

# 株洲市国有资产投资控股集团有限公司 2022 年度 跟踪评级报告

---

项目负责人：鄢 红 hyan@ccxi.com.cn

项目组成员：张 蕾 lzhang02@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 6 月 28 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 中诚信国际关联机构中国诚信信用管理股份有限公司为客户提供绿色债券评估认证服务，经审查不存在利益冲突情形。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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和标准做出的独立判断，不存在因发行人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](http://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。

■ 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 1742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：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；

维持“19 株国投 MTN001”、“20 株国投 MTN001”、“20 株国投 MTN002”、“21 株国投 MTN001”、“17 株国 01”、“19 株国 06”、“20 株国 04”、“20 株国 07”、“21 株国 01”和“21 株洲国投债/21 株国债”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十八日

**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“19 株国投 MTN001”、“20 株国投 MTN001”、“20 株国投 MTN002”、“21 株国投 MTN001”、“17 株国 01”、“19 株国 06”、“20 株国 04”、“20 株国 07”、“21 株国 01”和“21 株国国投债/21 株国债”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了株洲市经济实力持续增强，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，持有的上市公司股权增强了公司财务弹性等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到株洲市财政收入同比下滑较多，公司债务规模持续攀升、面临的资本支出压力或将继续推升财务杠杆，短期债务压力较大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

## 概况数据

株洲国投（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	626.43	1,015.72	1,032.96	1,067.21
所有者权益合计（亿元）	247.32	375.07	360.76	373.84
总债务（亿元）	290.84	531.78	544.64	563.28
营业总收入（亿元）	86.37	96.44	104.99	22.71
净利润（亿元）	6.63	4.40	4.72	-0.62
EBITDA（亿元）	20.50	24.67	20.02	-
经营活动净现金流（亿元）	4.20	5.28	6.76	-2.65
资产负债率（%）	60.52	63.07	65.08	64.97
株洲国投（母公司口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	357.08	498.25	541.06	561.76
所有者权益合计（亿元）	146.79	234.30	218.91	231.25
总债务（亿元）	190.05	236.16	283.57	291.37
营业总收入（亿元）	8.83	11.30	2.66	-
净利润（亿元）	1.10	1.26	1.18	-1.78
EBITDA（亿元）	7.61	11.06	9.20	-
经营活动净现金流（亿元）	1.53	-0.34	-6.87	-4.26
资产负债率（%）	58.89	52.97	59.54	58.83

注：1、中诚信国际根据公司 2019~2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理；2、公司各年度财务报表均按新会计准则编制，分析时采用各期末数据；3、公司未提供 2022 年一季度现金流量表补充资料和利息支出，故部分指标失效；4、中诚信国际在分析时，将合并口径长期应付款中带息债务调整至长期债务。

## 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000\_2019\_02)

株洲市国有资产投资控股集团有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	3.13	8
	收现比(X)*	1.12	10
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.38	2
	受限资产占总资产的比重(X)	0.10	8
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	360.76	8
	总资本化比率(X)	0.60	6
	资产质量	7	7
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	7	7
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	6	6
打分结果			a+
BCA			a+
支持评级调整			3
评级模型级别			AA+
<b>打分卡定性评估与调整说明：</b> 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(a+)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

\*指标采用 2019 年~2021 年三年数据计算得出

## 正面

■ **株洲市经济实力持续增强。**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，近年来经济实力持续增强。

■ **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、资金资产注入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，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 2022 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，另投资有国海证券、湖南黄金、西王食品等多家上市公司股权，持有的上市公司股权增强了公司财务弹性。

## 关注

■ **株洲市财政收入同比下滑较多。**受非税收入大幅减少影响，2021 年株洲市完成地方一般公共预算收入 179.82 亿元，同比下降 12.11%，收入规模出现较大下滑，需关注后续恢复情况。

■ **公司债务规模持续攀升，面临的资本支出压力或将继续推升财务杠杆。**业务开展推动公司债务规模持续攀升，截至 2022 年 3 月末，公司总债务上升至 563.28 亿元，总资本化比率上升至 60.11%，处于较高水平。且目前公司各类项目仍面临较大投资压力，或将继续推升公司财务杠杆。

■ **短期债务压力较大。**随着一年内到期债务的增多，合并口径及母公司口径的短期债务规模迅速攀升，短期偿债指标均处于较弱水平，截至 2022 年 3 月末，合并及母公司口径货币资金/短期债务分别为 0.45 倍和 0.10 倍，短期债务压力较大。

## 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；公司经营性业务风险敞口显著扩张，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。

**评级历史关键信息**

株洲市国有资产投资控股集团有限公司						
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告	
AA+/稳定	21 株国投债/21 株国债 (AA+)	2021/09/14	鄢红、张蕾、朱航园、黄豫	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>	
AA+/稳定	21 株国投 MTN001 (AA+) 20 株国投 MTN002 (AA+) 20 株国投 MTN001 (AA+) 19 株国投 MTN001 (AA+)	2021/06/29	张逸菲、张蕾、吴亚婷	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>	
AA+/稳定	21 株国投 MTN001 (AA+)	2021/04/15	张逸菲、张蕾	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>	
AA+/稳定	20 株国投 MTN002 (AA+)	2020/03/09	贺文俊、张蕾、杨锐	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>	
AA+/稳定	20 株国投 MTN001 (AA+)	2020/02/17	贺文俊、张蕾、杨锐	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>	
AA+/稳定	19 株国投 MTN001 (AA+)	2018/07/05	魏荣、贺文俊、吴亚婷	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000_2018_01</a>	<a href="#">阅读全文</a>	

