

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（2020）

项目负责人：贺文俊 wjhe@ccxi.com.cn

项目组成员：张 蕾 lzhang02@ccxi.com.cn

电话：(027)87339288

2020 年 06 月 15 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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 and 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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字[2020]跟踪 0683号

株洲市国有资产投资控股集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内的相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“16株国投”、“17株国01”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月十五日

评级观点：中诚信国际维持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”）主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“16 株国投”、“17 株国 01”的债项信用等级为 **AA⁺**。中诚信国际肯定了 2019 年株洲市经济财政实力持续增强，公司区域地位重要、获得了有力的外部支持，公司业务多元化发展，公司持有的上市公司股权增强了财务弹性等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。中诚信国际亦关注到公司债务规模持续攀升，面临的资本支出压力或将推升财务杠杆，株洲国投母公司经营性业务利润水平较低，且面临一定短期债务压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响；同时，中诚信国际持续关注公司参与中车产投混改及未来天桥起重资产重组进展。

概况数据

株洲国投（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	433.63	451.13	626.43	669.09
所有者权益合计（亿元）	146.62	153.16	247.32	247.09
总债务（亿元）	218.79	230.47	290.84	330.47
营业总收入（亿元）	73.68	81.10	86.37	14.64
净利润（亿元）	5.31	6.01	6.63	-1.14
EBITDA（亿元）	15.15	16.39	20.50	--
经营活动净现金流（亿元）	1.31	1.77	4.20	-3.82
资产负债率(%)	66.19	66.05	60.52	63.07
株洲国投（母公司口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	191.64	201.93	357.08	382.44
所有者权益合计（亿元）	53.63	55.60	146.79	144.77
总债务（亿元）	127.00	129.07	190.05	217.03
营业总收入（亿元）	9.13	14.85	8.83	0.26
净利润（亿元）	0.62	0.67	1.10	-0.87
EBITDA（亿元）	6.95	7.37	7.61	--
经营活动净现金流（亿元）	0.79	1.95	1.53	-1.98
资产负债率(%)	72.02	72.47	58.89	62.15

注：1、中诚信国际根据公司 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；2、公司各年度财务报表均按新会计准则编制；3、公司未提供 2020 年一季度现金流量表补充资料及资本化和费用化利息支出数据，故部分指标无法计算；4、中诚信国际在分析时，将各期末长期应付款中带息债务调整至长期债务；5、分析时采用各期末数据。

正 面

■ **2019 年株洲市经济财政实力持续增强。**株洲市系湖南省重要的工业城市和长株潭融城发展的核心城市，轨道交通装备、汽车及零部件和航空装备等产业基础雄厚、发展向好，2019 年全市经济实力持续增强；株洲市地方一般预算收入在湖南省 14 个市（州）中持续高居第二，地方财政实力较强。

■ **公司区域地位重要，获得了有力的外部支持。**公司系株洲市属国有企业中唯一的产业发展商和服务业运营商，同时在株洲市国有企业整合转型和债务化解中具有重要作用，在股权划转、平滑基金等方面得到株洲市政府的大力支持。

■ **业务多元化发展。**公司目前主要业务包括医药生产及销售、工程机械制造及销售、片区开发、产业类项目投资及运营和金融服务等；且 2019 年公司新增合并宜安科技，未来镁铝合金材料生产和销售有望成为收入的重要来源，公司业务呈多元化发

展趋势。

■ **持有的上市公司股权增强了公司财务弹性。**截至 2020 年 3 月末，公司合并范围内包括千金药业、天桥起重和宜安科技三家上市公司，按 2020 年 3 月末前 60 个交易日收盘均价计总市值 39.63 亿元；另投资有国海证券、湖南黄金、株冶集团等多家上市公司股权，按 2020 年 3 月末前 60 个交易日收盘均价计总市值 15.76 亿元。持有的上市公司股权增强了公司财务弹性。

关 注

■ **公司债务规模持续攀升，面临的资本支出压力或将推升财务杠杆。**近年来公司债务规模持续攀升，且所有者权益中尚有 25 亿元永续中期票据；目前公司片区开发和产业类项目投资仍面临较大投资压力，或将推升公司财务杠杆。

■ **母公司经营性业务利润水平较低，且面临一定短期债务压力。**近年来株洲国投母公司营业收入占合并口径总收入的比重不高且其期间费用对毛利的侵蚀较大，经营性业务利润水平较低；近年来母公司融资规模及存续债务余额占合并口径的比重维持高位，且 2020 年 3 月末母公司中短期债务占合并口径短期债务比重达到 70.19%，母公司面临一定短期债务压力。

■ **关注公司参与中车产投混改及未来天桥起重资产重组进展。**2020 年 3 月 25 日，株洲国投和株洲产业金融所将所持合计 5% 的天桥起重股权转让予中车产业投资有限公司（以下简称“中车产投”）。中诚信国际持续关注公司参与中车产投混改及未来天桥起重资产重组进展。

评级展望

中诚信国际认为，株洲市国有资产投资控股集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**株洲市经济财政实力显著增强；公司资本实力显著增强，盈利能力大幅增长且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**株洲市经济财政实力显著弱化；公司区域地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱；公司财务指标和再融资环境出现明显恶化，备用流动性大幅减少等。

同行业比较

同区域基础设施投融资企业 2019 年主要指标对比表

公司名称	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	总负债 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
株洲国投	626.43	247.32	60.52	379.11	86.37	6.63	4.20
株洲高科	481.19	184.06	61.75	297.13	33.81	3.32	9.60
株洲城发	1,176.17	482.14	59.01	694.02	48.67	3.36	15.56

注：“株洲高科”为“株洲高科集团有限公司”简称；“株洲城发”为“株洲市城市建设发展集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期
16 株国投	AA ⁺	AA ⁺	10.00	10.00	2016/08/05~2021/08/05
17 株国 01	AA ⁺	AA ⁺	10.00	8.20	2017/05/02~2024/05/02

注：“17 株国 01”附第 3 年末、第 5 年末公司票面利率调整选择权和投资者回售选择权。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“16株国投”于2016年8月5日成功发行，募集资金规模10亿元，票面利率4.2%，期限为5年期，采用单利按年计息，到期还本。截至2020年4月末，募集资金已使用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，未使用资金余额为27万元。

“17株国01”于2017年5月2日发行成功，募集资金规模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。截至2020年4月末，募集资金已使用完毕，其中5亿元用于补充运营资金及支付承销费，5亿元用于偿还债务。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度GDP同比下滑6.8%，较去年底大幅回落12.9个百分点，自1992年公布季度GDP数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年GDP或同比增长2.5%左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受1-2月份经济近乎“停摆”、3月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致CPI高位运行，工业生产低迷PPI

呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019 年株洲市经济实力持续增长，地方一般公共预算收入持续在湖南省 14 个市（州）中高居第二；株洲市政府债务余额规模较大，但政府债务风险尚处于可控范围

财政级次及特殊地位：株洲市是湖南省下辖地级市，系湖南省重要的工业城市和长株潭融城发展的核心城市。株洲市区位优势显著，地处京广铁路、沪昆铁路、京广高铁、沪昆高铁交汇位置，是南方重要的铁路枢纽城市。株洲市现辖 5 个县、4 个区、1 个国家级高新区和 1 个“两型社会”建设示范区。截至 2019 年末，全市常住人口为 402.85 万人，同比增加 0.77 万人；城镇化比率为 67.15%。

经济发展水平：株洲市以轨道交通装备、汽车及零部件和航空装备三大优势产业集群为主导，同

时大力发展新能源、新材料、电子信息、生物医药和节能环保等新兴产业，且受益于“长株潭”城市一体化和“两型社会”综合配套政策利好，近年来经济实现稳步增长。

2019 年株洲市经济生产总值突破 3,000 亿元大关，同比增长 7.9%，增速高于全国 1.8 个、湖南 0.3 个百分点。2019 年株洲市三次产业结构调整为 7.3:45.2:47.5，第二和第三产业对 GDP 的贡献率分别为 58.3%和 39.1%。2019 年株洲市固定资产投资持续增加，同比增长 12.2%，高于全国 6.8 个、湖南 2.1 个百分点。2019 年株洲市房地产开发投资 402.9 亿，同比增长 0.8%，但商品房销售面积和销售额同比下降。2019 年末株洲市金融机构本外币存款余额 3,274.1 亿元，同比增长 3.1%，金融机构本外币贷款余额 2,166.3 亿元，同比增长 17.5%，区域金融实力总体保持增长。

财政及债务率：近年来株洲市地方一般公共预算收入规模在湖南省 14 个市（州）中持续排名第二，仅次于省会长沙市。2018 年株洲压减非税收入致使当年一般公共预算收入同比下滑，2019 年一般公共预算收入实现恢复性增长，总体看近年来一般公共预算收入中税收收入占比维持在 67%左右。2017~2019 年，株洲市财政平衡率分别为 50.35%、41.41%和 38.20%，财政平衡能力一般，上级补助收入为地方综合财力的重要组成部分。2017~2019 年，株洲市实现政府性基金收入分别为 87.3 亿元、233.87 亿元和 297.4 亿元，政府性基金收入逐年上升。

政府债务方面，截至 2019 年末，株洲市债务率为 100.28%，债务压力相对较大。2019 年以来株洲市坚守“隐性债务不新增、债务风险不‘爆雷’、‘三保’支出不断链”的底线，落实化债计划，推进平台公司转型，政府债务风险尚处于可控范围。

表 1：2017~2019 年株洲市经济及财政概况

主要指标	2017	2018	2019
GDP（亿元）	2,700.0	2,631.54	3,003.13
GDP 增速（%）	8.0	7.8	7.9
人均 GDP（万元）	6.71	6.54	7.45
一般公共预算收入（亿元）	224.1	189.32	200.96

政府性基金收入（亿元）	87.3	233.87	297.4
上级补助收入（亿元）	166.59	186.14	200.66
一般公共预算支出（亿元）	445.1	457.2	526.1
财政平衡率（%）	50.35	41.41	38.20
地方政府债务率（%）	96.89	92.63	100.28

注：地方政府债务率=地方政府债务余额/地方综合财力，地方综合财力=地方一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入+国有资本经营预算收入

资料来源：株洲市人民政府网站，中诚信国际整理

未来发展机遇：株洲市作为传统老工业城市，经济基础雄厚，轨道交通装备、汽车及零部件和航空装备三大优势产业群和新能源、新材料、电子信息、生物医药和节能环保等五大新兴产业近年来保持持续增长；同时“长株潭”城市一体化和“两型社会”综合配套政策为株洲市经济发展提供了有力支撑，株洲市经济增长具备较好的基础，但需关注疫情对经济的不利冲击。

医药行业运行态势整体良好，近年来各项医改政策及实施细则密集出台，有利于提升行业规范化程度，并为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境

随着经济增长和人口老龄化的加快，我国医药行业持续发展，根据国家统计局的数据显示，2019年前三季度医药工业整体经济平稳运行，全国医药工业企业实现营业收入 19,734.7 亿元，同比增长 8.4%；实现利润总额 2,628.1 亿元，同比增长 10.8%。

