

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字 [2019]105 号

浏阳市城市建设集团有限公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司 2018 年以来经营情况及相关行业进行综合分析的基础上，我对贵公司及“14 浏阳城建债/PR 浏阳债”的信用状况进行了跟踪评级。经我公司信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，同时维持“14 浏阳城建债/PR 浏阳债”的信用等级为 AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年六月二十五日



信用等级公告

东方金诚债跟踪评字 [2019]105 号

根据跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对浏阳市城市建设集团有限公司及其发行的“14 浏阳城建债/PR 浏阳债”信用状况进行了跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持浏阳市城市建设集团有限公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定；同时维持“14 浏阳城建债/PR 浏阳债”信用等级为 AA+。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年六月二十五日



信用评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与浏阳市城市建设集团有限公司构成委托关系外，东方金诚、评级人员与浏阳市城市建设集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 东方金诚与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，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。
- 本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚城市基础设施建设公司信用评级方法》，该信用评级方法发布于 <http://www.dfratings.com>。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由浏阳市城市建设集团有限公司提供，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对其真实性及完整性提供了保证。
- 本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因浏阳市城市建设集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 本信用评级报告仅用于为投资人和发行人等相关方提供第三方意见，并非是对某种决策的结论或建议。
- “14 浏阳城建债/PR 浏阳债”信用等级至到期兑付日有效；同时东方金诚将在评级结果有效期内对受评对象进行定期或不定期跟踪评级。
- 本信用评级报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

东方金诚国际信用评估有限公司



浏阳市城市建设集团有限公司主体及 “14 浏阳城建债/PR 浏阳债” 2019 年度跟踪评级报告

报告编号：东方金诚债跟踪评字【2019】105 号

跟踪评级结果

主体信用等级：AA+
评级展望：稳定
债券信用等级：AA+
评级时间：2019 年 6 月 25 日

上次评级结果

主体信用等级：AA+
评级展望：稳定
债券信用等级：AA+
评级时间：2018 年 5 月 22 日

债券概况

债券简称：“14 浏阳城建债/PR 浏阳债”
发行金额：15 亿元
存续期：2014 年 8 月 22 日至 2021 年 8 月 22 日
偿还方式：每年付息一次、分期偿还本金

评级小组负责人

白晓超

评级小组成员

李佳怡

邮箱：dfjc-gy@coamc.com.cn
电话：010-62299800
传真：010-62299803
地址：北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层 100600

评级观点

东方金诚认为，浏阳市地区经济增长较快，生物医药、机械制造、电子信息等支柱产业运行良好，经济实力持续增强；跟踪期内，浏阳市城市建设集团有限公司（以下简称“公司”）继续从事浏阳市基础设施建设、土地开发整理及安置房建设和销售业务，业务仍保持较强的区域专营性；作为浏阳市重要的城市基础设施建设主体，公司在资产注入和财政补贴等方面继续得到股东及相关各方的大力支持。

同时，东方金诚也关注到，公司土地开发整理业务易受市场景气度和当地政府的土地出让计划影响，未来收入仍具有一定的不确定性；公司流动资产中变现能力较弱的存货及其他应收款占比仍很高，且受限的土地使用权占比较高，资产流动性依然较差；公司有息债务规模快速增长，短期债务占比仍较高；公司经营性现金流持续呈净流出状态，资金来源对筹资依赖较大。

综合分析，东方金诚维持公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，维持“14 浏阳城建债/PR 浏阳债”的信用等级为 AA+。

跟踪评级结果

主体信用等级: AA+

评级展望: 稳定

债券信用等级: AA+

评级时间: 2019 年 6 月 25 日

上次评级结果

主体信用等级: AA+

评级展望: 稳定

债券信用等级: AA+

评级时间: 2018 年 5 月 22 日

债券概况

债券简称: “14 浏阳城建债/PR 浏阳债”

发行金额: 15 亿元

存续期: 2014 年 8 月 22 日至 2021 年 8 月 22 日

偿还方式: 每年付息一次、分期偿还本金

评级小组负责人

白晓超

评级小组成员

李佳怡

邮箱: dfjc-gy@coamc.com.cn

电话: 010-62299800

传真: 010-62299803

地址: 北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层 100600

主要数据和指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月 (未审计)
资产总额 (亿元)	219.72	267.48	320.51	317.54
所有者权益 (亿元)	124.67	154.97	177.18	177.56
全部债务 (亿元)	73.40	87.33	110.45	113.92
营业收入 (亿元)	8.55	9.30	16.25	0.01
利润总额 (亿元)	3.10	3.40	3.52	0.38
EBITDA (亿元)	3.16	3.45	3.70	-
营业利润率 (%)	20.81	26.88	19.70	-104.15
净资产收益率 (%)	2.50	2.22	1.99	-
资产负债率 (%)	43.26	42.06	44.72	44.08
全部债务资本化比率 (%)	37.06	36.04	38.40	39.08
流动比率 (%)	610.38	614.64	670.81	769.02
全部债务/EBITDA (倍)	23.23	25.33	29.89	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.74	0.67	0.58	-

注: 表中数据来源于 2016 年~2018 年经审计的公司合并财务报表以及 2019 年一季度未经审计的合并财务报表。

优势

- 浏阳市地区经济增长较快, 生物医药、机械制造、电子信息等支柱产业运行良好, 经济实力持续增强;
- 跟踪期内, 公司继续从事浏阳市基础设施建设、土地开发整理及安置房建设和销售业务, 业务仍保持较强的区域专营性;
- 作为浏阳市重要的城市基础设施建设主体, 公司在资产注入和财政补贴等方面继续得到股东及相关各方的大力支持。

关注

- 公司土地开发整理业务易受市场景气度和当地政府的土地出让计划影响, 未来收入仍具有一定的不确定性;
- 公司流动资产中变现能力较弱的存货及其他应收款占比仍很高, 且受限的土地使用权占比较高, 资产流动性依然较差;
- 公司有息债务规模快速增长, 短期债务占比仍较高;
- 公司经营性现金流持续呈净流出状态, 资金来源对筹资依赖较大。

跟踪评级说明

根据相关监管要求及 2014 年浏阳市城市建设集团有限公司公司债券（以下简称“本期债券”或“14 浏阳城建债/PR 浏阳债”）的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）基于浏阳市城市建设集团有限公司（以下简称“浏阳城建”或“公司”）提供相关经营和财务数据以及公开资料，进行本次定期跟踪评级。

主体概况

浏阳城建是经浏阳市人民政府批准于 1999 年 4 月成立的国有独资有限责任公司。截至 2019 年 3 月末，公司注册资本及实收资本均为人民币 10.00 亿元，较上年末无变化；浏阳市财政局仍为公司的唯一股东和实际控制人。

跟踪期内，公司作为浏阳市重要的城市基础设施建设主体，继续从事浏阳市基础设施建设、土地开发整理及安置房建设和销售等业务。

截至 2019 年 3 月末，公司拥有 3 家全资子公司和 2 家控股子公司，较 2017 年末未发生变化，具体情况如表 1 所示。

表 1：截至 2018 年末公司下属子公司基本情况

单位：万元、%

公司名称	简称	注册资本	持股比例		主营业务
			直接持股	间接持股	
湖南省浏阳市恒远建设开发有限公司	恒远建设	800.00	100.00	-	房地产开发
湖南浏阳河花木有限公司	浏阳河花木	380.00	100.00	-	园林工程
浏阳市鸿达投资有限公司	鸿达投资	10000.00	100.00	-	棚户区改造
开元发展（浏阳）投资有限责任公司	开元发投	20408.00	84.09	-	基础设施建设
浏阳市官渡开元城镇建设开发有限公司	官渡城建	100.00	30.00	33.64	基础设施建设

资料来源：公司提供，东方金诚整理

债券本息兑付及募集资金使用情况

公司发行的“14 浏阳城建债/PR 浏阳债”为 15.00 亿元 7 年期的附息式固定利率公司债券，票面利率为 6.98%。本期债券的起息日为 2014 年 8 月 22 日，到期日为 2021 年 8 月 22 日，还本付息方式为每年付息一次，分期偿还本金。公司已按期支付 2015 年~2018 年利息，并于 2017 年 8 月和 2018 年 8 月兑付本期债券发行总额 20% 的本金。截至 2018 年末，本期债券余额为 9.00 亿元。

本期债券募集资金分别用于浏阳市新城花炮大道建设项目、浏阳市新型城市化路网工程建设项目和浏阳市邹婆桥片区基础设施建设项目（以下简称“本期债券募投项目”）。本期债券募投项目计划总投资 31.97 亿元，截至 2018 年末，公司本期募集的 15 亿元资金已全部投放。

表 2：截至 2018 年末本期债券募集资金使用情况

单位：万元、%

项目名称	简称	项目计划总投资	累计投资	募集资金已使用额度
浏阳市新城花炮大道建设项目	花炮大道	126950.00	126950.00	60000.00
浏阳市新型城市化路网工程建设项目	路网工程	117580.00	117580.00	60000.00
浏阳市邹婆桥片区基础设施建设项目	邹婆片基建	75140.00	75140.00	30000.00
合计	-	319670.00	319670.00	150000.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

