

2020 年第一期长沙雨花经开开发建设有限公司

公司债券

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2020)010172】

评级对象: 2020 年第一期长沙雨花经开区开发建设有限公司公司债券

主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA

评级时间: 2020 年 6 月 8 日

计划发行: 不超过 15 亿元

本期发行: 6 亿元, 其中基础发行额 3 亿元, 弹性配售额 3 亿元

发行目的: 项目投资、偿还到期债务、补充流动资金

存续期限: 7 年

偿还方式: 每年付息一次, 第 3~7 个计息年度末偿还本金的 20%

增级安排: 由中证信用融资担保有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
金额单位: 人民币亿元			
母公司数据:			
货币资金	15.84	0.96	1.67
刚性债务	51.36	45.11	49.18
所有者权益	76.40	77.64	79.01
经营性现金净流入量	-14.35	-5.24	-5.54
合并数据及指标:			
总资产	151.14	146.79	155.59
总负债	74.45	68.73	75.79
刚性债务	62.29	52.64	64.48
所有者权益	76.69	78.06	79.80
营业收入	6.20	7.83	6.18
净利润	1.83	1.37	1.74
经营性现金净流入量	-11.61	-2.83	-3.77
EBITDA	2.02	1.52	2.17
资产负债率[%]	49.26	46.82	48.71
长短期债务比[%]	248.17	220.83	221.29
营业利润率[%]	30.12	17.66	28.16
短期刚性债务现金覆盖率[%]	196.38	37.88	35.88
营业收入现金率[%]	85.08	76.54	95.60
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-23.32	-4.93	-6.05
EBITDA/利息支出[倍]	0.77	0.42	0.54
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.03	0.04
中证融担(合并口径)			
总资产	—	—	40.03
所有者权益	—	—	40.01
担保余额	—	—	—
担保放大倍数[倍]	—	—	—

注: 发行人数据根据雨花建设经审计的 2017~2019 年财务数据整理、计算。中证融担数据根据其未经审计的 2019 年财务数据整理、计算。

分析师

黄梦蛟 hmj@shxsj.com

曹 翀 caochong@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势:

- **较好的区位优势。**长沙市雨花经开区位于长沙、株洲和湘潭三市的接合部, 交通便利。近年来地区主要经济指标保持较好的增长, 且作为省级开发区, 经开区能够得到长沙市政府在土地整理等方面的优惠政策, 雨花建设所在区域经济发展情况较好。
- **税收优惠政策。**近年来, 雨花经开区管委会对雨花建设因土地整理与开发、基础设施建设、保障房建设等项目产生的收益免征营业税、企业所得税等, 有利于增强公司盈利能力。
- **第三方担保增信。**本期债券由中证融担提供无条件不可撤销的连带责任保证担保, 有助于提升债券到期偿付的安全性。

主要风险:

- **业务转型压力。**雨花经开区行政面积有限, 未来东片区建设完成后, 雨花建设将面临项目量缩减或转型压力。
- **债务压力。**雨花建设债务规模较大且刚性债务占比很高, 公司债务偿付压力较大。公司货币资金等现金类资产规模一般, 经营性现金流持续净流出, 且公司面临一定短期偿债压力。
- **投融资压力。**雨花建设在建及拟建项目尚需一定规模投资支出, 考虑到目前公司债务压力已较大, 随着上述项目推进, 公司或面临一定的投融资压力。
- **资金占用压力。**雨花建设通过往来款形式被占用大量资金, 且回收期不明确, 存在资金被占用压力。

➤ 未来展望

通过对雨花建设及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性极高，并给予本期债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2020 年第一期长沙雨花经开开发建设有限公司公司债券

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

长沙雨花经开开发建设有限公司（简称“雨花建设”、公司或该公司）系 2003 年经湖南省雨花区人民政府批准，由湖南环保科技产业园管理委员会（后更名为长沙市雨花经济开发区管理委员会，以下统称“经开区管委会”）与长沙市雨花城市建设投资集团有限公司（简称“雨花城建”）共同出资成立，注册资本为 2,000 万元。2011 年 7 月，经开区管委会回购雨花城建所持股份，成为公司唯一股东。2012 年 7 月，经开区管委会以货币资金 8,000 万元对公司进行增资，公司注册资本变更为 1 亿元。2012 年 9 月，根据长沙市雨花区财政局文件（雨财发[2012]45 号），经开区管委会将公司全部股份无偿转让给长沙市雨花区工务局，雨花区工务局成为公司唯一股东。2019 年 5 月，雨花区工务局将公司全部股份无偿转让给雨花区人民政府，雨花区人民政府成为公司唯一股东；同时，公司名称由湖南环保科技产业园开发建设投资有限公司更名为现名。截至 2019 年末，公司注册资本 1.00 亿元，雨花区人民政府为公司唯一股东和实际控制人。

该公司是长沙市雨花经开区重要的城市基础设施项目投资和建设主体，能够得到政府在土地、税收方面的支持。公司的经营范围为：城市基础设施开发建设投资；房地产开发建设投资；高科技产业开发建设投资。同时，雨花区人民政府授权公司负责指定片区内的城乡基础设施建设、征地拆迁、保障房建设、安置房建设、农村土地综合整治等建设工作。

2. 债项概况

(1) 债券条款

该公司拟发行总额不超过 15.00 亿元的公司债券已于 2019 年 12 月获公司董事会审议通过。本次债券拟发行规模不超过 15.00 亿元，期限为 7 年，本期拟发行 6 亿元，其中基础发行额 3 亿元，弹性配售额 3 亿元，本期债券由中证信用融资担保有限公司（简称“中证融担”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。公司拟将本期募集资金中的 3.60 亿元用于项目投资，1.40 亿元用于偿还到期债务，1.00 亿元用于补充公司流动资金。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	2020 年第一期长沙雨花经开开建设有限公司公司债券
总发行规模:	不超过 15 亿元
本期发行规模:	6 亿元, 其中基础发行额 3 亿元, 弹性配售额 3 亿元
本期债券期限:	7 年
债券利率:	由发行人与主承销商按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次, 分次还本, 在债券存续期的第 3 年至第 7 年每年分别偿还本金的 20%, 当期利息随本金一起支付。
增级安排:	由中证信用融资担保有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

资料来源: 雨花建设

(2) 募集资金用途

A. 项目投资

该公司拟将本次募集资金中 9.00 亿元用于雨花智能制造中心项目建设, 该项目总投资额 12.87 亿元, 其中拟使用本期募集资金中的 3.60 亿元。

图表 2. 公司债券募投项目概况 (万元)

项目名称	审批情况			总投资	拟使用募集资金
	批准文件名称	批准文件文号	批文日期		
雨花智能制造中心项目	长沙雨花经济开发区管理委员会关于雨花智能制造中心项目可行性研究报告的批复	雨开管发【2020】可研 2 号	2020.1.15	128,689.81	90,000.00
	长沙市规划局规划条件书 (出让地)	20160676SP1	2016.10.18		
	长沙市规划局规划条件书 (出让地)	20141386SP1	2015.1.14		
	《建设项目环境影响登记表》	201943011100000511	2019.12.5		
	湖南南庭投资有限公司土地使用权证	长国用【2016】第 107986 号	2016.8.1		
	湖南南庭投资有限公司不动产权登记证	湘 (2017) 长沙市不动产权第 0248273 号	2017.12.17		
	长沙市发展和改革委员会关于湖南南庭投资有限公司雨花智能制造中心项目节能审查的批复	长发改审【2020】4 号	2020.1.14		