表 2: 2019 年前三季度全国医药工业收入构成情况(亿元、%)

行业名称	营业收入	同比增长	利润总额	同比增长
化学药品原料药制造	2,768.7	5.5	325.1	8.7
化学药品制剂制造	6,918.7	11.8	950.4	14.4
中药饮片加工	1,419.0	-1.8	122.1	-20.3
中成药生产	3,377.1	7.9	431.4	4.7
生物药品制造	1,835.1	10.3	376.1	20.8
卫生材料及医药用品制造	1,309.7	8.9	135.9	16.4
制药专用设备制造	118.1	10.2	2.4	205.6
医疗仪器设备及器械制造	1,988.3	7.6	284.9	14.8
合计	19,734.7	8.4	2,628.1	10.8

注：因采用四舍五入的取数原则，合计数可能存在尾差。

资料来源：公开数据整理，中诚信国际整理

2019 年以来随着“4+7”扩面、新版医保目录、重点药品监控、新版药品管理法以及药品优先审评审批政策等一系列重磅政策法规的发布，通过医保、医药和医疗的联动，医药行业改革进一步推进与深化。2019 年新医保目录调整及药品集采落地和扩面等，使得药品费用显著降低；同时，一致性评价范围扩大等政策，有助于整体提升仿制药品品质，加速原研药替代。预计未来行业将向鼓励研发创新并向治疗性品种倾斜的方向发展。随着医药行业调控力度的不断加强，行业规范化程度或将进一步提高，为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境。

表 3: 2019 年以来医改重要政策一览

发布时间	部门	政策名称	政策概述	对行业影响
2019年1月	国务院	《关于印发国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》	进行带量采购，量价挂钩，以量换价，形成药品集中采购价格。通过招标、议价、谈判等不同形式确定集中采购品种。	药价明显降低，降低企业交易成本，引导医疗机构规范用药，探索完善药品集中采购机制和以市场为主导的药价形成机制。
2019年7月	国家卫健委	《关于印发第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）的通知》	制定省级和各医疗机构目录；制定省级和各医疗机构目录；加强目录外药品的处方管理。	辅助用药将受到极大限制，目录内药品将被严格管理。
2019年9月	国家医保局	《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围的实施意见》	在全国范围内推广国家组织药品集中采购和使用试点集中带量采购模式。	使全国符合条件的医疗机构能够提供质优价廉的试点药品，进一步降低群众用药负担。
2019年10月	国家卫健委等	《第一批鼓励仿制药目录》	纳入目录的品种有33个，包括多种抗癌药、帕金森药物、癫痫药物、降脂药物、儿童药物等，属于国内专利到期和即将到期、尚没有提出注册申请，或临床供应短缺（竞争不充分）以及企业主动申报的药品。	有利于促进仿制药研发。提高药品供应保障能力。
2019年10月	国家药监局	《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致	对参比制剂、处方工艺技术、原辅包质量控制技术、质量研究与控制技术、稳定性研究技术、特殊注射	有助于提升注射剂仿制药的质量水平，促进产业升

		性评价技术要求（征求意见稿）》	剂一致性评价、改规格注射剂、药品说明书、药品标准、无开展一致性评价的品种等多个方面明确了相关要求。	级和结构调整。
2019年11月	国家发改委	《产业结构调整指导目录(2019年本)》	在医药领域，鼓励类8项，包括儿童药、短缺药的开发和生产，重大疾病防治疫苗、抗体药物、基因治疗药物、细胞治疗药物、重组蛋白质药物、核酸药物，数字化医学影像设备、人工智能辅助医疗设备、高端放射治疗设备等；限制类6项，包括新建紫杉醇(配套红豆杉种植除外)、植物提取法黄连素(配套黄连种植除外)生产装置等。淘汰类13项，包括铅锡软管、单层聚烯烃软管(肛肠、腔道给药除外)等。	推动制造业高质量发展，引导产业升级转型。
2019年11月	国家医保局、人力资源社会保障部	《关于将2019年谈判药品纳入<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录>乙类范围的通知》	2019年《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》共收录药品2,709个，与2017年版相比，调入药品218个，调出药品154个，净增64个。	医保目录药品结构明显优化，保障能力显著提升；药品费用显著降低；突出鼓励创新的导向。
2019年12月	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《全国药品集中采购文件》	第二批国家组织药品集中采购和使用工作正式启动，此次参与带量采购的共有33个药品品种，50个品规，将于2020年1月17日在上海开标。	今年9月起，中标药品从11个试点城市向全国扩容，25个中标药品在原来的降价基础上平均再降25%。

资料来源：choice，中诚信国际整理

中药行业平稳发展，但受中药材产量不断增加影响，供货商出现库存积压，中药材价格小幅震荡下行

由于中药市场相对成熟，国家采取了既扶持又规范的态度，既对整个行业发展给予扶持，又对各环节予以规范，为我国中医药产业的发展提供了良好的宏观环境。中药饮片除受益于中药扶持政策

外，还享有不纳入公立医院集中采购、不取消加成以及不计入药占比等医药保护政策。中成药方面，其市场的相当一部分为零售市场，一直以来受政策调价的影响较小，加之中成药行业目前受到行政保护，因此中成药行业毛利率在医药子行业中一直位居前列。

表 4：近年来中药行业重要政策一览

发布时间	部门	政策名称	政策概述	对行业影响
2018 年 4 月	国家中医药管理局	《古代经典名方目录(第一批)》	收录并详细列出了100首经典名方的方名、出处、处方、制法及用法和剂型5项内容。	有利于促进中医药文化传承，有助于加快中药产业科学发展。
2018 年 5 月	国家药品监督管理局、国家中医药管理局	《古代经典名方中药复方制剂简化注册审批管理规定》	明确经典名方制剂申请上市可免报药效学研究及临床试验资料经典名方中的汤剂制成颗粒剂后也可按要求简化注册审批。	鼓励中药新药创新。
2018 年 10 月	国家卫生健康委员会	《国家基本药物目录》(2018年版)》	基本药物品种数量由原来的520种增加至685种。中成药品种(含民族药)由203种增加至268种，调入67个中成药品种。	进一步明确了对中医药使用和支持的支持。
2018 年 11 月	国家药监局	《证候类中药新药临床研究技术指导原则》	结合中医药特殊性，在证候类中药新药的处方来源、临床定位、证候诊断等方面，均提出了原则性要求。	进一步规范了证候类中药新药的研发。

资料来源：公开资料整理，中诚信国际整理

上游中药材方面，我国中药材种植分布呈现不均衡性，从东北至西南由少增多，但常用药材的蕴藏量仍以北方居多。国内大宗中草药材种植广泛，可实现人工规模化种植，但其流通渠道长、交易成本高，因而价格容易波动，而名贵药材如人参、石斛、三七、雪莲花、川贝母、野山参、冬虫夏草等由于其生长对气候环境要求高、生长周期长，稀缺性明显，且名贵药材一般用于直接加工成滋补品销往消费终端，毛利空间较大，因此掌控稀缺名贵药

材的企业具备资源优势。价格方面，2018年以来受产量不断增加影响，供货商出现库存积压，中药材价格小幅震荡下行。中诚信国际将持续关注中药材价格波动对企业成本控制能力的影响。

医药流通行业稳定发展，但行业增速有所放缓，受政策影响，行业规模效应逐渐凸显，行业集中度或将进一步提高

在宏观经济持续发展、居民收入增长、人口老

龄化趋势加剧的背景下，我国医药流通行业销售额持续增长，但近年来行业增速有所放缓。2018 年全国医药批发销售总额为 17,269 亿元，同比增长 7.84%，增速同比下降 0.97 个百分点；药品零售市场销售总额为 4,317 亿元，同比增长 9.0%，增速与上年持平。

近年来，国家出台了一系列如“两票制”、“营改增”、新版 GSP《药品经营质量管理规范》、医保控费和飞行检查等医改措施和政策，持续影响国内医药流通行业的发展。2018 年全国 31 个省份已全面执行“两票制”，直接压缩流通环节，工业-流通-医院将成为主流模式。纯销业务占比提升，拉长回款周期，带来更大的资金周转压力，对流通企业的成本控制和经营能力提出更高要求，大型流通企业的规模优势将得以体现。

表 5：2018 年度医药批发企业主营业务收入前 10 强

位序	企业名称
1	中国医药集团有限公司
2	上海医药集团股份有限公司
3	华润医药商业集团有限公司
4	九州通医药集团有限公司
5	广州医药有限公司
6	深圳市海王银河医药投资有限公司
7	瑞康医药集团股份有限公司
8	南京医药股份有限公司
9	中国医药健康产业股份有限公司
10	华东医药股份有限公司

资料来源：中国医药商业协会，中诚信国际整理

药品零售方面，连锁药店具备的品牌、质量、服务、成本控制等方面的优势，将使得零售企业连锁化成为行业发展方向。行业内龙头企业有望通过收购、合并、托管、参股等多种方式逐步实现规模化、集约化和国际化经营，提高经济效益，药品流通市场集中度也将进一步提升。从全国药品零售企业 2018 年销售额来看，6 家全国龙头企业占全国比率上升至 13.1%，30 家区域零售连锁企业占全国比率上升至 26.9%，前 100 位企业占全国比率上升至 58.5%，药品零售企业集中度逐步提升。

此外，现代医药物流作为医药流通企业调整经济结构、转变增长方式的重要途径，将是降低成本、

提高效率与效益最关键的因素之一。未来建立快捷、高效、安全、方便且具有国际竞争力的现代医药物流服务体系，大幅提高物流的社会化、专业化和现代化水平，将是医药流通企业应对挑战、谋求发展的上佳选择。

疫情期间，随着疫情防控和治疗工作的持续进行，相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求增加；同时，国家和金融机构出台的一系列政策和措施为医药企业提供了良好的行业发展和融资环境

2020 年初新型冠状病毒疫情的爆发直接带动医药和医疗用品相关产业的需求与生产。疫情具有短期冲击大的特点，预计其对我国医药工业和医药流通行业 2020 年第一季度的销售规模数据影响较大，后期随着疫情控制对医药行业的影响减弱。随着疫情防控和治疗工作的持续进行，相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求量亦随之增加，医药和医疗用品相关行业已提前复工保证生产。针对国内医疗物资需求大且紧缺，我国不断加大医疗物资全球采购；同时，叠加消费者恐慌性抢购推升零售及网上药店的相关防控物资的消费量，受上述因素影响，预计疫情相关产品的医药工业和医药流通市场规模或将增长，不过疫情期间，交通运输受阻、医院普通门诊量和住院人数下降等因素，对医药工业和医药流通市场形成一定冲击。

