

联合资信评估有限公司

关于《湘潭九华经济建设投资有限公司跟踪评级报告》的更正说明

我司于 2018 年 6 月 21 日出具了《湘潭九华经济建设投资有限公司跟踪评级报告》，需更改公司获得银行授信额度、已使用额度和尚未使用额度，故进行更正。本次更正不影响原评级结果。

特此说明。



信用等级公告

联合[2018] 1199号

联合资信评估有限公司通过对湘潭九华经济建设投资有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持湘潭九华经济建设投资有限公司主体长期信用等级为 AA，并维持“13 湘潭九华债/PR 湘九华”、“15 湘潭九华债/PR 湘九债”、“16 九华双创债/16 双创债”、“17 湘潭九华 MTN001”和“17 湘潭九华 MTN002”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。



湘潭九华经济建设投资有限公司跟踪评级报告

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

债券名称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
13湘潭九华债/PR湘九华	10.80 亿元	2020/10/15	AA	AA
15湘潭九华债/PR湘九华	12.00 亿元	2022/1/21	AA	AA
16九华双创债/16双创债	10.00 亿元	2026/7/25	AA	AA
17湘潭九华MTN001 ¹	10.00 亿元	2024/10/18	AA	AA
17湘潭九华MTN002	10.00 亿元	2024/11/17	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21日

财务数据

项目	2015年	2016年	2017年	2018年3月
现金类资产(亿元)	67.55	39.34	25.02	18.45
资产总额(亿元)	617.98	710.35	719.34	703.26
所有者权益(亿元)	260.79	280.65	287.99	292.73
短期债务(亿元)	106.29	125.07	98.41	87.65
长期债务(亿元)	209.43	241.10	210.84	207.37
全部债务(亿元)	315.72	366.17	309.25	295.01
营业收入(亿元)	35.41	39.20	42.29	10.02
利润总额(亿元)	6.68	6.77	7.64	4.81
EBITDA(亿元)	9.08	11.36	11.95	--
经营性净现金流(亿元)	-44.42	1.39	21.56	6.90
营业利润率(%)	13.85	12.34	14.46	13.13
净资产收益率(%)	2.35	2.37	2.55	--
资产负债率(%)	57.80	60.49	59.96	58.38
全部债务资本化比率(%)	54.76	56.61	51.78	50.19
流动比率(%)	389.94	347.75	352.56	397.56
全部债务/EBITDA(倍)	34.83	32.24	25.89	--

注：2018年一季度财务数据未经审计。

评级观点

跟踪期内，湘潭九华经济建设投资有限公司（以下简称“公司”）作为湘潭市九华示范区（以下简称“九华示范区”）重要的基础设施建设和土地一级开发主体，业务具有一定的区域专营性；公司在财政补贴等方面持续获得股东的大力支持。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司资产流动性弱、有息债务规模大、短期偿债压力持续上升等因素对公司信用水平带来的不利影响。

九华示范区待开发土地规模较大，公司业务持续性较强，随着公司土地开发业务的逐步推进，公司整体的收入规模和利润水平有望进一步提升。

“13湘潭九华债/PR湘九华”、“15湘潭九华债/PR湘九华”和“16九华双创债/16双创债”，均设置了本金分期还款条款，在一定程度上降低了公司的集中偿付压力。

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，并维持“13湘潭九华债/PR湘九华”、“15湘潭九华债/PR湘九华”、“16九华双创债/16双创债”、“17湘潭九华MTN001”和“17湘潭九华MTN002”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为九华示范区重要的基础设施建设和土地一级开发主体，业务具有一定区域的专营性。
2. 跟踪期内，公司在财政补贴等方面受到股东的大力支持。
3. 九华示范区待开发土地规模较大，公司主营业务持续性较强。

¹设置投资者回售选择权，投资者有权选择在第3个付息日和第5个付息日将其持有的中期票据全部或部分按票面金额回售给公司，或放弃回售选择权而继续持有，如未回售，将于到期日一次性兑付，下同。

分析师

霍正泽 李丹

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

关注

1. 公司账面存货及其他应收款占比大, 资产流动性弱。
2. 跟踪期内, 公司有息债务规模仍很大, 偿债压力大, 财务费用规模大, 短期偿债压力进一步加重。
3. 公司对外担保金额较大, 且大部分为对园区内的民营企业的担保, 存在较大或有负债风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由湘潭九华经济建设投资有限公司（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；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