宏观经济和政策环境

宏观经济

2019 年一季度宏观经济运行好于预期，GDP 增速与上季持平；随着积极因素逐渐增多，预计二季度 GDP 增速将稳中有升，上半年经济下行压力趋于缓解

今年宏观经济开局好于市场普遍预期。据初步核算，1~3 月国内生产总值为 213433 亿元，同比增长 6.4%，增速与上季持平，结束了此前的“三连降”，主要原因是当季货物贸易顺差同比扩大，净出口对经济增长的拉动力增强，抵消了投资和消费拉动力下滑的影响。值得注意的是，随着逆周期政策效果显现，中美贸易谈判进展良好带动市场预期改善，3 月投资和消费同步回暖，经济运行的积极因素正在逐渐增多。

工业生产边际改善，企业利润下降。1~3 月规模以上工业增加值同比增长 6.5%，增速较上年全年加快 0.3 个百分点。其中，3 月工业增加值同比增长 8.5%，较 2 月当月同比增速 3.4% 大幅反弹，这一方面受春节错期影响，同时也与当月制造业 PMI 重回扩张区间相印证，表明制造业景气边际改善，逆周期政策带动效果较为明显。受 PPI 涨幅收窄影响，今年 1~2 月工业企业利润同比下降 14.0%，结束此前两年高增，但后期增值税下调或将缓解企业利润下行压力。

固定资产投资增速整体回升。1~3 月固定资产投资同比增长 6.3%，增速较上年全年加快 0.4 个百分点。具体来看，基建补短板力度加大带动基建投资增速小幅上升，1~3 月同比增长 4.4%，增速较上年全年加快 0.6 个百分点。在前期新开工高增速支撑下，1~3 月房屋施工面积增速加快，推动同期房地产投资同比增速较上年全年加快 2.3 个百分点至 11.8%。最后，因利润增速下滑、外需前景走弱影响企业投资信心，1~3 月制造业投资同比增长 4.6%，增速较上年全年下滑 4.9 个百分点。

商品消费整体偏弱，企稳反弹迹象已现。1~3 月社会消费品零售总额同比增长 8.3%，增速不及上年全年的 9.0%，汽车、石油制品和房地产相关商品零售额增速低于上年是主要拖累。不过，从边际走势来看，1~2 月社零增速企稳，3 月已有明显回升，背后推动因素包括当月 CPI 上行，个税减免带动居民可支配收入增速反弹，以及市场信心修复带动车市回暖。1~3 月 CPI 累计同比上涨 1.8%，涨幅低于上年全年的 2.1%；因猪肉、鲜菜等食品价格大涨，3 月 CPI 同比增速加快至 2.3%。

净出口对经济增长的拉动力增强。以人民币计价，1~3 月我国出口额同比增

长 6.7%，进口额增长 0.3%，增速分别较上年全年下滑 0.4 和 12.6 个百分点。由于进口增速下行幅度更大，一季度我国对外贸易顺差较上年同期扩大 75.2%，带动净出口对 GDP 增长的拉动率反弹至 1.5%，较上季度提高 1.0 个百分点。

东方金诚预计，二季度基建领域补短板、减税降费等积极财政政策效应将持续显现，叠加市场预期改善推动商品房销售回暖、汽车销量增速反弹，以及对外贸易顺差仍将延续等因素，预计二季度 GDP 增速将持平于 6.4%，不排除小幅反弹至 6.5% 的可能，这意味着上半年经济下行压力趋于缓解。

政策环境

M2 和社融存量增速触底反弹，“宽信用”效果显现，货币政策宽松步伐或将有所放缓

社会融资规模大幅多增，货币供应量增速见底回升。1~3 月新增社融累计 81800 亿，同比多增 23249 亿，主要原因是表内信贷大幅增长以及表外融资恢复正增长，表明“宽信用”效果进一步显现。此外，1~3 月新增企业债券融资及地方政府专项债也明显多于上年同期，体现债市回暖及地方政府专项债发行节奏加快带来的影响。在社融同比多增带动下，3 月底社融存量同比增速加快至 10.7%，较上年末提高 0.9 个百分点。3 月末，广义货币（M2）余额同比增长 8.6%，增速较上年末提高 0.5 个百分点，主要原因是一季度流向实体经济的贷款大幅增加，以及财政支出力度加大带动财政存款同比多减。3 月末，狭义货币（M1）余额同比增长 4.6%，增速较上年末提高 3.1 个百分点，表明实体经济活跃程度有所提升。

货币政策宽松步伐或将边际放缓。一季度各项金融数据均有明显改善，表明前期各类支持实体经济融资政策的叠加效应正在体现。考虑到伴随中美贸易谈判取得积极进展，市场信心持续恢复，宏观经济下行压力有所缓和，金融数据反弹或促使监管层放缓货币政策边际宽松步伐，二季度降准有可能延后，降息预期也有所降温，而定向支持民营、小微企业融资政策还将发力。

减税带动财政收入增速走低，财政支出力度加大，更加积极的财政政策将在减税降费和扩大支出两端持续发力

1~3 月财政收入累计同比增长 6.2%，增速较上年同期下滑 7.4 个百分点，体现各项减税政策及 PPI 涨幅收窄等因素的综合影响。其中，税收收入同比增长 5.4%，增速较上年同期下滑 11.9 个百分点；非税收入同比增长 11.8%，增速较上年同期高出 19.3 个百分点，或与央企利润上缴幅度增大有关。1~3 月财政支出累计同比增长 15.0%，增速高于上年同期的 10.9%，基建相关支出整体加速。

2019 年政府工作报告明确将实施更大规模的减税，全年减税降费规模将达到约 2 万亿，高于 2018 年的 1.3 万亿。4 月起，伴随新一轮增值税减税的实施，财政收入增长将面临更大的下行压力。支出方面，2019 年基建补短板需求增大，二季度基建相关支出力度有可能进一步上升，而科技、教育、社保和就业等民生类支出也将保持较快增长，财政支出将保持较高强度。总体上看，今年财政政策在稳定宏观经济运行中的作用将更加突出。

行业及区域经济环境

行业分析

我国城镇化进程处于快速推进的过程中，城市基础设施行业仍存在较大的发展空间；2018 年以来城投公司加快业务转型速度，经营性业务占比不断上升，市场化程度持续提高

城市基础设施是城市正常运行和健康发展的物质基础，城市基础设施建设是城市发展的关键环节，对于推进城镇化、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率、改善人居环境、促进消费结构升级等起到不可替代的重要作用。

20 世纪 90 年代以来，我国城镇化进程不断加快，城市基础设施投资规模也保持快速增长。1995 年~2018 年，城镇化率由 29.04% 增加至 59.58%，平均每年增长 1.3 个百分点，意味着平均每年约 2000 万农村人口流入城镇。1995 年~2017 年，基础设施建设投资完成额由 0.41 万亿元增加至 17.31 万亿元，年均复合增长率为 18.52%；城市建成区面积由 19264.00 平方公里增加至 56225.38 平方公里，年均复合增长率为 4.99%。

我国城镇化进程仍处于快速推进的过程中。2018 年末 59.58% 的城镇化率与发达国家 80% 的平均水平还存在较大差距。城市基础设施总量不足、标准不高、发展相对滞后等问题仍很突出。如：2002 年~2017 年，城镇家庭平均每百户拥有的汽车数量由 0.88 辆增加至 37.50 辆，而人均城市道路面积仅由 8.10 平方米增加至 16.05 平方米。整体来看，城市基础设施行业仍存在较大的发展空间。

城市基础设施建设一直受到国家层面的高度关注，中央不断出台相关政策文件保障行业发展的健康有序。2014 年 3 月国家发改委发布的《国家新型城镇化规划（2014-2020）》对提高城市可持续发展能力、推动城乡一体化发展等进行了中长期系统规划。2016 年发布的“十三五”规划则提出加快新型城镇化步伐、推进城乡发展一体化。2018 年又有《关于实施 2018 年推进新型城镇化建设重点任务的通知》、《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》等文件出台。

城投企业是进行城市基础设施建设的重要主体，近年来的大规模建设投资在促进地方经济社会发展的同时，也使债务出现较快增长。为防范地方政府债务风险，从国发【2014】43 号文到新《预算法》，中央各部委出台了一系列政策措施清理地方政府债务、规范地方政府举债，明确要求剥离城投公司的政府融资职能，城投公司从政府融资平台逐步转为市场化的建设及经营主体。2018 年以来，随着发改办财金【2018】194 号文和财金【2018】23 号文的发布，政府委托代建项目的融资难度不断增加，促使城投公司加快业务转型速度，经营性业务占比不断上升。

城投公司的经营性业务涉及城市开发建设的方方面面，包括产业园区及厂房建设、商业综合体开发、教科文卫等公共设施、停车场、地下综合管廊、保障房建设、房地产开发、旅游景区开发等，以及水务、燃气、公交等公用事业。但与政府委托代建模式相比，经营性项目主要通过项目自身的收入和现金流来平衡项目投入，面临的不确定因素相对较多，城投公司面临的经营压力将有所上升。由于城投公司的经营性业务大多与城市开发建设相关，对于促进地区经济社会协调发展具有重要意义，地方政府对其仍保持很强的支持意愿，但具体的支持措施将通过股东支持或财