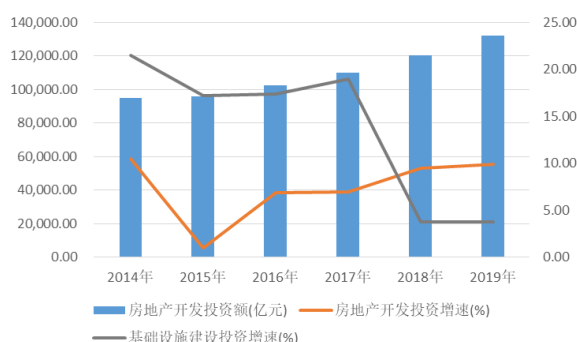
自疫情爆发以来，国家和金融机构紧急出台了一系列政策和措施：为新型冠状病毒疫情防治工作、患者救治工作以及相关经费问题提供了良好的保障；针对加快医疗器械审批速度，国家药监局发布了《关于印发医疗器械应急审批程序的通知》，有利于医疗器械产品快速上市抗击疫情；各金融机构信贷政策亦向医药企业倾斜，积极支持医药企业开发、生产和销售疫情防控所需品，对抗击疫情的相关医药企业开辟绿色通道、加大信贷支持、降低融资成本以及提供保险保障等。

2019 年以来，受益于逆周期调控政策效果的逐渐显现，基建投资增速逐步企稳；同时在更新周期来临、

环保政策趋严、海外布局不断完善等因素的影响下，工程机械主要产品销量持续上涨，行业景气度保持高位

工程机械行业具有较强的周期性，与我国宏观经济、固定资产投资的波动密切相关，易受经济周期影响。固定资产投资中基础设施建设和房地产是工程机械行业发展的最主要的推动因素。2019年以来，国家明确提出了“保基建促投资”的发展基调并相继出台多项政策予以落实。同时，受基础设施建设投资规模基数较大以及宏观经济去杠杆的政策影响，当年我国基础设施投资增速（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）为3.8%，与上年持平，为近年来低位。考虑到项目落地尚需要一定时间，预计2020年的基建投资力度有望边际改善并带动工程机械行业的新增需求。房地产行业占工程机械总需求比重约为17%左右，近年来房地产开发投资始终保持着增长态势，2019年为13.22万亿元，同比增长9.9%。未来，在建立房地产长效机制的大背景下，房地产销售增速或将有所回落，但房地产行业整体韧性较强，行业或将维持一定的投资规模，为工程机械行业的发展提供持续动力。

图1：我国基础设施和房地产开发投资完成额变化情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

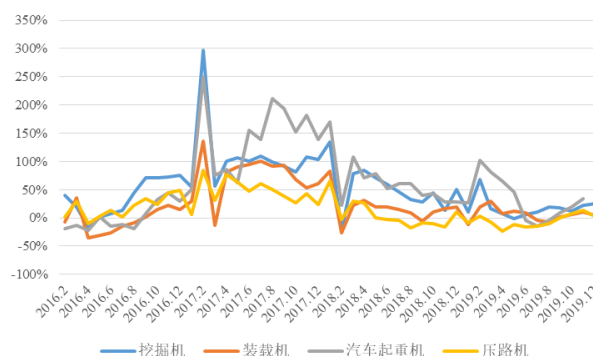
除基建和房地产投资的驱动以外，工程机械产品存量更换需求增加亦带动行业基本面回暖。通常情况下，工程机械产品的寿命周期约为8~10年，上一轮销售高峰集中在2008~2011年，各产品销量均在2011年达到顶峰，2016~2021年为其存量产品的淘汰和更新换代高峰期。据统计，目前工程机械行

业国内市场保有量在720万台，设备的更新升级需求为工程机械行业的稳健增长奠定了基础。此外，根据道路移动机械相关文件要求，目前多省市已公告提前执行国六排放标准，将禁售国五、国四全天候行、国三不再年检，环保要求日趋严格将加速淘汰高排放机械，进一步提升工程机械设备的更新需求。

国外需求是驱动我国工程机械行业发展的另一重要因素，根据海关统计，2019年中国机械设备出口金额为4,166.7亿美元，同比下降2.9%，贸易摩擦升级虽对我国机械产品的出口造成一定影响，但近年来我国工程机械出口量和出口金额仍呈快速增长态势。以挖掘机为例，2019年1~10月，我国挖掘机出口量达到2.15万台，同比增长37.79%，远超同期内销增长率，成为拉动销量增长的重要驱动因素。未来，随着“一带一路”战略的不断深化，我国工程机械将在提升品质、强化服务、融入当地、树立品牌等方面不断提升，加大重点市场开拓度，国际市场占有率有望进一步提高。

在上述因素的综合作用下，我国工程机械行业景气度经历了2018年的大幅提升后，仍维持上行趋势。根据工程机械行业协会统计数据，2019年国内各类挖掘机、汽车起重机、装载机及压路机销量分别为23.57万台、4.25万台、12.36万台和1.70万台，由于前期增速过高以及更新、环保以及外销需求拉动效果有限，整体增速较上年有所回落，但受益于逆周期调控政策的落地，三季度以来销量增速企稳回升。

图2：主要工程机械产品月度销量增速变动情况(%)



资料来源：choice，中诚信国际整理

2020年初，受新冠疫情影响，中国经济运行受到一定冲击，1~2月全国固定资产投资同比下降24.5%，基础设施建设、房地产开发等下游产业复工推迟，原燃料运输成本上升，加之海外疫情蔓延趋势不容乐观，外销需求有所减弱，或对工程机械企业一季度业绩产生一定的负面影响。但目前国内疫情已得到全面控制，全国工业基本面初步实现稳定，截至3月28日规模以上工业企业平均开工率已达到98.6%。此外，在疫情影响和经济降速的背景下，预计国家会加强逆周期调节力度，2020年全年行业需求仍有望保持。同时，考虑到工程机械行业正处于上升周期，企业偿债能力及盈利水平均有所改善，应对危机能力显著增强，预计本次疫情对我国工程机械行业及企业信用水平带来的长期影响有限。

中诚信国际认为，2019年以来我国固定资产投资和基建投资增速低于预期，但受益于逆周期调控不断加码，基建投资增速逐步企稳，房地产投资保持稳定增长态势，同时在更新周期来临、环保政策趋严、海外布局不断完善等因素的影响下，当年工程机械行业销量仍保持上升趋势。未来，在基础设施建设投资规模增加的预期带动下，工程机械行业有望保持稳步发展，疫情或对短期需求造成一定影响，但长期影响较为可控。

2019年千金药业在妇科中药业务方面持续保持竞争优势，并向女性卫生用品等大健康领域延伸，西药、药品批发零售板块营收较为稳定

千金药业是公司医药业务的经营主体，千金药业主要从事中成药、化学药和女性卫生用品的研发、生产、销售，以及药品的批发零售。千金药业是经湖南省体改委湘体改字[1993]113号文和湘体改字[1993]04号文批准，以定向募集方式设立的股份有限公司。中国证监会证监发行字[2004]14号文核准，千金药业公开发行人民币普通股1,800万股，在上海证券交易所A股上市，股票代码600479。截

至2020年3月末，千金药业总股本418,507,117股，株洲国投直接持有千金药业119,381,136股，持股比例为28.53%，是其第一大股东¹。2019千金药业归属母上市公司普通股股东的净利润为2.94亿元，现金分红为2.09亿元（含税），2019年株洲国投收到现金分红为4,775.25万元。

千金药业主要有中药、西药、药品批发零售、卫生用品及其他业务构成。

表6：千金药业主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2017	2018	2019
中药	8.98	8.86	8.21
西药	7.55	7.36	7.42
药品批发零售	13.26	14.37	16.29
卫生用品	2.05	2.34	2.10
其他及抵消影响	-0.30	-0.08	0.67
合计	31.54	32.85	34.70
毛利率	2017	2018	2019
中药	58.08	63.98	69.74
西药	70.10	75.82	74.22
药品批发零售	17.15	16.23	16.23
卫生用品	56.86	58.51	60.98
其他及抵消影响	--	--	--
合计	44.96	46.32	45.23

注：其他业务主要包括百货零售、仓库出租、酒饮、娱乐、中药材及饮品生产等。

资料来源：千金药业年度报告，中诚信国际整理

中药业务是公司核心业务，千金药业拥有妇科千金片、妇科千金胶囊、补血益母丸和补血益母颗粒四个国家基本药物品种，椿乳凝胶、妇科断红饮胶囊等多个独家品；其中妇科千金片（胶囊）已连续十多年保持妇科炎症类口服中成药第一品牌的地位，妇科千金片（胶囊）2019年实现收入占千金药业中成药收入的比重达79.6%。千金药业中成药生产主要原材料为当归、党参和穿心莲等，主要产地在甘肃、云南，主要由子公司在甘肃、云南药材产地设立的中药材种植、收购、加工基地予以供应。

在中药基础上，近年来千金药业依托子公司湖南千金卫生用品股份公司逐步向女性大健康领域延伸，重点产品为千金净雅系列妇科专用棉巾，该

28.76%的股份。

¹ 株洲国投直接持有千金药业28.53%的股份，通过子公司株洲市产权交易中心有限公司持有千金药业0.03%的股份，通过子公司株洲市产业与金融研究所有限公司持有千金药业0.20%股份，合计持有千金药业

产品自 2015 年 5 月上市起来，经过多年的渠道建设和市场布局，已逐步打开局面。

西药业务主要为治肝抗菌类和心血管类药物，其中缙沙坦胶囊(80mg)、恩替卡韦分散片(0.5mg)、氟康唑胶囊(50mg)等 19 个化学类药品入选国家基本药物目录。目前千金药业蒙脱石散等 4 个品种通过一致性评价，缙沙坦胶囊等 10 个品种完成申报，另有 7 个品种取得阶段性进展。原材料保障方面，千金药业建立了相应的供应商遴选与考核机制，西药生产所需化学原料药、辅料、包装物等主要外部供应商供给。

生产方面，千金药业按照国家 GMP 要求和内部制定的药品生产标准组织生产。生产部门负责安排生产任务，协调和督促生产计划的完成，同时对产品的生产过程、工艺要求和卫生规范等执行情况进行监督；质量控制部门负责生产过程中的质量监督和管理，通过对生产各环节的原材料、半成品、产成品质量严格控制。

表 7：2017~2019 年千金药业核心中药产销情况

项目	2017	2018	2019
妇科千金片			
产能（万盒）	3,240.74	3,240.74	4,110.25
产量（万盒）	1,981.00	2,433.45	2,448.10
销量（万盒）	2,243.44	2,297.97	2,293.57
产能利用率（%）	61.13	75.09	59.56
妇科千金胶囊			
产能（万盒）	2,291.67	2,291.67	2,693.16
产量（万盒）	1,890.39	1,917.33	1,959.38
销量（万盒）	1,847.36	1,876.66	1,883.48
产能利用率（%）	82.49	83.67	72.75

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：2017~2019 年千金药业主要西药产销情况

项目	2017	2018	2019
水飞蓟宾葡甲胺片			
产能（万盒）	800.00	800.00	800.00
产量（万盒）	276.93	328.18	351.93
销量（万盒）	273.02	336.22	370.96
产销率（%）	98.59	102.45	105.41
拉米夫定片			
产能（万盒）	1,800.00	1,800.00	1,800.00
产量（万盒）	195.44	112.17	55.68
销量（万盒）	123.66	88.56	65.80

