资产流动性较弱、债务规模快速增长等因素给公司信用水平带来的不利影响。随着浏阳高新技术产业开发区基础设施建设的不断推进，公司经营前景良好。

“17产建绿色01/G17产建1”设置了分期偿还本金安排，同时中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合中小”）为“17产建绿色01/G17产建1”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，中合中小主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，有效提升了“17产建绿色01/G17产建1”本息偿还的安全性。

“17产建绿色02/G17产建2”设置了分期偿还本金安排，同时湖北省担保集团有限责任公司（以下简称“湖北省担保”）为“17产建绿色02/G17产建2”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，湖北省担保主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，有效提升了“17产建绿色02/G17产建2”本息偿还的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，维持“17产建绿色01/G17产建1”和“17产建绿色02/G17产建2”的信用等级为AAA，维持“17浏阳现代MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，浏阳市经济持续增长，为公司

发展提供了良好的外部环境。

2. 公司作为浏阳市重要的基础设施建设主体，跟踪期内，获得了政府在补贴方面的持续支持。
3. 中合中小对“17 产建绿色 01/G17 产建 1”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保；湖北省担保对“17 产建绿色 02/G17 产建 2”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保。上述担保有效提升了债券本息偿付的安全性。

关注

1. 公司存货占比较大，且以流动性较弱的代建项目投入和土地资产为主，对公司资产流动性造成影响。
2. 跟踪期内，公司债务规模增长较快，未来随着公司在建和拟建项目的持续投入，预计债务规模将进一步上升。
3. 公司应收类款项逐年增长，政府回款滞后。

声 明

一、本报告引用的资料主要由浏阳现代制造产业建设投资开发有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

浏阳现代制造产业建设投资开发有限公司

跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于浏阳现代制造产业建设投资开发有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为浏阳市政府。截至2018年3月底，公司注册和实收资本均为2.00亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至2018年3月底，公司内设行政部、财务融资部、征拆安置部等7个职能部门，拥有3家全资子公司。

截至2017年底，公司资产总额128.73亿元，所有者权益77.55亿元；2017年，公司实现营业收入7.64亿元，利润总额1.21亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额134.43亿元，所有者权益78.04亿元；2018年1~3月，公司实现营业收入2.10亿元，利润总额0.49亿元。

公司地址：浏阳市高新技术产业开发区永阳路1号；法定代表人：刘铁军。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年4月底，联合资信所评“17产建绿色01/G17产建1”、“17产建绿色02/G17产建2”和“17浏阳现代MTN001”尚需偿还债券余额23.00亿元。跟踪期内，“17产建绿色01/G17产建1”已按期足额支付债券利息。

截至2018年4月底，“17产建绿色01/G17产建1”募集资金已使用8.11亿元（其中3.61亿元已用于项目建设，4.50亿元已补充流动资金）；

“17产建绿色02/G17产建2”募集资金已使用2.70亿元补充流动资金；“17浏阳现代MTN001”已按募集资金规定用途偿还公司借款3.82亿元。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
17 产建绿色01/G17产建1	9.00	9.00	2017/5/2	7年
17 产建绿色02/G17产建2	9.00	9.00	2017/8/10	7年
17 浏阳现代MTN001	5.00	5.00	2017/10/26	5年
合计	23.00	23.00	--	--

资料来源：联合资信整理

截至2018年4月底，“17产建绿色01/G17产建1”和“17产建绿色02/G17产建2”募投项目湖南浏阳机电产品再制造产业平台建设项目累计完成投资47191.76万元，占项目总投资的30.57%。目前募投项目已完成征地拆迁、土地平整、项目设计及道路规划施工，后续主体工程有序开展，募投项目整体完工量21.03%。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发

展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融

风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43号，以下简称“《43号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

表2 2017年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017年4月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范PPP合作行为，再次明确43号文内容。
2017年5月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017年6月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55号）	PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017年6月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017年7月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92号	对已入库和新增的PPP项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于2018年3月31日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017年12月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年4月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54号	及时更新PPP项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合资信综合整理

