

株洲金城投资控股集团有限公司
2021 年第一期
公司债券信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 梁赞



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2021】第 Z【43】
号 01

分析师

姓名：
程雄超 陈刚

电话：
0755-82871418

邮箱：
chengxch@cspengyuan.com

评级日期：
2021 年 1 月 26 日

本次评级采用中证鹏元资信
评估股份有限公司城投公司
信用评级方法，该评级方法
已披露于中证鹏元官方网
站。

中证鹏元资信评估股份有限
公司

地址：深圳市深南大道 7008
号阳光高尔夫大厦 3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.cspengyuan.com

株洲金城投资控股集团有限公司 2021 年第一期公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：3.20 亿元

评级展望：稳定

债券期限：7 年

增信方式：全额无条件不可撤销连带责任保证担保

担保主体：湖南省融资担保集团有限公司

债券偿还方式：每年付息一次，在债券存续期的第 3-7 年末分别偿还债券发行总额的 20%，附第 5 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对株洲金城投资控股集团有限公司（以下简称“金城控股”或“公司”）本次拟发行的 3.20 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到公司外部环境较好、基础设施工程业务持续性较好、获得的外部支持力度较大，且湖南省融资担保集团有限公司（以下简称“湖南担保”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。同时我们也关注到，公司资产流动性偏弱，面临较大资金压力和偿债压力，且存在一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础。依托交通和资源优势，株洲市已形成轨道交通装备制造业、陶瓷业、有色金属冶炼及深加工、化工原料业、汽车制造业、航空航天设备制造业等优势产业，经济发展势头良好；2017-2019 年株洲市和荷塘区分别实现地区生产总值 2,580.4 亿元、2,631.5 亿元、3,003.13 亿元和 214.32 亿元、219.4 亿元、240.5 亿元，增长率分别为 8.0%、7.8%、7.9%和 8.1%、8.0%、8.9%。
- 公司基础设施工程业务持续性较好。公司作为株洲市荷塘区主要的基础设施建设主体，截至 2020 年 9 月末，主要在建代建项目尚需投资 22.43 亿元，未来基础设施工程业务量充足，业务持续性较好。
- 公司获得的外部支持力度较大。2017-2019 年株洲市荷塘区政府以债务置换、划拨排水

管网、货币资金等资产的形式累计向公司注资 11.09 亿元；2017-2019 年以及 2020 年 1-9 月，公司获得株洲市荷塘区政府补助分别为 1.43 亿元、1.07 亿元、1.50 亿元和 0.82 亿元。

- 保证担保有效提升了本期债券的信用水平。经中证鹏元综合评定，湖南担保的主体长期信用等级为 AAA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- 公司资产以存货和其他应收款为主，资产流动性偏弱。2020 年 9 月末公司存货和其他应收款合计占总资产比重为 84.39%，其中存货以工程施工、土地使用权为主，土地流动性受政府土地出让计划以及土地市场的影响，其他应收款的回收时间存在一定不确定性。
- 公司经营活动现金流表现较差，面临较大资金压力。2017-2019 年以及 2020 年 1-9 月，公司收现比分别为 0.18、0.59、0.47 和 0.14，经营活动现金流持续净流出，整体表现较差。截至 2020 年 9 月末，公司主要在建、拟建项目计划总投资 53.49 亿元，尚需投资 32.42 亿元，项目资金主要由公司自行筹集，面临较大资金压力。
- 公司有息债务规模持续增长，面临较大集中偿债压力。截至 2020 年 9 月末，公司有息债务余额为 85.00 亿元，较上年末大幅增长 42.06%；2019 年 EBITDA 利息保障倍数为 0.60，2020 年 9 月末现金短期债务比为 0.98。2020 年 10-12 月、2021 和 2022 年，公司分别需偿还有息债务本金 7.59 亿元、22.07 亿元和 19.21 亿元，整体偿债压力较大。
- 公司存在一定或有负债风险。截至 2020 年 9 月末，公司对外担保金额合计 19.90 亿元，与期末净资产之比为 39.44%，担保对象主要为当地国有企业，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年9月	2019年	2018年	2017年
总资产	1,476,336.64	1,191,319.92	1,033,513.71	939,680.85
所有者权益	504,559.83	501,506.61	445,192.80	432,445.75
有息债务	849,998.80	598,342.64	538,472.56	448,058.61
资产负债率	65.82%	57.90%	56.92%	53.98%
现金短期债务比	0.98	0.52	0.75	0.70
营业收入	54,585.39	87,320.33	121,136.79	78,357.09
其他收益	8,168.00	15,000.00	10,742.54	1,500.00
利润总额	4,567.09	15,786.02	17,296.20	17,816.36
综合毛利率	14.19%	14.15%	13.88%	13.57%
EBITDA	-	24,956.36	30,511.57	24,769.03
EBITDA利息保障倍数	-	0.60	0.78	0.78
经营活动现金流净额	-174,433.20	-74,999.08	-7,242.27	-26,345.32
收现比	0.14	0.47	0.59	0.18

资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告以及未经审计的2020年1-9月财务报表，中证鹏元整理

湖南担保主要财务指标（单位：亿元）

项目	2020年9月	2019年	2018年	2017年
总资产	72.59	68.50	44.93	43.05
所有者权益	57.22	57.33	35.23	32.41
担保费收入	1.20	1.18	0.84	1.11
融资担保余额	559.31	365.06	47.79	79.18
拨备覆盖率	52.34%	38.83%	32.06%	38.73%
当期担保代偿率	1.03%	2.80%	8.44%	4.75%
累计代偿回收率	45.88%	43.71%	32.31%	31.61%

资料来源：湖南担保2017-2019年审计报告及未经审计的2020年1-9月财务报表，湖南担保提供，中证鹏元整理

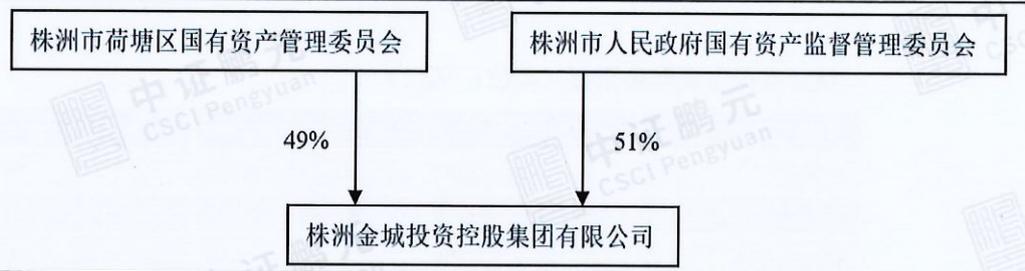
一、发行主体概况

公司成立于 2011 年 3 月 9 日，原名为株洲市金城建设投资有限责任公司，由株洲市荷塘区国有资产管理委员会（以下简称“荷塘区国资委”）全额出资组建，初始注册资本及实收资本均为人民币 12,000 万元。此后公司多次以资本公积转增注册资本，2014 年 2 月，公司注册资本和实收资本均增至 100,000 万元。2014 年 3 月，公司名称变更为现名。

2016 年 10 月，根据株国资（2016）30 号文件，荷塘区国资委将公司 51% 股权无偿划至株洲市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“株洲市国资委”）。2016 年中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）以注资的形式对公司项目进行投资，三次注资分别为 3,000 万元、4,000 万元和 3,000 万元。公司于 2017 年向农发基金偿付 3,000 万元，2018 年偿付 7,000 万元，公司注册资本降至 100,000 万元。

截至 2020 年 9 月末，公司注册资本和实收资本均为 100,000 万元，控股股东和实际控制人均为株洲市国资委。公司产权及控制关系如图 1 所示。

图 1 截至 2020 年 9 月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司是株洲市荷塘区重要的城市基础设施建设主体，主要从事荷塘区金山新城基础设施建设和土地整理开发业务。截至 2020 年 9 月末，纳入公司财务报表合并范围的一级子公司共 6 家，具体见表 1。