注：中诚信国际原口径

**同行业比较**

同区域基础设施投融资企业 2021 年主要指标对比表							
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益合计 (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)
株国投	1,032.96	360.76	65.08	672.20	104.99	4.72	6.76
株国高科	894.23	361.02	59.63	533.21	59.97	5.64	40.09
株国城发	1,317.41	478.33	63.69	839.08	69.92	4.99	17.97

注：“株国高科”为“株国高科集团有限公司”简称；“株国城发”为“株州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	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
19 株国投 MTN001	AA+	AA+	2021/06/29	10.00	7.40	2019/01/08~2024/01/08	本期债券存续的第 3 年末附票面利率选择权，回售条款；另附交叉保护、事先约束条款
20 株国投 MTN001	AA+	AA+	2021/06/29	10.00	10.00	2020/02/28~2023/02/28	交叉保护、事先约束条款
20 株国投 MTN002	AA+	AA+	2021/06/29	10.00	10.00	2020/03/20~2023/03/20	-
21 株国投 MTN001	AA+	AA+	2021/06/29	10.00	10.00	2021/04/22~2026/04/22	本期债券存续的第 3 年末票面利率选择权，回售条款；另附交叉保护、事先约束条款
17 株国 01	AA+	AA+	2021/06/29	10.00	7.50	2017/05/02~2024/05/02	本期债券存续的第 3 年和第 5 年末附票面利率选择权，回售条款
19 株国 06	AA+	AA+	2021/06/29	20.00	20.00	2019/12/27~2024/12/27	本期债券存续的第 3 年末附票面利率选择权，回售条款
20 株国 04	AA+	AA+	2021/06/29	10.00	10.00	2020/07/03~2025/07/03	本期债券存续的第 3 年末附票面利率选择权，回售条款

20 株国 07	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2021/06/29	5.00	5.00	2020/09/29~2025/09/29	本期债券存续的第 3 年末附票面利率选择权, 回售条款
21 株国 01	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2021/06/29	5.00	5.00	2021/01/22~2026/01/22	本期债券存续的第 3 年末附票面利率选择权, 回售条款
21 株洲国投债/21 株国债	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2021/09/14	2.00	2.00	2021/12/15~2028/12/15	本期债券存续的第 5 年末附票面利率选择权, 回售条款

## 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

根据《株洲市国有资产投资控股集团有限公司 2021 年公司债券年度报告》，“17 株国 01”募集资金 10 亿元，其中 5 亿元用于补充运营资金，5 亿元用于偿还债务，截至 2021 年末，募集资金已使用完毕。

“19 株国 06”募集资金 20 亿元，扣除发行费用后用于支持上市公司及其股东融资、缓解上市公司及其股东流动性压力。截至 2021 年末，募集资金已使用完毕。

“20 株国 04”募集资金 10 亿元，扣除发行费用后用于偿还公司有息债务，截至 2021 年末，募集资金已使用完毕。

“20 株国 07”募集资金 5 亿元，扣除发行费用后用于偿还公司有息债务，截至 2021 年末，募集资金已使用完毕。

“21 株国 01”募集资金 5 亿元，扣除发行费用后用于偿还公司有息债务，截至 2021 年末，募集资金已使用完毕。

“21 株洲国投债/21 株国债”募集资金 2 亿元，其中 1.66 亿元用于智慧株洲项目建设，0.34 亿元用于补充运营资金，截至 2021 年末，募集资金尚未使用。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济:**2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或

会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

**宏观风险:**2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

**宏观政策：**2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

**宏观展望：**疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

## 近期关注

**2021 年株洲市经济实力稳步增强，受非税收入下降影响地方财政收入同比下滑较多，需关注后续恢复情况**

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。

2021 年株洲市实现经济生产总值 3,240.30 亿元，同比增长 8.3%，增速高于全国 0.2 个、湖南省 0.6 个百分点。2021 年株洲市三次产业结构由上年的 8.2: 46.3: 45.5 调整为 7.6: 47.6: 44.8，第二和第三产业对 GDP 的贡献率分别为 54% 和 40.7%。2021 年株洲市固定资产投资持续增加，同比增长 3.3%。2021 年株洲市房地产开发投资 417.2 亿元，同比下降 0.7%，商品房销售面积 574.7 万平方米，同比下降 16.9%。

2021 年株洲市完成地方一般公共预算收入 179.82 亿元，同比下降 12.11%，株洲市一般公共预算收入的下滑主要系非税收入的下降，2021 年株洲市地方税收收入为 128.10 亿元，增长 0.03%，占地方一般公共预算收入的比重为 71.24%。同期，株洲市财政平衡率为 36.90%，较上年有所下滑，财政平衡能力一般。2021 年，株洲市实现政府性基金收入为 339.30 亿元，增长 19.44%。

政府债务方面，截至 2021 年末，株洲市政府债务余额为 905.59 亿元，债务压力相对较大。近年来株洲市坚守“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 1：2019~2021 年株洲市经济及财政概况