湘潭九华经济建设投资有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于湘潭九华经济建设投资有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东和实际控制人未发生变化，仍为湘潭九华示范区管理委员会（以下简称“九华示范区管委会”）。截至2018年3月底，公司的注册资本和实收资本均为6.00亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。公司内部设立综合管理部、财务部等共6个职能部门（详见附件1-1）。截至2018年3月底，公司合并口径子公司9家。

截至2017年底，公司资产总额719.34亿元，所有者权益287.99亿元。2017年，公司实现营业收入42.29亿元，利润总额7.64亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额703.26亿元，所有者权益292.73亿元。2018年1~3月，公司实现营业收入10.02亿元，利润总额4.81亿元。

公司注册地址为：湘潭九华示范区宝马东路1号九华大厦；法定代表人：包胥琪。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2017年底，联合资信所评公司债券余额合计52.80亿元（详见表1）。跟踪期内，公司均已按期支付存续债券利息，并于2017年10月9日兑付“13湘潭九华债/PR湘九华”的本金3.60亿元。于2018年1月15日兑付“15湘潭九华债/PR湘九华”本金3.00亿元，公司既往还本付息情况良好。存续债券“13湘潭九华债/PR湘九华”和“15湘潭九华债/PR湘九华”的募投项目已完工，“16

九华双创债/16双创债”募投项目正在建设中，募投项目总投资14.51亿元，已投资13.90亿元。

募集资金使用方面，截至2017年底，“13湘潭九华债/PR湘九华”和“15湘潭九华债/PR湘九华”的募集资金已使用完毕。“16九华双创债/16双创债”已使用募集资金9.98亿元。“17湘潭九华MTN001”已使用募集资金6.71亿元。“17湘潭九华MTN002”已使用募集资金9.98亿元。

表1 截至2018年3月底公司存续债券概况(单位:亿元)

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
13湘潭九华债/PR湘九华	18.00	10.80	2013/10/15	7年
15湘潭九华债/PR湘九华	15.00	12.00	2015/1/21	7年
16九华双创债/16双创债	10.00	10.00	2016/7/25	10年
17湘潭九华MTN001	10.00	10.00	2017/10/18	7年 ²
17湘潭九华MTN002	10.00	10.00	2017/11/17	7年
合计	63.00	52.80	--	

资料来源：联合资信整理

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快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区

²设置投资者回售选择权，投资者有权选择在第3个付息日和第5个付息日将其持有的中期票据全部或部分按票面金额回售给公司，或放弃回售选择权而继续持有，如未回售，将于到期日一次性兑付，下同。

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。

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。

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

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. 区域经济情况

跟踪期内,湘潭市经济发展稳定。

根据《湘潭市2017年国民经济和社会发展统计公报》,2017年湘潭市地区生产总值2055.8亿元,比上年增长8.3%。其中,第一产业增加值153.5亿元,增长3.1%;第二产业增加值1015.8亿元,增长6.1%;第三产业增加值886.6亿元,增长12.3%。按常住人口计算,人均地区生产总值72256元,增长7.7%。三次产业结构为7.5:49.4:43.1。

全市固定资产投资(不含农户)2204.9亿元,比上年增长13.8%。其中,民间投资1369.0亿元,增长17.7%,占全部投资的比重为62.1%,比上年提高2.1个百分点。分经济类型看,国有投资623.7亿元,增长19.0%;非国有投资1581.1亿元,增长11.8%。分投资方向看,民生投资127.3亿元,下降7.2%;生态投资54.9亿元,下降1.6%;基础设施投资595.2亿元,增长11.2%;高技术产业投资141.2亿元,下降5.3%。

六、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，实际控制人仍为九华示范区管委会。

2. 人员素质

跟踪期内，公司的董事长、法定代表人和总经理发生变更，系正常职位调动。公司员工情况等未发生重大变化。

根据公司于2017年12月13日发布公告，公司的董事长和总经理发生变更，由喻芳任公司董事长，刘先明任公司总经理。根据公司于2018年6月14日发布公告，公司的法定代表人和董事长发生变更，原董事长兼法定代表人喻芳不再担任职务，上述变更属于正常职务变更。

包胥琪女士，1984年5月出生，研究生学历；曾任湖南省高速公路投资集团广和投资有限公司副总经理、沅江市人民政府副市长。现任公司董事长、法定代表人。

刘先明先生，1962年11月出生，本科学历；曾任湘潭九华项目建设投资有限公司经理、湘潭经济技术开发区住房与城乡建设局副局长、湘潭九华建设发展（集团）有限公司副董事长、副总裁、湘潭九华项目建设投资有限公司经理、湘潭经济技术开发区住房和城乡建设局局长。现任公司董事、总经理。