产销率（%）	63.27	78.95	118.18
缙沙坦胶囊			
产能（万盒）	3,000.00	3,000.00	3,000.00
产量（万盒）	1,370.56	1,538.85	1,515.37
销量（万盒）	1,494.40	1,510.63	1,456.59
产销率（%）	45.69	51.30	96.12
恩替卡韦分散片			
产能（万盒）	-	-	-
产量（万盒）	311.78	386.24	282.15
销量（万盒）	285.41	349.95	338.84
产销率（%）	91.54	90.60	120.09

注：公司未提供恩替卡韦分散片产能数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

药品批发零售板块主要由子公司湖南千金大药房连锁有限公司和湖南千金医药股份有限公司运营。千金药业除自主经营生产的中成药和西药之外，还通过批发与零售的形式代理销售其他医药公司的产品，代理的主要品牌包括亚宝药业、九芝堂、哈药集团和太极集团等公司生产的药品。

千金药业药品批发零售主要有医疗终端、OTC 市场和第三终端三类，2019 年三类渠道收入合计实现收入 16.3 亿元，三类销售渠道收入占比分别为 42.99%、24.49%和 32.52%。医疗终端方面千金药业采用“学术营销”和“地面推广”相结合的方面；OTC 市场方面千金药业组建药店营销队伍，加强与连锁店的合作，线上线下协同宣传以实现零售药店的广覆盖；而近年来受两票制的影响，千金药业商业渠道受到了一定负面影响，2019 年千金药业整合了主要医药子公司的商务团队，并扩大医疗直供商的数量，实现了渠道原来仅做配送向现在配送服务和销售并举的转变。

研发方面，千金药业设立有千金研究院，下设了化药分院、中药研究所、临床与信息所、卫生用品研究所、酒饮研究所、洗护香丸研究所等科研机构；目前研究院拥有 9 个省级以上创新平台。2018~2019 年千金药业研发投入分别为 1.18 亿元和 1.05 亿元，占同期千金药业营业收入的比重分别为 3.55%和 2.98%，但均低于行业平均研发投入。

总的来看，千金药业以妇科千金片（胶囊）为

主的中成药业务持续保持妇科炎症类口服中成药第一品牌地位，西药和药品批发零售相对稳定，同时千金药业积极向中药衍生产品领域、女性健康领域拓展并初见成效，卫生健康板块稳步扩张，千金药业整体业绩较为稳定。

近年来受主导产品物料搬运及配件市场需求萎缩影响，天桥起重营业收入增长乏力；关注公司参与中车产投混改及未来天桥起重资产重组进展

天桥起重是公司机械业务的经营主体。天桥起重的前身是株洲起重机厂，后于 2007 年 7 月改制为股份有限公司。经中国证监会证监发行字[2010]1665 号核准，天桥起重公开发行人民币普通股 4,000 万股，募集资金总额 7.80 亿元，在深圳证券交易所上市，股票代码 002523。截至 2020 年 3 月末，天桥起重总股本 1,416,640,800.00 股，株洲国投直接持有天桥起重 24.08% 的股权，是天桥起重第一大股东和实际控制人，中车产投持有天桥起重 5% 股权且和公司为一致行动人。2019 天桥起重归属母上市公司普通股股东的净利润为 0.81 亿元，现金分红分别为金 4,249.92 万元（含税），2019 年株洲国投收到现金分红为 1,234.45 万元。

天桥起重主要从事搬运装备（铝电解多功能机组、有色冶炼专用起重机、港口设备、桥门吊等）、选煤机械、有色冶炼智能装备、高端立体停车装备、真空造雪装备、智能制造集成系统等业务及其配件的研发、销售、制造、运营等，同时通过控股子公司涉足环保行业。天桥起重是我国南方地区最大的桥、门式起重设备制造商。

表 9：天桥起重主要板块收入构成（亿元）

收入	2017	2018	2019
物料搬运及配件	11.26	12.74	11.65
风电设备	0.00	0.13	0.55
选煤机械设备	0.27	0.24	0.43
有色装备及其他业务	0.93	0.95	0.71
合计	12.46	14.06	13.34

资料来源：天桥起重财务报告，中诚信国际整理

物料搬运及配件为天桥起重主导产品，主要产品为铝、铜电解多功能机组、钢铁冶炼专用起重机、

有色冶炼专用起重机、港口设备、普通桥门吊等产品。在国内铝电解多功能机组市场需求疲软、有色冶炼产品新上项目减少及码头建设急骤萎缩等因素影响下，天桥起重物料搬运及配件业务板块增长受限且有下滑趋势。面对不利因素，天桥起重拓展国际市场，同时开发智能化物料搬运设备，或可一定程度缓解该板块下滑趋势。

选煤机械设备以矿用分选设备，如浮选机、浅槽分选机、离心机以及脱水设备等煤机设备为主。2016~2018 年，随着电力、钢铁及化工等下游行业用煤需求的不断增长，我国煤炭消费增速持续回升，而 2019 年以来受电力行业用煤需求低迷及煤炭进口持续增长等多重因素影响，煤炭价格和供给受到一定影响，但整体下跌幅度不大，煤机市场仍有一定需求。受煤炭行业需求及产能增长及国家环保整治影响，天桥起重选煤机械设备以稳固既有市场为主而增长有限。

风电设备受市场饱和及安装、生产、维修成本过高影响 2017 年未接到订单，自 2017 年起天桥起重暂停了风电设备的生产，自 2018 年四季度起恢复生产，而 2019 年风电企业受到国家电价补贴政策临期压力影响，加快了风电项目建设，天桥起重风电设备业务迎来阶段性增长，使得 2019 年天桥起重风电设备收入同比增长较多。

天桥起重有色装备业务主要集中在铜铅冶炼行业的自动化装备生产和销售。近年来受宏观经济下行、中美贸易摩擦及环保政策趋严，有色金属市场需求放缓，有色冶炼行业需求萎缩，新开工及改扩建项目较少，且原有色冶炼项目推迟或暂停使得原有订单未能如期实施，天桥起重有色冶炼板块受到较大不利冲击。

表 10：2017~2019 年天桥起重产销情况

分类	项目	2017	2018	2019
物料搬运设备	产量（台）	487	645	617
	销量（台）	487	645	617
	产销率（%）	100.00	100.00	100.00
风电设备	产量（台）	-	6	51

分类	项目	2017	2018	2019
选煤设备	销量 (台)	-	6	51
	产销率 (%)	-	100.00	100.00
	产量 (台)	58	67	108
	销量 (台)	54	63	99
	产销率 (%)	93.10	94.03	91.67
	产量 (台)	17	39	14
有色装备及其他	销量 (台)	17	39	14
	产销率 (%)	100.00	100.00	100.00

资料来源：天桥起重财务报告，中诚信国际整理

采购方面，天桥起重生产所需的原材料为各种钢材、配套件、外协件等，天桥起重钢材采购结算采用应付模式，目前大都采用银行承兑汇票结算，采购结算周期为3个月。配套件、外协件的采购结算根据情况区别，整体约40%采用预付模式，约60%采用应付模式，大部分采用银行承兑汇票结算，采购结算周期为3至6个月。

从客户资源来看，天桥起重是我国两大铝冶炼专用起重设备和钢铁行业起重设备重要制造商之一，与国内主要铝冶炼企业、钢铁冶炼企业都保持着良好的合作关系。2019年天桥起重对前五名客户实现营业收入2.64亿元，占营业总收入的19.77%。

表 11：2019 年天桥起重前五大客户销售情况 (亿元、%)

客户名称	销售额	占比
客户一	0.87	6.54
客户二	0.49	3.67
客户三	0.46	3.44
客户四	0.45	3.35
客户五	0.37	2.77
合计	2.64	19.77

资料来源：天桥起重年度报告，中诚信国际整理

产销综合来看，天桥起重以销定产的生产方式决定了产销率持续保持在较高水平，其中物料搬运设备、风电设备及有色装备等产销率均保持100.00%。受需求低迷影响天桥起重物料搬运设备、有色装备2019年产销量同比下降较多；受风电塔筒业务增长影响，2019年风电设备产销量同比大幅增长，同时煤炭行业需求增长带来公司煤机设备稳中有升。

株洲国投与中车产投的央地重组事项方面，

2019年12月3日，天桥起重公告了株洲国投与中车产投签署的《中车产业投资有限公司与株洲市国有资产投资控股集团有限公司之合作框架协议》的主要内容：1) 株洲国投参与中车产投增资项目，株洲国投同意投资额为人民币10亿元；2) 株洲国投及其一致行动人株洲产业金融所将协议转让天桥起重合计5%股权给中车产投；3) 中车产投择机将智能制造产业相关资产注入天桥起重。2019年12月18日，天桥起重公告称2019年12月17日株洲国投与中车产投正式签署了《中车产业投资有限公司混合所有制改革增资协议》，株洲国投对中车产投增资10亿元。2020年3月25日，天桥起重发布《株洲天桥起重机股份有限公司关于股东股份协议转让过户登记完成的公告》称：2020年3月24日，天桥起重收到控股股东株洲国投的告知函称株洲国投、中车产投和株洲产业金融所已完成股份过户登记，具体情况如下：

表 12：2020 年 3 月天桥起重股东股份变动情况表

股东名称	股份转让前		股份转让后	
	持股数 (股)	持股比例	持股数 (股)	持股比例
株洲国投	411,484,638	29.05%	341,071,926	24.08%
株洲产业金融所	419,328	0.03%	0	0
中车产投	0	0	70,832,040	5%
合计	411,903,966	29.08%	411,903,966	29.08%

资料来源：深圳证券交易所网站、天桥起重公告，中诚信国际整理

总的来看，天桥起重主营的物料搬运装备、选煤机械、有色装备等业务面临经济形势、政策、市场需求等方面的不利影响，存在营收下滑趋势。同时天桥起重已依托子公司华新机电开发新品拓展产品应用，依托子公司天桥舜臣进入垃圾发电领域，依托子公司天桥嘉成开发智能搬运作业系统，但转型业务尚处于前期，暂未对天桥起重收入和利润形成有效补充。中诚信国际将持续关注公司参与中车产投混改及未来天桥起重资产重组进展。

公司 2019 年将宜安科技纳入合并范围，但未合并其收入和利润；近年来宜安科技收入和盈利相对稳健

宜安科技系由原东莞宜安电器制品有限公司整体变更、发起设立的股份有限公司，原实际控制人为李扬德。经中国证监会证监许可[2012]641号核准，宜安科技首次公开发行人民币普通股2,800万股，在深圳证券交易所上市，募集资金总额3.24亿元，股票代码300328。株洲国投先后于2018年2月、2019年9月和2019年9月支付对价4.3亿元、2.898亿元和4.86亿元购买宜安科技股份。截至2020年3月末，株洲国投持有宜安科技表决权的12,875万股股份，占公司总股本的27.97%；宜安实业有限公司持有宜安科技22%的股份，为第二大股东。