政补贴等更加规范化的方式来实现。

区域经济

1. 长沙市

长沙市地区经济保持较快增长，经济实力很强

长沙市作为湖南省省会城市，地处长江经济带¹和“两广”²的结合部，是“一带一路”重要节点城市。截至2018年末，长沙市下辖6区、1县和2个代管县级市，总面积1.1819万平方公里，常住人口815.47万人。

2018年，长沙市地区经济继续保持快速增长。同期，长沙市实现地区生产总值11003.41亿元，同比增长8.5%；按常住人口计算，2018年长沙市人均地区生产总值为134933元。

固定资产投资方面，2018年，长沙市固定资产投资同比增长11.5%。分产业看，第一产业完成投资（不含水利建设投资）同比增长59.8%；第二产业完成投资同比增长22.0%，其中工业投资同比增长22.1%；第三产业完成投资同比增长5.0%。分产业看，长沙市高技术产业投资同比增长5.7%，基础设施投资同比增长12.7%。

目前，长沙市地区经济发展处于以先进制造业为基础，补齐现代服务业短板，加快消费升级，培育新经济增长点的时期。2018年，长沙市三次产业结构为2.9:42.3:54.8，第三产业占比较2017年上升5.8个百分点。2018年，长沙市三次产业对地区生产总值增长的贡献率分别为1.4%、38.5%和60.1%，第二、三产业是地区经济发展的主要推动力。

长沙市工业以先进制造业为主，产业集聚效应依然明显，园区经济对工业经济贡献较大，工程机械、汽车及零部件制造、新材料、食品和电子信息等主导产业运行良好。2018年，长沙市全部工业增加值同比增长7.2%，其中规模以上工业增加值同比增长8.2%；工业增加值占GDP的比重为33.3%；园区规模以上工业增加值同比增长12.3%，占全市规模以上工业增加值的59.2%，对规模以上工业增长的贡献率达83.8%。未来，长沙市将继续推进以先进制造业为引领，以工业园区为平台，围绕产业链部署创新链、强化人才链、完善政策链、保障资金链，构建实体经济、科技创新、现代金融、人力资源建设协同发展的产业体系。

长沙市第三产业增长较快，对地区经济发展贡献作用较大。2018年，长沙市第三产业实现增加值6024.49亿元，同比增长10.7%。同期，长沙市实现社会消费品零售总额4765.04亿元，同比增长9.9%。旅游业方面，2018年长沙市实现旅游总收入1808.05亿元，同比增长2.15%，接待国内外旅游者14973.46万人次。未来，长沙市将通过加快金融业、互联网电子商务业、会展服务业等发展，促进现代服务业继续带动地区经济发展。

房地产方面，2018年长沙市房地产投资和商品房销售情况良好，完成房地产开发投资1500.76亿元，同比增长0.7%；商品房销售面积2387.35万平方米，同

¹长江经济带是中国新一轮改革开放转型实施新区域开放开发战略。长江经济带覆盖省份包括上海、江苏、浙江、安徽、江西、湖北、湖南、重庆、四川、云南、贵州11个省市，面积约205万平方公里，人口和生产总值均超过全国的40%。

²“两广”经济圈地域范围包括广东省、广西省、海南省、福建省以及湖南省和江西省的部分区域、香港特别行政区、台湾特别行政区和澳门特别行政区。

比增长 5.7%；商品房销售额 1951.01 亿元，同比增长 12.3%。

2. 浏阳市

浏阳市地区经济增长较快，生物医药、机械制造和电子信息等支柱产业运行良好，经济实力持续增强

浏阳市作为长沙市代管的县级市，是长株潭城市群的次中心城市和长沙东线经济走廊上的重要支点，第三批全国发展改革试点城市（中小城市），中国烟花之乡、花木之乡。截至 2018 年末，浏阳市下辖 4 个街道、25 个镇、3 个乡，总面积 5007.75 平方公里，总人口 149.38 万人。

2018 年，浏阳市地区经济保持快速增长。同期，浏阳市实现地区生产总值 1342.1 亿元，同比增长 8.6%，增速较 2017 年下降 2.2 个百分点。2018 年，浏阳市经济总量在长沙市 9 个区、县（市）中排名第 3 位。从产业结构来看，2018 年浏阳市三次产业结构为 7.1：64.4：28.5，三次产业对经济增长的贡献率依次为 3.6%、71.3%和 25.1%，第二产业对浏阳市地区经济增长的贡献依然很大。

在生物医药、机械制造、电子信息及花炮等支柱产业良好发展的带动下，跟踪期内，浏阳市工业经济发展增速较高。2018 年，浏阳市全部工业增加值同比增长 8.6%，871 家规模以上工业企业实现规模工业总产值同比增长 17.5%，规模以上工业增加值同比增长 10.8%。同期，浏阳市规模以上生物医药、机械制造和电子信息等支柱产业工业总产值分别同比增长 13.9%、14.2%和 31.9%，保持较好发展。

浏阳市工业经济以园区工业经济为主，依托以浏阳经济技术开发区（以下简称“经开区”）、浏阳高新技术产业开发区（以下简称“高新区”）为代表的工业园区发展，工业经济保持良好发展态势，近年来园区产业集聚效应不断凸显，聚集了九典制药、宇环数控、盐津铺子等上市企业。2018 年，经开区、高新区工业总产值分别同比增长 23.5%和 16.9%。

财政状况

财政收入

浏阳市财政收入和一般公共预算收入持续快速增长，财政实力明显增强

2018 年，浏阳市财政收入同比增长 7.01%，仍以一般公共预算收入为主，具体如下表所示。同期，浏阳市一般公共预算收入同比增长 10.95%，增长较快，占财政收入的比重为 45.84%。

表 3：2016 年～2018 年浏阳市财政收入情况

单位：亿元、%

项目	2016 年	2017 年	2018 年
一般公共预算收入	58.85	62.36	69.19
其中：税收收入	37.36	45.53	-
非税收入	21.50	16.83	-
政府性基金收入	33.59	43.23	43.31
上级补助收入	35.37	35.47	38.45
财政收入	127.81	141.05	150.95

资料来源：公开资料，东方金诚整理

2018 年，浏阳市政府性基金收入同比略有增长，其中国有土地使用权出让收入为 41.58 亿元，占政府性基金收入的比重较高。考虑到政府性基金收入易受房地产市场波动等因素影响，未来仍存在一定的不确定性。

2018 年，浏阳市上级补助收入同比增长 4.26%，占财政收入的比重为 25.47%。

财政支出

浏阳市财政支出不断扩大，刚性支出占一般公共预算支出的比重较高，财政自给率仍较低

浏阳市财政支出以一般公共预算支出为主，具体如下表所示。2018 年，浏阳市财政支出同比增长 3.42%，其中一般公共预算支出同比增长 7.30%，占财政支出的比重为 75.02%，占比较 2017 年上升 0.27 个百分点。

表 4：2016 年～2018 年浏阳市财政支出情况

单位：亿元

项目	2016 年	2017 年	2018 年
一般公共预算支出	95.06	116.08	124.55
政府性基金支出	33.35	42.60	39.64
上解上级支出	1.96	1.86	1.83
财政支出	130.37	160.54	166.03

资料来源：浏阳市财政局，东方金诚整理

2018 年，浏阳市政府性基金支出同比下降 6.95%；同期，浏阳市地方财政自给率³为 55.55%，财政自给率仍较低。

截至 2018 年末，浏阳市政府性债务余额为 128.10 亿元，其中政府负有偿还责任的债务为 117.86 亿元，政府负有担保责任的债务为 8.76 亿元，政府可能承担一定救助责任的债务为 1.48 亿元。

业务运营

经营概况

³财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%。

跟踪期内，公司主营业务收入规模大幅增长，土地开发整理收入仍为主营业务收入的主要来源

跟踪期内，公司作为浏阳市重要的基础设施建设主体，继续从事浏阳市基础设施及安置房建设、土地开发整理和安置房销售等业务。2018 年，公司实现主营业务收入 16.25 亿元，同比大幅增长 74.70%。

2018 年，受土地整理出让面积增加影响，公司土地开发整理收入带动主营业务收入较快增长，是公司最主要的收入来源。另外随着前期项目完工审计结算和在建安置房的交付，2018 年，公司实现了基础设施建设和安置房销售收入，有力的补充了公司营业收入结构。

表 5：公司主营业务收入、毛利润及毛利率构成情况

单位：万元，%

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	85528.04	100.00	92999.64	100.00	162467.99	100.00
土地开发整理	66949.77	78.28	92952.62	99.95	106409.67	65.50
基础设施建设	18578.27	21.72	-	-	52884.33	32.55
安置房销售	-	-	-	-	3006.20	1.85
其他	-	-	47.01	0.05	167.79	0.10
主营业务毛利润	20365.41	100.00	26057.50	100.00	33594.55	-
土地开发整理	19183.16	94.19	26057.50	100.00	29476.61	-
基础设施建设	1182.26	5.81	-	-	3365.37	-
安置房销售	-	-	-	-	812.04	-
其他	-	-	0.00	0.00	-59.46	-
主营业务毛利率	23.81		28.02		20.68	
土地开发整理	28.65		28.03		27.70	
基础设施建设	6.36		-		6.36	
安置房销售	-		-		27.01	
其他	-		-		-35.44	