表 1 截至 2020 年 9 月末纳入合并范围的一级子公司情况

子公司名称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	取得 方式	主营业务
株洲金城华亿发展有限公司	5,000.00	100	投资 设立	工业用地和商住用地的开发、建设、经营及管理；自建标准厂房与其他物业销售与租赁
株洲金城集团基础设施建设有限公司	2,000.00	100	投资 设立	基础设施及配套设施的建设施工；土地开发整理
株洲金城集团资源开发建设有限	2,000.00	100	投资 设立	地下管网、广告投资开发；园林绿化；公共服务设施建设

公司				
株洲市金城景和房地产开发有限公司	5,000.00	100	投资设立	房地产开发经营
株洲景轩房地产开发有限公司	5,000.00	100	投资设立	房地产开发经营
株洲景林房地产开发有限公司	5,000.00	100	投资设立	房地产开发经营

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称：2021年第一期株洲金城投资控股集团有限公司公司债券；

发行总额：3.20亿元；

债券期限和利率：7年期，在债券存续期的第5个计息年度末附设公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；

还本付息方式：利息按年支付，自债券存续期的第3年起，逐年分别按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金；在债券存续期的第5年末，附设公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。若投资者在本期债券存续期第5年末行使回售选择权，则在本期债券存续期的第6至第7个计息年度末，分别按照剩余本金50%的比例偿还债券本金；

增信方式：湖南担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金3.20亿元，其中1.92亿元拟用于株洲金城装配式建筑产业示范园标准化厂房建设项目（以下简称“募投项目”），1.28亿元拟用于补充公司营运资金。资金具体使用计划如表2所示。

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
株洲金城装配式建筑产业示范园标准化厂房建设项目	79,039.21	19,200.00	24.29%
补充营运资金	-	12,800.00	-
合计	79,039.21	32,000.00	-

资料来源：公司提供

1、项目建设内容

募投项目位于株洲市荷塘区金山工业园内，项目建设内容包括生产厂房、仓库、综合

服务中心、食堂和员工宿舍等主体建设工程，以及道路、绿化、水电等配套性工程。募投项目规划用地面积15.77万平方米，总建筑面积30.22万平方米，包括10栋4层生产厂房21.44万平方米、6栋2层仓库5.82万平方米，1栋12层综合服务中心1.45万平方米，1栋4层食堂0.40万平方米，2栋6层员工宿舍1.10万平方米。募投项目预计总投资79,039.21万元，建设工期为24个月。截至2020年末，募投项目尚未开工。

2、项目审批情况

募投项目获得的审批情况如表3所示。

表3 募投项目获得的审批情况

文件名	文号	批复单位	批复日期
关于明确株洲金城装配式建筑产业示范园标准化厂房建设项目用地的复函	株荷资【2020】8号	株洲市荷塘区自然资源局	2020年3月20日
关于株洲金城装配式建筑产业示范园标准化厂房建设项目的规划意见	株荷资【2020】7号	株洲市荷塘区自然资源局	2020年3月16日
关于株洲金城装配式建筑产业示范园标准化厂房建设项目可行性研究报告的批复	株荷发改发【2020】45号	株洲市荷塘区发展和改革委员会	2020年4月27日
建设项目环境影响登记表	备案号： 202043020200000030	-	2020年6月16日

资料来源：公司提供

3、项目经济效益

根据安徽环球工程咨询有限公司出具的《株洲金城装配式建筑产业示范园标准化厂房建设项目可行性研究报告》，募投项目可产生房产销售收入、出租收入和物业管理收入。在本期债券存续期内，募投项目可实现收入93,007.00万元，净收益82,284.63万元。同时中证鹏元关注到，募投项目建设能否按期推进存在不确定性，且厂房租售情况受当地房地产市场以及园区企业入驻情况影响，收益存在不及预期风险。

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革开放，扎实做好“六稳”工作，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展。2017-2019年，我国国内生产总值（GDP）从82.08万亿元增长至99.09万亿元，各年分别增长6.8%、6.6%、6.1%。经济结构调整成效显著，新经济持续较快发展。近三年，战略性新兴产业增加值分别增长11.0%、8.9%、8.4%，高于同

期工业增加值增长率；战略性新兴产业营业收入分别增长 17.3%、14.6%、12.7%。

但是我国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，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大。当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，全球动荡源和风险点显著增多。2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，更加重了国内外经济风险。恐慌情绪、社会活动管制和收入下降广泛冲击居民消费；传统企业订单减少，制造业投资更加低迷；房企销售回款放缓加剧现金流压力，房地产开发投资意愿和能力下降。疫情在世界范围内蔓延形成对我国经济的第二次冲击，海外订单的减少和产业链停摆造成出口的下降，最终还会传导至内需。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。受此影响，近年财政支出增速高于财政收入增速。2020 年，在疫情影响下，财政政策将更加积极有为，财政赤字率预计将进一步升高。

基建投资可发挥“稳定器”作用，但近年并未明显发力。2018-2019 年，基础设施建设投资（不含电力）增速均为 3.8%，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25%调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2017 年至 2018 年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型；2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境有所改善

2017 年至 2018 年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。2017 年 5 月，财政部、发展改革委等六部委发布《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),重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司,不得为融资平台公司提供各种形式的担保,并严禁地方政府利用PPP变相举债、承诺回收本金等行为。6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,杜绝通过政府购买服务进行变相融资。2018年2月,发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号,以下简称“194号文”),明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度,严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。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),从出资人问责角度,严堵地方违规融资。

2018年下半年,随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台,城投公司融资环境在一定程度上有所改善。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,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),明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;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;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;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,依法依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年仍延续2018年下半年的政策定调,2019年3月政府工作报告中指出,要妥善解决融资平台到期债务问题,不能搞“半拉子”工程。同月,财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》(财金[2019]10号),表明要切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务,禁止本级政府所属融资平台作为社会资本参与本级PPP项目。6月,中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》(以下简称“《通知》”),指出要合理保障必要在建项目后续融资,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;另一方面,《通知》指出,严禁项目单位以任何方式新增隐性债务,市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。2019年末爆发COVID-19疫情,

债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

株洲市依托交通和资源优势，经济发展势头良好，实力不断增强

株洲市地处湖南省东部、湘江下游，距长沙、湘潭两市分别为 50 公里和 45 公里，全市总面积 11,262 平方公里，下辖天元、芦淞、荷塘、石峰四区和醴陵市、株洲县、攸县、茶陵县、炎陵县五个县（市）。截至 2019 年末，株洲市常住总人口为 402.85 万人。

株洲市是我国南方重要的铁路交通枢纽，京广和沪昆铁路在株洲交汇，辖区内另有浙赣、湘黔铁路干线，是全国五大客货运输特级站之一，交通优势较为突出。自然资源方面，株洲市境内有较为丰富的物产资源，已探明的矿产有煤、铁、钨、锌、稀土、石灰石、花岗岩等合计 40 余种。政策方面，株洲是建国后国家重点支持建立、发展起来的重工业城市，是国家“一五”计划第一批重点部署的工业城市，为株洲市的工业发展打下了良好的基础。近年来，长株潭“两型社会”建设综合配套改革试验区、长江开放经济带等政策落地，为株洲市经济发展创造了较为良好的政策环境。

借助于优越的交通优势、丰富的矿产资源和良好的政策环境，近年株洲市经济发展较快。2017-2019 年株洲市分别实现地区生产总值 2,580.4 亿元、2,631.5 亿元和 3,003.13 亿元，按可比价计算，同比增速分别为 8.0%、7.8%和 7.9%。2017-2019 年株洲市地区人均 GDP 分别为 64,165 元、65,447 元和 74,600 元，分别为同期全国人均 GDP 的 107.6%、101.2%和 105.2%。从经济结构看，三次产业结构由 2017 年的 8.0：48.0：44.0 调整为 2019 年的 7.3：45.2：47.5，经济发展以第二、三产业为主，其中第三产业占比持续上升。

工业方面，株洲市是中国老工业基地，在轨道交通装备制造制造业、陶瓷业、有色金属冶炼及深加工、化工原料业、汽车制造业、航空航天设备制造业等传统领域具有一定优势，近年来新材料、生物技术、光电一体化和环保节能降耗等高新技术产业也发展较快。其中，有色金属、轨道交通、化工原料行业在湖南省内的市场占有率较高；硬质合金、电力机车、电铨等 10 多种产品产量居全国前列。株洲市知名企业有中车株洲电力机车研究所有限公司、中国南方航空动力机械公司、湘火炬汽车集团股份有限公司、唐人神集团股份有限公司和株洲千金药业股份有限公司等。伴随工业的发展，株洲市第三产业也发展迅速，以服饰集散为主的芦淞市场群规模较大。2017-2019 年株洲市工业增加值增速分别为 7.0%、