2. 行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80% 的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基

调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济

公司是浏阳市重要的基础设施建设主体，主要负责浏阳高新技术产业开发区（以下简称“高新区”或“园区”）基础设施建设和土地开发业务。浏阳市及高新区的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

浏阳市经济持续增长，产业结构不断优化，固定资产投资保持快速增长，为公司创造了良好的外部环境。

根据《浏阳市 2017 年国民经济和社会发展统计公报》，2017 年，浏阳市实现生产总值 1365.1 亿元，同比增长 10.8%。其中第一产业增加值 106.8 亿元、第二产业增加值 939.4 亿元、第三产业增加值 318.9 亿元，分别增长 5%、11% 和 12.3%。三次产业对经济增长的贡献率依次为 3.7%、71.5% 和 24.8%，分别拉动经济增长 0.4 个百分点、7.7 个百分点和 2.7 个百分点；三次产业结构为 7.8：68.8：23.4。

2017 年，浏阳市实现固定资产投资 1073.1 亿元，同比增长 17.1%。其中工业投资 661.7 亿元，同比增长 11.4%。实现工业增加值 856.6 亿元，同比增长 11.3%。规模以上工业企业 872 家，实现规模工业总产值 2579.2 亿元，同比增

长 13.5%，实现规模工业增加值 772.8 亿元，同比增长 13%。

依托紧邻长沙市和黄花国际机场的地理优势，跟踪期内，浏阳高新区规模工业和高新技术产值快速增长，持续名列湖南省省级园区前茅。

2017 年，园区实现技工贸收入 452.6 亿元，同比增长 22.3%；规模工业总产值 394.4 亿元，同比增长 10.5%；实现高新技术产值 241.4 亿元，同比增长 21.9%；固定资产投资 130.6 亿元，同比增长 18.8%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化，实际控制人仍为浏阳市政府。

2. 外部支持

2017 年浏阳市和高新区财政收入持续增长，财政实力较强；跟踪期内，浏阳市政府作为公司实际控制人，继续给予公司支持。

根据公开信息及公司提供的信息，2017 年，浏阳市地方综合财力 138.73 亿元，同比增长 9.67%。其中地方一般预算收入 62.36 亿元，同比增长 5.96%；转移性支付和税收返还收入 35.47 亿元，较上年保持稳定；国有土地使用权出让收入 40.01 亿元。同期，浏阳市一般公共预算支出 116.08 亿元，同比增长 22.11%，其中公共服务支出、教育支出、社会保障和就业支出、医疗卫生与计划生育支出合计 55.06 亿元，占一般公共预算支出的 47.43%。财政自给率为 53.72%，较上年的 61.91% 有所下降，财政自给能力较差。截至 2017 年底，浏阳市政府债务余额 106.52 亿元。其中一般债务 79.56 亿元、专项债务 26.96 亿元，全市政府债务率 76.78%。2017 年，高新区财政总收入 13.5 亿元，同比增长 15.8%。

跟踪期内，公司职能定位未发生变化，主要负责高新区范围内城市基础设施和土地平

整业务，在高新区范围内具有业务专营性。2017 年和 2018 年一季度，公司分别收到股东拨付的补贴 1.16 亿元和 0.66 亿元。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据《企业信用报告（银行版专业版）》，（机构信用代码：G1043018100138290B），截至 2018 年 5 月 3 日，公司无未结清和已结清的关注类或不良类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2018 年 5 月 14 日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

由于公司业务和人员有所扩张，公司进一步梳理和改进了各部门管理规范共 18 项，并重点对《工程管理办法》和《市政园林配套项目实施细则》做出了详细说明。公司管理制度执行情况良好。