株洲国投于2019年将宜安科技纳入合并范围，合并日为2019年12月31日，合并日宜安科技可辨认净资产公允价值13.69亿元，账面净资产14.62亿元。公司2019年年报中未合并宜安科技收入和利润，且因并表宜安科技2019年新增商誉8.23亿元。2019年宜安科技利润分配预案为以460,282,400股为基数，向全体股东每10股派发现金股利0.8元（含税），以资本公积每10股转增5股。

宜安科技主要从事镁、铝等材料的研发、设计、生产和销售，收入主要来源于铝合金、镁合金等精密铸件以及有机硅胶的生产销售。

表 13：宜安科技主要板块收入和毛利率（亿元、%）

收入	2017	2018	2019
铝制品	2.72	3.28	2.97
镁制品	2.75	3.22	4.05
有机硅胶	0.99	1.32	1.26
其他制品	1.65	2.04	0.66
合计	8.11	9.86	8.93
毛利率	2017	2018	2019
铝制品	25.77	23.51	19.46
镁制品	23.73	22.24	17.58
有机硅胶	33.16	33.08	41.92
其他制品	19.86	19.28	-31.59
合计	24.77	23.50	17.99

注：其他制品包括液态金属、电木制品、模具、锌制品、五金制品等。
资料来源：宜安科技年度报告，中诚信国际整理

宜安科技镁铝制品主要包括新能源汽车零部件、液态金属产品、笔记本电脑等消费电子结构件、高端LED幕墙及工业配件、精密模具等，其中液态

金属、生物可降解医用镁合金、新能源汽车产品为宜安科技主要业务方向。新能源汽车、液态金属为国家鼓励发展行业，行业发展或将带动液态金属、镁铝合金材料的需求增加。宜安科技在新能源汽车轻量化新型材料方面有一定竞争力，且目前已作为供应商进入特斯拉、宁德时代、比亚迪、吉利等多个厂商供应链。生物可降解医用镁合金为生物医用材料领域颇受关注的新材料，2019年7月宜安科技可降解镁骨内固定螺钉临床试验审批正式通过，成为国内首款获准临床的生物可降解金属螺钉。

宜安科技销售主要为以订单生产直销模式，即根据客户的订单要求，组织产品开发、模具设计及产品制造服务，销售主要集中在产品生产前。近年来公司镁制品销售收入持续增长、铝制品和有机硅胶有所波动，铝制品和镁制品毛利率持续下降，有机硅胶毛利率维持在相对较高水平。

2017~2019年宜安科技营业收入分别为8.11亿元、9.86亿元和10.25亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为0.33亿元、0.54亿元和1.03亿元，整体盈利能力尚可。整体看，宜安科技近年来盈利水平相对稳健。

持有的优质上市公司股权增强了公司财务弹性；股权投资收入和现金分红为公司贡献了一定规模的现金流

公司投资业务收入主要是股权投资相关收入，既包括股息、红利等权益性投资收益，也包括买卖股票产生的资本利得。2017~2019年，公司股权投资相关收入分别为1.56亿元、1.79亿元和2.75亿元；收到的现金分红分别为1.33亿元、1.43亿元和1.75亿元。

截至2020年3月末，公司合并范围内上市公司包括千金药业、天桥起重和宜安科技，按2020年3月末前60个交易日收盘均价核算总市值为39.63亿元。此外，公司还持有株冶集团、国海证券、潍柴动力、西王食品、湖南黄金和机器人等上市公司股票，按2020年3月末前60个交易日收盘均价核算总市值为15.76亿元。

表 14：截至 2020 年 3 月末公司持有的上市公司市值统计

股票代码	股票简称	持股数量 (万股)	2020 年 3 月 末前 60 个 交易日收盘 均价 (元/股)	市值 (万元)
000750.SZ	国海证券	23,875.00	4.75	113,465.63
000639.SZ	西王食品	1,075.24	4.76	5,118.14
600961.SH	株冶集团	397.06	7.18	2,850.89
002155.SZ	湖南黄金	4,385.96	7.92	34,736.80
000338.SZ	潍柴动力	5.00	14.06	70.30
300024.SZ	机器人	89.80	15.17	1,362.27
合计		--	--	157,604.03
600479.SH	千金药业	11,938.11	9.02	107,801.17
002523.SZ	天桥起重	34,107.19	2.79	95,159.06
300328.SZ	宜安科技	12,875.0	15.02	193,382.50
合计		--	--	396,342.73

资料来源：公司提供、choice，中诚信国际整理

总体来看，公司持有了较多的优质上市公司股权，进一步增强了公司财务弹性，但股票二级市场价格波动易对公司所持股票市值及投资收益产生较大影响。

近年来以轨道交通城为核心的片区开发持续推进，土地出让为公司片区综合开发、产业投资及其他业务贡献了重要现金流

水竹湖地块主要由国投水木公司负责开发。株洲国投在 2007~2009 年承担了株洲市部分城市基础设施项目的投融资和建设任务，但自 2010 年开发公司不再新增城市公益性基础设施项目。株洲市政府为了弥补公司在城市基础设施项目上的投资，将水竹湖地块交予公司整理开发并享有相关开发收益。截至 2020 年 3 月末该类未结算的基础设施项目尚有 10.94 亿元。

水竹湖地块主要包括红旗路沿线约 1,000.00 亩和荷塘区约 4,000.00 亩商业用地，其中 2,570 亩将无偿用于职教城、荷塘区金山工业园、荷塘区安置地和水竹湖公园等项目。国投水木公司将土地整理开发后交株洲土地交易市场公开出让，土地出让款缴至株洲市财政非税专户，土地出让金扣除相关提留及规费后与公司结算。

轨道交通城片区由子公司国投轨道公司负责。轨道交通城系株洲市重点项目，该项目依托中国南车并引进轨道交通相关企业，拟打造成“产业+居住环境”协同发展的全国轨道产业示范区。轨道交通城计划分三期开发，其中一期开发土地面积 3,200 亩，二期和三期开发土地面积 10,700 亩。截至 2020 年 3 月末，轨道交通城项目已批回 3,619.87 亩，其中工业用地 432.29 亩，经营性用地 1,244.15 亩，基础设施用地 1,678.25 亩，公共服务用地 265.18 亩。

轨道交通城项目资金平衡主要依靠土地一级开发收入、园区厂房租售收入、配套商业和停车位收入等。此外根据《株洲市人民政府专题会议纪要》（株府阅[2015]32 号），如轨道交通城土地收益不能平衡，株洲市政府将通过配套费全额返还和园区内新增税收市区留成部分全额返还来实现片区综合资金平衡。截至 2020 年 3 月末，轨道交通城项目总投资 109 亿元，项目资本金 28.6 亿元，公司累计已投资 63 亿元，累计到位资本金 28.6 亿元。截至 2020 年 3 年月末，轨道交通城项目累计出让土地 1,078.68 亩，其中商业及住宅用地 678.82 亩、工业用地 399.86 亩。

表 15：2017~2019 年公司土地一级开发情况（亩、亿元）

所属地块		2017	2018	2019
水竹湖（含武广地块）	出让面积	187.00	243.50	33
	确认收入	3.48	10.91	4.11
	确认成本	1.07	5.84	1.67
轨道交通城、新芦淞地块	出让面积	493.18	700.96	518.41
	确认收入	6.64	7.69	2.93
	确认成本	4.63	6.77	2.86

注：1、2019 年及以后统计范围不再包括新芦淞地块，该地块为原株洲新芦淞发展集团有限公司土地开发范围；2、武广地块位于武广高铁株洲西站正对面，系公司 2013 年与二级市场购入并计划逐步开发。该地块面积 1,081 亩，主要为住宅及商业用地，2016 年将其中已转让 540.50 亩，2018 年公司将其余土地转让；3、公司在收到政府土地出让金回款时方才确认土地开发收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

株洲职教城片区由株洲国投 2019 年新纳入合并范围的子公司株洲教投负责。株洲职教城位于株洲云龙示范区南部，规划面积 13.9 平方公里，主要为依托入园的湖南工贸技术学校、湖南铁路科技职业技术学院、湖南有色金属职业技术学院、湖南铁

路科技职业技术学院等 10 余所职业学校而建。株洲教投负责职教城内土地开发及配套建设。按照株洲市政府给予的“土地成本即交即返”优惠政策，株洲云龙示范区管委会将商住地的土地出让金扣除需上缴的税费后与株洲教投结算。

表 16：株洲职教城近年来土地开发及出让情况（亩、万元）

	2017	2018	2019
土地报批面积	246.37	460.23	253.28
土地整理面积	935.44	53.50	509
土地整理总支出	65,480.80	3,745.00	25,000
土地出让面积	202.77	53.50	294.66
其中：教育用地	--	--	28.67
商住地	202.77	53.50	3.49
确认土地整理收入	36,314.47	24,931.94	72,072
其中：教育用地	--	13,534.95	1,433.5
商住地	36,314.47	11,396.99	70,112.44
确认土地整理成本	27,261.65	13,232.78	52,013.65

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，近年来公司加大了土地开发和出让力度，土地开发收入持续增加，是公司产业项目投资及其他资金需求的重要支持。同时，土地出让易受政策环境、区域房地产市场影响，中诚信国际持续关注株洲土地市场变化及公司土地开发出让情

况。

产业类项目的投资运营是公司拓展市场化业务的重要举措，但目前对公司收入和利润的贡献有限，且未来投资规模较大，需关注产业类项目的资金回收情况

公司产业类项目投资包括产业园区的建设运营及文旅类项目的合作开发等，项目主要依靠自身的租售、运营等经营性现金流平衡前提投资，是公司拓展市场化业务的重要举措。

产业园区类项目方面，截至 2020 年 3 月末已投入运营的项目包括白关服饰产业园、洗水工业园等项目，2018~2019 年分别实现租金收入 1,236.18 万元和 2,153.52 万元。

表 17：截至 2020 年 3 月末公司主要完工产业园项目（亿元）

项目名称	总投资	已投资	完工日期
白关服饰产业园（即玉城置业童装服饰）一期	4.5	4.5	2017.06
洗水工业园项目（一期）	8.5	6.48	2017.06
大美新芦淞物流园（一期）	7.65	7.65	2017.09
创业广场（原市民中心项目）	8.73	8.73	2018.12
金城国投新材料示范园一期	1.76	1.37	2016.12
合计	31.14	28.73	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 18：近年来公司主要产业园区项目经营情况

项目名称	可供租赁面积（平方米）	已租面积（平方米）	平均租金（元/平方米·月）	2018 年租金收入（万元）	2019 年租金收入（万元）	2020 年 1~3 月租金收入（万元）	出租率	租金的定价方式	结算周期
白关服饰产业园（即玉城置业童装服饰）一期	136,542.66	61,700.74	6.5	180	350.36	16.36	45%	市场定价	半年
白关服饰产业园（即玉城置业童装服饰）二期	127,385.49	18,021.68	9.3	0	275.23	96.94	14%	市场定价	半年
洗水工业园一期	73,095	54,285	8	206	433.02	13.25	74%	政府定价	月结
众普森科技园	63,253.53	45,473	16.1	815.18	622.78	133.13	71.9%	市场定价	月结
中南机电创业孵化园	29,708.14	21,267.33	10		276.16	38.21	71.6%	市场定价	季结
无线电五厂	10,509.8	7,345.8	8		46.97	8.82	70%	市场定价	季结
金城国投新材料示范园一期	25,391.2	25,391.2	10	35	99	13.98	100%	结合市场定价	季/年