主要指标	2019	2020	2021
GDP (亿元)	3,003.13	3,105.80	3,240.30
GDP 增速 (%)	7.9	4.1	8.3
人均 GDP (万元)	7.45	7.96	8.79
一般公共预算收入 (亿元)	200.96	204.60	179.82
政府性基金收入 (亿元)	297.4	284.07	339.30
上级补助收入 (亿元)	200.66	206.02	--
一般公共预算支出 (亿元)	526.1	469.81	487.36
财政平衡率 (%)	38.20	43.55	36.90

注：株洲市政府仅公布 2021 年株洲市财政收支简况，部分数据尚未公布。

资料来源：株洲市人民政府网站，中诚信国际整理

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。但 2021 年财政收入下滑较多，需关注后续的恢复情况。2022 年 2 月 24 日，国家发改委发布了《国家发展改革委关于同意长株潭都市圈发展规划的复函》（发改规划[2022]199 号）；2022 年 3 月，湖南省人民政府印发《长株潭都市圈发展规划》，株洲市有望依托“长株潭一体化”拓展发展空间、聚集发展资源、进一步提升发展水平。

### 2021 年以来我国经济保持增长、人口老龄化进一步加剧、医疗保健重视程度加强和居民收入水平提高，药品刚性需求旺盛，医药行业运行态势整体良好；疫情防控常态化令相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求增加

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。其中，2021 年随着国内和国际新冠病毒疫苗和相关诊断试剂销售大幅增长，加之疫情防控态势良好扭转了终端药品市场的负增长状态。根据中国医药企业管理协会发布的数据显示，2021 年医药工业规模以上企业实现营业收入 33,049.3 亿元，同比增长 19.1%；实现利润总额 7,006.5 亿元，同比增长 68.9%。各子行业中，生物制品子行业在新冠病毒疫苗销售的带动下呈现爆发式增长，营业收入和利润增速显著高于其他子行业；化学制品、中药饮片、中成药 3 个子行业营业收入从 2020 年的负增长实现了 10% 左右的增长；卫生材料及医药用品子行业营业收入和利润均有所下降，主要系防护服、口罩等卫生防护用品销售同比有所下降。

随着疫情的良好管控，其对医药行业的影响有所减弱，但 2021 年国内各地区疫情仍时有反复，且年末随着传播性更强的新冠病毒新变异种“奥密克戎”不断在各区域阶段性爆发，对个别区域的生产、生活造成了极大影响，医院等传统医疗机构门诊量和住院人数大幅下降，对医药工业和医药流通市场形成一定冲击。疫情防控常态化令相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求量亦随之增加，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，医药和医疗用品相关行业保证生产；同时，叠加前期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，近年来疫情相关产品的医药工业和医药流通市场规模大幅增长。

### 国内卫生体制改革持续深化使得医药制造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

近年来国家医疗保障局（以下简称“国家医保局”）、国家卫生健康委员会（以下简称“国家卫健委”）、和国家药品监督管理局（以下简称“国家药监局”）在医疗端、医药端和医保端“三医联动”持续深化改革，发布了国家医保谈判“双通道”管理机制、“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批政策等一系列重磅政策法规，通过医保、医药和医疗的联动，促进医药行业改革进一步推进与深化，加快建设可持续的多层次医疗卫生服务保障体系。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 2：2021 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
2021.4	国家医保局、国家卫健委	《关于建立完善国家医保谈判“双通道”管理机制的指导意见》	为确保国家医保谈判药品顺利落地，满足参保患者用药需求，就建立完善谈判药品“双通道”管理机制在分类管理、遴选药店、规范使用、完善支付政策、优化经办管理、强化监管、加强领导等方面提出指导意见。	促进谈判药品的供应保障多元化，对于解决谈判药品“进院难”问题、推动医疗机构药品制度改革等将产生积极影响。
2021.5	国家药监局	《药品警戒质量管理规范》	规范适用于药品上市许可持有人和获准开展药物临床试验的药品注册申请人开展的药物警戒活动，要求持有者和申办者建立药物警戒体系，通过体系的有效运行和维护，监测、识	规范和指导药品上市许可持有人和药品注册申请人的药物警戒活动，全面落实药物警戒主体责任，明确其在药物警戒体系建设和药物警戒

			别、评估和控制药品不良反应及其他与用药有关的有害反应等。	活动开展中的职责，并对药物警戒的委托管理进行原则性规定。
2021.9	国务院办公厅	《“十四五”全民医疗保障规划》	提出“十四五”期间全民医疗保障的发展基础、总体要求（指导思想、基本原则、发展目标），健全多层次医疗保障制度体系，优化医疗保障协同治理体系构筑坚实的医疗保障服务支撑体系，要求各地区、各有关部门做好规划实施。	促进基本医疗保障公平发展，有利于加快建立覆盖全民、城乡统筹、权责清晰、保障适度、可持续的多层次医疗保障体系。
2022.1	工业和信息化部、国家发展和改革委员会等九部门	《十四五医药工业发展规划》	新一轮技术变革和跨界融合加快，围绕新机制、新靶点药的基础研究和转化应用不断取得突破，生物医药与新一代信息技术深度融合	医药工业新一轮科技革命和产业变革为行业发展提供了广阔空间。