资料来源：审计报告，东方金诚整理

公司主营业务毛利润主要来自于土地开发整理业务。2018 年，公司主营业务毛利润为 3.36 亿元；主营业务毛利率为 20.68%，较 2017 年下降 7.34 个百分点，主要是基础设施建设毛利率较低所致。

2019 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 0.01 亿元，主营业务利润-0.01 亿元。

基础设施建设

跟踪期内，公司继续从事浏阳市基础设施建设，业务仍具有较强的区域专营性

跟踪期内，公司作为浏阳市重要的城市基础设施建设主体，继续从事市内道路、桥梁及相关公建配套设施等项目的建设，业务仍保持较强的区域专营性。

公司基础设施建设仍采用代建和自建两种模式。2018 年，公司基础设施建设

业务模式较 2017 年无变化。未来随着国家对公益性项目建设融资渠道的收紧，公司公益性基础设施建设项目资金主要来自于自有资金和财政资金。

截至 2018 年末，公司在建项目中除浏阳市城区停车场建设项目采取自建模式外，其余基础设施项目均为政府委托代建工程。2018 年随着项目完工审计结算，公司实现基础设施建设收入 5.29 亿元，较 2017 年大幅增加。另外，同年公司实现停车场收入 167.79 万元。

随着浏阳市城市建设步伐的加快，公司承担的城市基础设施建设项目不断增加，资本支出规模较大。截至 2018 年末，公司在建的基础设施建设项目主要为龚家桥路两厢片区基础设施建设项目、予倩路建设项目、胡家路建设项目和浏阳市城区停车场建设项目等，上述项目计划总投资为 26.72 亿元，累计投资 9.73 亿元，尚需投资 16.99 亿元，详见下表。

表 6：截至 2018 年末公司主要在建的基础设施建设项目情况

单位：亿元

项目名称	建设模式	计划总投资额	累计投资	尚需投资
龚家桥路两厢片区基础设施建设项目	代建	5.72	3.09	2.63
予倩路建设项目	代建	4.32	1.70	2.62
胡家路建设项目	代建	2.89	2.25	0.63
南泥湾路建设项目	代建	2.57	1.67	0.91
浏阳市城区停车场建设项目*	自建	11.23	1.02	10.20
合计		26.72	9.73	16.99

注：标*为“19 浏阳停车场 NPB”募投项目

资料来源：公司提供，东方金诚整理

浏阳市城区停车场建设项目计划总投资 11.23 亿元，项目建成后新增停车位 11477 个，其中新建停车位 10033 个（含地面停车位 6829 个、地下停车位 1019 个、地下立体停车位 2185 个），收购停车位 1444 个（含地面停车位 650 个、地下停车位 794 个）。按浏阳市城区中心区域和其他区域来划分，上述新增停车位中包含中心区域停车位 9705 个，其他区域停车位 1772 个，未来项目收入来源主要为停车位收费收入、配套商业出租收入和广告位出租收入。

截至 2018 年末，公司拟建项目主要为垃圾焚烧发电、河道污水治理、城区广告位经营、充电桩项目以及道吾片区业务等。上述项目计划总投资 20.60 亿元，预计于 2020 年开始建设。综合看来，公司在建及拟建项目投资规模较大，面临较大的资本支出压力。

土地开发整理

跟踪期内，公司土地开发整理业务收入保持增长；考虑到土地开发整理业务易受市场景气度和当地政府的土地出让计划影响，未来收入仍具有一定的不确定性

跟踪期内，公司继续从事浏阳市城区范围内的国有土地进行开发整理，业务仍保持较强的区域专营性。

2018 年，公司土地开发整理业务模式较 2017 年无变化。未来公司土地开发整

理资金将主要通过自有资金和政府土地储备专项债的形式进行开发整理。

2018 年，公司土地开发整理规模较大，确认的土地开发整理收入大幅增长。同期，公司完成开发整理并挂牌出让的土地面积为 19.65 万平方米，实现土地开发整理收入 10.64 亿元，同比增长 14.48%。

截至 2018 年末，公司正在开发整理的土地主要为禧和平水片区旧城改造项目和荷花浦梓港片区，计划总投资 11.58 亿元，累计已投入整理成本 6.86 亿元，尚需投资 4.72 亿元。同期末，公司暂在无拟开发整理的土地。考虑到土地开发收入易受市场景气度和当地政府的土地出让计划影响，公司该项业务未来收入仍具有一定的不确定性。

安置房建设和销售

跟踪期内，公司继续从事浏阳市范围内的安置房建设，随着前期完工安置房的交付，2018 年公司开始实现安置房销售收入

跟踪期内，公司继续从事浏阳市范围内的安置房建设，公司安置房建设主要由公司本部和子公司恒远建设负责。浏阳市政府按照统一建设、集中安置、集约用地的安置原则，将安置房项目委托给公司负责建设。公司建设资金来源主要为自有资金和外部融资。对于符合《浏阳市征地补偿安置实施办法》⁴政策且申请购买安置房的安置户，公司按照每人 60 平方米的标准以优惠价格销售安置房给安置户；安置房面积大于每人 60 平方米安置标准部分，公司按照同期同类型商品房市场价格的一定折扣销售。待房产移交后，公司对安置标准以内的安置房销售不确认收入，将收到的购房款冲减建设成本，对超出安置标准部分确认安置房销售收入，并相应结转成本。

随着前期完工安置房的交付，2018 年公司开始实现安置房销售收入，2018 年该项业务确认收入 0.30 亿元。截至 2018 年末，公司在建的安置房项目主要包括浏阳市百宜片区等六个安置房建设项目、浏阳市禧和片区等五个安置房建设项目和百宜片区棚户改造项目，合计计划总投资 26.46 亿元，累计投资余额为 23.10 亿元，尚需投资 3.36 亿元。

外部支持

作为浏阳市重要的城市基础设施建设主体，跟踪期内，公司在资产注入和财政补贴等方面得到了股东及相关各方的大力支持

资产注入方面，根据根据浏政函【2009】1 号文件，2018 年浏阳市人民政府将评估价值为 0.11 亿元的司法局房屋和评估价值为 15.60 亿元的 12 宗土地注入公司。

财政补贴方面，2018 年公司收到浏阳市财政局拨付的专项补贴 1.16 亿元，系浏阳市财政局对公司土地开发、工程建设、保障性住房及棚户区改造等业务给予的补贴资金。

⁴根据《浏阳市征地补偿安置实施办法》，征收淮川、集里、荷花、关口街道办事处等规划区内的规划建设用地的，对涉及的拆迁户均采用货币补偿安置方式进行安置。

企业管理

截至 2019 年 3 月末,公司注册资本及实收资本均为人民币 10.00 亿元,较 2017 年无变化,浏阳市财政局仍为公司唯一股东及实际控制人。

跟踪期内,公司组织架构除新增资产管理部外,未发生重大变化。2019 年 4 月,公司股东对公司董事会成员、总经理和法定代表人进行调整,委派王辉章、熊玮、陈子谦、于永强、易欣为公司董事,任期三年,董事长及法定代表人由熊文变更为王辉章,总理由黎毅变更为熊玮。

财务分析

财务质量

公司提供了 2018 年合并财务报表以及 2019 年一季度合并财务报表。其中中审众环会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2018 年财务数据进行了审计,并出具了标准无保留意见的审计报告,2019 年一季度合并财务报表未经审计。跟踪期内,公司未更换会计师事务所。

截至 2019 年 3 月末,公司纳入合并报表范围的子公司共 5 家,较 2017 年末无变化,具体情况详见表 1。

资产构成与资产质量

跟踪期内,公司资产规模保持增长,仍以流动资产为主,但流动资产中变现能力较弱的存货和其他应收款占比较高,资产流动性依然较差

跟踪期内,公司资产规模保持增长,仍以流动资产为主,详见下表。2018 年末和 2019 年 3 月末,流动资产占资产总额的比重均为 99.55%,流动资产占比较上年保持稳定。

表 7: 公司资产主要指标情况

单位: 亿元

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
资产总额	219.72	267.48	320.51	317.54
流动资产	218.65	266.32	319.07	316.10
其中: 存货	171.08	203.85	234.76	237.39
其他应收款	25.85	28.84	36.72	31.01
预付款项	7.28	16.50	29.01	31.76
长期资产	1.07	1.17	1.44	1.44

资料来源: 审计报告, 东方金诚整理

流动资产方面, 2018 年末, 公司流动资产同比增长 19.82%。公司流动资产主要由存货、其他应收款和预付款项构成, 上述三项占流动资产的比重分别为 73.58%、11.51%和 9.09%。