保税物流中心 综合楼	3,446.24	2,276.59	30	0	50		66%	根据市场定 价	季结
合计	469,332.1	235,761.3	97.9	1,236.18	2,153.52	320.69	--		

注：白关服饰产业园二期自 2019 年 1 月起对外出租；白关服饰产业园一期根据园区优惠政策大部分免租

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司目前文旅类投资项目主要为冰雪世界旅游项目和神农洞天项目。冰雪世界旅游项目主要建设单位为湖南奥悦冰雪旅游有限责任公司（以下简称“奥悦旅游”），公司投资 3,000 万元持股 33.33% 并将其纳入合并范围。冰雪世界旅游项目依托湖南华强文化产业基地（方特欢乐世界、方特梦幻王国）的客源优势，拟建成以集冰雪旅游、健身、休闲、购物、餐饮、住宿于一体的冰雪旅游乐园，总投资 10.05 亿元，截至 2020 年 3 月末已投资 6.05 亿元。该项目收入主要来源于室内滑雪体育旅游中心的门票收入、客房住宿收入、餐饮收入和滑雪旅游小镇的住宿收入及 20 年经营权买断收入。2017~2019 年度，奥悦冰雪分别实现营业收入 1,169.91 万元、913.08 万元和 7,079.95 万元，尚未实现盈亏平衡。

神农洞天项目为公司 2016 年 3 月与炎陵县国有资产管理局所属的湖南天韵旅游发展有限公司合作开发项目。项目开发及运营主体为公司并表子公司湖南神农洞天旅游开发有限公司（以下简称“神农洞天公司”），主要开发炎陵县旅游资源。神农洞天公司拥有神农洞天项目 35 年经营权（2016~2050 年）。该项目总投资 10.31 亿元，截至 2020 年 3 月末已投资 3.4 亿元。项目收入主要来源于景区门票、酒店、康养项目等收入，2017~2018 年及 2019 年分别已实现营业收入 1,038.62 万元、1,172.63 万元和 1,705.21 万元，尚未实现盈亏平衡。

截至 2020 年 3 月末公司主要在建产业类项目总投资 65.81 亿元，公司需要投资 31.21 亿元，公司累计已投资 23.91 亿元。总体来看，当前公司产业类项目收入和利润规模较小，预计投资回收期较长。

表 19：截至 2020 年 3 月末公司主要在建产业类项目情况（亿元）

项目名称	总投资	公司需投	已投	预计完工时间
冰雪世界旅游项	10.05	6.05	6.05	2021
白关服饰产业园 （即玉城置业童 装服饰）二期	4.70	4.70	3.41	2020
洗水工业园项目 二期	4.09	4.09	0.91	2023
神农洞天	10.31	7.20	3.4	2024
大美新芦淞物流 园二期	36.66	9.17	10.14	2022
合计	65.81	21.21	23.91	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

金融集团定位为株洲市属唯一的金融服务平台，在服务株洲市产业发展和助力国有企业转型发展方面发挥了重要作用，但目前对公司收入和利润贡献有限

公司金融板块主要由株洲市金融控股集团有限公司（以下简称“金融集团”）（即原株洲市金融服务集团有限公司）负责，金融集团系 2017 年 1 月根据《株洲市人民政府国有资产监督管理委员会关于印发<株洲市交通文化旅游集团有限公司组建方案>》等 4 个继续深化政府投资公司改革有关方案的通知（株国资[2017]3 号）成立，主要成立基础为原株洲国投子公司株洲国投保安服务有限公司（以下简称“国投保安”）、株洲丰叶担保有限责任公司（以下简称“丰叶担保”）等。金融集团目前业务包括担保、金融安保和基金投资等。

担保业务运营主体为丰叶担保。截至 2020 年 3 月末，丰叶担保总资产 11.40 亿元，总负债 1.19 亿元，净资产 10.21 亿元。2019 年实现营业收入 643.52 万元，清收回款 3,371.21 万元，净利润 61.78 万元。

金融安保业务国投保安主要业务为相关金融机构提供押运、守护及金库守护管理等工作。2019

年及 2020 年 1~3 月，国投保安分别实现营业收入 12,204.72 万元和 2,574.18 万元。

基金方面，2019 年 4 月株洲市国资委下发《关于同意株洲市国有资产投资控股集团有限公司设立株洲市产业发展引导基金的批复》（株国资函[2019]53 号），同意株洲国投及子公司株洲市国投创新创业投资有限公司以现金出资 20 亿元设立株洲市产业发展引导基金。产业基金采用母子基金模式，母基金对子基金进行投资，子基金对项目进行投资，主要投向株洲市“十三五”产业发展规划以及产业建设目标中优势产业和战略性新兴产业领域进行投资。截至 2020 年 3 月末，株洲市财政已拨付公司 3 亿元支持资金，该基金总实缴规模为 1.19 亿元，基金管理人为株洲市国投创新创业投资有限公司。此外，株洲市政府支持株洲国投设立 12 亿元规模的平滑基金，截至 2020 年 3 月末财政已拨付 4.2 亿元，该基金总实缴规模为 9.5 亿元，基金管理人为株洲市世富投资管理有限公司。

结合国有资本投资公司和产业发展商定位，公司规划构建“1+1+4”业务体系

公司坚持“管资本”和“市场化”两条主线，规划通过资源整合、归核主业、管理优化等方式加快转型发展。资源整合方面，株洲市国资委将支持公司牵头整合株洲市金融服务资源资产，将原公司子公司株洲市金融服务集团有限公司和其他市属国有金融资产资源整合为新的金控公司；2020 年 1 月株洲教授及株洲市云龙发展投资控股集团有限公司出资人已变更为株洲国投²，同时株洲市已将部分行政事业性资产注入公司且未来或将进一步注入公司其他相关资产；公司规划以株洲市恒通资产经营管理有限公司为主体清理、盘活公司内“非主业、无效、低效”的资产。主业归核方面，公司规划将集团内主业同质、业务相近的子公司和业务归集到各主业板块，构建“1+1+4”业务体系，两个“1”分别指产业投资板块、金融服务板块，“4”指教育

投资与服务板块、智慧科技板块、地产开发板块、资产管理板块。管理优化方面，公司将根据“1+1+4”业务体系搭建核心公司和业务分公司的基本业务主体架构，归并、整合或退出相关子公司；公司集团总部计划推行直线职能制改革，设五大直线、八大职能部门，目标构建“小总部、大产业”的管理模式。

财务分析

以下分析基于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 2017~2019 年财务报告以及公司提供的未经审计的 2020 年一季度财务报表。各期财务报告均采用新会计准则，2017~2019 年财务数据均为审计报告期末数，2020 年 3 月末财务数据为公司一季度财务报表期末数。

表 20：2019 年公司合并范围子公司变化情况

新纳入合并范围子公司	持股比例 (%)	期末净资产 (亿元)	本期净利润 (亿元)
株洲市梧桐树私募股权基金合伙企业（有限合伙）	90.91	0.11	--
株洲市产业发展引导基金合伙企业（有限合伙）	99.00	1.00	--
株洲市仟里马私募股权基金合伙企业（有限合伙）	90.91	0.11	--
中航动力株洲航空零部件制造有限公司	45.00	4.44	0.39
东莞宜安科技股份有限公司	27.97	14.62	--
株洲市教育投资集团有限公司	83.33	45.76	0.90
不再纳入合并范围子公司	剩余持股比例 (%)	期末净资产 (亿元)	
株洲新芦淞产业发展集团有限公司	37.50	49.24	

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司收入来源多元化，且 2019 年收入及利润规模逐年增加；但母公司收入和利润占合并口径的比重

司工商变更尚未完成。

² 截至 2020 年 3 月末株洲市云龙发展投资控股集团有限公司

较低，母公司盈利能力偏弱

公司合并口径收入主要包括子公司千金药业的医药生产及销售收入、天桥起重工程机械制造及销售收入、公司本部及子公司的土地开发收入、股权投资收入。千金药业中成药业务保持优势竞争地位，女性卫生用品经过多年推广逐步打开局面，西药、药品批发零售板块营收相对稳定，整体看医药业务营业收入和盈利水平相对稳定；但受主导产品物料搬运及配件市场需求萎缩影响，天桥起重营业收入增长乏力，盈利能力有所下降。2019 年公司新增合并上市公司宜安科技，但当年未合并其收入利润，该板块并入后可一定程度充实公司收入和利润规模。公司将股权投资收入计入主营业务收入，主要为公司二级市场投资上市公司股票后的处置收益，近年来毛利率维持在 50%左右。

土地开发主要来源于公司本部及子公司的片区开发项目。水竹湖地块开发收入主要为平衡公司 2007~2009 年承担的城市基建项目投资支出。近年来轨道交通城片区土地开发及出让持续推进。而由于株洲新芦淞发展集团有限公司 2019 年不再纳入合并范围，其负责开发的航空城和服饰城地块的开发收入亦不再纳入公司合并报表。同时 2019 年株洲教投纳入公司合并范围，2019 年株洲教投实现土地开发收入 7.01 亿元。综合来看公司土地开发收入有所波动且受株洲教投土地开发业务毛利率较低影响，2019 年公司土地开发业务毛利率同比下降较多。

表 21：近年来公司主要板块毛利率情况(%)

项目	2017	2018	2019
医药	45.23	46.64	45.57
机械	28.76	28.58	27.07
土地开发	43.68	45.31	22.43
股权投资	--	53.61	49.24
其他业务	--	--	--
营业毛利率	38.42	37.39	34.19

注：标注“--”为相关数据不可得。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来公司期间费用率较高，侵蚀了公司盈利能力。其中，千金药业销售费用是公司销售费用的

主要构成部分，占合并口径销售费用的比重维持在 86%左右。近年来公司债务规模维持高位，公司将部分利息支出资本化处理，财务费用规模逐年增加；同时株洲国投本部承担了重要的融资任务，母公司财务费用占合并口径的比重较高。

公司利润总额主要由经营性业务利润构成，2017~2019 年经营性业务利润中包含了与公司日常活动有关的政府补助 0.63 亿元、1.70 亿元和 2.40 亿元；股权处置收益及权益法核算的长期股权投资收益亦是公司是利润总额的重要补充。得益于利润总额逐年增加，公司 EBIT 及 EBITDA 亦逐年增加，EBITDA 利润率相对较为稳定。

2017~2019 年株洲国投母公司收入占合并口径收入的比重分别为 12.39%、18.32%和 10.22%，而母公司财务费用占公司合并口径的比重更高，因此使得母公司近三年期间费用率达到 73.88%、48.23%和 72.64%，财务费用对母公司盈利侵蚀显著，因此近三年母公司经营性业务利润仅为 0.34 亿元、0.38 亿元和 0.34 亿元。