资料来源：公开资料整理

其中，医保端政策调整对医药制造行业的影响最为直接也最为明显。近年来我国进行多批全国范围内国家药品集中采购及医用耗材集中采购，药品与医用耗材带量采购已逐步实现常态化，中选品种数量和中标企业数量整体提升，平均降价幅度亦始终保持在 50% 以上，与此同时，省际集采联盟的数量亦不断增多，与国家集采形成良好配合与补充。医保目录持续进行动态调整，不断调入基本用药，平均价格降幅保持在 50% 以上。**中诚信国际认为**，

上述政策有助于整体提升仿制药品质，加速原研药替代。引导药品适度竞争，为价格更低、质量更优的药品腾出空间，提升药品可及性和用药公平性。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。而另一方面，带量采购和医保目录动态调整的不断深入使得医药制造行业整体竞争压力加剧，促使行业内企业通过优化生产与经营效率以实现成本压降，行业竞争回归药品成本把控以及效用与质量的提升。

**表 3：历次药品及医疗器械集中采购主要情况一览（个）**

带量采购批次	范围	时间	采购周期	中选品种数量	平均降价幅度	最高降价幅度	中标企业数量
1	4+7 城市	2018 年 11 月	以结果执行日起 12 个月	25	52%	96%	15
扩围	全国	2019 年 9 月	中选企业不超过 2 家（含）的品种，本轮采购周期原则上为 1 年；中选企业为 3 家的品种，本轮采购周期原则上为 2 年。采购周期视实际情况可延长一年	25	59%	78%	45
2	全国	2019 年 12 月	全国实际中选企业为 1 家的品种，本轮采购周期原则上为 1 年；全国实际中选企业为 2 家或 3 家的品种，本轮采购周期原则上为 2 年；全国实际中选企业为 4 家及以上的品种，本轮采购周期原则上为 3 年	32	53%	93%	77
3	全国	2020 年 7 月	全国实际中选企业为 1 家或 2 家的，本轮采购周期原则上为 1 年；全国实际中选企业为 3 家的，本轮采购周期原则上为 2 年；全国实际中选企业为 4 家及以上的，本轮采购周期原则上为 3 年	55	53%	95%	125
首批国家高值医用耗材集中带量采购	全国	2020 年 11 月	本次冠脉支架采购周期 2 年	27	93%	--	11
4	全国	2021 年 1 月	全国实际中选企业为 1 家或 2 家的，本轮采购周期原则上为 1 年；全国实际中选企业为 3 家的，本轮采购周期原则上为 2 年；全国实际中选企业为 4 家及以上的，本轮采购周期原则上为 3 年	45	52%	96%	118
5	全国	2021 年 6 月	全国实际中选企业为 1 家或 2 家的，本轮采购周期原则上为 1 年；全国实际中选企业为 3 家的，本轮采购周期原则上为 2 年；全国实际中	61	56%	98%	148

			选企业为4家及以上的,本轮采购周期原则上为3年				
骨科创伤类医用耗材集中带量采购	12省市	2021年7月	2021年11月1日至2022年10月31日	20,751	88.65%	--	71
6	全国	2021年11月	本次胰岛素集中采购周期为2年,由各地终选结果实际执行日起计算	6	48%	76%	11

资料来源:公开资料整理

表4:历次医保谈判主要情况一览

谈判时间	入围药品数量(个)	谈判成功药品数量(个)	平均降幅	协议有效期
2015年(试点)	5	3	50%以上	2016年至2017年采购期内
2017年	44	36	39%	2018年1月1日至2019年12月31日
2018年	18	17	56.7%	2019年1月1日至2020年12月31日
2019年	119(新药)+31(续约品种个数)	70(新药)+27(续约品种个数)	60.7%+26.4%	2020年1月1日至2021年12月31日
2020年	162	119	50.64%	2021年3月1日至2022年12月31日
2021年	117	94(27个目录内原有品种+67个目录外新增药品)	61.71%(目录外新增药品)	2022年1月1日至2022年12月31日

资料来源:公开资料整理

### 医药流通行业增速保持恢复态势,随着医改持续深化,行业集中度不断提升,整体呈现转型升级、高质量发展态势

2021年全国药品流通市场销售规模持续稳定增长,行业增速保持恢复态势。据商务部药品流通行业管理系统数据显示,2021年全国七大类医药商品销售总额25,829亿元(含税),扣除不可比因素同比增长9.26%,增速同比加快8.06个百分点,比2019年同期增长8.93%;其中药品零售市场销售额5,463亿元,同比增长7.73%,增速同比放慢3.84个百分点,比2019年同期增长14.69%。

医药卫生体制改革不断深化带动行业规模效应逐渐凸显,药品批发企业行业集中度持续提升,2020年药品批发企业主营业务收入前100位占同期全国医药市场总规模的73.7%,同比提高0.4个百分点。其中,4家全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的42.6%,同比提高1.6个百分点。2021年以来在带量采购常态化和深入化、器械带量采购的推行影响下,药品流通企业利润空间继续被压缩,具备较强资金实力、拥有较全面的网络覆盖和综合服务能力的大型流通企业规模优势得到体现,未来或将进一步提升行业集中度,不

断优化行业结构。同时,在新政策及新市场的驱动下药品流通企业亦将提升自身核心竞争力,实现从传统的药品分销商向高质量的医药供应链服务商,进而向健康综合服务商转型升级的全产业链运行模型。