七、经营分析

跟踪期内，公司负责的高新区基础设施建设业务和土地平整业务正常开展，主营业务收入增长明显，收入构成未发生明显变化，但收入实现质量依然较差。

2017 年，公司实现主营业务收入 7.61 亿元，同比增长 13.24%。其中代建工程收入和土地平整收入占比分别为 53.53% 和 46.47%，代建工程收入占比有所上升；2017 年，上述业务共实现回款 4.95 亿元。毛利率方面，根据公司与市政府签订的 20% 成本加成协议，2017 年公司各板块毛利率均未发生变化，为 16.67%。

2018 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 2.09 亿元，相当于 2017 年全年的 27.46%，受

政府回款安排存在延期影响，当期收入实现回款 0.59 亿元。公司代建工程收入和土地平整收

入毛利率均为 16.67%。

表 3 2016~2018 年 3 月公司主营业务收入变动情况（单位：亿元、%）

业务类型	2016 年			2017 年			2018 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建工程收入	2.07	30.80	16.67	4.07	53.53	16.67	1.29	61.39	16.67
土地平整收入	4.65	69.20	16.67	3.54	46.47	16.67	0.81	38.61	16.67
合计	6.72	100.00	16.67	7.61	100.00	16.67	2.09	100.00	16.67

注：公司主营业务收入合计数与各板块总和不一致系四舍五入所致。

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司基础设施代建业务模式与盈利空间未发生变化，主要在建项目进展情况基本正常；在建项目未来剩余投资规模较小，但未来拟建项目投资规模较大，公司存在一定的筹资压力。

公司受浏阳市政府委托代建市政项目，市政府按当年认定的投资额加上管理费及资金占用费（其中管理费与资金占用费按照签署年度投资额的 20% 计算）支付工程款。

2017 年，公司陆续承建了高新区捞刀河路

三段（株陵河——永和北路）道路工程（包含永和北路段（永丰路至捞刀河）、新河南路（319 至金阳大道）道路、排水工程、新河南路与金阳大道接线工程、永裕南路一段等项目，完成投资 6.94 亿元，实现收入 4.07 亿元。毛利率无变化，为 16.67%。

截至 2018 年 3 月底，公司主要在建的代建项目 10 个，项目总投资 17.72 亿元，已完成投资 12.70 亿元，剩余部分投资将在 2018~2019 年完成。

表 4 截至 2018 年 3 月底公司主要在建基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	项目周期（年）	截至 2017 年底已完成投资	截至 2018 年 3 月底已完成投资	未来投资计划	
					2018 年 4-12 月	2019 年
G319 国道扩建主线及辅道工程	37060.00	2016-2018	23460.70	28240.70	8819.30	--
湖南浏阳制造产业基地纬二路、经四路建设与整治项目	38000.00	2015-2018	36954.92	36954.92	1045.08	--
湖南浏阳制造产业基地经七路道路建设工程	30000.00	2015-2018	29402.01	29402.01	597.99	--
家具园片区项目	17810.00	2017-2018	13421.60	13421.60	4388.40	--
东北区市政园林建设项目	14950.00	2017-2018	3727.50	4900.00	1827.50	8222.50
西北区市政园林建设项目	10600.00	2017-2018	4770.00	4770.00	5830.00	--
湖南浏阳制造产业基地礼耕安置小区及基础配套设施建设工程	10240.00	2015-2018	5900.34	6969.34	3270.66	--
湖南浏阳制造产业基地株陵河河道改造及桥涵工程	7000.00	2015-2018	6200.00	6200.00	800.00	--
湖南浏阳制造产业基地建新安置小区平地及基础配套设施建设工程	6400.00	2016-2019	1295.81	1795.81	521.80	4082.39
湖南浏阳永安小城镇建设项目	5184.00	2015-2019	1900.01	2300.01	608.00	2275.99
合计	177244.00	--	127032.90	134954.39	27708.73	14580.88