株洲国投收入回款情况尚可，近三年收现比分别为 0.91 倍、0.99 倍和 0.92 倍。

表 22：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
期间费用合计	23.76	23.79	25.16	6.13
营业总收入	73.68	81.10	86.37	14.64
期间费用率(%)	32.25	29.33	29.13	41.86
其他收益	0.63	1.70	2.40	0.15
经营性业务利润	4.38	7.33	6.00	-1.17
投资收益	0.52	1.36	1.90	0.18
营业外损益	1.21	0.21	0.20	0.02
利润总额	6.15	6.73	7.62	-0.98
EBIT	6.75	7.06	7.28	--
EBITDA	6.95	7.37	7.61	--
EBITDA 利润率(%)	20.56	20.22	23.73	--
总资产收益率(%)	3.08	3.03	2.36	--
收现比(X)	0.91	0.99	0.92	1.66

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

土地开发成本、股权投资和应收类款项系公司资产主要构成部分，公司资金被一定程度占用，股权投资一定程度提高了公司的财务弹性但需关注未来

投资回收情况

随着公司片区开发、产业类投资项目持续推进，可供出售金融资产公允价值变动、对外投资规模的增加，政府经营性资产注入和其他国有企业股权划入及融资规模的增加，公司资产负债表持续扩张。以存货、货币资金、其他应收款、应收账款为主的流动性资产系公司资产的主要构成部分，截至2020年3月末公司流动资产占总资产的比重为63.47%，而以可供出售金融资产和长期股权投资等为主的非流动资产占总资产的比重为36.53%。

近年来株洲市国资委新增实缴资本及将其他国有资产和股权划转至公司，公司利润累积、发行永续中期票据及子公司吸收其他股东投资等因素共同使得公司所有者权益规模持续增加。其中2019年所有者权益变动较大，主要原因在于株洲国投83.33%的股权划入公司增加资本公积40.67亿元，株洲市国资委划入的市房产局资产25.09亿元、株洲市产业发展基金5亿元、株洲市债务平滑基金5亿元合计增加公司资本公积35.09亿元，同时株洲新芦淞发展集团有限公司不再纳入合并范围减少资本公积8.56亿元、权益法核算后同时增加公司资本公积11.69亿元，资本公积转增资本10亿元。同时截至2020年3月末，公司权益中其他权益工具25亿元为公司发行的永续中票票据；少数股东权益中包括35.11亿元国开基金、农发基金和其他合伙企业投入子公司的相关资金。

近年来公司负债总额亦呈快速扩张态势，资产负债率维持在60%以上，2019年负债率高于株洲国投平均水平的新芦株洲新芦淞发展集团有限公司不再纳入合并范围、负债率水平低于株洲国投平均水平的株洲国投纳入合并范围，使得2019年末公司资产负债率下降至60.52%，总资本化比率下降至54.04%。债务结构方面，公司合并口径和母公司口径均以长期债务为主，短期债务占比近年来有一定波动。

公司资产中以土地开发成本为主要组成部分

的存货、应收类款项及投资的其他公司股权等占比较高。其中土地开发成本主要为株洲国投在株洲职教园的开发支出和国投轨道公司在轨道交通城的开发支出，近年来片区内土地一级市场情况尚可。公司应收类款项主要对象为株洲市地方国企、株洲云龙示范区管委会及并表子公司应收类款项等，公司资金被一定程度占用。此外，公司投资了多家上市公司股权、株洲新芦淞产业发展集团和株洲农商银行等地方国有企业股权及其他产业类公司的相关股权，股权投资分红、股权处置收入和所投股权的浮盈是公司利润总额增加的重要因素，一定程度增强了公司财务弹性，但需关注未来投资回收情况。

表 23：近年来公司主要资产情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
存货	140.90	147.02	191.55	207.29
货币资金	61.78	56.76	84.96	111.50
可供出售金融资产	34.31	41.41	56.92	54.57
长期股权投资	9.86	16.33	31.56	36.67
总资产	433.63	451.13	626.43	669.09
总负债	287.02	297.97	379.11	422.00
短期债务/总债务	0.27	0.23	0.30	0.26
所有者权益	146.62	153.16	247.32	247.09
少数股东权益	79.98	83.81	93.45	95.96
资本公积	26.91	26.78	96.34	96.21
其他权益工具	20.00	25.00	25.00	25.00
短期债务/总债务	27.12	22.64	29.98	26.48
应收类款项/总资产	16.62	15.38	11.89	10.87

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019年末，母公司资产占合并口径资产的比重为57.00%，负债和所有者权益占合并口径负债和所有者权益的比重分别为55.47%和59.35%。株洲国投母公司资产主要由应收类款项和长期股权投资构成，2019年末占同期末资产的比重分别为22.04%和41.21%，母公司应收类款项主要为子公司往来款。

2019年公司债务规模持续攀升，经营活动净现金流和EBITDA对债务和利息支出的覆盖能力有待提升；母公司债务占合并口径的比重较高，且面临一定短期债务压力

公司经营活动现金流入主要来源于千金药业、天桥起重等业务收入以及相关地块的土地开发收入。公司投资活动现金流出主要为公司及子公司理财投资、产业类项目和其他股权投资。长期来看，公司片区开发、产业类项目等方面投资规模较大，资金缺口主要由筹资活动现金流弥补。2018 年受区域融资环境及政策收紧、债务到期偿付的影响，全年筹资活动呈净流出状态，2019 年以来随着融资环境相对改善及公司资金需求压力，公司加大了融资力度，包括新增长期借款及发行债券等，筹资活动现金大幅净流入。

近年来公司债务规模不断增加，经营活动净现金流和 EBITDA 无法覆盖债务，EBITDA 可覆盖各年利息支出但经营活动净现金流对利息支出的覆盖能力较差，且公司货币资金对短期债务的偿付保障能力一般。目前公司片区开发和产业类项目投资仍有较大投资压力，或将持续推升公司财务杠杆。

母公司层面看，公司业务主要集中在子公司，近三年母公司经营活动现金流主要为股权投资收入及与子公司的往来款，近三年经营活动净现金流均为净流入，但规模有限；而近年来母公司对子公司的股权投资、上市公司的股权投资、其他产业类项目的投资等规模较大，其中 2019 年同比增幅较大主要系对宜安科技、金融集团、株洲市国投创盈私募股权基金合伙企业（有限合伙）、株洲市产业发展引导基金合伙企业（有限合伙）等的新增投资。

2017~2019 年母公司筹资活动净现金流分别为 5.69 亿元、-2.40 亿元、59.55 亿元和 23.52 亿元，母公司筹资活动是合并口径筹资活动的核心，母公司承担了重要的融资职能，近年来债务规模持续攀升，至 2020 年 3 月末母公司总债务规模升至 217.03 亿元，占合并口径总债务规模为 65.67%，其中短期债务占合并口径短期债务比重为 70.19%。母公司债务压力的加大也使得经营活动净现金流对债务及利息支出均无覆盖能力，EBITDA 可覆盖利息支出但无法覆盖短期债务，货币资金亦无法覆盖短期债务。整体看母公司偿债能力弱于合并口径，面临一

定短期偿债压力。

债务到期分布方面，公司 2020 年 4~12 月、2021 年、2022 年、2023 年及以后到期债务规模分别为 104.39 亿元、97.16 亿元、43.20 亿元和 85.73 亿元，母公司 2020 年 4~12 月、2021 年、2022 年、2023 年及以后到期债务规模分别为 53.85 亿元、73.75 亿元、25.67 亿元和 63.86 亿元。

表 24：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
投资活动净现金流	-32.97	-6.20	-39.33	-8.02
经营活动净现金流	1.31	1.77	4.20	-3.82
经营净现金流/总债务	0.01	0.01	0.01	-0.01
经营活动净现金流/利息支出	0.20	0.17	0.29	--
筹资活动净现金流	8.68	-0.77	60.99	3621
总债务/EBITDA	14.45	14.06	14.19	-
EBITDA 利息覆盖倍数	2.26	1.59	1.41	--
货币资金/短期债务	1.04	1.09	0.97	1.27

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 25：截至 2020 年 3 月末公司到期债务分布（亿元）

项目名称	2020.4~12	2021	2022	2023 及以后
合并口径到期债务分布	104.39	97.16	43.20	85.73
母公司到期债务分布	53.85	73.75	25.67	63.86

注：1、合并口径债务分布数据包含其他权益工具的 25 亿元永续中票及少数股东权益中 35.11 亿元的资金；2、母公司到期债务分布包含其他权益工具的 25 亿元永续中票。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

目前公司受限资产和对外担保规模不大，公司备用流动性相对充裕

截至 2020 年 3 月末，公司获得各银行授信总额度共计 423.95 亿元，其中已使用额度 219.34 亿元，未使用额度为 204.61 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司对外担保余额为 29.70 亿元，占同期末公司净资产的比重为 12.02%，主要为株洲新芦淞发展集团有限公司的担保。

截至 2020 年 3 月末，公司受限资产规模为 38.09 亿元，占同期末资产总额的比重为 5.69%；其中受限资产中存货 16.92 亿元、无形资产 2.89 亿元、货币资金 3.85 亿元、在建工程 6.55 亿元、长期股权投资 6.03 亿元。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用》及相关资料，截至 2020 年 6 月 2 日，公司已结清信贷信息中无欠息及不良贷款记录，未结清信贷中无不良和欠息记录，无其他延迟支付本金和利息的情况。截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

支持能力

资源投入及协调能力：株洲市系湖南省重要的工业城市和长株潭融城发展的核心城市，轨道交通装备、汽车及零部件和航空装备等产业基础雄厚发展向好，经济实力持续增强；株洲市地方一般预算收入在湖南省 14 个市（州）中持续高居第二，地方财政实力较强。株洲市具备向区域内国有企业协调较多金融及产业资源的能力。

支持意愿

区域垄断性及地位重要性：公司系株洲市政府所属国有企业中唯一定位为国有资本投资公司和产业发展商的企业；公司全资子公司株洲市金融控股集团有限公司为株洲市政府支持组建的唯一的金融服务集团，在助力株洲市产业发展和国有企业转型中具有重要作用。

历史支持记录：从历史获得支持情况来看，株洲市政府主要在股权划转、资产及资金注入等方面

表 26：公司主要历史支持记录

时间	类型	主要事项
2019 年	股权划转	株洲城投 83.33% 的股权无偿划入公司
2020 年	股权划转	株洲市云龙发展投资控股集团有限公司股权划入公司
2019 年	资金注入	株洲市政府将 5 亿元产业发展引导基金、5 亿元债务平滑基金注入公司
2020 年	资产注入	株洲市国资委将 25.09 亿元房产局资产无偿划入公司
2019 年	资金注入	国有资本经营预算资金 0.53 亿元注入公司