3. 外部支持

跟踪期内，湘潭市财力较强。九华示范区地方综合财力和一般预算收入同比略有下降，国有土地使用权收入有所增长，但整体财政实力仍较强。公司在政府补贴方面得到股东支持。

根据《湘潭市2017年国民经济和社会发展统计公报》，湘潭市一般公共预算收入201.5亿元，比上年增长8.0%。其中，地方收入126.6亿元，增长1.0%。地方收入中，税收收入70.0亿元，增长14.6%；非税收入56.6亿元，下降

11.9%。上划中央收入60.3亿元，增长24.8%。上划省级收入14.6亿元，增长13.7%。全市一般公共预算支出281.1亿元，增长8.8%。

根据《九华示范区2015~2017年财政总收入构成情况表》2017年九华示范区地方综合财力71.19亿元，同比下降4.51%。一般预算收入25.55亿元，同比下降4.45%，其中税收收入14.20亿元，同比下降8.09%，系2017年九华示范区清理部分高污染企业，致税收收入下滑。转移支付和税收返还收入2.97亿元，同比下降57.15%。国有土地使用权出让收入42.67亿元，同比增长4.38%。

2017年和2018年1~3月公司分别获得政府补助6.69亿元和3.61亿元，计入公司营业外收入。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司无新增违约记录；未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行企业信用报告（编号：G1043030200006480D），截至2018年5月29日，公司无未结清的关注类或不良类信贷记录，公司有已结清贷款中存在一笔关注类贷款，为此中国工商银行股份有限公司湘潭岳塘支行出具说明，公司于2009年4月借入4亿元，第一笔还款金额2800万元的借据还款日（2009年12月25日）早于合同还款日（2010年12月25日），故系统自动监测进入关注类；该笔借款共2800万元已于2009年结清。已结清贷款中有4笔欠息记录，为根据公司、中国农业银行股份有限公司湘潭分行、华融湘江银行和中信银行股份有限公司湘潭支行提供的说明，公司均已偿付相应利息，征信报告中所涉及欠息记录均为银行系统原因导致。

截至2018年6月8日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，湖南证监局对公司出具警示函认为公司在部分债券的信息披露等方面存在问题，公司已对相关事项作出整改。公司高管变更，法人治理结构等有所变化。公司管理体制、管理制度等其他方面无重大变化。

2017年11月2日，湖南证监局对公司出具警示函，认为公司发行的“15潭九华”等信息披露制度与实际审批流程不一致，“15潭九华”、“16九华01”、“16九华02”、“16九华03”、“16湘九华”等的募集资金管理违反了《公司债券发行与交易管理办法》第四条、第十五条的规定，根据《公司债券发行与交易管理办法》第五十八条、第六十条、第六十五条的规定，湖南证监局对公司采取出具警示函的监督管理

措施。根据公司于2018年1月31日发布公告，公司已对警示函所述事项作出整改。联合资信将持续关注公司对募集资金管理等相关情况。

八、经营分析

跟踪期内，公司业务稳定发展，营业收入有所增长，构成仍以土地一级开发及项目建设为主。公司基建业务接近尾声，无新签或拟建项目，未来业务持续性有待关注。

2017年公司营业收入42.29亿元，同比增长7.88%，主要为土地一级开发收入增长所致；同期毛利率为15.29%，同比增长1.88个百分点。2018年1~3月，公司营业收入10.02亿元，相当于2017年的23.69%，毛利率13.99%。

表3 公司营业收入及毛利率情况 (单位: 亿元、%)

业务板块	营业收入			毛利率		
	2016年	2017年	2018年1~3月	2016年	2017年	2018年1~3月
土地一级开发	10.48	11.98	9.11	18.83	19.35	13.00
项目建设	28.47	30.14	0.78	11.37	13.28	10.71
其他	0.25	0.17	0.23	18.14	83.72	100.00
合计	39.20	42.29	10.02	13.41	15.29	13.99

资料来源：公司审计报告。

跟踪期内，九华示范区出让土地收入有所增长。公司土地一级开发业务稳定，考虑到九华示范区待开发土地规模较大，公司土地一级开发业务持续性较强。

公司作为九华示范区唯一的基础设施建设、土地开发及投融资主体，主要负责湘潭市九华示范区 138 平方公里土地的报批、征地拆迁、九通一平及基础设施建设。公司土地一级开发及基础设施建设业务资金来源主要为滚动开发留存收益、政府补贴款及公司对外融资。