公司存货以变现能力较弱的开发成本和土地使用权为主, 流动性依然较差。2018 年末, 公司存货同比增长 15.16%。其中, 公司存货中基础设施及安置房建设、

土地开发整理成本为 91.37 亿元，土地使用权 143.38 亿元，除账面价值为 1.79 亿元的土地尚未办好土地使用权证外，均已取得权证（详见附件一）；其中已抵押的土地面积合计 254.72 万平方米，账面价值 74.22 亿元，占全部土地使用权的比重为 51.77%，受限的土地使用权占比较高。

2018 年末，公司其他应收款同比增长 27.31%，主要为公司应收浏阳市财政局、浏阳市基础设施建设管理投资中心、浏阳市水利建设投资有限公司（浏阳市财政局控股子公司）和浏阳现代制造产业建设投资开发有限公司（浏阳市财政局控股子公司）的往来款以及应收浏阳市人力资源和社会保障局的社保基金，对上述单位的应收款占其他应收款的比重为 83.37%。从账龄来看，2018 年末，公司其他应收款中账龄在 1 年以内的占比 35.46%，1~2 年的占比 35.89%，2~3 年的占比 20.75%，3 年以上的占比 7.90%。同期末，公司其他应收款共计提坏账准备 0.25 亿元。总体来看，公司应收对象主要为政府部门和国有企事业单位，坏账风险相对较小，但仍存在一定流动性风险。

2018 年，公司预付征地拆迁款及工程款规模较大，导致期末预付账款较 2017 年末大幅增加。2018 年末，公司预付账款同比增长 75.81%，主要为预付浏阳市国土局征拆补偿安置专户和浏阳市人民政府城市房屋征收办公室的土地整理拆迁款，以及预付浏阳市工务局、湖南柏加建筑园林（集团）有限公司和关口办事处的征地拆迁款。

长期资产方面，2018 年末，公司长期资产规模较小，主要由长期股权投资构成。同期末，公司非流动资产合计 1.44 亿元，同比增长 23.45%，其中长期股权投资为 1.16 亿元，与上年持平，主要系公司对华桑燃气公司、湖南浏阳农村商业银行股份有限公司和对浏阳市文化旅游产业发展有限责任公司的投资成本。

截至 2018 年末，公司受限资产账面价值为 74.22 亿元，占总资产的比重为 23.16%，全部为用于抵押借款的土地使用权。

资本结构

1. 所有者权益

得益于股东增资及土地资产划拨，跟踪期内，公司所有者权益保持增长

2018 年末和 2019 年 3 月末，公司所有者权益分别为 177.18 亿元和 177.56 亿元，2018 年末所有者权益同比增长 14.33%，主要为资本公积增长所致。

2018 年末和 2019 年 3 月末，公司实收资本较上年末未发生变化，公司资本公积均为 139.44 亿元，其中 2018 年末，资本公积增加 19.43 亿元，主要系浏阳市人民政府向公司注入账面价值合计 15.60 亿元的 12 宗土地所致和 0.11 亿元的房产，以及吸收合并湖南省浏阳市天马实业有限公司和浏阳市瑶和城镇建设投资有限公司的股权，增加注册资本 3.72 亿元；未分配利润分别为 24.67 亿元和 25.01 亿元，2018 年末未分配利润同比增长 14.45%，增速较快。

2. 负债

2018 年末，公司负债及有息债务规模保持增长；短期债务占比仍较高

跟踪期内，公司负债总额有所波动，2018 年末和 2019 年 3 月末，公司负债规

模及结构如下表所示，仍以长期负债为主，其中 2018 年末，负债总额同比增长 27.38%。同期末，公司长期负债占负债总额的比重分别为 66.81%和 70.64%。

表 8：公司负债、债务主要指标情况

单位：亿元

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
负债总额	95.05	112.52	143.33	139.98
流动负债	35.82	43.33	47.56	41.10
其中：其他应付款	19.26	22.61	29.54	21.00
一年内到期的非流动负债	13.18	10.15	8.09	7.65
长期负债	59.23	69.19	95.76	98.88
其中：长期借款	21.46	19.30	28.63	32.75
应付债券	37.77	41.95	60.70	60.69
全部债务	73.40	87.33	110.45	113.92
其中：短期债务	14.18	18.15	22.18	24.74
长期债务	59.23	69.19	88.26	89.18

资料来源：审计报告，东方金诚整理

2018 年末，公司流动负债同比增长 9.78%，主要由其他应付款和一年内到期的长期负债构成，上述两项占流动负债的比重分别为 62.10%和 17.02%。

2018 年末，公司其他应付款同比增长 30.65%，其中应付股东浏阳市财政局政府债券置换资金 18.05 亿元。同期末，公司账龄超过 1 年的其他应付款中前五名分别为应付浏阳市富民干线公路建设投资有限公司的借款，应付浏阳新太阳置业有限公司的代收代付拆迁补偿款，应付湖南省大浏高速公路项目部的往来款，应付浏阳市房地产综合开发公司的划拨补偿款尾款，以及应付民政局百宜保障房的保障房购房款。同期末，公司一年内到期的长期负债主要为一年内到期的银行借款，2018 年末一年内到期的长期负债同比下降 20.22%。

2018 年末，公司长期负债为同比增长 38.41%，全部由长期借款、应付债券和长期应付款构成。公司融资方式逐渐由以银行借款为主转变为银行借款、发行债券和融资租赁借款多渠道融资。2018 年末，公司长期借款同比增长 48.36%，其中抵押借款 24.15 亿元，抵押物主要为公司存量土地使用权；质押借款 12.43 亿元。

公司发行债券规模较大。2018 年末公司应付债券情况如下表所示。

表 9：截至 2018 年末公司应付债券情况

单位：亿元、%

债券名称/简称	起息日期	到期日期	发行金额	票面利率
14 浏阳城建债/PR 浏阳债	2014-08-22	2021-08-22	15.00	6.98
16 浏阳城建债/16 浏城建	2016-05-24	2023-05-24	22.00	4.45
17 浏阳城建 PPN001	2017-07-19	2022-07-19	7.00	6.50
“大瑶垃圾处理 2017”1 号产品	2018-01-24	2019-01-24	0.10	7.50
18 浏阳城建 MTN001	2018-03-22	2021-03-22	6.00	5.89
18 浏阳城建 MTN002	2018-03-30	2023-03-30	7.00	5.62
18 浏阳城建 ZR001	2018-08-15	2021-08-15	6.00	7.50
18 浏阳城建 MTN003	2018-11-13	2021-11-13	2.00	4.89

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018 年末，公司长期应付款 6.43 亿元，较上年末减少 1.51 亿元，主要系融资租赁款。

2018 年末和 2019 年 3 月末，公司全部债务占负债总额的比重分别为 77.06% 和 81.38%，占比依然较高，其中 2018 年全部债务同比增长 26.47%。同期末，公司短期有息债务占全部债务的比重分别为 20.09% 和 21.71%，短期债务占比仍较高。

2018 年末和 2019 年 3 月末，公司资产负债率分别为 44.72% 和 44.08%。同期末，公司长期债务资本化比率分别为 33.25% 和 33.43%，其中 2018 年末较上年末上升 2.39 个百分点；全部债务资本化比率分别为 38.40% 和 39.08%，其中 2018 年末较 2017 年末增加 2.36 个百分点。

3. 对外担保

截至 2018 年末，公司对外担保共计 5 笔，合计担保余额为 6.48 亿元，担保比率为 3.66%，详情见下表。由于公司所担保的企业均为浏阳市国有企事业单位，且各被担保企事业单位运营情况良好，因而公司代偿风险相对较小。

表 10：截至 2018 年末公司对外担保情况

单位：万元

被担保方	担保余额	担保起止日
浏阳市文化旅游产业发展有限责任公司	11200.00	2018.10.26-2021.10.25
浏阳市土地储备中心	20000.00	2015.11.25-2021.11.18
	10000.00	2018.11.24-2019.11.23
浏阳市水利建设投资有限公司	5600.00	2017.12.26-2019.12.04
	18000.00	2017.09.25-2020.08.28
合计	64800.00	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

盈利能力

跟踪期内，公司主营业务收入和利润总额增幅较大，但总资本收益率和净资产收益率较低，盈利能力依然较弱

2018 年，公司实现主营业务收入 16.25 亿元，同比增长 74.70%，主要来自于土地开发整理收入；主营业务利润率为 19.70%，较 2017 年上升 7.18 个百分点。

同年，公司期间费用为 0.65 亿元，占主营业务收入的比重为 3.99%，占比依然较低。

2018 年，公司利润总额为 3.52 亿元，同比增长 3.53%，其中收到浏阳市财政局拨付的用于土地开发、工程建设、保障性住房及棚户区改造的专项补贴收入 1.16 亿元，占利润总额的比重为 33.00%，较 2017 年上升 1.60 个百分点，公司利润对政府财政补贴仍具有一定的依赖。

2018 年，公司总资本收益率为 1.27%，较 2017 年下降 0.17 个百分点；同期，净资产收益率为 1.99%，较 2017 年下降 0.22 个百分点，公司盈利能力依然较弱。

2019 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 0.01 亿元，利润总额为 0.38 亿元。