资料来源：公司提供

公司负责高新区规划范围内的土地整理业务，且负责整理的地块主要为公司承担代建项目的地块。跟踪期内，公司土地整理业务进展顺利，在整理土地项目剩余投资规模不大，将陆续在未来1~2年内完成。

浏阳市政府赋予公司土地一级开发职能，其业务模式和财务处理方式与代建业务一致。

2017年，公司整理土地完成投资5.59亿元，实现收入3.54亿元，毛利率为16.67%。

截至2018年3月底，公司主要在建土地整理项目9个，项目总投资11.01亿元，已完成投资7.64亿元，剩余部分投资将在2018~2019年完成。

表5 截至2018年3月底公司主要在建土地整理项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	项目周期 (年)	截至2017年底 已完成投资	截至2018年3月 底已完成投资	未来投资计划	
					2018年 4-12月	2019年
湖南浏阳永安小城镇建设项目	11016.00	2015-2019	4926.43	5926.43	1400.00	3689.57
湖南浏阳制造产业基地礼耕安置 小区平地工程	21760.00	2015-2018	19649.92	19649.92	2110.08	--
湖南长沙（浏阳）国家再制造示 范基地再制造产业发展中心工程	20000.00	2015-2019	16373.48	16373.48	2000.00	1626.52
湖南浏阳制造产业基地经七路道 路建设工程	15000.00	2015-2018	10419.89	10419.89	4580.11	--
湖南浏阳制造产业基地建新安置 小区平地工程	13600.00	2016-2019	7404.19	7404.19	3500.00	2695.81
湖南浏阳制造产业基地纬二路、 经四路建设与整治项目	12000.00	2015-2018	9779.80	9779.80	2220.20	--
湖南浏阳制造产业基地株陵商贸 小区平地工程	10000.00	2015-2018	3991.99	4991.99	1000.00	4008.01
湖南浏阳制造产业基地株陵河河 道改造及桥涵工程	5000.00	2015-2019	1056.88	1056.88	1110.00	2833.12
家具园片区道路建设项目	1760.00	2017-2018	760.00	760.00	1000.00	--
合计	110136.00	--	74362.58	76362.58	18920.39	14853.03

资料来源：公司提供

公司未来仍将以基础设施代建和土地整理为主，主营业务的持续性较好；跟踪期内，浏阳市政府对当地市政建设有所控制，公司拟建项目有所减少，但现有拟投资项目未来投资额依然较大，存在一定的对外融资需求。

截至2018年3月底，公司主要拟建项目共计6个，预计总投资15.76亿元。未来公司拟建项目尚需投资额较大，公司存在一定的对外融资需求。

表6 截至2018年3月底公司主要拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计 总投资	资金筹措方案		项目周期 (年)	2018年计划 投资	2019年 计划投资	2020年计 划投资
		贷款	自筹				
西南区道路、平地、市政园林建设	44633.00	31243.10	13389.90	2018-2020	7600.00	16033.00	21000.00
永清环保新能源产业中心项目	32000.00	22400.00	9600.00	2019-2021	--	15000.00	10000.00
招商预备项目	30000.00	21000.00	9000.00	2018-2020	5000.00	10000.00	15000.00
东南区道路、平地、市政园林建设	20924.00	14646.80	6277.20	2018-2020	5000.00	3016.00	6630.80
新能源汽车零部件制造标准厂房项目	20000.00	14000.00	6000.00	2018-2020	3000.00	10000.00	7000.00
金阳新区核心区地块项目	10000.00	7000.00	3000.00	2018-2019	2700.00	3300.00	4000.00
合计	157557.00	110289.90	47267.10	--	23300.00	57349.00	63630.80

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了 2017 年财务报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2018 年 1~3 月财务数据未经审计。