资料来源: 雨花建设

雨花智能制造中心项目投资主体为子公司湖南南庭投资有限公司 (简称“南庭投资”), 建设内容含建筑工程和室外工程, 其中建筑工程包括 1#高层厂房、2#多层厂房、3#多层厂房、5#多层厂房、6#多层研发实验厂房、7#多层研发实验厂房、8#多层研发实验厂房、9#多层研发实验厂房、4#门卫和地下车库; 室外工程包括绿化、道路及广场、室外给排水及消防管网、室外电网及照明、变配电及室外配电管线工程、停车场等。该项目建成后, 可满足雨花区及长沙市日益增长的智能制造产业对研发、制造、销售等用房的需要, 同时为雨花区经济发展提供新的增长动力。该项目总投资额 12.87 亿元, 包括工程建设费用 9.05 亿元、工程建设其他费用 1.00 亿元、土地费用 0.68

亿元等。

根据项目可行性研究报告，该项目收入来源包括厂房销售收入、地下停车位销售收入、研发试验厂房出租、地上停车费收入、物业管理收入和广告商务收入六个方面。根据项目可行性研究报告，项目经济评价的计算期设定为 30 年（2020~2049 年），包括 2 年建设期和 28 年运营期，在运营期内项目可实现经营现金流量净额合计 21.76 亿元，能够覆盖项目总投资。在项目存续期（按 2020~2026 年预计）内，项目可实现收入合计 10.26 亿元，产生的可用于偿债的经营现金流量净额合计 8.89 亿元，对本次债券资金用于募投项目部分的本息合计 10.80 亿元（按票面利率 5.00% 测算）的覆盖率为 82.28%。

B. 偿还到期债务

该公司拟将本期募集资金中的 1.40 亿元用于偿还“16 湖南环科债”2020 年 9 月 6 日到期的本金和利息或者用于偿还因置换“16 湖南环科债”2020 年 9 月 6 日到期本息所产生的负债。

C. 补充流动资金

该公司拟将本期募集资金中的 1.00 亿元用于补充公司流动资金。

（3）信用增进安排

本期债券由中证融担提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。根据《中证信用融资担保有限公司信用评级报告》（编号：新世纪企评[2020]020031），中证融担信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

业务

1. 外部环境

（1）宏观环境

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济

增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及

国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

（2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。

2017 年至 2018 年上半年，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，受此影响，城投企业可能出现短期的业绩波动，但其在逆周期调节及社会维稳中的作用有望加强。同时也需关注到，平台资质分化仍将持续，近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

2017 年 5 月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2019 年末，我国城镇化率为 60.60%，与国外发达国家的 70%-80% 相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域，是我国城镇化建设的重要力量。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《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），对地方政府性债务进行清理和甄别。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有保障。

从具体政策环境来看，2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017 年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4 月，财政部等六部委联合发布《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），加强融资平台公司融资管理。5 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6 月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。2018 年 3 月，财政部发布《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），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

2018 年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。2018 年 7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10 月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），对 7 月的国务院常务会议内容进行了进一步延续

与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。此外，支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。2019年3月，《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务，不能搞“半拉子”工程。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，疫情的扩散及相关防控措施的施行易对经济造成阶段性冲击。虽然目前国内疫情防控已取得明显成效，但我国仍面临境外输入病例风险，必要的疫情防控仍将持续。受此影响，部分城投企业短期内经营业绩或有所波动。但为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其将承担的逆周期调节作用将显得尤为重要，核心城投企业的发展前景仍然稳固。与此同时，城投企业资质分化仍将持续。由于产业调整、减税减费等造成财政收入增长承压，以及防疫等基本支出需求增加，政府给予城投企业基建的直接资金支持或将放缓，对城投自身的流动性及融资能力提出更高要求。近两年城投企业到期债务仍处于较高规模，部分企业面临集中偿付压力。

（3）区域经济环境

雨花区区位优势明显，近年来经济总量保持增长，产业结构持续调整，第三产业对经济的贡献保持较高。

雨花区是长沙市六个市辖区之一，位于长沙市东南部，处于长沙、株洲和湘潭三市的接合部，区位优势明显。交通方面，区内有长沙汽车南站、火车客运南站、武广高速铁路客运站和“六纵六横”的道路交通网络，交通便利；招商方面，区内有湖南中烟、九芝堂药业、海利化工等多家上市公司和国内外知名工业企业。近年来，雨花区多项经济指标均逐年增长，2019年雨花区位列全国中小城市综合实力百强区第29位，为湖南省城区第一名。2017~2019年全区实现地区生产总值分别为1,230.87亿元、1,888.16亿元¹和2,075.77亿元，同比增速分别为8.9%、7.8%和7.7%。分产业看，其中2019年第一产业实现增加值5.35亿元，同比下降2.2%；第二产业实现增加值1,118.90亿元，同比增长6.4%；第三产业实现增加值951.51亿元，同比增长

¹ 2016年和2017年为含长烟口径，2018年为含湖南中烟工业公司口径。

9.4%。第一、二、三次产业分别拉动 GDP 增长 0、3.6、4.1 个百分点，对 GDP 增长的贡献率分别为-0.1%、46.6%、53.5%。全年固定资产投资同比增长 10.9%，其中房地产开发投资同比增长 9.4%；全年实现社会消费品零售总额 827.85 亿元，同比增长 8.8%。

图表 3. 雨花区主要经济指标情况（单位：亿元）

科目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	1,230.87	8.9	1,888.16	7.8	2,075.77	7.7
全社会固定资产投资	619.34	13.6	—	10.0	—	10.9
社会消费品零售总额	712.61	4.8	761.24	8.4	827.85	8.8

资料来源：历年长沙市雨花区国民经济和社会发展统计公报，其中 2017 年地区生产总值为含长烟口径，2018 年和 2019 年为含湖南中烟工业公司口径。

近年来，雨花经开区规模工业总产值及固定资产投资均有所增长。雨花经开区的发展持续得到长沙市及雨花区的政策支持。

长沙雨花经济开发区（原湖南环保科技产业园）（简称“雨花经开区”、“经开区”或“园区”）规划总面积 23 平方公里（分东、西两大片区），是长沙市工业总体布局的“五区九园”之一。目前经开区西片区建成面积 12 平方公里，东片区建成面积 2 平方公里，建成了“五横五纵”主次路网，并与长沙中心城区及长株潭的城际快干道进行了有效对接。雨花经开区主导产业为新能源汽车及机器人，在长沙市“五区九园”中具有一定特点，湖南省人民政府授予雨花经开区为全省唯一的“湖南省机器人产业集聚区”。目前入驻的代表性企业包括长沙比亚迪新能源汽车、晓光汽车模具等汽车及零部件企业，以及中南智能、大族激光等智能制造企业。

2017~2019 年，雨花经开区实现规模工业总产值分别为 377.41 亿元、335.03 亿元和 380 亿元，可比增速分别为 8.7%、30.8%和 10.5%；实现规模工业增加值分别为 80 亿元、89 亿元和 93 亿元；完成固定资产投资分别为 113 亿元、78.9 亿元和 94 亿元；实现全口径税收分别为 20 亿元、26.89 亿元和 32.25 亿元。

图表 4. 雨花经开区主要经济指标（单位：亿元、家）

科目	2017 年	2018 年	2019 年
规模工业总产值	377.41	335.03	380
规模工业增加值	80	89	93
固定资产投资	113	78.9	94
园区企业数	720	825	931

资料来源：经开区管委会。2017-2018 年统计口径有所调整，总产值基数调低，按同口径，2017-2018 年规模工业总产值等指标同比有所增长。

根据《长沙市人民政府关于进一步加快工业园区发展的意见》（长政发[2014]28 号），长沙市对于除长沙高新技术企业开发区（含政策区）以外的其他工业园区，以工业园区工业企业上年度实现的增值税、营业税、企业所得