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

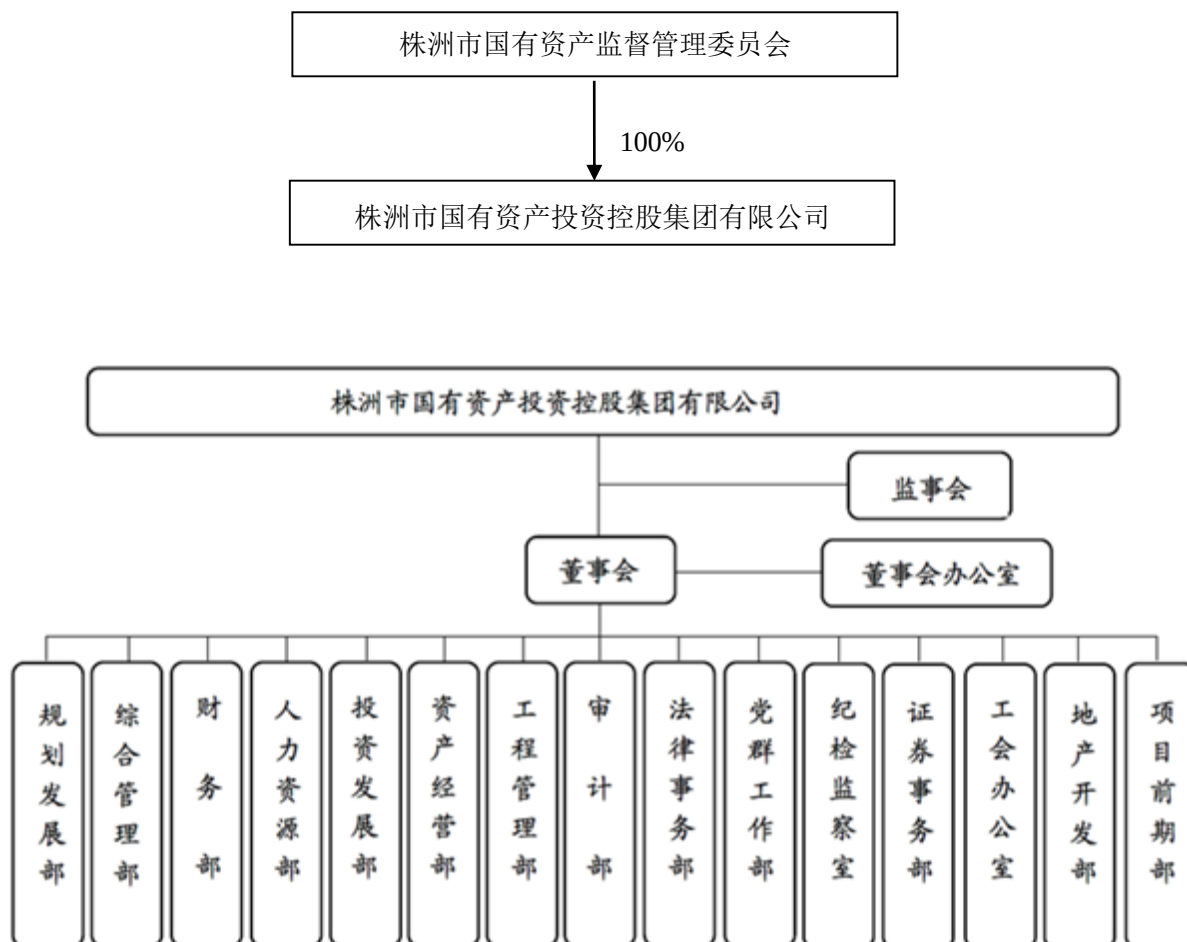
中诚信国际认为，鉴于株洲市政府很强的经济财政实力、公司在株洲市重要的区域地位以及株洲

市政府历史上给予公司的相关支持，预计公司将继续获得株洲市政府的大力支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持株洲市国有资产投资控股集团有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“16 株国投”、“17 株国 01”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：株洲市国有资产投资控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至2020年3月末）



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财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	617,792.71	567,599.70	849,641.49	1,114,995.94
应收账款	249,775.57	264,431.19	335,788.94	316,092.21
其他应收款	470,305.34	429,606.69	398,984.05	401,131.52
存货	1,408,959.40	1,470,217.98	1,915,495.06	2,072,921.32
长期投资	498,778.91	582,441.99	886,749.43	914,370.66
在建工程	281,529.65	349,161.35	348,856.86	368,198.47
无形资产	220,779.23	230,013.26	264,128.92	267,083.78
总资产	4,336,342.62	4,511,349.15	6,264,334.47	6,690,899.80
其他应付款	247,918.21	290,985.97	291,246.86	287,153.22
短期债务	593,300.06	521,877.57	872,014.31	875,059.99
长期债务	1,594,578.93	1,782,847.79	2,036,356.08	2,429,681.12
总债务	2,187,879.00	2,304,725.36	2,908,370.40	3,304,741.11
总负债	2,870,170.18	2,979,734.84	3,791,128.76	4,220,010.84
费用化利息支出	63,507.47	69,332.23	71,566.19	--
资本化利息支出	3,383.29	33,685.22	73,491.65	--
实收资本	100,000.00	100,000.00	200,000.00	200,000.00
少数股东权益	799,793.33	838,141.14	934,506.74	959,618.08
所有者权益合计	1,466,172.44	1,531,614.31	2,473,205.71	2,470,888.96
营业总收入	736,791.15	811,002.52	863,675.89	146,393.56
经营性业务利润	43,834.14	73,258.46	59,948.80	-11,704.08
投资收益	5,178.14	13,623.20	18,959.29	1,753.04
净利润	53,076.11	60,147.75	66,299.92	-11,356.04
EBIT	124,995.87	136,650.38	147,806.87	--
EBITDA	151,460.06	163,945.90	204,985.58	--
销售商品、提供劳务收到的现金	673,076.16	805,575.42	794,930.96	242,970.38
收到其他与经营活动有关的现金	336,769.77	232,795.40	433,356.98	63,809.78
购买商品、接受劳务支付的现金	433,865.06	442,178.93	564,760.77	227,103.20
支付其他与经营活动有关的现金	446,589.18	443,183.36	457,974.84	67,437.11
吸收投资收到的现金	104,295.50	69,560.16	147,299.77	3,912.00
资本支出	197,560.18	149,884.48	183,158.85	53,177.44
经营活动产生现金净流量	13,051.53	17,685.56	41,962.21	-38,213.96
投资活动产生现金净流量	-329,665.32	-62,012.12	-393,300.91	-80,195.33
筹资活动产生现金净流量	86,815.83	-7,651.66	609,887.69	362,092.48
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	38.42	37.39	34.19	34.16
期间费用率(%)	32.25	29.33	29.13	41.86
应收类款项/总资产(%)	16.62	15.38	11.89	10.87
收现比(X)	0.91	0.99	0.92	1.66
总资产收益率(%)	3.08	3.03	2.36	--
资产负债率(%)	66.19	66.05	60.52	63.07
总资本化比率(%)	59.88	60.08	54.04	57.22
短期债务/总债务(%)	27.12	22.64	29.98	26.48
FFO/总债务(X)	0.06	0.06	0.06	--
FFO 利息倍数(X)	2.05	1.41	1.27	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.20	0.17	0.29	--
总债务/EBITDA(X)	14.45	14.06	14.19	--
EBITDA/短期债务(X)	0.26	0.31	0.24	--
货币资金/短期债务(X)	1.04	1.09	0.97	1.27
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.26	1.59	1.41	--

注：1、中诚信国际根据公司 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；2、公司各年度财务报表均按新会计准则编制；3、公司未提供 2020 年一季度现金流量表补充资料及资本化和费用化利息支出数据，故部分指标无法计算；4、中诚信国际在分析时，将各期末长期应付款中带息债务调整至长期债务；5、分析时采用各期末数据。

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（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	195,806.12	166,408.76	397,377.23	592,238.56
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	474,208.69	552,440.90	786,946.38	797,815.42
存货	89,025.57	14,862.16	36,662.21	57,771.45
长期投资	872,995.75	982,301.09	1,794,385.92	1,818,271.26
在建工程	126,227.32	130,472.61	134,048.32	137,522.82
无形资产	104,959.31	104,947.61	104,942.99	104,941.65
总资产	1,916,442.10	2,019,335.68	3,570,792.82	3,824,368.09
其他应付款	66,779.97	171,713.88	201,513.49	206,343.61
短期债务	402,300.00	297,796.00	621,059.88	614,227.73
长期债务	867,700.00	992,934.00	1,279,430.22	1,556,076.22
总债务	1,270,000.00	1,290,730.00	1,900,490.10	2,170,303.95
总负债	1,380,186.05	1,463,346.66	2,102,922.84	2,376,655.34
费用化利息支出	61,341.17	63,874.51	61,894.93	--
资本化利息支出	35.54	4,367.76	2,053.56	--
实收资本	100,000.00	100,000.00	200,000.00	200,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	536,256.05	555,989.02	1,467,869.98	1,447,712.74
营业总收入	91,296.41	148,540.50	88,309.58	2,604.03
经营性业务利润	3,385.98	3,862.24	3,429.47	-8,685.91
投资收益	2,803.11	2,829.61	7,489.44	0.00
净利润	6,165.84	6,664.36	10,954.50	-8,685.91
EBIT	67,545.27	70,564.67	72,849.44	--
EBITDA	69,520.23	73,703.09	76,123.65	--
销售商品、提供劳务收到的现金	86,156.78	149,924.39	60,490.22	250.00
收到其他与经营活动有关的现金	29,504.85	30,321.92	261,768.26	12,617.15
购买商品、接受劳务支付的现金	8,847.02	8,961.14	43,203.14	26,181.27
支付其他与经营活动有关的现金	95,098.11	146,188.05	254,503.51	5,349.83
吸收投资收到的现金	100,000.00	50,800.00	105,307.90	0.00
资本支出	413.27	2,848.43	146,427.13	3,346.95
经营活动产生现金净流量	7,932.17	19,507.24	15,275.12	-19,772.52
投资活动产生现金净流量	-102,180.74	-24,912.18	-379,833.70	-20,592.84
筹资活动产生现金净流量	56,901.67	-23,992.42	595,527.04	235,226.68
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	77.98	51.47	62.43	99.74
期间费用率(%)	73.88	48.23	72.64	450.81
应收类款项/总资产(%)	24.74	27.36	22.04	20.86
收现比(X)	0.94	1.01	0.68	0.10
总资产收益率(%)	3.66	3.59	2.04	--
资产负债率(%)	72.02	72.47	58.89	62.15
总资本化比率(%)	70.31	69.89	56.42	59.99
短期债务/总债务(%)	31.68	23.07	32.68	28.30
FFO/总债务(X)	0.05	0.05	0.04	--
FFO 利息倍数(X)	1.09	1.04	1.07	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.13	0.29	0.24	--
总债务/EBITDA(X)	18.27	17.51	24.97	--
EBITDA/短期债务(X)	0.17	0.25	0.12	--
货币资金/短期债务(X)	0.49	0.56	0.64	0.96
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.13	1.08	1.19	--

注：1、中诚信国际根据公司 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；2、公司各年度财务报表均按新会计准则编制；3、公司未提供 2020 年一季度现金流量表补充资料及资本化和费用化利息支出数据，故部分指标无法计算；4、中诚信国际在分析时，将各期末长期应付款中带息债务调整至长期债务；5、分析时采用各期末数据。

附四：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附五：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。