目前公司负责的九华示范区土地开发业务主要模式为：2011年，公司根据九华管委会《关于印发九华示范区土地综合开发成本测算的通知》（潭九管发[2011]55号），公司按照九华管

委会要求垫资进行土地一级开发，九华管委会对土地综合开发成本进行单独核算（包括土地报批税费、征拆安置补偿金、基础实施建设成本、资金成本及约 20% 的公司净利润），并参照核定的土地综合开发成本给予公司土地出让金返还。2017 年公司商业用地综合开发成本为 60.73 万元/亩，工业用地综合开发成本为 65.73 万元/亩，上述成本不含报批成本，报批成本约为 65 万元/亩。截至 2017 年底，公司在开发土地共有 79 个地块，合计 15590.89 亩，总投资 211.85 亿元，已投资 112.03 亿元。

从九华示范区土地出让情况看，跟踪期内，九华示范区工业用地和商居用地的出让规模同比均有所下降，但由于商居用地均价在 2017 年

有所增长，故公司获得的土地出让金同比有所增长。

表 4 九华示范区 2016~2017 年土地出让情况
(单位: 亩、万元/亩、万元)

项目	内容	2016 年	2017 年
工业用地	出让面积	1636.59	1500.15
	均价	39.00	39.00
	土地出让金	63827.00	58506.00
商居用地	出让面积	1500.00	1052.00
	均价	230.00	350.00
	土地出让金	345000.00	368208.00
合计	出让面积	3136.59	2552.15
	土地出让金	408827.00	426708.00

资料来源: 公司提供

跟踪期内，公司土地开发业务在财务处理及收入确认方面未发生变化，公司根据针对各项目分别签订的协议及九华财政局出具的工程进度确认函按进度确认收入及成本。

公司现阶段所有土地开发业务均由九华管委会统筹安排。但考虑到九华示范区 138 平方

公里土地，剔除不需进行一级开发的生态环境保育区 38 平方公里及已经开发建成面积 45 平方公里，未来公司可开发面积广阔。近年来，随着九华示范区的逐步建设、发展，其土地使用权出让价值亦逐年攀升。

2017 年公司土地一级开发收入 11.98 亿元，毛利率 19.35%，同比均略有增长。2018 年 1~3 月土地开发收入 9.11 亿元，毛利率 13.00%，系一季度管委会出让土地规模较大所致。

跟踪期内，公司基建业务正常开展，主要在建项目未来投资规模一般，无拟建项目，公司基建业务持续性有待关注。

截至 2018 年 3 月底，公司在建重大项目共 12 个，总投资额 156.91 亿元，已投资额 134.07 亿元，尚需投资 22.84 亿元。其中部分项目与湘潭市政府、九华示范区管委会签订代建协议，其中部分项目回购收益体现在公司“土地一级开发”收入中；部分项目为公司自营项目，项目建成后将为公司贡献厂房出租等收入。

表 5 截至 2018 年 3 月底公司在建重大项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	总投资	已投资	尚需投资	预计工期	项目模式
沪昆高铁湘潭(九华)北站	44.60	44.20	0.40	2013-2017	自营
湘潭综合保税区配套基础设施建设项目	48.90	40.50	8.40	2014-2018	自营
疏港公路项目	7.76	7.76	0.00	2009-2018	代建
220KV 电力线路二期	8.49	6.56	1.93	2012-2018	代建
湘江路项目	5.71	4.90	0.81	2012-2018	代建
江南大道南段	7.74	7.15	0.59	2012.7-2018	代建
奔驰西路项目	7.25	6.80	0.45	2012-2018	代建
G320 湘潭绕城线工程	10.94	8.20	2.74	2017-2020	代建
发展路建设项目	7.80	3.90	3.90	2017-2020	代建
金盆西路建设项目	2.06	1.20	0.86	2017-2019	代建
湖南华研实验室项目	3.92	1.40	2.52	2017-2019	自营
滨江路 8 标	1.74	1.50	0.24	2017-2019	代建
合计	156.91	134.07	22.84		