税的市级部分为基数，超基数部分的 50%返还工业园区；在长沙市土地储备中心设立各工业园区土地储备专户，工业园区管委会参与政府用地的土地储备，包括资金安排及委托挂牌等，工业园区可根据发展需要适度储备土地；对工业园区土地开发过程中（含取得储备用地使用权）产生的土地出让金和土地增值的市级财力部分，市财政专项安排给园区用于基础设施建设。根据长沙市雨花区财政局《关于调整街道财政管理体制的通知》（雨财发[2015]14 号）文件，雨花区将政策性返还收入、土地收入全额留存雨花经开区；与长沙高新技术企业开发区企业税收结算收入全额留存雨花经开区；耕地占用税按照完成数的 20%返还给雨花经开区。根据长沙市雨花区人民政府专题会议纪要（雨府阅[2017]20 号），原则同意调整雨花经开区财税体制，按 0.5 亿元的基数，基数内全额留雨花经开区，基数外税收分成区级所得部分，区政府与雨花经开区按 5: 5 比例分成，从 2017 年起开始实施，按季拨付体制款。根据长沙市雨花区财政局发布的《关于调整街道财政管理体制的通知》（雨财发[2017]22 号），给予雨花经开区固定体制补助 5000 万元。长沙市及雨花区对于雨花经开区的发展提供了较好的政策支持。

图表 5. 近三年雨花经开区土地出让情况

科目	2017 年	2018 年	2019 年
土地出让宗数（宗）	2	2	1
土地出让面积（万平方米）	10.13	13.85	3.93
工业用地出让单价（元/平方米）	723.79	—	—
住宅用地出让单价（元/平方米）	—	12,602.51	7,799

资料来源：经开区管委会

2. 业务运营

该公司为雨花经开区唯一的开发建设主体，能够得到经开区管委会的支持及优惠政策。雨花经开区面积有限，西片区已开发成熟，长期来看，若规划面积不能得到扩大，公司或面临项目承接风险。目前公司在建及拟建项目投资规模较大，项目推进或受到政策等因素影响，进而可能导致业绩压力及转型风险。

该公司是长沙雨花经开区重要的开发建设主体，能够得到经开区管委会支持，并享受多项政策优惠。公司建立以来，主要负责雨花经开区土地整理与开发、基础设施建设及保障房建设工作，相关项目建设收入是公司收入和利润的主要来源。近年来公司收入结构变化较大，主要是保障房及基础设施建设业务受结算周期影响，土地开发业务则受到经开区土地开发进度及土地政策等影响，导致上述业务收入波动较大。目前经开区西片区基本成熟，土地整理业务近年来有所减少，未来经开区将对东片区进行重点开发。2017~2019 年，公司实现营业收入分别为 6.20 亿元、7.83 亿元和 6.18 亿元，其中 2018 年同比增长 26.26%，主要因当年完工结算并确认收入的土地整理开发工程增加所致；2019 年同比下降 21.03%，主要因受政府调控，土地整理开

发工程竣工验收同比大幅减少，导致土地平整与开发收入大幅减少。同期公司毛利率分别为 14.88%、20.76%和 37.78%，其中 2018 年同比提升 5.88 个百分点，主要当年开展的土地整理开发业务的毛利率较高所致；2019 年同比提高 17.02 个百分点，主要因土地整理开发业务毛利率同比上升所致。

图表 6. 公司收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	6.20	100.00	7.83	100.00	6.18	100.00
土地平整及开发	—	—	4.21	53.78	2.45	39.70
基础设施建设	1.38	22.29	2.92	37.27	2.27	36.76
保障房代建	3.40	54.79	—	—	—	—
商品房销售	1.33	21.49	0.40	5.10	0.49	7.97
其他	0.09	1.43	0.30	3.85	0.96	15.57
毛利率	14.88		20.76		37.78	
土地整理与开发	—		27.00		53.42	
基础设施建设	8.26		8.26		8.40	
保障房代建	16.21		—		—	
商品房销售	14.98		26.66		36.23	
其他	65.93		46.74		68.02	

注：根据雨花建设提供的资料整理

该公司主要的三大业务——土地整理与开发、基础设施建设、保障房建设业务，均位于雨花经开区。其中基础设施建设及保障房建设业务，公司一般与经开区管委会签订合同，分别按照总投资一定比例获取收益。

（1）土地整理与开发业务

土地整理与开发业务是该公司收入及利润的主要来源，作为雨花经开区重要的建设平台，公司自雨花经开区成立以来，开始承担土地整理开发任务。公司土地整理业务收益的确认在财综【2016】4 号文件发布前后采用“新老划断”的模式，2015 年末，公司与经开区管委会签署《土地委托开发协议》，约定 2016 年以来的土地开发整理业务收益以土地开发整理成本加成投资回报（不低于 20%²）方式计算，经开区管委会将在和公司确认结算金额后 3~5 年内分期或一次性支付相关金额。

截至 2019 年末，该公司合计整理土地 2.20 万亩，其中已完成整理并结算的土地面积合计 1.036 万亩，累计取得收入 55.79 亿元。2017 年，公司完成 2 宗工业土地整理，当年未确认结算收入；2018 年，公司完成 2 宗住宅土地整理，确认前期土地整理收入 4.21 亿元；2019 年，公司完成 1 宗住宅土地整理，确认前期土地整理收入 2.45 亿元。2018 年和 2019 年，公司土地整理业务收入分别为 4.21 亿元和 2.45 亿元，毛利率分别为 27.00%和 53.42%，业务毛利率的变化主要是由于土地市场情况变化以及公司受托整理土地的地理位置不

² 具体比例由双方根据受托整理土地耗费时间、土地前期开发成本控制、工期控制等因素协商确定。

同所致。

图表 7. 近三年公司完成的土地整理与开发面积（单位：亩）

年份	2017 年	2018 年	2019 年
土地整理与开发面积（东片区）	0	64.97	325.74

资料来源：雨花建设

该公司土地平整及开发业务板块的主要已建/在建项目为雨花经开区东部片区相关地块项目，截至 2019 年末，公司主要在建项目投资总额合计 36.17 亿元，累计已投资 33.78 亿元，资金来源于自筹资金，目前尚未确认收入。近年经开区土地开发速度相对有所减慢，且西片区建设相对成熟，东片区尚未开始大规模开发，因此近几年公司土地整理面积较小。未来经开区将根据市场情况及土地政策等逐渐开发东片区，公司土地整理及开发业务将逐渐恢复。

图表 8. 公司在建土地整理及开发业务情况³

项目	总投资	已投资	已确认收入	已回款金额
工业 4.0 智能制造产业升级项目	10.08	8.39	—	—
南庭保障房及新兴村社保融资用地项目	6.53	6.51	—	—
电池及充电桩生产基地用地项目	5.68	5.53	—	—
比亚迪配套用地项目	6.54	6.51	—	—
油电混合客车生产基地用地项目	7.34	6.84	—	—
合计	36.17	33.78	—	—

资料来源：雨花建设（截至 2019 年末）

（2）基础设施建设业务

该公司基础设施建设业务主要是雨花经开区的道路建设以及学校、水利等，近几年以道路建设为主。公司道路建设按照投资进度确认成本，按照投资额加不低于 10% 确认收入，项目投资额一般在项目完工后 1 年内完成评审及结算，在结算后 3 年内由经开区管委会支付相关款项⁴。2017~2019 年，公司基础设施建设收入分别为 1.38 亿元、2.92 亿元和 2.27 亿元。截至 2019 年末，公司主要承建完成环保大道、万家丽路等园区内总长约 48.60 公里的道路建设。2019 年末，公司在建项目总投资 15.28 亿元，已投资 5.40 亿元；拟建项目总投资 1.06 亿元。公司所有基础设施建设项目所需资金全部自筹，未来或面临一定的融资压力。

图表 9. 截至 2019 年末公司主要在建的基础设施建设项目

类型	项目名称	全长（公里）	总投资（亿元）	已投资（亿元）
道路建设	环保大道东延线	2.36	5.79	2.33

³ 公司根据《长沙市人民政府关于调整长沙市失去征收农村集体土地地上附着物及青苗补偿标准的通知》（长政发【2018】17 号）对项目预算进行了调整。

⁴ 原总合同约定在财政评审完成后 3 日内由经开区管委会支付相关费用。考虑到实际操作问题，公司与经开区管委会签订具体项目合同时，将结算时间调整为结算后“三年内”。