7.4%和 8.6%，增速持续提升。

2019 年株洲市固定资产投资增速为 12.2%，增速同比明显上升，其中第一产业投资增长 23.8%，第二产业投资增长 28.5%，第三产业投资增长 2.8%。从投资方向来看，对高新技术产业和生态环境产业的投资分别增长 60.3%和 64.9%，而基础设施投资则下降 8.4%。全年房地产开发投资 402.9 亿元，增长 0.8%；商品房销售面积及销售额同比分别下降 20.3%和 16.9%。随着经济的发展，近年来株洲市社会消费品零售总额、存款余额和贷款余额均保持增长。

表 4 2017-2019 年株洲市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	3,003.13	7.9%	2,631.5	7.8%	2,580.4	8.0%
第一产业增加值	220.7	3.3%	185.5	3.6%	206.6	3.9%
第二产业增加值	1,358.7	8.8%	1,149.2	7.1%	1,237.5	6.7%
第三产业增加值	1,423.7	7.3%	1,296.8	9.6%	1,136.4	10.7%
工业增加值	1,057.3	8.6%	-	7.4%	-	7.0%
固定资产投资	-	12.2%	-	7.0%	-	13.3%
社会消费品零售总额	1,174.6	10.2%	1,065.6	9.8%	1,038.5	10.7%
进出口总额（亿美元）	29.3	6.8%	27.5	25.5%	21.9	29.9%
存款余额	3,274.1	3.1%	3,174.8	3.5%	3,068.8	8.5%
贷款余额	2,166.3	17.5%	1,839.3	16.5%	1,578.8	18.2%
地区人均 GDP（元）		74,600		65,447		64,165
地区人均 GDP/全国人均 GDP		105.2%		101.2%		107.6%

注：“-”表示未获取到相关数据。

资料来源：2017-2019 年株洲市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019 年株洲市实现一般公共预算收入 200.9 亿元，同比增长 6.1%；实现政府性基金收入 297.4 亿元，同比增长 27.2%。

荷塘区作为株洲市工业城区，近年经济发展水平不断提高，经济增速维持在较高水平

荷塘区位于株洲市东部，与浏阳市、株洲县、芦淞区、石峰区接壤，全区总面积 143 平方公里，现辖 1 镇、5 个街道办事处、1 个管委会、1 个管理办公室和 1 个省级工业集中区（即荷塘工业集中区），共有 34 个社区居委会、39 个行政村。截至 2019 年末，全区常住人口 29.75 万人。

荷塘区是株洲市的工业老城区，目前正在实施旧城区片区改造和新城的建设，其中金山新城位于荷塘区东北部，下辖金城片区、金山工业园、商贸城和荷塘月色四大板块。荷塘工业集中区（以下简称“工业区”）为金山工业园一期，于 2002 年 9 月成立，2013 年获批为省级工业集中区。经过 10 多年的发展，工业区形成了以轨道交通装备制造产业、

有色金属精深加工产业、汽车及零部件产业为主导的产业体系，依托株洲市轨道交通城地位，硬质合金产业发展最为突出。工业区内有国家火炬计划硬质合金特色产业基地，是株洲千亿轨道交通装备产业园的组成部分、株洲千亿汽车及零部件产业园之一、株洲市十大创业（孵化）基地之一。目前，工业区内知名企业有株洲长远铁路建机有限公司、株洲通达合金材料有限公司、株洲中钨硬质合金有限公司和株洲茂翔硬质合金有限公司等。根据株洲市“十三五”园区发展规划，金山工业园将会被打造成为医学健康产业、新材料产业基地。近年来，荷塘区的商贸也逐渐兴盛，区内聚集了华润万家、大润发等一大批行业龙头企业，带动了当地的消费能力提升，第三产业快速发展。总体来看，荷塘区经济有较好的发展空间。

2017-2019年荷塘区分别实现地区生产总值214.32亿元、219.4亿元和240.5亿元，增长率分别为8.1%、8.0%和8.9%，增速维持在较高水平。从经济结构看，荷塘区三次产业结构比由2017年的2.0:43.1:54.9调整为2019年的1.9:47.7:50.4，第二、三产业协同促进荷塘区的经济发展。2017-2019年荷塘区工业增加值增速持续上行，2019年规模以上工业增加值增长率达14.3%。固定资产投资方面，近年投资增速呈现一定波动状态，2019年固定资产投资同比增长16.8%，其中工业固定资产投资同比增长58.3%。随着荷塘区经济的发展，近年社会消费品零售总额不断增长。

表5 2017-2019年株洲市荷塘区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	240.5	8.9%	219.4	8.0%	214.32	8.1%
第一产业增加值	4.5	3.3%	3.8	3.4%	4.41	3.8%
第二产业增加值	114.7	11.1%	81.2	7.7%	92.27	6.9%
第三产业增加值	121.2	6.5%	134.4	8.6%	117.64	9.7%
规模以上工业增加值	-	14.3%	54.5	8.0%	49.80	7.7%
全年固定资产投资	-	16.8%	168.0	8.4%	211.90	14.8%
社会消费品零售总额	63.8	10.2%	57.9	9.9%	71.35	10.9%
进出口总额（亿美元）	2.3	-1.7%	2.54	58.1%	1.60	-4.2%
地区人均GDP（元）		80,840		74,047		71,631
地区人均GDP/全国人均GDP		114.03%		114.55%		120.1%

注：“-”表示未获取到相关数据。

资料来源：2017-2019年株洲市荷塘区国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年荷塘区实现一般公共预算收入4.74亿元，同比增长13.03%，其中税收收入占比88.31%。2019年荷塘区一般公共预算支出22.80亿元，同比增长13.91%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为20.81%。

截至2020年末，株洲市主要发债国有企业情况如表6所示。从总资产和净资产规模、负债水平、营业收入规模等指标来看，公司业务规模在区域内排名略为靠后。

表6 截至2020年末株洲市主要发债国有企业情况（单位：亿元）

企业名称	控股股东	控股股东持股比例 (%)	2019年末总资产	2019年末净资产	2019年末资产负债率	2017-2019年平均营业收入
株洲市城市建设发展集团有限公司	株洲市国资委	100.00	1,176.17	482.14	59.01%	45.40
株洲市国有资产投资控股集团有限公司	株洲市国资委	100.00	626.43	247.32	60.52%	80.38
株洲高科集团有限公司	株洲高新技术产业开发区管理委员会	100.00	481.19	184.06	61.75%	25.63
株洲循环经济投资发展集团有限公司	株洲市国资委	67.95	259.37	99.37	61.69%	13.65
株洲市地产集团有限公司	株洲市国资委	85.00	197.37	111.42	43.55%	5.42
株洲淞湘投资发展集团有限公司	株洲市国资委	50.78	152.10	82.25	45.92%	6.31
株洲金城投资控股集团有限公司	株洲市国资委	51.00	119.13	50.15	57.90%	9.56
株洲新芦淞产业发展集团有限公司	株洲市国资委	62.50	134.50	49.24	63.39%	8.68

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

公司依据《公司法》等有关法律法规的规定，制定公司章程。公司由株洲市国资委和荷塘区国资委共同出资设立，公司设立股东会，股东会由上述股东组成。股东会是公司的最高权力机构，股东会做出的决议必须经出席会议的股东所持表决权过半数通过，但股东会作出修改公司章程、增加或者减少注册资本以及公司合并、分立、重组、解散或者申请破产等决议必须经出席会议的股东一致通过。

公司设董事会，董事会是公司经营管理的最高决策机构，对股东会负责。董事会由5名董事组成，其中职工代表董事1名，每届任期三年，任期届满可连任。董事由股东会委派或变更。董事会设董事长1名，从董事会董事成员中选举产生。

公司设监事会，董事、总经理和其他高级管理人员不得兼任公司监事。监事会由5名监事组成，非职工监事由股东会委派或更改，职工监事由公司职工代表大会选举产生。监事会设监事会主席，监事会主席由国有资产监督管理机构从监事会成员中指定。监事每届任期3年，任期届满可以连任。