现金流

跟踪期内，公司经营性净现金流呈流出状态，且经营性现金流入对波动性较大的土地出让金返还款、基础设施建设结算款、财政补贴款以及往来款的依赖较大，未来存在一定的不确定性

2018 年，公司经营活动现金流入为 28.40 亿元，较 2017 年增加 8.62 亿元，主要是浏阳市财政局支付的土地出让金返还款、往年应收的基础设施建设结算款和政府财政补贴，以及收到与其他业务单位的往来款所形成的现金流入，现金收入比为 131.96%，较 2017 年增加 65.56 个百分点，现金回款能力有所好转；经营活动现金流出为 35.63 亿元，较 2017 年增加 13.76 亿元，主要是公司支付土地开发整理的成本、基础设施项目工程款及往来款形成的现金流出；经营活动产生的净现金流为 -7.23 亿元，依然呈净流出状态。总体来看，公司经营性现金流对波动性较大的土地出让金返还款、基础设施建设结算款、财政补贴款以及往来款的依赖较大，未来存在一定的不确定性。

2018 年，公司投资活动现金流入为 3.86 亿元，主要为公司收回对外往来款形成的现金流入；投资活动现金流出为 3.11 亿元，主要为公司购买银行理财产品、对子公司及参股企业的投资支出形成的现金流出；投资活动现金流量净额为 0.76 亿元。

2018 年，公司筹资活动现金流入为 38.06 亿元，较 2017 年减少 3.94 亿元，主要为公司银行借款和发行债券所收到的现金；筹资活动现金流出为 25.40 亿元，较 2017 年减少 3.44 亿元，主要为偿还债务、偿付利息所支付的现金；筹资活动产生的现金流量净额为 12.66 亿元。

2018 年，公司现金及现金等价物净增加额为 6.19 亿元。

2019 年 1~3 月，公司经营活动、投资活动和筹资活动净现金流分别为 -3.95 亿元、-1.29 亿元和 3.46 亿元。

偿债能力

跟踪期内，公司作为浏阳市重要的基础设施建设主体，业务继续保持较强的区域专营性，综合偿债能力很强

2018 年末和 2019 年 3 月末，公司流动比率分别为 670.81%和 769.02%；速动比率分别为 177.26%和 191.50%；现金比率分别为 31.84%和 32.53%。虽然流动资产

对流动负债的覆盖程度较高,但考虑到流动资产中变现能力较弱的存货和其他应收款占比较高,资产流动性较差,对流动负债的保障程度较弱。

从长期偿债能力指标来看,2018年末和2019年3月末,公司长期债务资本化比率分别为33.25%和33.43%,其中2018年末较2017年末上升2.39个百分点;2018年,全部债务/EBITDA为29.89倍,同比有所上升;筹资前现金流量净额债务保护倍数为-0.06倍,公司筹资前现金流对浏阳市财政局支付的土地出让金返还款、基础设施建设结算款和财政补贴款以及往来款的依赖较大,未来存在一定的不确定性,对债务的保障较弱。截至2019年3月末,若无其他新增债务,则公司各年偿还债务金额如下表所示,其中1年内需要偿还的债务占比为21.71%,短期债务占比较高。

表 11: 截至 2019 年 3 月末公司现有全部债务期限结构

单位: 亿元、%

债务到期时间	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3~4 年	4~5 年	5 年以上	合计
金额	24.73	29.80	21.14	16.29	6.82	15.14	113.92
占比	21.71	26.16	18.56	14.30	5.99	13.29	100.00

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

考虑到公司作为浏阳市重要的基础设施建设主体,从事的基础设施及安置房建设、土地开发整理和安置房销售等业务具有较强的区域专营性,并得到了股东及各方有力支持,东方金诚认为,公司综合偿债能力很强。

过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告(银行版),截至2019年5月23日,公司本部已结清贷款中不良和关注类共计36笔,且均已正常结清;曾发生9笔欠息,均已全部结清;当前负债中无不良和关注类记录。

截至本报告出具日,公司累计发行债券以及本息兑付情况如下表所示。

表 12：截至本报告出具日公司累计发行债券情况

单位：亿元、%

债券名称/简称	起息日期	到期日期	发行金额	债券余额	票面利率	本息兑付情况
19 浏阳城建 MTN001	2019-04-30	2022-04-30	2.00	2.00	4.98	尚未到本息兑付日
19 浏阳停车场 NPB	2019-04-22	2029-04-22	7.50	7.50	6.00	尚未到本息兑付日
19 浏阳城建 CP001	2019-01-29	2020-01-29	3.50	3.50	3.97	尚未到本息兑付日
18 浏阳城建 CP001	2018-12-06	2019-12-06	3.50	3.50	4.14	尚未到本息兑付日
18 浏阳城建 MTN003	2018-11-13	2021-11-13	2.00	2.00	4.89	尚未到本息兑付日
18 浏阳城建 MTN002	2018-03-30	2023-03-30	7.00	7.00	5.62	到期利息已按时支付，尚未到本金兑付日
18 浏阳城建 MTN001	2018-03-22	2021-03-22	6.00	6.00	5.89	到期利息已按时支付，尚未到本金兑付日
17 浏阳城建 PPN001	2017-07-19	2022-07-19	7.00	7.00	6.50	到期利息已按时支付，尚未到本金兑付日
17 浏阳城建 CP001	2017-04-14	2018-04-14	7.00	-	4.68	已按时支付本息
16 浏阳城建债/PR 浏城建	2016-05-24	2023-05-24	22.00	17.60	4.45	到期利息已按时支付，并偿还部分本金
14 浏阳城建债/PR 浏阳债	2014-08-22	2021-08-22	15.00	9.00	6.98	到期利息已按时支付，并偿还部分本金

资料来源：公开资料，东方金诚整理

抗风险能力

基于对长沙市和浏阳市的经济财政实力、公司业务的区域专营优势、股东及相关各方对公司各项支持以及公司自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力很强。

结论

东方金诚认为，浏阳市地区经济增长较快，生物医药、机械制造、电子信息等支柱产业运行良好，经济实力持续增强；跟踪期内，公司继续从事浏阳市基础设施建设、土地开发整理及安置房建设和销售业务，业务仍保持较强的区域专营性；作为浏阳市重要的城市基础设施建设主体，公司在资产注入和财政补贴等方面继续得到股东及相关各方的大力支持。

同时，东方金诚也关注到，公司土地开发整理业务易受市场景气度和当地政府的土地出让计划影响，未来收入仍具有一定的不确定性；公司流动资产中变现能力较弱的存货及其他应收款占比仍很高，且受限的土地使用权占比较高，资产流动性依然较差；公司有息债务规模快速增长，短期债务占比仍较高；公司经营性现金流持续呈净流出状态，资金来源对筹资依赖较大。

综上所述，公司主体信用风险很低，偿债能力很强，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件一：截至 2018 年末公司土地使用权情况（单位：万平方米、万元）

土地证号	土地面积	入账价值	使用权类型	用途	是否抵押
麻纺厂浏国用（2005）第 776、777 号	8.25	3352.91	出让	商住	否
浏国用（2013）第 10073 号	2.74	7019.78	出让	商住	否
浏国用（2013）第 10076 号	3.81	9762.14	出让	商住	否
浏国用（2013）第 10075 号	2.33	5952.64	出让	商住	否
浏国用（2007）第 3735 号	1.06	3056.17	出让	商服用地	否
湘（2016）浏阳市不动产权第 0100762 号	6.63	24517.70	出让	商服住宅	否
湘（2016）浏阳市不动产权第 0100761 号	6.67	24727.97	出让	商服住宅	否
浏国用（2015）第 17829 号	0.34	1539.20	出让	商服住宅	否
浏国用（2015）第 17843 号	0.12	630.22	出让	商服住宅	否
浏国用（2015）第 17845 号	0.07	310.67	出让	商服住宅	否
浏国用（2015）第 17837 号	1.21	4661.95	出让	商服住宅	否
浏国用（2015）第 17832 号	0.59	1737.52	出让	商服住宅	否
浏国用（2015）第 17834 号	0.36	1377.46	出让	商服住宅	否
浏国用（2015）第 17847 号	0.76	2752.55	出让	商服住宅	否
浏国用（2015）第 17826 号	0.87	3174.88	出让	商服住宅	否
浏国用（2015）第 17849 号	1.48	5973.96	出让	商服住宅	否
浏国用（2015）第 17840 号	0.18	672.53	出让	商服住宅	否
浏国用（2011）第 10042 号	4.59	5000.00	出让	综合用地	是
6 宗已购但未办理产权证的土地	-	17872.12	-	-	-
浏国用（2002）第 474 号	0.78	1352.32	出让	综合用地	否
浏国用（2002）第 670 号	2.87	1858.79	出让	综合用地	否
浏国用（2003）第 01169 号	8.92	10063.50	出让	综合用地	否
浏国用（2003）第 01407 号	0.04	23.83	出让	综合用地	否
浏国用（2003）第 01408 号	0.05	31.73	出让	综合用地	否
浏国用（2004）第 2666 号	23.58	17401.01	出让	综合用地	是
浏国用（2004）第 3005 号	0.27	237.05	出让	综合用地	否
浏国用（2004）第 3006 号	0.00	4.30	出让	住宅用地	否
浏国用（2004）第 3007 号	0.20	454.26	出让	综合用地	否
浏国用（2004）第 3017 号	0.03	81.77	出让	综合用地	否
浏国用（2004）第 3038 号	0.26	372.16	出让	综合用地	否
浏国用（2004）第 3044 号	0.17	299.42	出让	综合用地	否
浏国用（2004）第 3045 号	0.18	674.93	出让	综合用地	否
浏国用（2004）第 3047 号	0.38	169.72	出让	综合用地	否
浏国用（2004）第 3048 号	0.14	0.00	出让	综合用地	否
浏国用（2004）第 3049 号	0.34	0.00	出让	综合用地	否
浏国用（2004）第 3050 号	0.09	88.32	出让	综合用地	否
浏国用（2004）第 3203 号	0.53	1884.00	出让	综合用地	否
浏国用（2004）第 4181 号	8.85	10807.68	出让	综合用地	是