类型	项目名称	全长（公里）	总投资（亿元）	已投资（亿元）
项目	晓光路	1.02	0.65	0.48
	白秋路二期	2.40	1.30	0.36
	振东路	5.00	4.13	1.35
其他	堰塞湖抢险	—	0.92	0.12
	道路绿化提质改造	—	2.49	0.76
合计		10.78	15.28	5.40

资料来源：雨花建设

图表 10. 公司拟建基础设施建设项目

项目名称	总投资	投资计划		
		2020 年	2021 年	2022 年
荷新路涉铁段	0.60	0.20	0.40	—
高塘变电站配套路由项目	0.17	0.17	—	—
雨污水管道一期	0.29	0.29	—	—
合计	1.06	0.66	0.40	—

资料来源：雨花建设

（3）保障房建设

保障房业务为雨花经开区建设过程中，针对原村庄村民拆迁安置相关的业务。该公司与经开区管委会签订协议，并承担园区内保障房建设任务；项目完成后 3 年内，经开区管委会组织开展验收或委托专业机构进行验收，确认项目总投资金额，并按照项目总投资加成 20% 的投资回报向公司计付结算金额。

该公司承接的保障房项目包含东片区的白田、联盟、洪塘等三个村庄的居民拆迁安置工作，已全部建设完成。其中，白田村农民保障住房建设项目（简称“白田保障房”）于 2012 年竣工并交付使用，且已收到全部回购款 3.68 亿元；联盟村农民保障住房建设项目（简称“联盟保障房”）于 2013 年竣工并交付使用，并于 2017 年 12 月完成部分结算，收到回购款 3.45 亿元，预计 2020 年回款 1.95 亿元；洪塘保障房于 2017 年 3 月完成建设，并于当年交付使用，目前尚未决结算，预计 2020~2022 年分别回款 4.00 亿元、3.50 亿元和 1.50 亿元。

图表 11. 公司已完工未结算保障房情况

项目名称	总投资	已投资	已确认收入	已回款金额
联盟保障房	4.50	4.50	3.45	3.45
洪塘保障房	7.53	7.53	—	—
合计	12.03	12.03	3.45	3.45

资料来源：雨花建设

该公司储备中的保障房项目为白田保障房（二），该项目位于同升街道白田村经开区 51 号地（京珠高速以东，环保大道以南），建筑面积约 5 万平方米，主要用于拆迁农民的保障性住房，项目主要由 2 栋 1+26 层住宅及其配套

沿街商业建筑，1 栋 1+26 层住宅，2 栋 1+17 层住宅，一栋 2 层商业及一栋幼儿园组成。该项目重新进行规划后，投资额及开工时间有所变更。目前预计总投资 3.21 亿元，将于 2020 年开工建设。在经开区规划中，后续三年经开区收储的 3,800 亩土地涉及同升、新兴两村 1,300 人，公司将根据园区规划建设 12 万平方米的保障房。

(4) 商品房项目

该公司商品房项目包括 SOHO 广场建设项目（简称“SOHO 项目”）、康庭园项目和智庭园项目，由子公司南庭投资负责运营。

SOHO 项目位于雨花经开区内，该项目由 3 组高层建筑组成，地上层数 3-33 层，包括住宅 6.29 万平方米、公寓 2.45 万平方米、写字楼 2.42 万平方米、商业 1.60 万平方米及物业用房 0.07 万平方米等；地下 2 层主要是停车位。该项目总投资 5.60 亿元，已于 2015 年 6 月完成开发。截至 2019 年末，该项目累计实现销售收入 4.08 亿元，2019 年当年实现收入 0.07 亿元，其中住宅已全部销售完毕，公寓和商用房合计销售 2.51 万平方米。剩余商用房和公寓及写字楼分两部分，一部分用于对外出租，2019 年租金为 753 万元；另一部分（写字楼 1.02 万平方米、公寓 0.22 万平方米）由园区作为高端人才公寓配套使用，但该部分经开区管委会与公司之间租赁或回售方式尚未确定。

康庭园项目位于长沙雨花经济开发区内，主要为园区内工业厂房及相关配套设施等。项目总用地面积 8.43 万平方米（126.48 亩），总建筑面积 18.05 万平方米（计容面积 17.42 万平方米），总投资 5.73 亿元，项目已基本建设完毕。截至 2019 年末，项目一期、二期已销售厂房 6.10 万平方米，实现销售收入 2.35 亿元，剩余 2.40 平方米厂房现在销售中，预计可实现销售收入 1.20 亿元；此外还余约 8.67 万平方米厂房及配套（宿舍、食堂等）用于出租，2019 年确认租金收入 0.24 亿元，预计 2020 年实现租金收入 0.26 亿元。

智庭园项目位于雨花经开区内，项目计划总投资 3.98 亿元，建设内容为 12 栋工业厂房，总用地面积 8.10 万平方米（121.48 亩），总建筑面积 9.19 万平方米，现已基本建设完成。2018 年以来，项目陆续开始对外出租，为吸引符合园区规划的产业类公司入驻，该项目在经开区统一规划下招租，并采用 2 免 3 减半模式为租赁企业提供优惠租金。截至 2019 年末，项目已出租面积 5.76 万平方米，确认租金收入 0.52 亿元。后续其他未出租部分也将由园区统一规划。

图表 12. 公司已建/在建的商品房项目（单位：亿元、万平方米）

项目名称	项目进展			计划总投资	建筑面积	累计投资额	累计回笼资金	资金来源	预计实现资金平衡需要时间
	开发进展	销售进展	剩余楼盘计划						
SOHO 项目	竣工	住宅全部销售，公寓和商用房部分销售	部分出租，部分销售	5.60	14.35	5.60	4.23	自筹资金	12 年
康庭园	基本建成	部分销售	出租	5.73	18.05	5.05	2.60	自筹资金	20 年

项目名称	项目进展			计划总投资	建筑面积	累计投资额	累计回笼资金	资金来源	预计实现资金平衡需要时间
	开发进展	销售进展	剩余楼盘计划						
智庭园	基本建成	无销售计划	出租	3.98	9.26	2.77	0.52	自筹资金	30 年
合计	—	—	—	15.31	41.66	13.42	7.35	—	—

资料来源：雨花建设（截至 2019 年末）

此外，该公司后续计划投建项目为雨花智能制造中心和长沙雨花经开区（韶山）智能制造产业园一期项目。其中，雨花智能制造中心地处雨花经开区，位于湖南机器人产业示范园区内，项目用地为工业用地，将建成新型产业园，形成集办公、科研、中试、生产、销售于一体的高端智能制造企业总部聚集基地。该项目规划占地面积 9.45 万平方米，建筑面积 20.92 万平方米，预计总投资 12.87 亿元，规划尚未最终确定。该项目为市场化项目，预计采取租售结合方式获得收入，目前尚未启动招商。

长沙雨花经开区（韶山）智能制造产业园一期项目地处韶山，主要建设内容包括 1 栋高层厂房、5 栋独立厂房、6 栋标准厂房及 2 栋多层厂房的建筑工程、总图运输及公用辅助工程等，项目占地面积 5.29 万平方米，建筑面积 12.69 万平方米。根据可研报告，项目建成后将采取租售结合方式获得收入，预计年均投资利润率 1.97%，内部收益率（税后）3.46%。项目计划总投资 4.01 亿元，截至 2019 年末累计投资 0.14 亿元，建设资金来源于自筹资金，2020~2021 年计划投资额分别为 2.05 亿元和 1.82 亿元。