公司经理层由总经理、副总经理、财务总监组成，设总经理1名、副总经理若干名、财务总监1名。经理层每届任期3年，任期届满可以连任。公司实行董事会领导下的经理层执行制。总经理对董事会负责，向董事会报告工作，接受董事会的监督管理和监事会的监督。副总经理对总经理负责，协助总经理工作。

公司根据自身的经营特点，设立了综合管理部、融资财务部、工程建设部、土地开发部、审计法务部、资产运营部和项目前期部等7个部门。综合管理部主要负责公司文书办公、会议组织、人力资源管理、公司内部考核和党团工会等工作。融资财务部主要负责公司投融资、资产管理、融资渠道拓展与维护工作。工程建设部主要负责工程项目的质量、造价、安全、进度和现场管理。土地开发部主要负责园区土地开发工作。审计法务部主要负责公司审计事务和法律事务管理工作。资产运营部主要负责片区项目的包装、策划工作。项目前期部主要负责园区工程项目前期的准备工作，包括项目的可研、环评、立项、勘察、设计、规划报建、施工报建、招投标、合同签订与备案等。

六、经营与竞争

公司主要从事荷塘区基础设施工程项目建设和土地整理业务，辅以土地出让、房产销售、物业租赁、景观塔报建服务等业务。2017-2019年以及2020年1-9月，公司分别实现营业收入7.84亿元、12.11亿元、8.73亿元和5.46亿元，收入规模呈现一定波动。其中基础设施工程收入是主要收入来源，但收入规模逐年下滑，2017-2019年以及2020年1-9月收入占比分别为91.40%、53.32%、61.69%和78.66%。2018年公司实现土地出让收入4.50亿元，使得当年营业收入大幅增长，但土地出让收入不具备持续性。2019年公司健康产业园项目开启销售，新增房产销售收入。景观塔报建服务业务系公司为中国铁塔股份有限公司株洲市分公司在株洲市区内的4G通信景观塔基站进行报建工作，业务收入规模较小。公司其他业务收入主要为租赁业务收入。

2017-2019年以及2020年1-9月，公司综合毛利率分别为13.57%、13.88%、14.15%和14.19%。基础设施工程业务和土地整理业务毛利率稳定在13.04%，使得公司综合毛利率较为稳定。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-9月		2019年		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施工程	42,934.82	13.04%	53,871.11	13.04%	64,588.24	13.04%	71,616.36	13.04%

土地整理	10,415.11	13.04%	30,965.36	13.04%	9,986.27	13.04%	5,578.01	13.04%
土地出让	0.00	-	0.00	-	45,000.00	13.60%	0.00	-
房产销售	0.00	-	871.13	31.42%	0.00	-	0.00	-
景观塔报建服务	0.00	-	11.65	100.00%	0.00	-	0.00	-
其他业务	1,235.46	63.71%	1,601.08	62.67%	1,562.28	61.74%	1,162.72	48.59%
合计	54,585.39	14.19%	87,320.33	14.15%	121,136.79	13.88%	78,357.09	13.57%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、公司提供，中证鹏元整理

公司基础设施工程收入逐年下滑，在建及拟建项目充足，业务持续性较好，但面临较大资金压力

根据《株洲市荷塘区人民政府关于支持株洲市金城建设投资有限公司发展的通知》（株荷政发（2011）46 号），株洲市荷塘区人民政府授权公司负责株洲市金山新城的基础设施建设。近年来公司承担的基础设施建设项目主要包括株洲市金山新城的道路工程，同时还包括工业厂房以及保障房建设。业务模式上，公司与荷塘区人民政府签订《基础设施建设协议书》，荷塘区人民政府委托公司进行荷塘区内的基础设施工程的建设，项目建设期内的建设资金由公司筹措。待项目建设完成后，荷塘区人民政府或相关部门向公司支付价款，价款包括项目建设成本以及项目收益，其中项目收益为项目建设总成本的 15%。公司项目建设成本和收益每年向荷塘区财政局申报，待财政局审批核准后作为公司确认成本和收入的依据。

账务处理上，公司每年依据荷塘区财政局审批核准的基础设施建设投入收益申报表中的收入和成本进行账务处理，待项目竣工移交后与财政局进行结算。在项目竣工移交前，公司将工程项目成本和收益计入存货的工程施工，待工程项目竣工移交后，将工程项目未结算金额从存货转移至应收账款。资金回笼方面，按照《基础设施建设协议书》，荷塘区政府在项目竣工验收合格后分三次付款，项目竣工验收合格且结算办理完毕之日起 10 日内，支付价款的 30%；项目竣工验收合格满 12 个月之日起 7 日内，支付价款的 30%；项目竣工验收合格满 24 个月之日起 7 日内，支付价款的 40%。但从实际情况来看，近年工程项目总体回款较慢。

根据基础设施建设投入收益申报表，2017-2019 年以及 2020 年 1-9 月，公司分别确认基础设施工程收入 7.16 亿元、6.46 亿元、5.39 亿元和 4.29 亿元，收入规模逐年下滑。毛利率方面，由于基础设施工程收入系在项目建设总成本基础上加成 15% 的收益确定，近年基础设施工程业务毛利率稳定为 13.04%。

表 8 公司基础设施工程收入明细情况（单位：万元）

年	项目名称	结算成本	结算收入
---	------	------	------

年份			
2020年 1-9月	明照安置房	6,698.32	7,703.07
	产品展示及物流配送中心项目	36.75	42.26
	荷塘大道延伸段	10,226.32	11,760.27
	荷塘大道	7,706.28	8,862.22
	金城新世界	61.34	70.54
	玉龙东路	5,847.83	6,725.01
	玉龙西路	3,822.22	4,395.55
	金塘大道	1,077.39	1,239.00
	金城东路	806.98	928.03
	金塘大道二期	871.57	1,002.31
	金山新城日月湖及配套路网 PPP 项目	179.62	206.57
合计	37,334.63	42,934.82	
2019年	明照安置房项目	2,190.75	2,519.36
	产品展示及物流配送中心项目	189.04	217.40
	荷塘大道扩建工程项目	9,018.50	10,371.28
	荷塘大道延伸段项目	13,237.87	15,223.55
	金城新世界基础设施项目	672.20	773.03
	金山新城玉龙东路（荷塘大道-东环北路）新建工程项目	3,600.96	4,141.10
	玉龙路（升龙路-荷塘大道段）新建工程项目	4,397.48	5,057.10
	金塘大道一期、二期项目	7,212.69	8,294.59
	金城东路项目	4,621.88	5,315.17
日月湖及配套路网	1,703.07	1,958.53	
合计	46,844.45	53,871.11	
2018年	明照安置房项目	37.81	43.48
	产品展示及物流配送中心项目	282.78	325.20
	荷塘大道扩建工程项目	2,380.93	2,738.07
	荷塘大道延伸段项目	10,397.54	11,957.18
	金城新世界基础设施项目	13,236.55	15,222.03
	金山新城玉龙东路（荷塘大道-东环北路）新建工程项目	4,617.29	5,309.89
	玉龙路（升龙路-荷塘大道段）新建工程项目	17,569.49	20,204.91
	金塘大道一期、二期项目	2,932.60	3,372.49

	金城东路项目	1,754.12	2,017.24
	日月湖及配套路网	2,954.56	3,397.74
	合计	56,163.69	64,588.24
2017年	金山新城玉龙东路（荷塘大道-东环北路）新建工程项目	4,015.21	4,617.49
	荷塘大道扩建工程项目	354.46	407.63
	金城·新世界基础设施项目	6,177.84	7,104.52
	荷塘大道延伸段项目	12,261.08	14,100.24
	明照安置房项目	13,633.47	15,678.49
	产品展示及物流配送中心项目	450.25	517.79
	玉龙路（升龙路-荷塘大道段）新建工程项目	4,360.99	5,015.14
	金塘大道一期、二期项目	6,104.20	7,019.83
	金城东路项目	7,948.73	9,141.04
	日月湖及配套路网	6,968.86	8,014.19
	合计	62,275.09	71,616.36