表5:2020年度医药批发业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	中国医药-重庆医药联合体
6	广州医药有限公司
7	深圳市海王生物工程股份有限公司
8	南京医药股份有限公司
9	华东医药股份有限公司
10	安徽华源医药集团股份有限公司

资料来源:中国医药商业协会

零售企业亦保持较好的发展态势,截至2021年9月末连锁化率提升至57.1%,行业集中度不断提高。随着医院药品零加成、两票制、双通道药房、取消院内药房等促进处方外流政策的陆续落地,国家药品集采的持续推进,为未来药品零售企业带来更多的市场空间和发展机遇,但同时对其供应链管理、信息化建设、专业化服务、用药安全控制提出更高要求,集团化、专业化、连锁化药店将更具备

竞争优势。

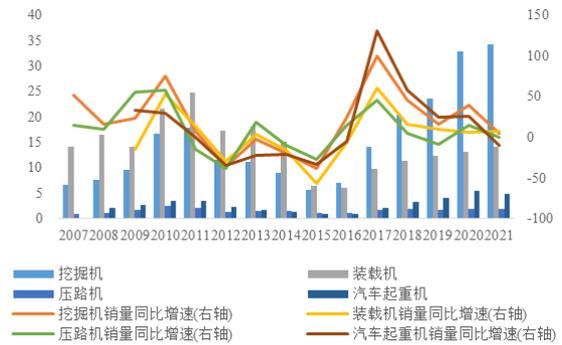
此外，2021年10月商务部发布《关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》明确了完善城乡药品流通功能、着力提升药品流通能级、稳步发展数字化药品流通、持续优化流通行业结构，未来建立快捷、高效、安全、方便且具有国际竞争力的现代医药物流服务体系，大幅提高物流的社会化、专业化和现代化水平，将是医药流通企业应对挑战、谋求发展的上佳选择。同时，“互联网+医药”、医保线上支付等政策的实施，叠加疫情催化作用，医药电商或将成为行业新增长点。

**随着下游基建及房地产行业补偿性需求快速释放，2021年上半年工程机械产品销量大幅增长；但下半年以来主要产品销量明显回落，在固定资产投资预期下探以及更新换代高峰接近尾声的影响下，2022年行业销售或将承压，海外市场将成为重要增长点**

工程机械行业是国家装备制造业的重点产业之一，行业的发展与国民经济现代化发展和基础设施水平息息相关。同时，作为周期性行业，自2016年以来均维持了正增长态势。

从产品结构来看，挖掘机、装载机、起重机、压路机四个常用工程机械设备占据了我国工程机械市场上绝大部分的份额，其中挖掘机占据绝对市场地位。2021年1~6月挖掘机累计销量22.38万台，同比增长31.34%，销量再创同期历史新高；但下半年以来销售情况出现明显下滑，全年销售34.28万台，同比增速降至4.63%，其中国内市场销量27.44万台，同比下降6.32%。受季节性因素及上年高基数影响，2022年1~2月共销售挖掘机4.10万台，同比下降16.3%，行业增速依然承压。

图 1：主要工程机械产品年度销量及增速变动情况(%)



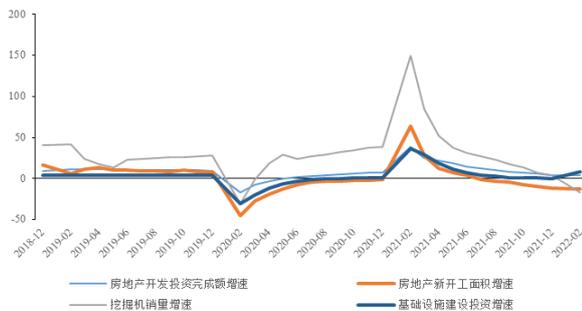
资料来源：中国工程机械工业协会，中诚信国际整理

从全球竞争力来看，我国工程机械行业的竞争实力逐步增加，全球市场份额不断上升，同时国内市场中海外品牌占比亦不断下降。根据英国 KHL 集团发布的最新全球工程机械制造商 50 强排行榜 (Yellow Table 2021)，中国共有 10 家企业入榜，销售额占全球市场的份额同比提升 7.3 个百分点至 24.9%；除厦工股份和新入榜的浙江鼎力外，其他企业排名均有所上升，其中徐州工程机械集团有限公司（以下简称“徐工集团”）、三一重工和中联重科跻身榜单前五。

从市场需求来看，工程机械行业下游领域拉动作用较为明显的有房地产和基础设施建设行业，与宏观经济发展密不可分。基础设施投资作为下游主要驱动因素之一，近年来均保持正增长趋势，但整体增速已放缓：2021 年全国基础设施投资完成额（不含电力）同比增长 0.4%，受专项债发行进度后置等因素影响，增速低于预期。我国“十四五”规划明确提出了 102 项重大工程项目，其中多数聚焦基建领域，重大工程项目的推进和新型基础设施建设投资力度的加强，能够对工程机械的下游需求带来一定的支撑；但考虑到土地财政的削弱以及地方政府债务风险控制任务的严峻性，稳增长与地方政府债务风险之间的矛盾依然突出，预计 2022 年基建投资将温和增长。房地产开发投资增速与工程机械行业整体销量变动具有较高的一致性，2020 年下半年起，“三道红线”、“集中供地”政策相继出台，对房地产企业依靠债务得以扩张的发展模式形成有力约束；在此背景下，2021 年全国房地产开发投