2017 年~2018 年一季度，公司合并范围有所变动，即 2017 年 7 月公司出资设立浏阳高新科创服务有限公司；新增子公司由公司

100% 持股，对公司财务数据可比性无影响。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长；资产中应收账款和存货（主要是土地）占比较大，资产流动性较弱，资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 128.73 亿元，同比增长 20.76%，主要系货币资金和存货增长所致。资产以流动资产为主。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.73	5.38	15.95	12.39	15.63	11.63
应收账款	14.03	13.16	16.68	12.96	18.18	13.52
预付款项	1.29	1.21	4.38	3.40	5.01	3.73
存货	83.47	78.30	89.65	69.64	93.42	69.49
流动资产	105.47	98.93	127.02	98.67	132.71	98.73
非流动资产	1.14	1.07	1.72	1.33	1.71	1.27
资产总额	106.60	100.00	128.73	100.00	134.43	100.00

注：公司流动资产和非流动资产总和与资产总额存在误差系四舍五入所致。

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动资产 127.02 亿元，同比增长 20.44%。公司货币资金 15.95 亿元，较上年底增加 10.22 亿元，主要系公司 2017 年发行债券较多，资金尚未使用所致，货币资金中无使用受限资金；受浏阳市财政局回款质量较差影响，公司应收账款上升至 16.68 亿元，应收账款中 2 年以内的占 89.69%，公司未计提坏账准备；公司预付款项 4.38 亿元，同比大幅增加 3.09 亿元，主要系公司新增土地预付款所致；公司存货 89.65 亿元，同比增长 7.41%，系代建项目持续投入所致，存货构成较上年底变化不大，其中土地资产 76.87 亿元，已有账面价值 13.80 亿元土地用于借款及担保抵押，土地抵押比率 17.95%。2017 年底，公司非流动资产 1.72 亿元，非流动资产构成较上年底变化不大。

2018 年 3 月底，公司资产总额 134.43 亿元，较 2017 年底略有增长。受公司代建项目持续投入且政府当期结算较少影响，公司应收账款和存货持续上升。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益基本保持稳定。由于代建项目投资规模较大，跟踪期内公司有息债务规模快速增长，债务结构以长期债务为主，目前债务负担一般；未来随着在建、拟建项目的持续投入，预计负债水平将进一步上升。

2017 年底和 2018 年 3 月底，公司所有者权益规模与结构保持稳定。

2017 年底，公司负债总额 51.18 亿元，同比增长 69.13%，系应付债券大幅增长所致。

表8 公司主要负债和所有者权益构成情况(单位:亿元、%)

项目	2016年		2017年		2018年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.35	1.27	3.33	2.59	2.31	1.72
流动负债	5.05	4.74	8.98	6.98	12.11	9.01
长期借款	4.49	4.21	1.34	1.04	3.67	2.73
应付债券	10.62	9.96	33.45	25.98	33.45	24.88
长期应付款	10.10	9.47	7.42	5.76	7.15	5.32
非流动负债	25.21	23.65	42.21	32.79	44.27	32.93
负债总额	30.26	28.39	51.18	39.76	56.38	41.94
实收资本	2.00	1.88	2.00	1.55	2.00	1.49
资本公积	69.27	64.98	69.27	53.81	69.27	51.53
未分配利润	4.58	4.30	5.67	4.40	6.16	4.58
所有者权益合计	76.34	71.61	77.55	60.24	78.04	58.05
负债和所有者权益合计	106.60	100.00	128.73	100.00	134.43	100.00

资料来源:根据公司审计报告整理

2017年底,公司流动负债8.98亿元,同比增长77.75%。非流动负债中应付债券33.45亿元,较上年底增加22.82亿元。长期应付款7.42亿元,同比下降26.53%,主要系偿还全部融资租赁款和部分拆迁款所致,长期应付款均为有息债务。

2018年3月底,公司负债总额56.38亿元,较2017年底有所增长,系其他应付款和长期借款增加所致。其他应付款6.97亿元,较上年底增加4.45亿元,主要系收到园区管委会及公司关联方往来款;公司长期借款3.67亿元,较2017年底增加2.33亿元。