资料来源: 公司提供

跟踪期内，公司项目建设业务稳定，考虑到部分项目建设进度接近尾声，且无新增项目，未来该板块业务的可持续性有待关注。

2012年以来公司受湘潭九华水利建设投资有限公司（以下简称“水利投”）委托承建水利项目，约定公司作为承包方负责项目的材料费用、工程施工、工程进度、工程质量和工程管理等，水利投依据成本加成一定比例按季度支付工程款。资金方面，项目建设资金依靠公

司自筹。

项目建设的投入在“存货-开发成本”科目反映。公司按照与水利投签订的投资建设合同，按季度确认收入及成本。

截至2017年底，公司项目建设板块总投资113.27亿元。2017年实现收入30.14亿元，毛利率13.28%，同比均略有增长。2018年1~3月，公司项目建设收入0.78亿元，毛利率10.71%。

表6 截至2018年3月底公司项目建设板块情况（单位：亿元）

项目名称	合同总金额	工程进度	项目工期
湘潭九华示范区湘江防洪工程	27.97	已完成95%	2012年7月~2018年7月
湘潭九华示范区湘江防洪、景观工程（和平堤段）	10.28	已完工，待结算	2012年7月~2016年7月
湘潭九华示范区争光渠、双庆渠水系水利建设（改造）工程	7.32	已完工，待结算	2012年7月~2016年7月
湘潭九华示范区泰富箱涵工程	2.54	已完工，待结算	2014年10月~2017年7月
湘潭九华示范区学府路建设项目	31.69	已完成64%	2015年1月~2018年12月
湘潭九华示范区九昭路建设项目	33.47	已完成64%	2015年1月~2018年12月
合计	113.27	--	--

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供的2015~2017年度三年连审合并财务报表，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的2018年一季度财务数据未经审计。

2017年底，公司合并范围子公司9家，同比无变化。截至2018年3月底，公司合并口径子公

司9家，较2017年底无变化，公司财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产构成无重大变化，仍以流动资产为主，存货持续增长且对公司资金占用明显，自营项目投资形成较大规模的在建工程，但跟踪期内仍未完工结转实现收益。总体看，公司资产流动性弱。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年		2018年1-3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
存货	461.16	64.92	494.09	68.69	485.99	69.10
流动资产	537.39	75.65	540.51	75.14	521.41	74.14
在建工程	63.29	8.91	70.39	9.79	72.91	10.37
无形资产	99.66	14.03	98.09	13.64	97.61	13.88
非流动资产	172.96	24.35	178.83	24.86	181.85	25.86
资产总额	710.35	100.00	719.34	100.00	703.26	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

2017年，公司资产总额719.34亿元，同比变动不大，仍以流动资产为主，流动资产主要构成为存货，2017年为494.09亿元，同比增长0.58%，存货中土地成本141.03亿元，开发成本353.08亿元，土地成本全部为公司自有土地，开发成本包括公司的土地一级开发成本及公司代建项目的工程成本。跟踪期内，公司应收账款规模很小，2017年为0.19亿元，一方面由于公司收到与九华管委会的往来款部分具有预收工程款性质，另一方面公司根据九华示范区财政局出具的工程进度确认函确认收入，其中确认额度由财政局当年完成拨付。公司其他应收款大部分为往来款，其中应收工商银行湘江支行的4.85亿元为收购工商银行对外的债权。应收泰富重装集团有限公司的借款3.58亿元。公司其他流动资产0.37亿元，同比下降97.50%，系理财产品到期赎回所致。公司的非流动资产

178.83亿元，同比变动不大，其中在建工程70.39亿元，同比增长11.22%，主要为在建项目投资额增加所致，部分项目建成后形成经营收益（出租、出售等），公司主要在建项目有：台湾工业园创新创业中心、综合保税区项目等。公司无形资产98.09亿元，同比变动不大，其中土地使用权90.07亿元。受限资产情况为，截至2017年底，公司受限货币资金1.90亿元，存货和无形资产中合计50.22亿元的土地资产等用于抵押，规模较大。

2018年3月底，公司资产总额703.26亿元，仍以流动资产为主，各科目均较2017年底变动不大。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益变动不大，仍以资本公积为主，权益稳定性好。

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1-3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	21.03	2.96	45.14	6.27	41.10	5.84
一年内到期的非流动负债	125.07	17.61	95.16	13.23	80.07	11.39
流动负债	154.53	21.75	153.31	21.31	131.15	18.65
长期借款	109.20	15.37	32.34	4.50	31.87	4.53
应付债券	131.90	18.57	178.50	24.81	175.50	24.96
长期应付款	34.07	4.80	67.19	9.34	71.90	10.22
非流动负债	275.16	38.74	278.04	38.65	279.38	39.73
负债总额	429.70	60.49	431.35	59.96	410.54	58.38
资本公积	233.25	32.84	233.25	32.43	233.25	33.17
所有者权益合计	280.65	39.51	287.99	40.04	292.73	41.62
负债和所有者权益合计	710.35	100.00	719.34	100.00	703.26	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