图表 13. 公司拟建的商品房项目（单位：亿元、万平方米）

项目名称	总投资	建筑面积	截至 2019 年末累计投资额	未来三年投资计划		
				2020 年	2021 年	2022 年
雨花智能制造中心	12.87	20.92	0.75	4.82	6.66	0.64
长沙雨花经开区（韶山）智能制造产业园一期	4.01	12.69	0.14	2.05	1.82	—
合计	16.88	33.61	0.89	6.87	8.48	0.64

资料来源：雨花建设

该公司地产开发项目一般预测有 10%~25% 的利润，但实际运营中可能受到经开区统一规划的影响导致租售比例与原计划有一定不同，从而可能影响项目的回款进度及收益率情况。后续公司商品房项目投资规模较大，仍面临一定投融资压力。

管理

2019 年 5 月，该公司控股股东由雨花区工务局变更为长沙市雨花区人民政府；实际控制人不变，仍为长沙市雨花区人民政府。公司法人治理结构较为完善，管理团队的经验较丰富，能够满足公司现阶段经营发展需要。近年来，公司发生一定人事变动，但未产生重大影响。

1. 产权关系与公司治理

(1) 产权关系

2019 年 5 月，该公司原控股股东雨花区工务局将全部股权无偿转让给长沙市雨花区人民政府，雨花区人民政府成为公司唯一股东，并由经开区管委会代雨花区政府履行出资人管理职能；公司实际控制人不变，为长沙市雨花区人民政府。此外，同月公司更名为长沙雨花经开开发建设有限公司。

(2) 公司治理

该公司不设股东会，由雨花区人民政府授权董事会行使股东会的部分职权，决定公司的重大事项。公司设董事会，共 5 名董事，其中董事长 1 名。董事长为公司的法定代表人。董事会依法决定公司的经营方针和投资计划，拟定公司合并、分立、变更、解散的方案，决定内部管理机构设施等事项。公司还设有五人监事会，设监事会主席一名，由股东委派，监事会负责监督公司内部控制制度的执行。公司董事会成员大多在雨花区、雨花经开区所属的国有企业及政府部门担任多年管理职务，具有较丰富的经验，能够满足公司现阶段发展需要。近年来公司高管发生变动，2017 年 12 月公司发布公告，包括董事长在内的 8 名董事及 5 名监事发生变动，其中董事长由郭四军变更为廖昌规。2019 年 5 月公司发布人事变动公告，除董事长之外的 4 名董事、2 名监事（变动后为 3 名）和 1 名总经理全部更换。公司表示近年来高管人员变动属于正常人事变动，不会对公司日常管理、生产经营及偿债能力产生不利影响。

该公司实行董事会领导下的总经理负责制，主持公司的生产经营管理，实施公司年度经营计划生产、投资方案，拟定公司内部管理机构设置方案等。

(3) 主要关联方及关联交易

该公司关联交易较少，2019 年末关联方资金往来仅有对湖南南庭酒店投资管理有限公司（简称“南庭酒店”）⁵的其他应收款 66.20 万元。

2. 运营管理

(1) 管理架构及模式

该公司根据现阶段的经营特点和管理需要设置了基本的职能部门，包含综合部、招商部、报建部、工程部、物管部和财务部等（公司组织架构详见附录二）。各职能部门设置合理，权责分工明确，能够满足公司日常经营管理的需要。此外公司通过制度建设落实明确各部门的权责分工，具体来说公司通过财务管理制度对资本金、负债、现金、银行存款管理等进行了规定，确保财务管理工作的有序进行。

⁵ 南庭酒店为南庭投资旗下公司，南庭投资持股 49%。

(2) 管理制度及水平

子公司管理方面，该公司制定了《长沙雨花经开开发建设有限公司子公司管理制度》，公司通过子公司《公司章程》约定或按出资比例向子公司推荐董事、监事及高级管理人员等，并经子公司股东大会（股东会）、董事会审议聘任，实现对控股子公司的治理监控。委派人员任期按子公司《公司章程》规定执行，公司每年对子公司经营班子的经营业绩进行考核，并可根据需要对任期内委派或推荐人员做出调整，并履行相应程序。

财务管理方面，该公司制定了《财务管理办法》，对公司的固定资产管理、资金管理、应收款项管理、支出管理、会计核算和档案管理等进行较明确的规范。

融资方面，该公司制定了《长沙雨花经开开发建设有限公司融资管理制度》，以规范融资行为、减少融资风险。公司内的融资管理实行融资、资金运用和监管相结合的原则。公司融资由融资部门负责，融资部门在与金融机构洽谈、确定融资方案后，提交董事会审议；需要股东决议的，在出具董事会决议后向经开区管委会提出关于该笔融资的请示，获得经开区管委会批复同意后，依据融资进展情况与相关机构签订合同、协议。

关联交易方面，该公司制定了《长沙雨花经开开发建设有限公司关联交易管理办法》，规定公司关联交易活动应遵循公正、公平、公开的原则，关联交易的价格原则上不能偏离市场独立第三方的价格或收费的标准。对于金额较大的关联交易，需经总经理、副总经理和财务总监等高级管理人员通过召开会议的形式进行讨论；对于金额特别大的关联交易需上报董事会审议通过，并形成会议纪要。

(3) 过往债务履约及其他行为记录

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至2020年5月19日，公司无欠贷、欠息情况。跟踪期内，公司无重大不良行为记录。

图表 14. 公司重大不良行为记录列表（跟踪期内，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	所涉主体名称
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2020.5.19	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2020.5.10	无
工商	国家工商总局	2020.5.10	无
税务	国家税务总局	2020.5.10	无
诉讼	人民法院	2020.5.10	无

资料来源：根据雨花建设所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

3. 发展战略

该公司规划通过市场化运作，综合运用土地资产、地域空间和其他经济要素，通过积极经营区域内存量资产、多渠道融资等方式为园区建设筹措资金，

实现资源效益最大化，促进园区经济持续快速健康发展。公司计划进一步加强土地的市场化运作研究，通过基础设施的建设、引导、开发，实现周边土地增值；并充分利用园区行政资源、产业资源优势，探索对园区优质资源的市场化经营渠道和路径，不断增强持续发展能力，巩固和提升公司在园区基础设施建设和土地整理与开发行业中的垄断地位。

该公司未来发展规划具体包括：（1）以立足雨花经开区、面向长株潭、辐射湖南的发展方向，充分发挥资源优势，不断探索一二级土地整理与开发的联动模式；（2）经营管理城市基础设施配套且具有附加值的整体资产；（3）对现有业务模式进行整合升级，不断探索符合雨花经开区现有主营业务及未来发展方向的新型业务模式；（4）进一步完善公司治理结构，理顺管理体制，提高管理水平，提升经营效益，为公司可持续发展奠定坚实基础。

财务

近年来，随着该公司项目建设进度变动，公司负债规模和资产负债率有所波动。目前公司债务规模较大，且刚性债务占比很高，债务压力较大。尽管公司债务以长期债务为主，但公司货币资金等现金类资产规模一般，且经营性现金流持续为负，公司还面临一定即期债务压力。公司往来款占用规模较大，需关注回收情况。

1. 公司财务质量

大信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2017~2019 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。财政部于 2019 年 4 月发布了《财政部关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2019]6 号），对财务报表格式进行了修订，公司根据相关要求将“应收票据及应收账款”拆分列示为“应收票据”和“应收账款”，将“应付票据及付账款”拆分列示为“应付票据”和“应付账款”。

近年来，该公司合并范围无变化。2019 年末，公司合并范围内子公司仅 1 家，即南庭投资。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

A. 债务结构

近年来，该公司负债总额有所变动，2017~2019 年末负债总额分别为 74.45 亿元、68.73 亿元和 75.79 亿元，其中 2019 年末较上年末增长 10.28%，主要是公司发行本金为 10 亿元的“19 湘环科园 PPN001”导致债务规模扩大所致；

资产负债率随负债总额波动而波动，同期末分别为 49.26%、46.82%和 48.71%。公司债务以非流动负债为主，同期末长短期债务比分别为 248.17%、220.83%和 221.29%，目前公司债务期限结构较合理。