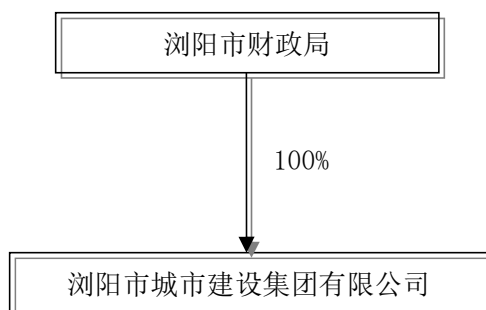
浏国用（2004）第 4182 号	1.59	1082.62	出让	综合用地	否
浏国用（2004）第 4183 号	1.28	816.77	出让	综合用地	否
浏国用（2005）第 00154 号	13.37	8687.90	出让	综合用地	否
浏国用（2005）第 00162 号	0.18	207.10	出让	综合用地	否
浏国用（2005）第 175 号	2.82	2909.27	出让	综合用地	是
浏国用（2005）第 4172 号	0.24	330.79	出让	住宅用地	否
浏国用（2005）第 4173 号	4.54	825.41	出让	综合用地	否
浏国用（2005）第 4174 号	4.78	3096.01	出让	综合用地	否
浏国用（2006）第 1732 号	0.79	496.58	出让	商住	是
浏国用（2006）第 1733 号	1.32	1462.68	出让	商住	否
浏国用（2006）第 2868 号	2.70	2320.89	出让	综合用地	否
浏国用（2006）第 4181 号	0.43	264.24	出让	商住	否
浏国用（2006）第 4182 号	6.37	4500.41	出让	商业金融	否
浏国用（2007）第 4082 号	5.10	7307.94	出让	商住	否
浏国用（2007）第 4083 号	17.13	21477.70	出让	商住	否
浏国用（2007）第 4084 号	6.75	9644.56	出让	商住	否
浏国用（2007）第 4085 号	2.25	3155.65	出让	商住	否
浏国用（2007）第 4086 号	2.24	3167.32	出让	商住	否
浏国用（2007）第 4087 号	10.97	6141.52	出让	商住	否
浏国用（2007）第 4088 号	2.77	3906.31	出让	商住	否
浏国用（2007）第 7169 号	5.97	7282.44	出让	商服住宅	否
浏国用（2007）第 7170 号	1.65	2101.12	出让	商服住宅	否
浏国用（2007）第 7171 号	5.47	5956.11	出让	商服住宅	否
浏国用（2007）第 7172 号	7.70	10352.77	出让	商服住宅	否
浏国用（2008）第 219 号	8.61	11017.67	出让	商服住宅	否
浏国用（2008）第 220 号	5.48	4001.67	出让	商服住宅	是
浏国用（2008）第 5370 号	0.52	598.66	出让	商住	是
浏国用（2008）第 5371 号	0.65	745.86	出让	商住	否
浏国用（2008）第 5372 号	2.98	1861.39	出让	商住用地	否
浏国用（2008）第 5374 号	4.41	5088.01	出让	商住	是
浏国用（2009）第 01901 号	2.30	2681.15	出让	商服住宅	否
浏国用（2009）第 01902 号	3.63	4214.92	出让	商服住宅	否
浏国用（2009）第 01903 号	2.24	2603.61	出让	商服住宅	是
浏国用（2009）第 01904 号	4.70	5463.16	出让	商服住宅	是
浏国用（2009）第 02132 号	2.76	3003.03	出让	城镇住宅用地	否
浏国用（2009）第 10012 号	4.86	4941.84	出让	商服住宅	是
浏国用（2009）第 10015 号	3.52	3158.27	出让	商服住宅	否
浏国用（2009）第 10016 号	1.67	1681.68	出让	商服住宅	是
浏国用（2009）第 10018 号	1.34	5277.38	出让	商服住宅	是
浏国用（2009）第 10019 号	2.34	4591.20	出让	商服住宅	是
浏国用（2009）第 10020 号	8.11	5046.82	出让	商服住宅	否
浏国用（2011）第 04278 号	2.73	3179.26	出让	商服住宅	否
浏国用（2012）第 10075 号	3.44	7223.59	出让	商服住宅	否

浏国用（2012）第 10076 号	4.64	6149.57	出让	商服住宅	否
浏国用（2012）第 10077 号	3.76	5558.44	出让	商服住宅	否
浏国用（2012）第 10078 号	5.99	3878.67	出让	商服住宅	否
浏国用（2013）第 10001 号	12.38	30381.68	出让	商服住宅	是
浏国用（2013）第 10041 号	2.64	6266.94	出让	商服住宅	否
浏国用（2013）第 10045 号	3.91	9298.63	出让	商服住宅	是
浏国用（2013）第 10046 号	4.06	9648.94	出让	商服住宅	是
浏国用（2013）第 10047 号	4.22	10033.37	出让	商服住宅	否
浏国用（2013）第 10048 号	4.12	9782.47	出让	商服住宅	否
浏国用（2013）第 10049 号	2.44	5792.55	出让	商服住宅	否
浏国用（2013）第 10050 号	3.92	9302.52	出让	商服住宅	是
浏国用（2013）第 10089 号	2.91	6828.51	出让	商服住宅	否
浏国用（2013）第 10090 号	4.55	10699.27	出让	商服住宅	否
浏国用（2013）第 10091 号	7.04	16549.83	出让	商服住宅	否
浏国用（2013）第 10092 号	6.80	15985.03	出让	商服住宅	否
浏国用（2014）第 10001 号	7.10	17533.62	出让	商服住宅	否
浏国用（2014）第 10002 号	6.35	14936.00	出让	商服住宅	是
浏国用（2014）第 10003 号	5.47	13521.85	出让	商服住宅	否
浏国用（2014）第 10004 号	6.73	15837.52	出让	商服住宅	是
浏国用（2010）第 10037 号	4.08	14700.14	出让	商服住宅	是
浏国用（2011）第 10028 号	11.88	45226.40	出让	商服住宅	是
浏国用（2011）第 10033 号	7.11	33560.58	出让	商服住宅	否
浏国用（2011）第 10056 号	21.99	82810.57	出让	商服住宅	否
浏国用（2011）第 10060 号	6.01	22136.06	出让	商服住宅	是
浏国用（2012）第 10005 号	6.83	24325.90	出让	商服住宅	是
浏国用（2012）第 10058 号	1.65	5218.10	出让	商服住宅	是
浏国用（2012）第 10059 号	1.01	3206.72	出让	商服住宅	是
浏国用（2012）第 10060 号	2.08	9773.50	出让	商服住宅	否
浏国用（2012）第 10061 号	8.46	28302.57	出让	商服住宅	否
浏国用（2012）第 10063 号	0.41	0.00	出让	商服住宅	否
浏国用（2012）第 10064 号	0.62	2102.16	出让	商服住宅	是
浏国用（2012）第 10065 号	8.83	29437.04	出让	商服住宅	是
浏国用（2012）第 10066 号	1.68	6489.95	出让	商服住宅	是
浏国用（2013）第 10002 号	11.14	31778.85	出让	商服住宅	否
浏国用（2013）第 10003 号	3.42	9611.36	出让	商服住宅	是
浏国用（2013）第 10037 号	6.51	24547.62	出让	商服住宅	是
浏国用（2015）第 17865 号	3.35	7851.86	出让	住宅用地	否
浏国用（2015）第 17820 号	0.05	277.07	出让	商服住宅	否
浏国用（2015）第 17853 号	0.40	1307.81	出让	商服住宅	否
浏国用（2015）第 17815 号	0.57	2423.11	出让	商服住宅	否
浏国用（2015）第 17824 号	0.09	397.62	出让	商服住宅	否
浏国用（2015）第 17859 号	0.28	971.34	出让	商服住宅	否
浏国用（2015）第 17788 号	4.04	11572.98	出让	商服住宅	否