资料来源：公司提供

截至2020年9月末，公司主要在建、拟建项目计划总投资53.49亿元，尚需投资32.42亿元。其中代建项目计划总投资39.81亿元，尚需投资22.43亿元。公司代建项目主要为基础设施项目及园区项目，项目尚需投资规模较大，工程业务量充足，业务持续性较好。

公司自营项目主要为产业园内的厂房和办公楼等，未来拟以出售或出租方式实现收益。公司主要在建、拟建项目尚需投资规模较大，项目建设的资金需公司自行筹集，面临较大资金压力。

表9 截至2020年9月末公司主要在建、拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	尚需投资	经营模式
明照安置房项目	46,723.97	46,489.78	234.19	代建
产品展示及物流配送中心项目	14,400.00	7,032.99	7,367.01	代建
金城·新世界基础设施项目	62,500.00	37,974.51	24,525.49	代建
金塘大道一期、二期项目	25,673.94	18,198.45	7,475.49	代建
金城东路项目	17,326.50	15,131.72	2,194.78	代建
日月湖及配套路网项目	72,642.74	11,806.11	60,836.63	代建
标准厂房	54,979.61	16,282.06	38,697.55	代建
荷塘金山片区产城一体化一期项目	43,471.00	17,347.82	26,123.18	代建
金山创业孵化园	45,965.00	1,478.45	44,486.55	代建
金山新城中央商务区	14,378.00	1,983.52	12,394.48	代建

健康产业园项目	24,168.37	19,658.23	4,510.14	自营
电商产业园项目	33,644.74	17,366.89	16,277.85	自营
株洲金城装配式建筑产业示范园标准化厂房建设项目（本期债券募投项目）	79,039.21	0.00	79,039.21	自营
合计	534,913.08	210,750.53	324,162.55	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年土地整理收入保持增长，业务持续性较好

根据《株洲市荷塘区人民政府关于支持株洲市金城建设投资有限公司发展的通知》（株荷政发〔2011〕46号），荷塘区人民政府授权公司负责荷塘区金山新城的土地一级整理开发，公司整理开发的国有土地由政府负责出让并支付土地整理款项。业务模式上，公司每年按照土地整理项目资金投入情况在基础设施建设投入收益申报表中向荷塘区财政局申报土地整理业务的成本和收入，收入一般是在成本基础上加成15%。荷塘区财政局审批核准后的成本和收入作为当年土地整理业务确认成本和收入的依据。

账务处理上，公司每年依据荷塘区财政局审批核准的基础设施建设投入收益申报表中的收入和成本进行账务处理。公司将土地整理项目成本和收益计入存货的开发成本，整理的土地出让后，政府支付相关土地整理款项。

根据公司基础设施建设投入收益申报表，2017-2019年以及2020年1-9月，公司确认的土地整理收入分别为0.56亿元、1.00亿元、3.10亿元和1.04亿元，其中2017-2018年收入均来自嘉德工业园二期项目，2019年及2020年1-9月收入来自三一钢铁产业城项目。毛利率方面，由于土地整理收入系在项目建设总成本基础上加成15%的收益确定，近年土地整理业务毛利率稳定为13.04%。

近年来荷塘区政府将金山新城土地整理工作交由公司负责，如基础设施前期土地开发、招商企业定向土地整理开发等，公司土地整理收入保持增长，业务持续性较好。同时中证鹏元关注到，公司土地整理业务的开展受政府规划的影响，土地整理收入或存在一定波动。

表 10 公司土地整理收入明细情况（单位：万元）

年份	项目名称	确认收入	确认成本
2020年1-9月	三一钢铁产业城项目	10,415.11	9,056.62
2019年	三一钢铁产业城项目	30,965.36	26,926.40
2018年	嘉德工业园二期	9,986.27	8,683.71
2017年	嘉德工业园二期	5,578.01	4,850.44

资料来源：公司提供

公司土地出让业务收入规模存在较大波动，不具备持续性

2018 年公司与荷塘区土地储备中心签订国有土地使用权收购合同，转让 3 宗土地，产生土地出让收入。业务模式上，公司将存货中的土地使用权转让给荷塘区土地储备中心，由荷塘区土地储备中心对外出让，并返还部分土地出让金给公司。具体返还比例由政府商议决定，公司以返还金额确定土地出让收入，以土地账面价值确定土地出让成本。2018 年公司确认土地出让收入 4.50 亿元，确认土地出让成本 3.89 亿元，毛利率为 13.60%。2017 年、2019 年和 2020 年 1-9 月，公司均未确认土地出让收入。

截至 2020 年 9 月末，公司存货中土地账面价值为 10.78 亿元，未来若顺利转让，仍可为公司贡献一定规模土地出让收入；但公司土地出让受政府土地出让计划以及土地市场的影响，存在较大不确定性。

租赁业务收入和房产销售收入对公司营业收入形成一定补充

公司租赁业务收入主要来自房产出租和排水管网出租。根据株荷政发（2015）92 号文件，株洲市荷塘区人民政府将评估价值为 1.93 亿元的房屋建筑物无偿划拨给公司，计入投资性房地产。公司自 2015 年起将其中三处投资性房地产出租给荷塘区人民政府，根据公司与荷塘区政府签订的《房屋租赁合同》，三处投资性房地产租赁面积合计 40,868.06 平方米，租赁期限为 30 年，从 2015 年 1 月 1 日至 2045 年 12 月 31 日，首年租金为 800 万元，从第三年开始租金按照 5%逐年递增。另外，公司还有小部分厂房和商铺用于出租。

2017 年荷塘区政府将估值为 3.79 亿元的排水管网划入公司，公司与株洲市荷塘区城乡建设局签订《排水管网租赁协议书》，每年收取荷塘区城乡建设局 800 万元租金。

2017-2019 年以及 2020 年 1-9 月，公司分别实现租赁业务收入 1,162.72 万元、1,547.75 万元、1,601.08 万元和 1,235.46 万元。毛利率方面，2018 年以来租赁业务毛利率均超过 60%。

2019 年公司健康产业园项目开启销售，新增房产销售收入。健康产业园项目总建筑面积为 78,669.86 平方米，包括生产厂房、总部办公用房、展示展贸用房等，计划总投资 2.42 亿元，截至 2020 年 9 月末累计已投资 1.97 亿元；其中生产厂房全部用于销售，办公用房和展示展贸用房预计 60%用于销售、40%用于出租。2019 年生产厂房实现合同销售面积 12,066.70 平方米、合同销售金额 4,497.61 万元；2020 年 1-9 月，健康产业园项目无新增销售，亦未确认房产销售收入。随着健康产业园项目建设进度的推进，可陆续为公司贡献一定的销售回款，但总体收入规模有限。此外，待健康产业园项目办公用房和展示展贸用房陆续竣工后，可产生出租收入。

表 11 2019 年公司房产销售情况（单位：平方米、万元）

房产项目	总建筑	用于销售	用于出租	合同销售	合同销售	结转	结转
------	-----	------	------	------	------	----	----

名称	面积	面积	面积	面积	金额	收入	成本
健康产业园项目	78,669.86	72,506.82	6,163.04	12,066.70	4,497.61	871.13	597.38

资料来源：公司提供

公司获得的外部支持力度较大，有效提升了公司资本实力和利润水平

公司作为荷塘区主要的基础设施建设主体，在资产注入和财政补贴等方面获得地方政府的支持力度较大。

资产注入方面，2017年荷塘区财政局以政府置换债务形式转增公司资本公积2.80亿元，另外将评估价值3.79亿元的排水管网无偿划入公司；2019年荷塘区国资委以货币资金形式累计向公司注资4.50亿元。

表 12 2017-2019 年政府对公司的资产注入情况

时间	文件号	资产注入方	资产形式	金额（亿元）
2017年	株荷财发【2017】55号	株洲市荷塘区财政局	债务置换	2.80
	-	株洲市荷塘区人民政府	划拨排水管网资产	3.79
2019年	株荷国资发【2019】8号	株洲市荷塘区国有资产管理委员会	货币资金	4.50