2017年，公司所有者权益合计287.99亿元，同比变动不大，所有者权益中仍以资本公积为主，且同比无变化，公司实收资本同比无变化，未分配利润有所增长。2018年1~3月，公司所有者权益292.73亿元，较2017年底有所增长，系未分配利润增长所致，其余科目变动不大。

跟踪期内，公司的有息债务规模有所下降，以长期债务为主，债务负担重。

2017年，公司负债合计431.35亿元，同比变动不大，以非流动负债为主。公司流动负债153.31亿元，同比变动不大，其中其他应付款45.14亿元，同比增长114.60%，系往来款增长

所致，其他应收款前五名合计18.00亿元，账龄全部为一年以内，主要与湘潭市国有企业的往来款。一年内到期的非流动负债95.16亿元，同比下降23.92%，构成主要为一年内到期的长期借款20.34亿元、一年内到期的应付债券13.45亿元和一年内到期的长期应付款62.69亿元。公司非流动负债278.04亿元，其中应付债券178.50亿元，同比增长35.33%，主要为2017年新增债券“17九华01”，“17湘潭九华MTN001”等。公司的长期应付款67.19亿元，同比增长97.24%，为应付的融资租赁款，属于长期有息债务。2018年1~3月，公司负债合计410.54亿元，同比下降4.82%，主要为流动负债下降所致，其中一年内到期的非流动负债80.07亿元，较2017年底下降15.86%。公司非流动负债较2017年底变动不大。

有息债务方面，2017年，受一年内到期的非流动负债和长期借款下降等因素影响，公司短期债务同比下降21.32%至98.41亿元。将长期应付款中的有息债务部分调整到长期债务中核算，公司调整后长期债务278.04亿元，同比变动不大，调整后全部债务376.44亿元，同比有所下降。2017年公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率同比均有所下降，分别为59.96%、56.66%和49.12%。

2018年3月底，公司有息债务进一步下降，调整后全部债务下降至366.91亿元，短期债务下降至87.65亿元。偿债指标方面，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率进一步下降，2018年3月底上述指标分别为58.38%，55.62%和48.82%。公司债务负担重。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入同比有所增长，期间费用有所增长，其中财务费用仍很大，公司对期间费用的控制能力有所下降，利润总额对补贴收入的依赖度仍较高，整体盈利能力仍较弱。

2017年，公司营业收入和营业成本同比均有所增长，分别为42.29亿元和35.83亿元，收入构成同比变动不大。营业利润率14.46%，同比略有增长。期间费用5.18亿元，同比略有增长。期间费用占营业收入的比重为12.24%，同比上升了4.37个百分点，公司对期间费用的控制能力有所下降。公司营业外收入主要为政府补助，2017年为6.69亿元。利润总额为7.64亿元，同比增长12.74%。公司总资本收益率和净资产收益率同比均略有增长，分别为1.62%和2.55%。

2018年1~3月，公司营业收入10.02亿元，相当于2017年的23.70%，同期利润总额4.81亿元，营业利润率13.13%。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营现金大额流入，受其影响，公司经营活动现金大额净流入；受购买理财产品等投资活动支出减少致投资活动现金大额净流入，但仍未能弥补筹资活动大额偿债支出，考虑到公司有息债务规模大，公司仍将面临较大的筹资压力。

公司经营活动现金流主要体现为主营业务收支和往来款的收支，跟踪期内公司业务经营流入规模大，经营活动现金同比大幅净流入，2017年为21.56亿元。2017年公司现金收入比99.70%，同比变动不大。投资活动现金流主要为理财产品的现金收支，2017年公司购买理财产品等投资活动支出减少致投资活动同比净流入。筹资活动现金流主要体现为取得借款、发行债券收到的现金及偿还债务的现金支出，2017年公司支付大额偿债资金致筹资活动净流出43.08亿元。

2018年1~3月，公司经营活动现金流以主营业务经营现金收入为主，经营活动净流入6.90亿元。投资活动净流出。因大额偿债资金支付，公司筹资活动现金净流出9.77亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期有息债务规模有所下降但仍较大，整体偿债压力重。