资完成额增速连续回落，2022年1~2月增速进一步降至3.7%。在现有严监管政策框架下，预计2022年全年我国房地产投资增速仍将放缓，短期内较难作为拉动工程机械产品销售增长的驱动力。

图2：我国挖掘机销量与基建和房地产投资增速对比 (%)



资料来源：国家统计局、公开资料，中诚信国际整理

工程机械行业更新换代需求亦是本轮行业景气度上升的重要因素，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，2016~2021年为其存量产品的淘汰和更新换代高峰期。环保政策升级方面，生态环境部办公厅发布的《〈非道路移动机械用柴油机排气污染物排放限值及测量方法(中国第三、四阶段)〉(GB 20891-2014)修改单》中指出，自2022年12月1日起，所有生产、进口和销售的560kW以下(含560kW)非道路移动机械及其装用的柴油机应符合本标准第四阶段要求；环保政策的升级或将使得未来两年内老旧设备和高排放设备加速淘汰，为工程机械行业增量提供了一定的内在驱动力。整体来看，工程机械自然更新换代高峰已于2021年接近尾声，未来1~2年内各产品预计仍将有一定规模的自然更新换代及高排放设备排放需求，但难以为销售量的高速增长提供保障。

近年来我国主要工程机械企业逐步加大对海外市场的开拓和布局，全行业出口金额整体呈波动增长趋势，其中2020年受海外新冠疫情持续发酵的冲击，国际市场需求短期受到明显抑制，行业出口规模出现一定程度的回落，全年工程机械出口金额209.69亿美元，同比下降13.6%。2021年以来，随着海外主要市场区域疫情的缓解、逆周期调节的

加强及补偿性需求的释放，我国工程机械出口呈现快速回暖趋势；全年工程机械出口金额达到340亿美元，同比大幅增长60.4%。中长期来看，海外市场拥有比国内市场更大的行业空间，随着国产品牌国际化布局的全面铺开，海外销售渠道、经销服务网络不断的优化，国内工程机械龙头企业有望成为全球工程机械领军企业；尤其是在目前国内需求端走弱的情况下，海外市场需求将为国内工程机械企业的可持续发展提供强劲动力。

中诚信国际认为，随着国内疫情得到有效控制以及国家宏观调控力度加码，下游行业及时复工复产带动需求释放，2021年上半年工程机械产品销量保持快速增长；但2021年下半年以来，基建及房地产投资的放缓使得国内需求增量减少，叠加本轮更新换代高峰期结束，行业景气度有所回落，出口则有望成为未来行业发展的重要驱动力。

### 跟踪期内公司产权结构与治理结构无变动

跟踪期内，公司产权结构未发生变动，截至2022年3月末，株洲市国有资产监督管理委员会（以下简称“株洲市国资委”）持有公司90%的股权，湖南省国有投资经营有限公司持有公司10%的股权，株洲市国资委系公司控股股东和实际控制人。

跟踪期内，公司治理结构未发生变化，公司组织结构完善，内部管理制度健全，日常经营正常运转。

### 千金药业在妇科中药业务方面持续保持竞争优势，收入及盈利水平较为稳定

株洲千金药业股份有限公司（以下简称“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 2022 年 3 月末，千金药业总股本 429,807,117.00 股，株洲国投直接持有千金药业 119,381,136 股，持股比例为 27.78%，是其第一大股东<sup>1</sup>。2021 年及 2022 年 1~3 月，千金药业分别实现营业收入 36.64 亿元和 9.53 亿元，同比增长 1.02% 和 4.44%；实现归属于上市公司股东的净利润分别为 3.02 亿元和 0.40 亿元，同比增长 1.68% 和 5.43%，经营较为平稳。2021 年千金药业拟派发现金红利 2.58 亿元（含税）。

表 6：千金药业主营业务收入结构（亿元）

收入	2019	2020	2021
中药	8.21	9.20	9.37
西药	7.42	6.59	6.53
药品批发零售	16.29	18.07	17.69
卫生用品	2.10	1.83	1.81
其他及抵消影响	0.67	0.17	0.59
<b>合计</b>	<b>34.70</b>	<b>35.86</b>	<b>35.99</b>

注：其他业务主要包括娱乐、中药材及饮品生产等。

资料来源：千金药业各年度报告，中诚信国际整理

千金药业经营主要包含医药工业和医药商业，医药工业主要生产中成药和西药，医药商业主要包括医药批发及零售。采购模式上，千金药业的主要原材料为当归、党参和穿心莲等中药材，为保障供应，千金药业子公司在甘肃、云南药材产地设立了中药材种植、收购、加工基地。除此之外，千金药业生产所需的其他中药材、化学原料药、辅助材料等均系向外部供应商采购。

生产模式上，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。

千金药业产品主要通过医疗终端和零售进行

销售。针对医院终端，千金药业组建了医疗营销部，积极参与全国性及省市级的医疗学术研讨活动，最终将产品优势转化为市场优势。随着国家“986”基药政策的推进，千金药业实施了“基药大开发”的营销策略，重点推广妇科千金片/胶囊和补血益母丸/颗粒两大独家基药产品，其中补血益母丸/颗粒 2021 年发货纯销超亿元。