资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告，中证鹏元整理

除资产注入外，荷塘区政府亦会向公司提供一定规模政府补助。2017-2019年以及2020年1-9月，公司获得政府补助分别为1.43亿元、1.07亿元、1.50亿元和0.82亿元，占各期利润总额的比重分别为80.18%、62.13%、95.28%和178.99%。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年三年连审审计报告以及未经审计的2020年9月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2017年纳入公司合并报表范围子公司为4家；2018年公司出售子公司株洲金城日月湖置业有限公司100%股权，合并报表范围的子公司减少至3家；2019年公司新设2家子公司，2020年9月新设1家子公司。截至2020年9月末，纳入合并报表范围的一级子公司为6家。

资产结构与质量

近年公司资产规模持续扩大，资产以存货和其他应收款为主，整体流动性偏弱

随着业务的开展和荷塘区政府资产的注入，公司资产规模逐年增长，2017-2019年年复合增长率为12.60%；2020年9月末资产总额增至147.63亿元，较上年末增长23.92%。公司资产以流动资产为主，2020年9月末流动资产占总资产的比重达94.82%。

表13 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年9月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	104,272.41	7.06%	79,118.54	6.64%	140,467.74	13.59%	100,842.26	10.73%
其他应收款	272,709.33	18.47%	207,578.44	17.42%	77,401.34	7.49%	87,477.45	9.31%
存货	973,164.65	65.92%	787,452.44	66.10%	676,864.97	65.49%	645,686.08	68.71%
流动资产合计	1,399,796.98	94.82%	1,114,955.99	93.59%	956,266.12	92.53%	873,631.21	92.97%
可供出售金融资产	22,110.00	1.50%	21,332.86	1.79%	21,010.00	2.03%	8,510.00	0.91%
固定资产	36,021.29	2.44%	36,174.28	3.04%	36,822.72	3.56%	37,550.99	4.00%
非流动资产合计	76,539.65	5.18%	76,363.94	6.41%	77,247.59	7.47%	66,049.65	7.03%
资产总计	1,476,336.64	100.00%	1,191,319.92	100.00%	1,033,513.71	100.00%	939,680.85	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告以及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

公司货币资金主要为银行存款，2020年9月末余额为10.43亿元，其中2.01亿元的定期存单因质押而使用受限。公司其他应收款主要是与政府部门、当地企业之间的往来款以及代垫款项，其中代垫款项主要是为项目施工方代付的款项。2019年以来，公司往来款规模大幅增长，2020年9月末其他应收款账面价值为27.27亿元，其中应收株洲市金山建设有限责任公司往来款15.46亿元、株洲市荷塘区财政局往来款5.53亿元、株洲金科建设投资经营集团有限公司往来款4.33亿元、株洲金山科技工业园管理委员会往来款1.06亿元、株洲嘉合伟业投资开发有限公司代垫款项0.44亿元。公司其他应收款规模较大，增长较快，回收时间不确定，对公司资金形成一定占用。公司存货主要包括工程施工和开发成本，随着公司项目建设的投入，近年存货规模持续增长，2020年9月末存货账面价值为97.32亿元。工程施工主要为公司基础设施建设项目的投入以及确认的毛利，2020年9月末账面价值为46.09亿元。开发成本包括土地使用权以及土地整理成本，2020年9月末开发成本账面价值为51.22亿元，其中土地使用权价值为10.78亿元。截至2020年9月末，公司存货中土地使用权共计14宗，总面积64.95万平方米，土地性质以出让用地为主，其中划拨用地2宗；土地用途以商业用地和城镇住宅用地为主。2020年9月末公司有1宗土地用于抵押，账面价值为0.11亿元。

公司可供出售金融资产主要系对株洲市棚改投资有限公司（以下简称“株洲棚改”）的投资，投资资金专项用于金城城中村项目。2017年9月以来，公司以现金方式对株洲

棚改进行分批投资，截至 2020 年 9 月末，累计投资额达 1.95 亿元。公司不参与株洲棚改的经营管理，亦不承担株洲棚改产生的利润或亏损，投资采用成本法进行核算。公司固定资产主要为市政道路配套的排水管网，系 2017 年荷塘区政府无偿划入，2020 年 9 月末，固定资产账面价值为 3.60 亿元。

近年公司资产规模持续增长，其中存货和其他应收款规模较大，2020 年 9 月末两者账面价值合计 124.59 亿元，占总资产比重为 84.39%。其他应收款规模较大，回收时间不确定，对公司资金形成一定占用。存货以土地使用权以及待结转的项目建设投入成本为主，其中土地使用权流动性受政府出让土地计划以及土地市场的影响。截至 2020 年 9 月末，公司受限资产价值合计 2.34 亿元，占总资产比重为 1.59%。总体来看，公司资产流动性偏弱。

盈利能力

公司基础设施工程业务持续性较好，政府补助有效提升了公司利润水平

公司营业收入主要来自基础设施工程建设、土地整理以及土地出让，2017-2019 年以及 2020 年 1-9 月，公司分别实现营业收入 7.84 亿元、12.11 亿元、8.73 亿元和 5.46 亿元，其中 2018 年收入规模较大，主要系当年确认土地出让收入 4.50 亿元。公司作为荷塘区重要的基础设施建设主体，基础设施工程业务量充足，业务持续性较好。土地整理及土地出让收入对公司营业收入形成重要补充，但易受政府土地出让规划以及土地市场的影响而存在一定波动。毛利率方面，2017-2019 年以及 2020 年 1-9 月，公司综合毛利率分别为 13.57%、13.88%、14.15% 和 14.19%，其中基础设施建设工程业务和土地整理业务毛利率均维持在 13.04%，使得综合毛利率较为稳定。

近年公司持续获得政府补助，其中与日常经营活动相关的政府补助计入其他收益，与日常经营活动无关的政府补助计入营业外收入。2017-2019 年以及 2020 年 1-9 月，公司获得政府补助分别为 1.43 亿元、1.07 亿元、1.50 亿元和 0.82 亿元，占各期利润总额的比重分别为 80.18%、62.13%、95.28% 和 178.99%，政府补助有效提升了公司利润水平。

投资收益方面，2018 年公司将子公司株洲金城日月湖置业有限公司 100% 股权转让给长沙中粮地产投资有限公司，转让价款为 0.86 亿元，确认投资收益 0.37 亿元。

表 14 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020 年 1-9 月	2019 年	2018 年	2017 年
营业收入	54,585.39	87,320.33	121,136.79	78,357.09
投资收益	0.42	42.64	3,729.41	-53.73

其他收益	8,168.00	15,000.00	10,742.54	1,500.00
营业利润	4,583.22	15,747.23	17,377.72	5,156.86
营业外收入	6.54	40.83	3.20	12,787.61
利润总额	4,567.09	15,786.02	17,296.20	17,816.36
综合毛利率	14.19%	14.15%	13.88%	13.57%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告以及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较差，主要在建、拟建项目资金需求较大，面临较大资金压力

近年来影响公司经营活动现金流的因素主要有：（1）公司主营业务资金投入和资金回笼情况；（2）公司与荷塘区财政局、株洲市国有土地房屋征收处等政府部门及当地企业之间的往来款规模；（3）公司接受的政府补助现金流。2017-2019年以及2020年1-9月，公司收现比分别为0.18、0.59、0.47和0.14，收现情况表现不佳。公司往来款规模较大，且近年项目建设持续投入，经营活动现金流呈现为持续净流出，表现较差。

公司投资活动现金流主要是购买或处置企业股权、固定资产、银行理财产品以及银行定期存款等产生的现金。公司筹资活动规模较大，2017-2019年以及2020年1-9月，筹资活动现金流入分别为21.96亿元、25.08亿元、26.86亿元和37.67亿元，资金主要来自银行借款、债券融资、融资租赁以及股东注资等。筹资活动现金流出主要是偿还债务本金和利息支付的现金。2017-2019年以及2020年1-9月，筹资活动现金分别净流入3.94亿元、5.04亿元、1.58亿元和21.44亿元，公司较为依赖外部融资。

截至2020年9月末，公司主要在建、拟建项目计划总投资53.49亿元，尚需投资32.42亿元，项目资金主要由公司自行筹集，面临较大资金压力。

表 15 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2020年1-9月	2019年	2018年	2017年
收现比	0.14	0.47	0.59	0.18
销售商品、提供劳务收到的现金	7,907.48	41,100.99	70,916.76	13,888.06
收到的其他与经营活动有关的现金	120,699.79	154,851.96	102,231.37	120,588.29
经营活动现金流入小计	128,607.27	195,952.95	173,148.13	134,476.36
购买商品、接受劳务支付的现金	164,764.29	91,559.98	103,732.29	100,476.41
支付的其他与经营活动有关的现金	136,917.08	177,548.63	75,308.77	58,892.73
经营活动现金流出小计	303,040.47	270,952.04	180,390.40	160,821.68
经营活动产生的现金流量净额	-174,433.20	-74,999.08	-7,242.27	-26,345.32