从债务构成看，该公司负债主要由刚性债务、预收款项、其他应付款及长期应付款构成，2019 年末余额分别为 60.98 亿元、6.04 亿元、1.28 亿元和 6.72 亿元，占负债总额比重分别为 80.45%、7.97%、1.69%和 8.87%。2017~2019 年末，公司预收款项分别为 9.35 亿元、9.68 亿元和 6.04 亿元，主要为预收土地款和保障房款，其中 2019 年末较上年末下降 37.58%，主要是确认土地整理及开发收入所致。其他应付款分别为 2.23 亿元、5.85 亿元和 1.28 亿元，变动幅度较大，主要是公司与雨花区财政局往来款变动所致；2019 年末公司其他应付款主要包括履约保证金及押金（0.51 亿元）、往来款（0.46 亿元），前两位应付对象分别为湖南雨花建筑材料有限责任公司（押金 0.20 亿元）和长沙市国土管理局雨花区分局（0.16 亿元）。此外，公司同期末长期应付款分别为 0.63 亿元、0.23 亿元和 6.72 亿元，2019 年末包括应付园区建设专项债资金 3.50 亿元和往来款 3.22 亿元，其中应付园区建设专项债资金 3.50 亿元，系湖南省政府发行的 2019 年湖南省园区建设专项债券(二期)—2019 年湖南省政府专项债券（十五期），由湖南省政府统借统还，利率为 3.29%，期限为 2019 年 8 月至 2029 年 8 月；对于应付往来款 3.22 亿元，目前没有约定成本和期限。

B. 刚性债务

近年来，该公司刚性债务规模有所波动，2017~2019 年末刚性债务总额分别为 62.29 亿元、52.64 亿元和 64.48 亿元。公司刚性债务期限显著趋长期，同期末中长期刚性债务余额分别为 53.07 亿元、47.31 亿元和 48.98 亿元，主要为长期借款和应付债券。具体看，2017~2019 年末，公司长期借款分别为 20.86 亿元、17.29 亿元和 11.75 亿元，主要用于支付工程款；应付债券分别为 31.58 亿元、29.78 亿元和 33.73 亿元，其中 2019 年末包括“16 湖南环科债”、“17 湖南环保 PPN00”、“17 湖南环保 PPN002”及“19 湘环科园 PPN001”（本金余额分别为 12.00 亿元、5.00 亿元、10.00 亿元和 10.00 亿元）。此外，2019 年末中长期刚性债务还包括长期应付款中的应付园区建设专项债资金 3.50 亿元。短期刚性债务主要为一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券。

从银行借款来看，2019 年末该公司银行借款包括保证借款 13.49 亿元、信用借款 4.40 亿元、抵押及保证借款 4.00 亿元、抵押借款 1.56 亿元，其中保证借款主要是公司本部与子公司南庭投资之间互相提供的保证，抵押借款的抵押物主要是抵押房屋及在建工程。公司银行借款的利率范围为 4.90%~6.80%。

图表 15. 截至 2019 年末公司存续债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	余额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
16 湖南环科债	15.00	12.00	7 ⁶	4.17	2016.9.6	未到期，正常付息

⁶ 含提前偿还条款，在债券存续期的第 3 年至第 7 年末每年分别偿还本金的 20%，兑付日为

债项名称	发行金额 (亿元)	余额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
17 湖南环保 PPN001	5.00	5.00	3+2	6.80	2017.8.18	未到期, 正常付息
17 湖南环保 PPN002	10.00	10.00	3+2	7.20	2017.12.20	未到期, 正常付息
19 湘环科园 PPN001	10.00	10.00	3+2	6.40	2019.3.20	未到期, 未到付息日

资料来源: 雨花建设

同期末该公司权益资本与刚性债务比率分别为 123.11%、148.28%和 123.77%。总体来看, 公司主要资金投入为基础设施建设、房产开发等周期较长的项目, 公司刚性债务以中长期为主, 但也面临一定的即期债务压力。

C. 或有负债

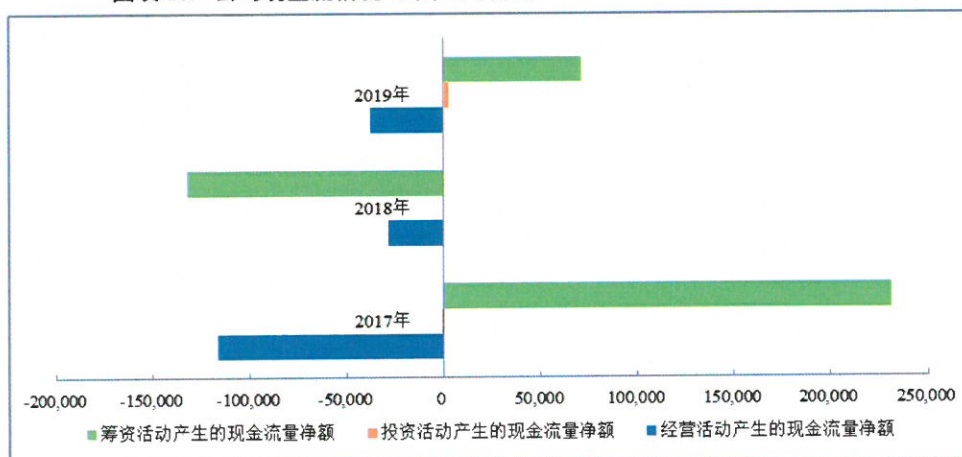
截至 2019 年末, 该公司无对外担保等或有事项。

(2) 现金流分析

该公司保障房、土地整理等业务投入规模大、建设周期长, 现金回笼较慢, 同时经开区管委会等占用往来款金额较大, 公司经营性现金流持续呈净流出状态。2017~2019 年, 公司营业收入现金率分别为 85.08%、76.54%和 95.60%, 经营活动产生的现金流净额分别为-11.61 亿元、-2.83 亿元和-3.77 亿元。

该公司投资活动现金流动较少, 2017~2019 年, 公司投资性现金流净额分别为-0.11 亿元、-0.003 亿元和 0.22 亿元, 其中 2019 年“取得投资收益收到的现金”0.23 亿元, 均为联营企业长沙东湖和庭投资有限公司(简称“长沙东湖”)的分红。公司主要通过发行债券、银行借款等途径融资, 同期筹资性活动现金流净额分别为 23.10 亿元、-13.25 亿元和 7.08 亿元, 其中 2018 年为净流出, 主要是归还较多到期银行借款、债券所致。

图表 16. 公司现金流情况(单位: 万元)



资料来源: 雨花建设

2017~2019 年, 该公司 EBITDA 分别为 2.02 亿元、1.52 亿元和 2.17 亿元,

主要来源于利润总额，其中利润总额分别为 1.87 亿元、1.38 亿元和 1.87 亿元。近年来，公司 EBITDA 对利息支出和刚性债务的保障程度欠佳，经营性现金流持续呈净流出状态，难以对公司债务偿还提供保障。

图表 17. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2017 年	2018 年	2019 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.77	0.42	0.54
EBITDA/刚性债务(倍)	0.04	0.03	0.04
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-50.02	-13.22	-16.73
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-23.10	-4.92	-6.43
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	-50.50	-13.23	-15.74
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	-23.32	-4.93	-6.05