针对零售终端，千金药业组建了药店营销部，加强与全国各地连锁药店及单体药店的合作，根据连锁药店的特点制定出不同的合作方案，满足连锁差异化的需求，通过渠道分销确保产品到达各零售终端。通过加大开展消费者教育、店员培训、品牌宣传等门店促销活动，促进产品销售。2021 年受新冠疫情反复、药店终端客流减少等因素影响，千金药业线下零售终端销量稍有下降，但妇科千金片/胶囊、益母颗粒、加味逍遥丸等品种仍保持市场份额第一的地位。同时，千金药业在线下销售受影响的情况下，进一步加强线上的营销力度。

千金药业当前处于国内女性医药健康领域的领先地位，“千金”为妇科中成药领域首个驰名商标，产品在妇科类口服中成药市场份额由 2017 年占比 17% 提升到 2021 年占比 21.96%。千金药业现有片剂、胶囊剂、颗粒剂等 9 个剂型，主要产品有妇科千金片（胶囊）、补血益母丸（颗粒）、椿乳凝胶、妇科断红饮胶囊等 11 个独家品种，拥有妇科类产品发明专利 46 项、生产批件 20 个，其中 2021 年妇科千金片、胶囊益母颗粒和加味逍遥丸均进入了零售市场妇科 TOP20 品种榜。

药品销售方面，妇科千金片受提价影响，产销量有所下降；缙沙坦胶囊因集采中标，产销量均大幅增长；马来酸依那普利片则因未进入集采名录，产销量呈下降趋势。但整体来看，千金药业的产销率均控制在较高水平，库存压力较小。

总体而言，千金药业以妇科千金片（胶囊）为

<sup>1</sup> 株洲国投直接持有千金药业 27.78% 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 28.00% 的股份。

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，整体业绩较为良好。

表 7：2019~2021 年千金药业核心药品产销情况

项目	2019	2020	2021
<b>妇科千金片</b>			
产量（万盒）	2,448.10	2,464.91	1,889.69
销量（万盒）	2,293.57	2,430.37	1,879.17
库存（万盒）	366.25	400.80	411.32
<b>妇科千金胶囊</b>			
产量（万盒）	1,959.38	1,941.63	2,005.74
销量（万盒）	1,883.48	1,845.99	2,030.30
库存（万盒）	265.60	361.25	336.69
<b>水飞蓟宾葡甲胺片</b>			
产量（万盒）	351.93	445.59	520.49
销量（万盒）	370.96	412.06	480.73
库存（万盒）	41.42	74.95	114.71
<b>马来酸依那普利片</b>			
产量（万盒）	1,119.10	966.80	719.18
销量（万盒）	1,205.20	950.09	747.80
库存（万盒）	131.13	147.84	119.22
<b>缙沙坦胶囊</b>			
产量（万盒）	1,515.37	1,955.98	3,163.60
销量（万盒）	1,456.59	1,987.53	3,023.81
库存（万盒）	173.36	141.81	281.60
<b>恩替卡韦分散片</b>			
产量（万盒）	282.15	285.90	282.80
销量（万盒）	338.84	279.16	289.88
库存（万盒）	54.10	60.84	53.76

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 2021 年天桥起重风电设备业务受到较大冲击，但物料搬运及配件业务增长较快，推动营业总收入保持上升；需对公司参与中车产投混改及未来天桥起重资产重组进展保持关注

株洲天桥起重机股份有限公司（以下简称“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 2022 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，中车产业投资有限公司（以下简称“中车产投”）持有天桥起重 5% 股权且和公司为一致行动人。

天桥起重主要从事物料搬运装备（电解铝多功能机组等专用桥式起重机、通用桥式起重机、港口设备等）、有色冶炼成套装备、立体停车设备、煤炭洗选设备的研发、制造、销售业务，以及提供智能化工业生产整体解决方案。天桥起重主导产品电解铝多功能机组主要用于铝冶炼行业，是国内主要的铝冶炼专用起重设备制造商，也是钢铁冶炼起重设备、港口码头设备的重要提供商。

2021 年及 2022 年 1~3 月，天桥起重分别实现营业收入 17.74 亿元和 2.16 亿元，同比增长 18.16% 和 9.33%；同期，天桥起重实现归属上市公司股东的净利润分别为 0.60 亿元和 0.07 亿元，同比增长 3.55% 和 1.76%。其中 2021 年物料搬运装备及配件业务的增长推动营业收入上升较多。2021 年，天桥起重现金分红（含税）为 2,833.28 万元。

表 8：天桥起重主要板块收入构成（亿元）

收入	2019	2020	2021
物料搬运及配件	11.65	11.23	15.33
风电设备	0.55	2.26	0.61
选煤机械设备	0.43	0.27	0.35
有色装备及其他业务	0.71	1.26	1.45
合计	13.34	15.02	17.74

资料来源：天桥起重年度报告，中诚信国际整理

物料搬运及配件为天桥起重主导业务，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。天桥起重核心产品铝电解多功能机组在巩固国内市场的同时，不断拓宽海外市场，业务范围涉及意大利、塞尔维亚、印度、印尼等多个国家和地区，探索境外项目落地合作方案，电解铝设备技改升级业务实现翻倍式增长；港机业务向小型化产品，内河航运市场转型，逐步抢占国内市场份额，并在螺旋卸船机等绿色化港机产品上实现系列产品的应用；在通用起重机方面，天桥起重挖掘造纸印刷、