投资活动产生的现金流量净额	-862.26	-423.08	-4,269.06	-4,167.38
筹资活动产生的现金流量净额	214,399.33	15,842.97	50,366.81	39,372.76
现金及现金等价物净增加额	39,103.87	-59,579.20	38,855.48	8,860.06

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告以及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模持续增长，面临较大偿债压力

随着政府资产的注入以及经营活动利润积累，近年公司所有者权益保持增长，2020 年 9 月末所有者权益为 50.46 亿元。近年公司融资规模不断扩大，2017-2019 年负债总额年复合增长率为 16.62%，2020 年 9 月末负债总额增至 97.18 亿元。截至 2020 年 9 月末，公司产权比率为 192.60%，较上年末大幅增长 55.05 个百分点。

表 16 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020 年 9 月	2019 年	2018 年	2017 年
负债总额	971,776.81	689,813.32	588,320.90	507,235.11
所有者权益	504,559.83	501,506.61	445,192.80	432,445.75
产权比率	192.60%	137.55%	132.15%	117.29%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告以及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

公司负债以非流动负债为主，截至 2020 年 9 月末，流动负债和非流动负债余额分别为 22.85 亿元和 74.32 亿元，占总负债比重分别为 23.52% 和 76.48%。

公司短期借款规模较小，2020 年 9 月末余额为 0.96 亿元，均为质押借款。公司应付票据系银行承兑汇票，2020 年 9 月末余额为 1.00 亿元。公司其他应付款主要包括往来款、保证金、暂收及代收款项，近年规模保持增长，2020 年 9 月末余额为 7.10 亿元，其中往来款余额 3.17 亿元、暂收及代收款项余额 2.12 亿元、保证金余额 1.11 亿元。截至 2020 年 9 月末，公司一年内到期的非流动负债余额为 8.72 亿元，其中一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款余额分别为 6.04 亿元、2.50 亿元和 0.18 亿元。

表 17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020 年 9 月		2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	9,600.00	0.99%	9,800.00	1.42%	16,450.00	2.80%	42,650.00	8.41%
应付票据	10,000.00	1.03%	20,000.00	2.90%	770.00	0.13%	0.00	0.00%
其他应付款	71,033.78	7.31%	41,455.51	6.01%	16,751.35	2.85%	17,361.69	3.42%
一年内到期的非流动负债	87,150.00	8.97%	121,341.00	17.59%	171,320.00	29.12%	102,564.77	20.22%

流动负债合计	228,528.01	23.52%	242,611.68	35.17%	238,388.34	40.52%	204,391.27	40.30%
长期借款	298,930.00	30.76%	193,685.00	28.08%	166,930.00	28.37%	246,800.00	48.66%
应付债券	329,018.80	33.86%	149,916.64	21.73%	73,952.56	12.57%	0.00	0.00%
长期应付款	115,300.00	11.86%	103,600.00	15.02%	109,050.00	18.54%	56,043.84	11.05%
非流动负债合计	743,248.80	76.48%	447,201.64	64.83%	349,932.56	59.48%	302,843.84	59.70%
总负债	971,776.81	100.00%	689,813.32	100.00%	588,320.90	100.00%	507,235.11	100.00%
其中：有息债务	849,998.80	87.47%	598,342.64	86.74%	538,472.56	91.53%	448,058.61	88.33%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告以及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

公司长期借款以保证借款为主，还包括信用借款和抵质押借款。2020年9月末长期借款余额为29.89亿元，主要为银行借款和信托借款，借款利率处于4.75%-10.80%区间。截至2020年9月末，公司应付债券余额为32.90亿元，存续债券具体情况如表18所示。

表18 截至2020年9月末公司存续债券明细情况

债券名称	发行日期	债券期限	债券余额(亿元)	利率(%)
2018年度第一期债权融资计划	2018/8/17	5年	6.00	8.50
2019年度第一期债权融资计划	2019/1/4	5年	2.50	8.50
非公开定向融资计划-金城集团2019稳健一号	2019/3/20	2年	1.00	11.80
19株洲金城PPN001	2019/4/11	5年	0.30	7.30
19株洲金城PPN002	2019/5/9	5年	5.00	7.36
2019金城集团政信1号债务融资计划	2019/6/20	3年	0.04	11.70
非公开定向融资计划-国投号	2019/5/30	3年	0.88	11.70
株洲金城集团资产收益权一号产品	2019/8/6	2年	0.08	12.00
金城集团2019债权项目	2019/11/8	2年	0.55	12.50
20株洲金城PPN001	2020/1/10	3年	5.00	7.50
20株洲金城PPN002	2020/4/10	3年	4.70	7.50
2020年度第一期债权融资计划	2020/6/17	3年	4.74	7.50
20株金01	2020/7/24	5年	5.00	7.45
合计	-	-	35.79	-

资料来源：公司提供

公司长期应付款主要为应付融资租赁款以及棚改项目款，2020年9月末长期应付款余额为11.53亿元，其中应付株洲棚改9.01亿元。株洲棚改系株洲市棚改项目国开行统筹贷款主体，根据其他公司的需求统一向国开行贷款，款项由资金实际使用方进行偿还。

截至2020年9月末，公司有息债务余额为85.00亿元，较上年末大幅增长42.06%。根据公司提供的截至2020年9月末的有息债务偿还期限分布表，2020年10-12月、2021和2022年，公司分别需偿还有息债务本金7.59亿元、22.07亿元和19.21亿元，偿债压力较大。

表 19 截至 2020 年 9 月末公司有息债务偿还期限分布表（单位：亿元）

项目	2020 年 10-12 月	2021 年	2022 年	2023 年及以后
本金	7.59	22.07	19.21	36.13

资料来源：公司提供

随着融资规模的扩大，截至2020年9月末，公司资产负债率升至65.82%。2017-2019年以及2020年9月末，公司现金短期债务比分别为0.70、0.75、0.52和0.98，现金类资产对短期债务保障程度偏弱。公司有息债务规模较大，且近年持续增长，2019年EBITDA利息保障倍数和有息债务/EBITDA分别为0.60和23.98，公司盈利水平对有息债务覆盖程度不足，总体面临较大偿债压力。

表 20 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年 9 月	2019 年	2018 年	2017 年
资产负债率	65.82%	57.90%	56.92%	53.98%
现金短期债务比	0.98	0.52	0.75	0.70
EBITDA 利息保障倍数	-	0.60	0.78	0.78
有息债务/EBITDA	-	23.98	17.65	18.09

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告以及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券本息的偿付资金来源主要包括以下几个方面：

（1）本期债券募投项目的经济效益：根据募投项目可研报告测算，在本期债券存续期内，募投项目可实现净收益82,284.63万元。

同时中证鹏元关注到，募投项目投资规模较大，能否按时完工且按计划销售、出租，并实现预期收益，存在一定不确定性。

（2）公司经营性业务：2017-2019年以及2020年1-9月，公司分别实现营业收入7.84亿元、12.11亿元、8.73亿元和5.46亿元，实现利润总额1.78亿元、1.73亿元、1.58亿元和0.46亿元。公司基础设施工程业务和土地整理业务持续性较好，预计未来公司良好的经营状况能为本期债券还本付息提供一定保障。

同时中证鹏元关注到，公司作为荷塘区基础设施建设主体，基础设施工程和土地整理项目均需公司自行垫资，在建、拟建项目较多，尚需投资规模较大，公司面临较大资金压力。

(3) 公司土地资产变现：截至2020年9月末，公司未抵押土地有13宗，使用权面积合计62.63万平方米，账面价值合计10.67亿元，土地资产变现能为公司提供一定偿债资金支持。