资料来源：雨花建设

(3) 资产质量分析

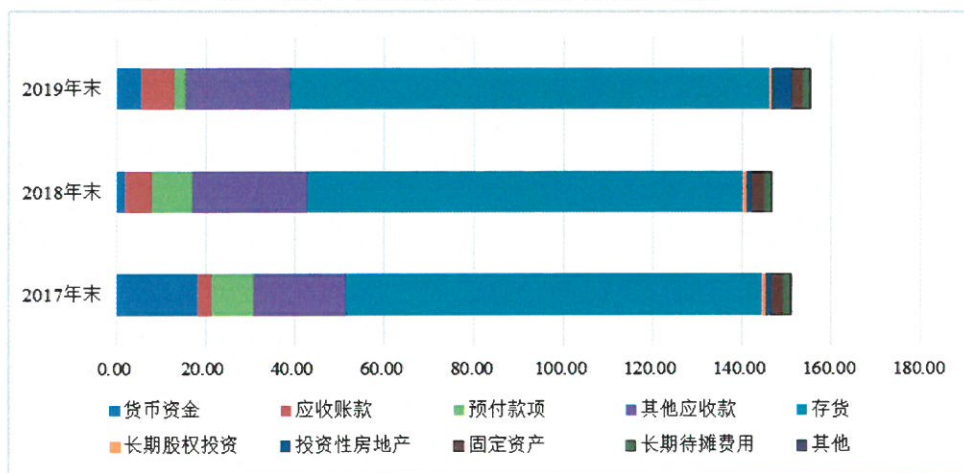
随着经营积累，该公司所有者权益逐年小幅增长，2017~2019 年末分别为 76.69 亿元、78.06 亿元和 79.80 亿元，其中实收资本和资本公积合计占比约 60%，净资产结构较为稳定。

2017~2019 年末，该公司资产总额分别为 151.14 亿元、146.79 亿元和 155.59 亿元，以流动资产为主，同期末流动资产分别为 144.61 亿元、140.26 亿元和 146.31 亿元，占资产总额比重分别为 95.68%、95.55%和 94.03%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成，同期末货币资金分别为 18.11 亿元、2.02 亿元和 5.56 亿元（基本不受限），其中 2018 年末较上年末大幅下降 88.83%，主要因上年末货币资金包含当年发债资金到位后尚未全部使用的部分；2019 年末较上年末增长 174.87%，主要是当年发债筹集资金较多所致。应收账款分别为 3.11 亿元、5.66 亿元和 7.26 亿元，其中 2019 年末较上年末增长 28.19%，主要是应收经开区管委会的保障房及道路建设工程款增加 1.54 亿元所致，年末公司应收经开区管委会的保障房及道路建设工程款合计 7.18 亿元。预付款项分别为 9.35 亿元、9.25 亿元和 2.51 亿元，主要为土地整理、保障房等预付施工方款项。其他应收款分别为 20.88 亿元、25.80 亿元和 23.74 亿元，其中 2019 年末主要包括应收经开区管委会的往来款 16.55 亿元、应收雨花区非税收入管理局 6.35 亿元，均未计息，也未约定具体回收期。存货分别为 93.11 亿元、97.42 亿元和 107.00 亿元，其中 2019 年末主要包括土地平整及配套设施工程（84.18 亿元）、土地资产（17.64 亿元）及开发成本（5.17 亿元）。

2017~2019 年末，该公司非流动资产分别为 6.53 亿元、6.53 亿元和 9.28 亿元，主要包括长期股权投资、投资性房地产、固定资产和长期待摊费用。同期末长期股权投资分别为 0.93 亿元、1.05 亿元和 0.86 亿元，主要投向联营企业长沙东湖和南庭酒店，其中 2019 年末分别为 0.71 亿元和 0.12 亿元。投资性房地产分别为 1.08 亿元、1.05 亿元和 4.11 亿元，其中 2019 年末较上年末增长 291.50%，主要是康庭园和智庭园完工，从存货转计投资性房地产所致。固定

资产分别为 2.56 亿元、2.52 亿元和 2.45 亿元，主要为地下管网；长期待摊费用分别为 1.75 亿元、1.71 亿元和 1.66 亿元，其变化主要与公司对地下管网融资租赁业务产生未实现售后租回损益有关。

图表 18. 2017~2019 年末公司资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：雨花建设

（4）流动性/短期因素

2017~2019 年末，该公司流动比率分别为 676.24%、654.75%和 620.23%，速动比率分别为 197.09%、156.80%和 156.00%，考虑到公司存货及其他应收款规模很大，短期内较难变现，实际流动性一般。此外，公司现金比率整体呈快速下降态势，同期末分别为 84.68%、9.44%和 23.57%。

图表 19. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动比率 (%)	676.24	654.75	620.23
速动比率 (%)	197.09	156.80	156.00
现金比率 (%)	84.68	9.44	23.57
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	196.38	37.88	35.88

资料来源：雨花建设

2019 年末，该公司受限资产为 3.94 亿元，系用于借款抵押的存货。

总体看，该公司大量资金被无偿占用，资产以土地平整及配套设施等流动性较弱的存货为主，资产质量及资产流动性一般。公司债务规模仍较高，且货币资金存量较小，公司面临一定的即期偿债压力。公司项目回款周期较长，需关注后期相关回款是否能及时并完全覆盖到期债务。

3. 公司盈利能力

2017~2019 年，该公司营业收入分别为 6.20 亿元、7.83 亿元和 6.18 亿元，收入波动主要是确认的土地业务整理及开发收入波动所致；公司毛利率分别为 14.88%、20.76%和 37.78%，主要因收入结构变化及土地业务毛利率有所提升

所致。

2017~2019 年，该公司期间费用分别为 0.38 亿元、0.33 亿元和 0.43 亿元，期间费用率分别为 6.08%、4.16%和 6.98%。公司大部分借款因项目建设产生，相关利息一般资本化处理，因此财务费用较小。具体看，公司期间费用以管理费用为主，同期管理费用分别为 0.34 亿元、0.31 亿元和 0.38 亿元，主要为职工薪酬、折旧摊销及未实现售后回租损失。

2017~2019 年，该公司实现投资收益分别为 0.09 亿元、0.11 亿元和 0.04 亿元，为持有长沙东湖和庭投资有限公司股权获得的收益。2017~2018 年其他收益分别为 1.36 亿元和 0.07 亿元，系与日常活动相关的政府补贴⁷；2019 年无其他收益。2017~2019 年，公司营业利润分别为 1.87 亿元、1.38 亿元和 1.74 亿元，其中 2018 年同比下降 25.95%，主要因当年政府补贴较少所致；净利润分别为 1.83 亿元、1.37 亿元和 1.74 亿元。同期公司总资产报酬率分别为 1.31%、0.94%和 1.23%；净资产收益率分别为 2.42%、1.78%和 2.21%，处于较低水平。整体看，公司业务规模较小，主业经营能力较弱，对政府补助的依赖性较大。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司作为雨花经开区重要的开发建设主体，承担了园区基础设施建设、土地整理与开发、保障房建设等工作，具备一定区域竞争力。此外公司并表南庭投资后，开展商品房业务，市场化运作能力增加，整体具备一定的抗风险能力。

2. 外部支持因素

经开区管委会给予该公司土地整理与开发、道路基础设施、保障房建设项目相关收益免征城建税、教育附加费以及净收益免征企业所得税等多项税收优惠政策；并将预收企业的土地款及收到市财政返还的土地收入直接支付至公司账户作为收入，给予公司较大的支持。此外公司与商业银行保持较好的合作关系，截至 2019 年末各家银行给予公司的授信总额为 27.90 亿元，尚余 4.75 亿元。经开区管委会及商业银行的支持一定程度上增强了公司的抗风险能力。

⁷ 该类收益以前年度计入营业外收入，2017 年根据财政部发布的新准则，将该类收入计入其他收益。

本期债券偿付保障分析

1. 政府支持

该公司作为长沙雨花经开区重要的开发建设主体，能够得到经开区管委会的支持，每年可获得一定的政府补助，2017~2019 年分别为 1.36 亿元、0.07 亿元和 0.13 亿元，可为本期债券本金和利息的偿付提供一定支撑。