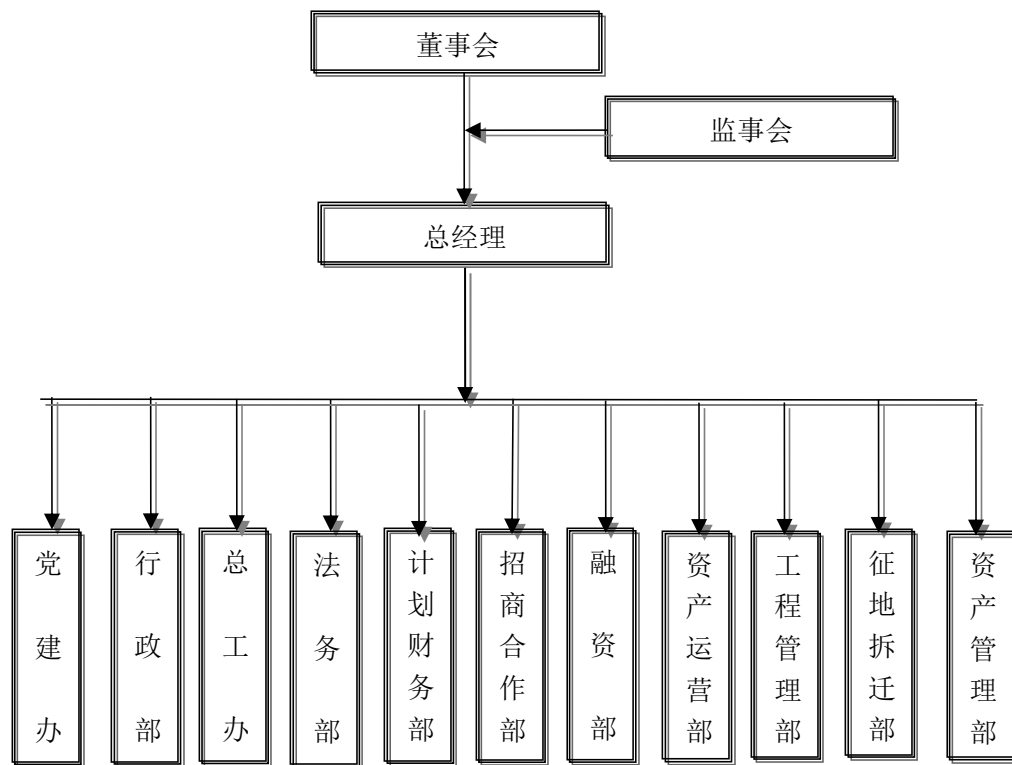
浏国用（2015）第 17787 号	4.65	13323.97	出让	商服住宅	否
浏国用（2015）第 17855 号	0.21	575.72	出让	商服住宅	否
浏国用（2015）第 17817 号	0.75	2872.78	出让	商服住宅	否
浏国用（2015）第 17877 号	0.54	1317.78	出让	住宅用地	否
浏国用（2015）第 17857 号	0.69	2408.87	出让	商服住宅	否
浏国用（2015）第 17875 号	1.09	2848.65	出让	住宅用地	否
浏国用（2015）第 17873 号	4.26	9834.13	出让	住宅用地	是
浏国用（2015）第 17861 号	1.85	4254.56	出让	住宅用地	否
浏国用（2015）第 17870 号	2.49	5869.21	出让	住宅用地	是
浏国用（2015）第 17868 号	5.90	14498.61	出让	住宅用地	是
浏国用（2015）第 17863 号	3.57	8166.61	出让	住宅用地	否
浏国用（2015）第 17851 号	3.54	11737.42	出让	商服住宅	否
湘 2017 浏阳市不动产权第 0025716	7.00	23350.84	出让	商服、住宅	是
湘 2017 浏阳市不动产权第 0025717	6.91	23063.18	出让	商服、住宅	是
湘 2017 浏阳市不动产权第 0025718	6.85	22856.64	出让	商服、住宅	是
湘 2017 浏阳市不动产权第 0025721	3.50	11570.48	出让	商服、住宅	是
湘 2017 浏阳市不动产权第 0025722	6.90	23022.30	出让	商服、住宅	是
湘 2017 浏阳市不动产权第 0025723	5.41	18054.96	出让	商服、住宅	是
浏国用（2011）第 10034 号	20.01	108326.92	出让	商住用地	是
湘（2018）浏阳市不动产权第 0008471 号	4.70	19521.31	出让	商服、住宅	是
湘（2018）浏阳市不动产权第 0008474 号	3.09	12862.63	出让	商服、住宅	是
湘（2018）浏阳市不动产权第 0008475 号	3.00	18018.55	出让	商服、住宅	是
湘（2018）浏阳市不动产权第 0008477 号	6.51	35787.05	出让	商服、住宅	是
湘（2018）浏阳市不动产权第 0008482 号	2.97	16336.83	出让	商服、住宅	否
湘（2018）浏阳市不动产权第 0008487 号	4.66	25624.04	出让	商服、住宅	是
湘（2018）浏阳市不动产权第 0008492 号	0.35	1139.67	出让	商服、住宅	否
湘（2018）浏阳市不动产权第 0008496 号	0.50	2075.17	出让	商服、住宅	否
湘（2018）浏阳市不动产权第 0008498 号	0.95	3932.14	出让	商服、住宅	是
湘（2018）浏阳市不动产权第 0008502 号	0.48	1975.05	出让	商服、住宅	否
湘（2018）浏阳市不动产权第 0008506 号	1.82	7550.13	出让	商服、住宅	是
湘（2018）浏阳市不动产权第 0008507 号	2.70	11198.15	出让	商服、住宅	是
合计	593.76	1433759.50	-	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

附件二：截至 2019 年 3 月末公司股权结构图



附件三：截至 2019 年 3 月末公司组织架构图



附件四：公司主要财务指标（单位：万元）

项目名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
流动资产：				
货币资金	96601.79	89576.19	151437.93	133729.89
预付账款	72800.35	165033.46	290148.81	317558.41
其他应收款	258530.19	288403.77	367156.77	310138.27
存货	1710818.81	2038460.34	2347563.51	2373873.83
流动资产合计	2186473.94	2663187.61	3190683.51	3161043.44
长期资产合计	10680.49	11658.80	14392.99	14380.12
资产总计	2197154.43	2674846.41	3205076.50	3175423.57
短期借款	10000.00	10000.00	30900.00	20900.00
其他应付款	192624.40	226078.58	295372.37	210025.16
一年内到期的长期负债	131769.00	101450.00	80938.00	76455.00
流动负债合计	358217.32	433294.36	475648.96	411049.77
长期借款	214550.00	193000.00	286337.00	327520.00
应付债券	377728.38	419452.56	606978.58	606922.09
长期应付款	0.00	79425.00	64325.00	54325.00
长期负债合计	592278.38	691877.56	957640.58	988767.09
负债合计	950495.69	1125171.92	1433289.54	1399816.85
少数股东权益	10824.53	9877.35	2988.91	2976.41
实收资本	60000.00	100000.00	100000.00	100000.00
资本公积	969823.88	1200069.20	1394390.57	1394390.57
所有者权益合计	1246658.74	1549674.49	1771786.96	1775606.71
主营业务收入	85528.04	92999.64	162467.99	88.33
主营业务利润	17800.03	25001.86	32004.83	-91.99
利润总额	31016.42	33970.44	35171.24	3819.75
净利润	31129.30	34329.63	35281.27	3832.25
经营活动产生的现金流量净额	-4321.28	-21003.21	-72311.67	-39470.90
投资活动产生的现金流量净额	-46103.86	-82345.80	7557.80	-12853.35
筹资活动产生的现金流量净额	38180.54	131653.40	126615.61	34616.21
现金和现金等价物净增加额	-12244.60	28304.40	61861.74	-17708.04
资产负债率(%)	43.26	42.06	44.72	44.08
长期债务资本化比率(%)	32.21	30.87	33.25	33.43
全部债务资本化比率(%)	37.06	36.04	38.40	39.08
流动比率(%)	610.38	614.64	670.81	769.02
速动比率(%)	132.78	144.18	177.26	191.50
经营现金流动负债比(%)	-1.21	-4.85	-15.20	-9.60
EBITDA 利息倍数(倍)	0.74	0.67	0.58	-
全部债务/EBITDA(倍)	23.23	25.33	29.89	-

附件五：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
盈利指标	
毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{营业税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}) \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
利润现金比率	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{利润总额} \times 100\%$
偿债能力指标	
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总计} \times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务} / (\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
债务保护倍数	$(\text{净利润} + \text{固定资产折旧} + \text{摊销}) / \text{全部债务}$
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{全部债务}$
期内长期债务偿还能力	$\text{期内}(\text{净利润} + \text{固定资产折旧} + \text{摊销}) / \text{期内应偿还的长期有息债务本金}$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{利息支出}$
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / (\text{当年利息支出} + \text{当年应偿还的有息债务本金})$
经营效率指标	
销售债权周转次数	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转次数	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转次数	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
增长指标	
资产总额年平均增长率	$(1) 2 \text{ 年数据: } \text{增长率} = (\text{本} - \text{上期}) / \text{上期} \times 100\%$ $(2) n \text{ 年数据: } \text{增长率} = [(\text{本} / \text{前} n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$
净资产年平均增长率	
营业收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件六：企业主体及长期债券信用等级符号和定义

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。