2017年底,公司全部债务39.04亿元(其中长期债务占比89.11%),同比快速增长126.27%;2018~2020年,公司到期债务分别为4.25亿元、4.74亿元和12.90亿元,2020年债务偿还压力较大。受公司应付债券规模快速增长影响,2017年底,公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别快速上升至39.76%、30.97%和33.48%。2018年3月底,公司全部债务39.86亿元,较上年底保持相对稳定,债务指标率略有增加。若将长期应付款全部纳入有息债务核算,2017年底和2018年3月底,公司调整后全部债务资本化比率分别为37.46%和37.59%。公司债务负

担适中,尚有一定的融资空间。

3. 盈利能力

跟踪期内,公司营业收入保持增长,主营业务利润率保持稳定;但由于期间费用增长较快,公司盈利能力略有下降,利润总额对财政补贴依赖较大。

2017年,公司实现营业收入7.64亿元,同比增长13.59%;同期,公司营业成本同比增长13.33%。营业利润率16.83%,较上年保持稳定。

公司期间费用以管理费用和财务费用为主,2017年期间费用1.26亿元,同比增长58.35%,主要系财务费用增长所致。2017年公司期间费用率上升至16.49%。

2017年,公司营业外收入1.16亿元,绝大部分为政府补助,是公司利润的重要补充,公司利润总额1.21亿元。

从盈利指标看,2017年公司调整后总资本收益率和净资产收益率分别为1.79%和1.56%,较2016年略有下降。

2018年1~3月,公司实现营业收入2.10亿元,相当于2017年全年的27.46%,营业利润率16.26%;公司当期收到的政府补贴0.66亿元,利润总额0.49亿元。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动产生的现金流入无法覆盖当期代建项目投资支出，经营活动产生的现金净流量表现为大额净流出。为平衡代建项目投资资金需求，公司筹资活动产生的现金流量净额明显扩大。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助以及与关联方和政府相关部门的往来款等。2017年，公司经营活动现金流入7.69亿元，同比增长75.27%，主要系营业收入现金回笼增加所致；同期，由于公司当年代建项目投入规模较大以及购买土地，经营活动现金流较上年进一步扩大。2017年公司经营活动现金流量净额-7.72亿元，同比增长42.61%。公司现金收入比由2016年的34.76%上升至65.19%，但收入实现质量仍然较差。

2017年，公司投资活动较少，投资活动现金流量净额-0.54亿元。

2017年，公司筹资力度明显加大。公司通过发行债券和银行借款共获得筹资活动现金流入27.57亿元；公司筹资活动现金流出主要是偿还当年借款本息，此外支付其他与筹资活动有关的现金1.80亿元，系偿还公司长期应付款以及支付债券担保费等。公司筹资活动现金流量净额18.47亿元。

2018年1~3月，公司经营活动主要以往来款收回和代建项目投入为主，经营活动现金流量净额-404.29万元，公司现金收入比下降至28.18%。公司无投资活动。公司筹资活动为取得银行借款和偿还债务本息，筹资活动现金流量净额-2854.98万元。

5. 偿债能力

相对于较小的短期债务规模，公司现金类资产较充裕，且间接融资渠道畅通，公司短期债务支付能力较好；由于近几年公司有息债务规模增长较快，长期偿债能力弱，但考虑到股东对公司的支持力度较大，公司整体偿债风险较小。

2017年底，公司流动比率和速动比率均有

所下降，分别为1414.84%和416.21%，2018年3月底上述指标分别下降至1095.84%和324.43%。2017年，公司经营活动现金流量净额持续为负，对公司流动负债无保障能力。