同时中证鹏元关注到，公司土地大部分未缴纳出让金，且土地出让受政府规划以及市场的影响，变现能力较弱。

(二) 本期债券保障措施分析

湖南担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平

湖南担保为公司本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围包括本期债券本金、利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的费用。担保期间为本期债券存续期及本期债券品种到期之日起两年。经国家发展和改革委员会注册，本期债券利率、期限、还本付息方式等发生变更时，需另行经过担保人的书面同意。未经担保人书面同意而加重担保人担保责任的，担保人就加重部分不再承担担保责任。

湖南担保前身为湖南担保有限责任公司，设立于2010年4月，初始注册资本为15.02亿元。2017年，湖南省人民政府将湖南经济建设融资担保有限公司和湖南省文化旅游融资担保有限公司划入湖南担保；此外，湖南担保在2018年收到湖南省财政厅注入的3亿元国家资本金，2018年10月30日湖南担保公司名称更改为现名。2019年6月，湖南担保控股股东由“湖南省人民政府国有资产监督管理委员会”变更为“湖南省财政厅”；2019年11月11日，湖南担保获得湖南财信金融控股集团有限公司（以下简称“财信金控”）增资20亿元，增资后湖南担保注册资本金达到60亿元，实收资本为53.08亿元，财信金控持股比例为33.33%，湖南省财政厅持股比例为66.67%。2019年12月16日，湖南担保原股东财信金控退出，控股股东为湖南省财政厅，直接持股比例为100%，实际控制人为湖南省人民政府。

作为湖南省财政厅全资控股的大型国有企业和重要担保机构，湖南担保得到了湖南省人民政府在资本补充、业务运营和风险补偿等方面的大力支持。湖南担保主要在湖南省内从事融资担保业务和再担保业务。2017-2019年以及2020年1-9月，湖南担保分别实现营业收入17,287.57万元、19,547.46万元、21,442.08万元和20,266.01万元，营业收入规模整体保持增长。从收入结构来看，湖南担保营业收入主要来源于担保费收入。

表 21 湖南担保营业总收入构成情况（单位：万元）

项目	2020年1-9月	2019年	2018年	2017年
----	-----------	-------	-------	-------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	11,979.03	59.11%	11,819.60	55.12%	8,369.37	42.82%	11,428.16	66.11%
减：未到期责任准备金	300.60	-	1,888.93	-	-1,585.99	-	-623.20	-
利息收入	4,792.14	23.65%	6,094.54	28.42%	6,819.76	34.89%	2,697.23	15.60%
投资收益	3,451.57	17.03%	5,063.01	23.61%	2,555.83	13.07%	2,340.11	13.54%
其他收入	343.87	1.70%	353.88	1.65%	216.51	1.11%	198.87	1.15%
营业总收入	20,266.01	100.00%	21,442.08	100.00%	19,547.46	100.00%	17,287.57	100.00%

注：其他收入主要是租赁收入、咨询服务收入和资产处置收益等其他收益，表中 2018 年数据为 2019 年审计报告上期数。

资料来源：湖南担保 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

截至 2020 年 9 月末，湖南担保资产总额为 72.59 亿元，所有者权益合计为 57.22 亿元；2019 年度，湖南担保实现营业总收入 2.14 亿元，净利润 0.07 亿元。

表 22 湖南担保主要财务数据（单位：亿元）

项目	2020 年 9 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	72.59	68.50	44.93	43.05
所有者权益	57.22	57.33	35.23	32.41
营业总收入	2.03	2.14	1.95	1.16
担保费收入	1.20	1.18	0.84	1.11
净利润	-0.20	0.07	0.42	0.29
净资产收益率	-	0.15%	1.25%	1.22%
融资担保余额	559.31	365.06	47.79	79.18
间接融资担保余额	301.01	250.40	33.27	56.34
直接融资担保余额	99.06	47.31	12.00	9.00
再担保余额	159.24	67.35	2.52	13.84
非融资担保余额	1.03	0.89	3.89	16.51
当期担保发生额	287.35	198.01	32.77	81.30
拨备覆盖率	52.34%	38.83%	32.06%	38.73%
当期担保代偿率	1.03%	2.80%	8.44%	4.75%
累计代偿回收率	45.88%	43.71%	32.31%	31.61%

注：表中 2018 年营业总收入为 2019 年审计报告上期数。

资料来源：湖南担保 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，湖南担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，湖南担保主体长期信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性。

九、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年10月23日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2020年9月末，公司对外担保金额合计19.90亿元，与期末净资产之比为39.44%。公司对外担保主要是对株洲金科建设投资经营集团有限公司的借款担保，对其担保金额占总金额比重达99.73%。株洲金科建设投资经营集团有限公司系株洲市国有企业，实际控制人为株洲市国资委。公司对外担保均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

表 23 截至 2020 年 9 月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日	是否有反担保
株洲金科建设投资经营集团有限公司	10,000.00	2019/7/9	2021/7/8	否
株洲金科建设投资经营集团有限公司	100,000.00	2019/4/2	2024/4/1	否
株洲金科建设投资经营集团有限公司	19,470.00	2019/7/4	2021/7/23	否
株洲金科建设投资经营集团有限公司	15,000.00	2020-7-23	2021/7/22	否
株洲金科建设投资经营集团有限公司	50,000.00	2020-3-16	2023/3/16	否
株洲金科建设投资经营集团有限公司	4,000.00	2018/12/21	2020/12/31	否
株洲金城燃气发展有限公司	530.00	2018/7/25	2025/7/25	否
合计	199,000.00	-	-	-

资料来源：公司提供

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年9月	2019年	2018年	2017年
货币资金	104,272.41	79,118.54	140,467.74	100,842.26
其他应收款	272,709.33	207,578.44	77,401.34	87,477.45
存货	973,164.65	787,452.44	676,864.97	645,686.08
流动资产合计	1,399,796.98	1,114,955.99	956,266.12	873,631.21
可供出售金融资产	22,110.00	21,332.86	21,010.00	8,510.00
固定资产	36,021.29	36,174.28	36,822.72	37,550.99
非流动资产合计	76,539.65	76,363.94	77,247.59	66,049.65
资产总计	1,476,336.64	1,191,319.92	1,033,513.71	939,680.85
短期借款	9,600.00	9,800.00	16,450.00	42,650.00
应付票据	10,000.00	20,000.00	770.00	0.00
其他应付款	71,033.78	41,455.51	16,751.35	17,361.69
一年内到期的非流动负债	87,150.00	121,341.00	171,320.00	102,564.77
流动负债合计	228,528.01	242,611.68	238,388.34	204,391.27
长期借款	298,930.00	193,685.00	166,930.00	246,800.00
应付债券	329,018.80	149,916.64	73,952.56	0.00
长期应付款	115,300.00	103,600.00	109,050.00	56,043.84
非流动负债合计	743,248.80	447,201.64	349,932.56	302,843.84
总负债	971,776.81	689,813.32	588,320.90	507,235.11
有息债务	849,998.80	598,342.64	538,472.56	448,058.61
所有者权益	504,559.83	501,506.61	445,192.80	432,445.75
营业收入	54,585.39	87,320.33	121,136.79	78,357.09
其他收益	8,168.00	15,000.00	10,742.54	1,500.00
营业利润	4,583.22	15,747.23	17,377.72	5,156.86
营业外收入	6.54	40.83	3.20	12,787.61
利润总额	4,567.09	15,786.02	17,296.20	17,816.36
净利润	3,053.22	11,313.80	12,747.06	16,745.22
经营活动产生的现金流量净额	-174,433.20	-74,999.08	-7,242.27	-26,345.32
投资活动产生的现金流量净额	-862.26	-423.08	-4,269.06	-4,167.38
筹资活动产生的现金流量净额	214,399.33	15,842.97	50,366.81	39,372.76
财务指标	2020年9月	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	14.19%	14.15%	13.88%	13.57%
收现比	0.14	0.47	0.59	0.18
产权比率	192.60%	137.55%	132.15%	117.29%
资产负债率	65.82%	57.90%	56.92%	53.98%
现金短期债务比	0.98	0.52	0.75	0.70

EBITDA (万元)	-	24,956.36	30,511.57	24,769.03
EBITDA 利息保障倍数	-	0.60	0.78	0.78
有息债务/EBITDA	-	23.98	17.65	18.09

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告以及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
产权比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
现金类资产	货币资金+应收票据
有息债务	短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款

附录三 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。