2017年公司流动比率同比略有增长，速动比率同比有所下降，分别为352.56%和30.28%。公司经营活动现金流量净额大幅增长，致经营现金流流动负债比同比大幅增长至14.06%。2018年3月底，公司现金类资产18.45亿元，同期短期债务为87.65亿元，公司现金类资产对短期债务保障能力下降，公司短期偿债能力进一步减弱。

长期偿债指标上来看，2017年，公司EBITDA为11.95亿元，同比变动不大，公司调整后的全部债务/EBITDA倍数为31.51倍，同比略有下降，公司长期偿债能力较弱，整体偿债压力重。

截至2018年3月底，公司共获得银行授信额度187.56亿元，已用授信额度124.61亿元，未使用授信额度62.95亿元；公司间接融资渠道畅通。

截至2017年底，公司对外担保总额15.68亿元，担保比率为5.44%（以2017年底所有者权益为基准）；公司的对外担保企业为：泰富重工制造有限公司、泰富重装集团有限公司、泰富国际工程有限公司和地通工业控股集团有限公司，上述被担保企业均为九华示范区内的民营企业，截至2017年底经营情况正常。总体看，公司存在较大的或有负债风险。

十、存续期内债券偿还能力

截至2017年底，公司存续债券余额191.95亿元，其中一年内到期的应付债券13.45亿元，考虑到大额的其他有息债务，公司短期偿债压力较大，未来偿债压力集中度高。

截至2017年底，公司存续债券一年内到期兑付债券13.45亿元，2021年将达到存续债券待偿本金峰值55.90亿元。2017年底，公司现金类

资产25.02亿元；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62.61亿元、21.56亿元和11.95亿元。总体看，公司未来偿债压力集中度高。

表9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

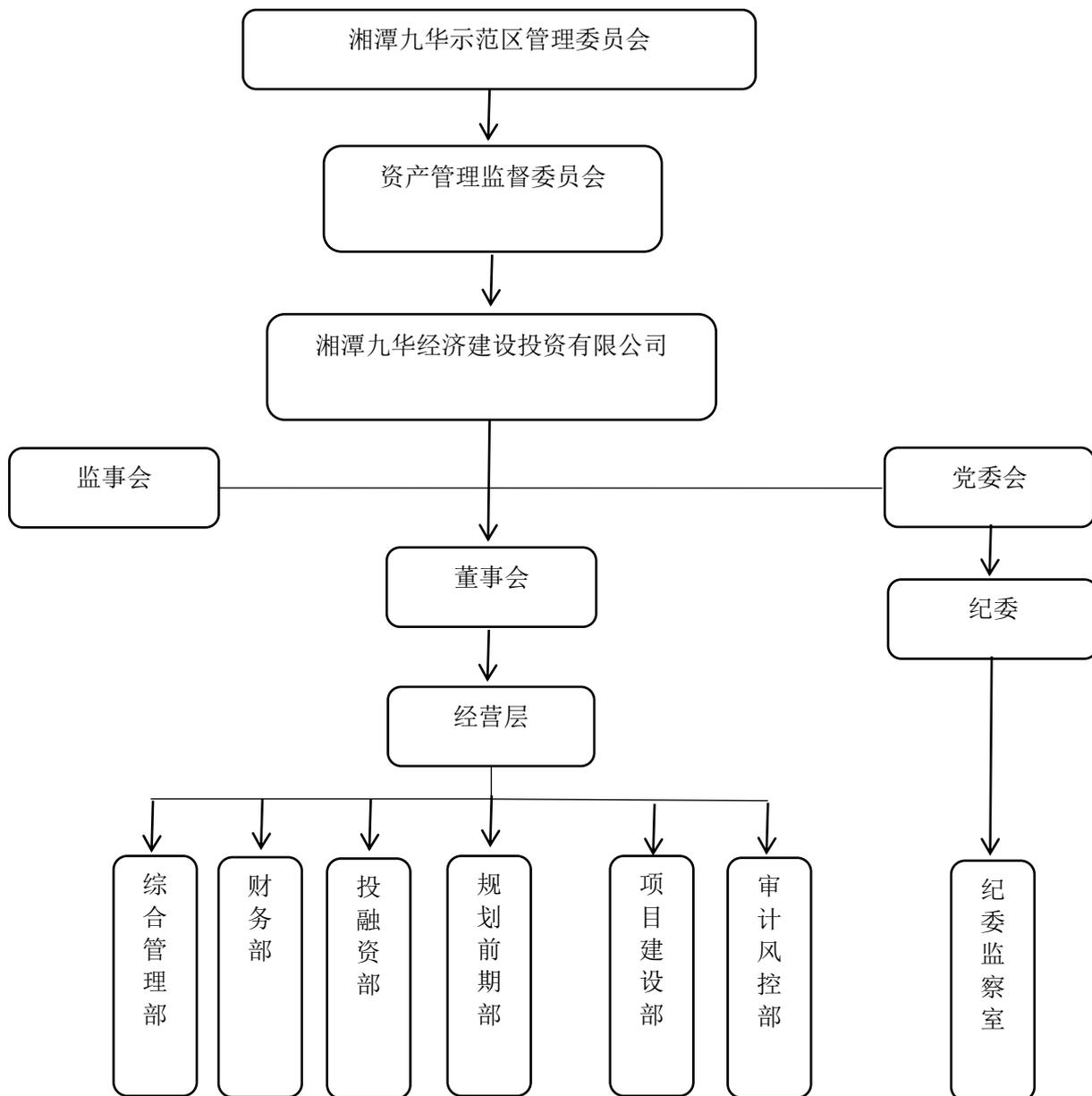
项目	2017年
一年内到期债券余额	13.45
未来待偿债券本金峰值	55.90
现金类资产/一年内到期债券余额	1.86
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.12
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.39
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.21