2017年，公司EBITDA为2.23亿元；由于公司同期有息债务规模快速增长，调整后全部债务/EBITDA上升至20.82倍。

截至2018年3月底，公司获得银行授信总额36.45亿元，未使用额度31.50亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2018年3月底，公司对外担保余额13.10亿元，担保比率为16.79%，较2016年底有所增长，担保比率一般。被担保企业主要是当地国有企业和公司关联方；公司分别对长沙永昌车辆零部件有限公司和湖南诚源电器股份有限公司500.00万元和300.00万元贷款提供担保，均为园区内民营企业。其中对湖南诚源电器股份有限公司的担保贷款已于2018年4月10日偿还。目前被担保企业经营情况正常。公司或有负债风险一般。

九、存续债券偿债能力分析

截至2018年3月底，公司存续债券余额34.00亿元，无一年内到期的应付债券，存续债券的短期偿债压力较小，未来偿债压力集中度一般。

截至2017年底，公司无一年内到期兑付债券，2022年将达到存续债券待偿本金峰值10.80亿元。2017年底，公司现金类资产15.95亿元；2017年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为7.69亿元、-7.72亿元和2.23亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2017年
一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	10.80
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.71

经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.76
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.21

资料来源：联合资信整理

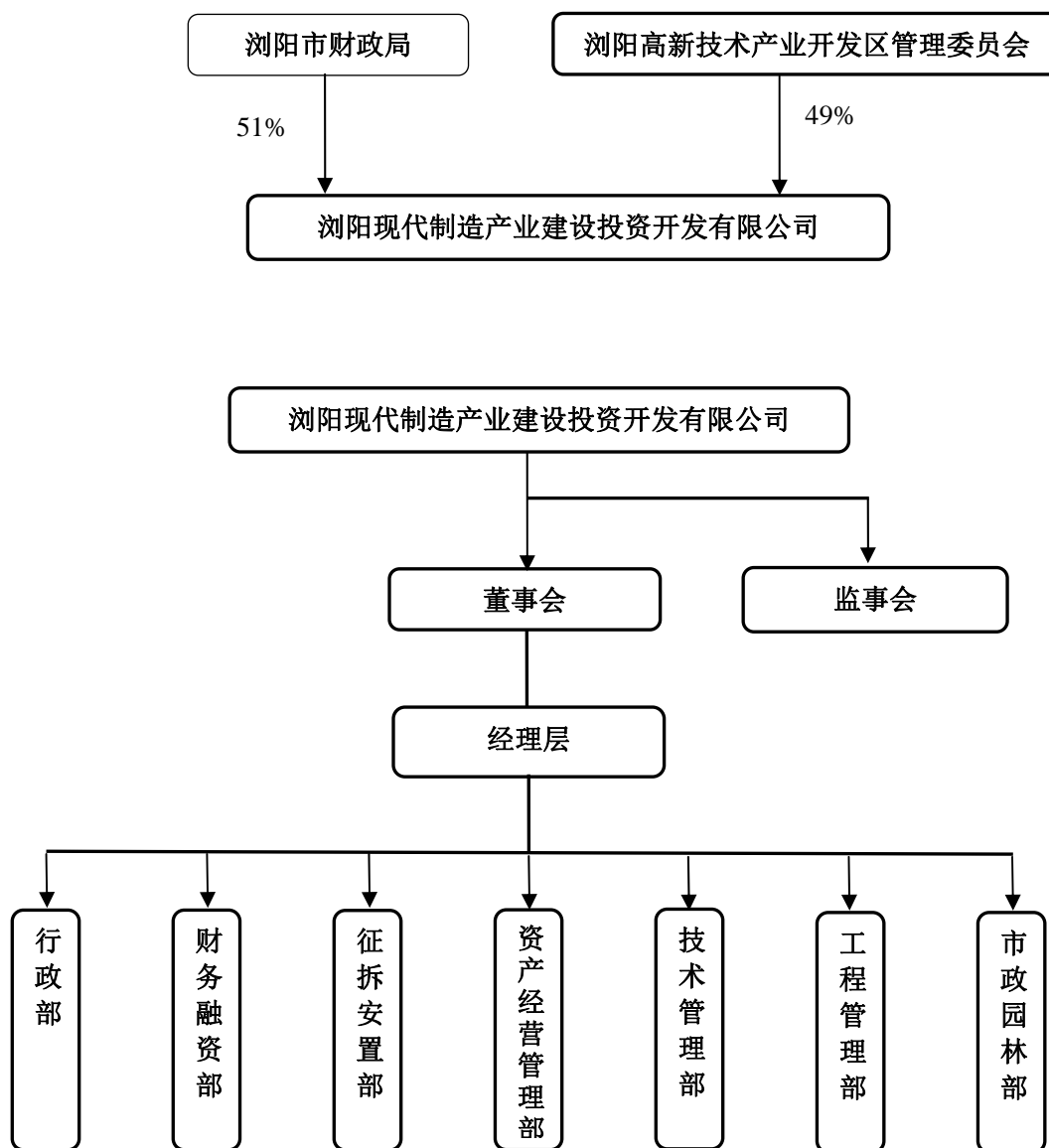
此外，“17产建绿色01/G17产建1”由中合中小企业融资担保股份有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。根据联合资信于2017年5月31日出具的中合中小企业融资担保股份有限公司主体评级报告，中合中小企业融资担保股份有限公司主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，增强了“17产建绿色01/G17产建1”本息偿还的安全性。