2. 担保分析

本期债券由中证融担提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中证融担于 2019 年 12 月 9 日在深圳注册成立，是根据《公司法》和有关法律法规的规定，由中证信用增进股份有限公司（简称“中证信用”）以货币出资的形式设立的全资子公司。中证融担初始注册资本为 30.00 亿元，2019 年 12 月，中证融担股东决议增加注册资本 10.00 亿元，由股东中证信用以货币资金全额认缴。截至 2019 年末，中证融担注册资本及实收资本均为 40.00 亿元。

中证信用为中证融担的唯一股东，由于中证信用主要业务为各类信用主体及债项产品信用增进，与中证融担业务协同性较高，且中证融担在成立初期，业务管控方面基本参考中证信用增信业务部门进行管理，管理团队及业务人员均来自中证信用，因此总体来看，中证融担未来业务发展能够得到中证信用的支持。中证融担主要经营范围为：为企业及个人提供借款类担保、发行债券担保以及其他监管机构批准业务。

截至 2019 年末，中证融担合并口径资产总额为 40.03 亿元，所有者权益为 40.01 亿元；2019 年 12 月，中证融担实现营业收入 1012.41 万元，其中利息收入 421.66 万元，投资收益 503.64 万元，公允价值变动损益 87.11 万元。

截至 2019 年 12 月末，中证融担注册资本为 40.00 亿元，资本实力较强，未来中证融担拟择机引入合适的外部投资者进行增资扩股，资本实力将进一步提升。目前中证融担处于成立初期，尚无对外负债，且资产的可变现能力强。截至 2019 年末，中证融担资产总额为 40.03 亿元，主要由货币资金、交易性金融资产和债权投资组成，上述三类资产分别为 3.12 亿元、21.50 亿元和 15.35 亿元。交易性金融资产中，有 19.51 亿元用于配置货币市场基金，1.88 亿元购买银行理财，0.10 亿元购买资管计划；债权投资中，4.37 亿元用于配置债券，10.98 亿元投向底层资产为房地产的信托计划。充裕的流动性能够为担保业务的开展提供有力支持。

总体看，中证融担为本期债券提供的全额不可撤销的连带责任保证担保，可进一步增强本期债券偿付安全性。

评级结论

该公司为雨花经开区唯一的开发建设主体，能够得到经开区管委会的支持及优惠政策。雨花经开区面积有限，西片区已开发成熟，长期来看，若规划面积不能得到扩大，公司或面临项目承接风险。目前公司在建及拟建项目投资规模较大，项目推进或受到政策等因素影响，进而可能导致业绩压力及转型风险。近年来，随着公司项目建设进度变动，公司负债规模和资产负债率有所波动。目前公司债务规模较大，且刚性债务占比很高，债务压力较大。尽管公司债务以长期债务为主，但公司货币资金等现金类资产规模一般，且经营性现金流持续为负，公司还面临一定即期债务压力。公司往来款占用规模较大，需关注回收情况。

中证融担为本期债券提供的全额不可撤销的连带责任保证担保，可进一步增强本期债券偿付安全性。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期企业债存续期（本期企业债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于每年 6 月 30 日前出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

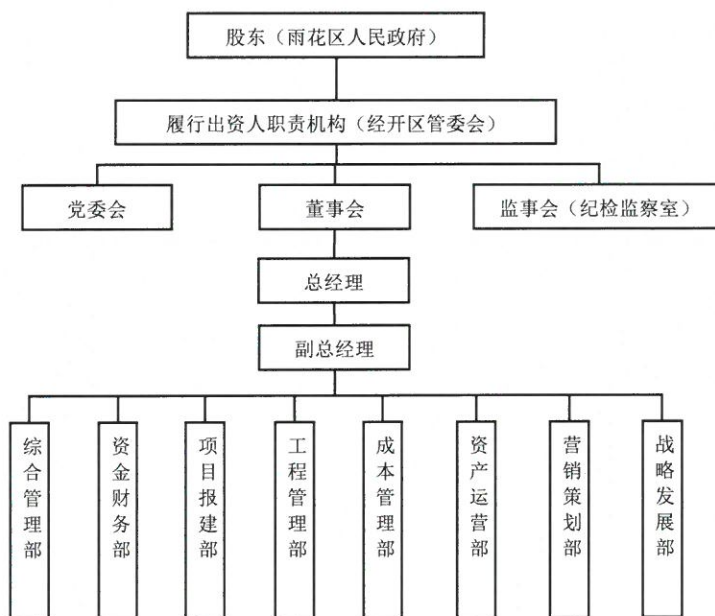
公司股权结构图



注：根据雨花建设提供的资料绘制（截至 2019 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据雨花建设提供的资料绘制（截至 2019 年末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2019 年（末）主要财务数据					备注
				刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净 流入量 (亿元)	
长沙雨花经开区开发有限公司	雨花建设	—	城市基础设施开发建设投资	49.18	79.01	6.18	1.74	-3.77	本部口径
湖南南庭投资有限公司	南庭投资	100%	房地产项目等的投建	8.80	6.35	1.19	0.37	1.68	

注：根据雨花建设提供资料整理

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额 [亿元]	151.14	146.79	155.59
货币资金 [亿元]	18.11	2.02	5.56
刚性债务[亿元]	62.29	52.64	64.48
所有者权益 [亿元]	76.69	78.06	79.80
营业收入[亿元]	6.20	7.83	6.18
净利润 [亿元]	1.83	1.37	1.74
EBITDA[亿元]	2.02	1.52	2.17
经营性现金净流入量[亿元]	-11.61	-2.83	-3.77
投资性现金净流入量[亿元]	-0.11	—	0.22
资产负债率[%]	49.26	46.82	48.71
长短期债务比[%]	248.17	220.83	221.29
权益资本与刚性债务比率[%]	123.11	148.28	123.77
流动比率[%]	676.24	654.75	620.23
速动比率 [%]	197.09	156.80	156.00
现金比率[%]	84.68	9.44	23.57
利息保障倍数[倍]	0.72	0.39	0.46
有形净值债务率[%]	99.36	90.01	96.99
担保比率[%]	1.30	—	—
毛利率[%]	14.88	20.76	37.78
营业利润率[%]	30.12	17.66	28.16
总资产报酬率[%]	1.31	0.94	1.23
净资产收益率[%]	2.42	1.78	2.21
净资产收益率*[%]	2.42	1.78	2.21
营业收入现金率[%]	85.08	76.54	95.60
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-50.02	-13.22	-16.73
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-17.53	-3.95	-6.63
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-50.50	-13.23	-15.74
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-17.70	-3.96	-6.24
EBITDA/利息支出[倍]	0.77	0.42	0.54
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.03	0.04

注：表中数据依据雨花建设经审计的 2017-2019 年度财务数据整理、计算。

附录五：

中证融担主要财务数据及指标表

项目	2019年12月9日-2019年12月31日
财务数据与指标：	
注册资本（亿元）	40.00
股东权益（亿元）	40.01
风险准备金（亿元）	-
总资产（亿元）	40.03
担保业务收入（亿元）	-
营业利润（亿元）	0.00
净利润（亿元）	0.01
营业利润率（%）	2.58
平均资本回报率（%）	0.02
风险准备金充足率（%）	-
担保责任放大倍数（倍）	-
融资性担保放大倍数（倍）	-
资本充足率（%）	-
代偿保障率（%）	-
现金类资产比率（%）	61.60
担保业务：	
担保发生额（亿元）	-
担保责任余额(亿元)	-
累计担保代偿率（%）	-
累计代偿回收率（%）	-
累计代偿损失率（%）	-

注：表中数据系根据中证融担未经审计的2019年财务数据整理、计算。

附录六：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录七：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投资级	AAA 级 发行人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 级 发行人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 级 发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级 发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级 发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级 发行人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 级 发行人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 级 发行人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 级 发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投资级	AAA 级 债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级 债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级 债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级 债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级 债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级 债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级 债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级 不能偿还债券本息。

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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本期评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于2014年6月）
- 《园区类政府相关实体信用评级方法》（发布于2015年12月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。