资料来源：联合资信整理

十一、结论

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“13湘潭九华债/PR湘九华”、“15湘潭九华债/PR湘九债”、“16九华双创债/16双创债”、“17湘潭九华MTN001”和“17湘潭九华MTN002”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2 截至 2018 年 3 月底子公司情况

序号	子公司名称	注册资本 (万元)	公司持 股比例
1	湘潭九华建设置业有限公司	800	100%
2	湘潭九华资产管理与经营有限公司	10500	100%
3	湘潭九华创新创业服务有限公司	3500	100%
4	湘潭九华产业发展投资有限公司	5000	100%
5	湘潭九华市政工程有限公司	1000.00	100%
6	九望投资管理（上海）有限公司	3000.00	100%
7	湖南隆平九华科技博览园有限公司	23000.00	100%
8	湘潭九华经济区园区服务有限公司	10.00	100%
9	湖南华研实验室有限公司	3000.00	100%

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	67.55	39.34	25.02	18.45
资产总额(亿元)	617.98	710.35	719.34	703.26
所有者权益(亿元)	260.79	280.65	287.99	292.73
短期债务(亿元)	106.29	125.07	98.41	87.65
长期债务(亿元)	209.43	241.10	210.84	207.37
调整后的长期债务(亿元)	228.77	275.16	278.04	279.26
全部债务(亿元)	315.72	366.17	309.25	295.01
调整后的全部债务(亿元)	335.06	400.23	376.44	366.91
营业收入(亿元)	35.41	39.20	42.29	10.02
利润总额(亿元)	6.68	6.77	7.64	4.81
EBITDA(亿元)	9.08	11.36	11.95	--
经营性净现金流(亿元)	-44.42	1.39	21.56	6.90
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6946.39	36492.92	437.17	--
存货周转次数(次)	0.15	0.08	0.08	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.06	0.06	--
现金收入比(%)	145.79	99.72	99.70	137.14
营业利润率(%)	13.85	12.34	14.46	13.13
总资本收益率(%)	1.13	1.41	1.62	--
净资产收益率(%)	2.35	2.37	2.55	--
长期债务资本化比率(%)	44.54	46.21	42.27	41.47
调整后的长期债务资本化比率(%)	46.82	49.51	49.12	48.82
全部债务资本化比率(%)	54.76	56.61	51.78	50.19
调整后的全部债务资本化比率(%)	56.32	58.78	56.66	55.62
资产负债率(%)	57.80	60.49	59.96	58.38
流动比率(%)	389.94	347.75	352.56	397.56
速动比率(%)	71.88	49.33	30.28	27.01
经营现金流流动负债比(%)	-34.34	0.90	14.06	--
全部债务/EBITDA(倍)	34.83	32.24	25.89	--
调整后的全部债务/EBITDA(倍)	36.97	35.24	31.51	--

注：1.调整后全部债务=全部债务+长期应付款中的有息债务。2.2018 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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%
主营业务利润率	主营业务利润 / 营业收入净额 × 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 + 一年内到期的长期(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 4-1 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 4-2 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 4-3 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。