“17产建绿色02/G17产建2”由湖北省担保集团有限责任公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。根据联合资信于2017年10月31日出具的湖北省担保集团有限责任公司主体评级报告，湖北省担保集团有限责任公司主体长期信用等级为AAA，担保实力极强，增强了“17产建绿色02/G17产建2”本息偿还的安全性。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“17产建绿色01/G17产建1”和“17产建绿色02/G17产建2”的信用等级为AAA，维持“17浏阳现代MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1 公司股权及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1.11	5.73	15.95	15.63
资产总额(亿元)	90.92	106.60	128.73	134.43
所有者权益(亿元)	75.07	76.34	77.55	78.04
短期债务(亿元)	2.76	2.14	4.25	2.74
长期债务(亿元)	2.68	15.11	34.79	37.12
全部债务(亿元)	5.44	17.25	39.04	39.86
调整后全部债务(亿元)	14.95	27.35	46.46	47.01
营业收入(亿元)	6.43	6.73	7.64	2.10
利润总额(亿元)	1.26	1.27	1.21	0.49
EBITDA(亿元)	1.58	1.94	2.23	--
经营性净现金流(亿元)	-1.44	-5.41	-7.72	-0.04
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.67	0.57	0.50	--
存货周转次数(次)	0.10	0.07	0.07	--
总资产周转次数(次)	0.10	0.07	0.06	--
现金收入比(%)	98.87	34.76	65.19	28.18
营业利润率(%)	16.74	16.72	16.83	16.26
总资本收益率(%)	1.94	2.06	1.90	--
调整后总资本收益率(%)	1.74	1.86	1.79	--
净资产收益率(%)	1.68	1.67	1.56	--
长期债务资本化比率(%)	3.45	16.52	30.97	32.23
全部债务资本化比率(%)	6.75	18.43	33.48	33.80
调整后全部债务资本化比率(%)	16.61	26.38	37.46	37.59
资产负债率(%)	17.44	28.39	39.76	41.94
流动比率(%)	2128.03	2088.09	1414.84	1095.84
速动比率(%)	370.90	435.56	416.21	324.43
经营现金流动负债比(%)	-33.89	-107.12	-85.94	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.45	8.90	17.49	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	9.48	14.11	20.82	--

注：1. 2018 年 1~3 月财务数据未经审计；2. 调整后全部债务=全部债务+长期应付款+其他应付款中有息债务。

附件 3 中合中小企业融资担保股份有限公司
主体长期信用评级报告

附件 4 湖北省担保集团有限责任公司
主体长期信用评级报告

附件 5 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 6-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 6-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 6-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。