有色深加工等领域细分市场需求，推动相关技术产品的开发。2021年，该板块实现营业收入15.33亿元，同比增长36.53%。

2020年风电行业受补贴退出影响出现抢装潮，天桥起重风电塔筒产量创历史新高推动当期收入增长较多。2021年因行业逐步转向平价上网，补贴退坡带来的价格竞争趋向激烈，天桥起重业务相应受到较大冲击，当期设备产销量均出现大幅下降，板块收入为6,122.88万元，同比减少72.96%。

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，2021年订单量的增长推动收入小幅增长。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，2021年有色冶炼装备在初步功能整合拓展的基础上，向自动化和智能化方向转型，智能感知、作业规划、精准控制和系统集成等技术完成了铜锌合金产线上的示范验证，并布局有色智能转运及仓储系统研究。2021年，板块实现收入1.80亿元，同比增长18.16%。

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3~6个月。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，其中物料搬运设备和风电设备产销率仍保持100.00%。

表 9：2019-2021 年天桥起重产销情况

分类	项目	2019	2020	2021
物料搬运设备	产量（台）	617	412	590
	销量（台）	617	412	590
	产销率（%）	100.00	100.00	100.00
风电设备	产量（台）	51	178	62
	销量（台）	51	178	62
	产销率（%）	100.00	100.00	100.00
选煤设备	产量（台）	108	94	127
	销量（台）	99	76	126

	产销率（%）	91.67	80.85	99.21
有色装备及其他	产量（台）	14	25	48
	销量（台）	14	25	43
	产销率（%）	100.00	100.00	89.58

资料来源：天桥起重年度报告，中诚信国际整理

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。2021年天桥起重前五大客户销售金额为4.51亿元，占营业总收入的22.51%，较为分散。

表 10：2021 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	1.24	6.18
客户二	0.97	4.84
客户三	0.96	4.80
客户四	0.72	3.60
客户五	0.62	3.09
合计	4.51	22.51

资料来源：天桥起重年度报告，中诚信国际整理

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 11: 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%
<b>合计</b>	<b>411,903,966</b>	<b>29.08%</b>	<b>411,903,966</b>	<b>29.08%</b>

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

截至 2022 年 3 月末, 上述事项暂无最新进展。

总体来看, 跟踪期内天桥起重保持稳定经营, 但各板块受行业政策或业务转型情况影响有所波动。此外, 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。

### 受成本大幅上涨、计提减值等因素影响, 2021 年宜安科技盈利水平出现较大下滑

东莞宜安科技股份有限公司(以下简称“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 2022 年 3 月末, 株洲国投持有宜安科技 193,125,000 股股份, 占公司总股本的 27.97%, 为第一大股东。

株洲国投资于 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, 因并表宜安科技 2019 年新增商誉 8.23 亿元。

宜安科技主要从事新材料研发、设计、生产和销售, 材料涵盖液态金属、镁合金、铝合金、医疗材料、高分子材料。产品基本为中间产品, 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。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。当前宜安科技收入主要来源于镁铝制品、有机硅胶和液态金属等, 主要应用于生物可降解医用镁合金、新能源汽车等方面。

**表 12: 宜安科技收入构成(亿元)**

收入	2019	2020	2021
铝制品	2.97	2.56	3.58
镁制品	4.05	3.22	3.46
有机硅胶	1.26	0.94	1.19
液态金属	-	1.23	0.80
其他制品	1.97	1.50	1.67
<b>合计</b>	<b>10.25</b>	<b>9.45</b>	<b>10.70</b>

注: 其他制品包括电木制品、模具、锌制品等。

资料来源: 宜安科技年度报告, 中诚信国际整理

新能源汽车方面, 宜安科技加大新能源车零部件产品开发力度, 与多家全球排名前十的新能源动力电池厂商进行了多项新能源汽车三电(电机/电控/电池包)系统的核心零部件业务合作, 在原有电控箱体, 电池包壳体客户基础上, 逐渐进入到核心的电机零部件配套供应链并开始批量生产供货。2021 年, 宜安科技汽车零部件业务收入 51,670.48 万元, 同比增长 84.05%。

液态金属方面, 宜安科技具备生产液态金属铰链结构件的能力, 在 2020 年液态金属市场不断拓展的基础上, 继续加大研发创新力度, 持续拓展液态金属铰链结构件市场, 并已向客户批量供货。在开拓液态金属铰链结构件市场的同时, 宜安科技也持续加大液态金属在新能源汽车、消费电子结构件、医疗器械、通讯基站等领域市场应用力度, 2021 年已将液态金属应用于耳机、乐器、医疗器械等方面。截至 2021 年末, 宜安科技已经量产的液态金属产品包括液态金属铰链结构件、医疗器械结构件、汽车车门锁扣、USB 接口、手机侧面装饰件、摄像头装饰件, Face-ID 支架等多款产品, 其中, 宜安科技是独家向特斯拉供应 Model X 液态金属车门锁盖的一级供应商。

生物可降解医用镁合金方面, 2021 年宜安科技持续推进医用高纯镁骨钉国内临床试验工作, 2021

年 4 月，完成了 CE 认证年度监督审核工作；2021 年 6 月，与中山大学团队联合开发的新产品界面螺钉正式启动注册认证和动物试验等临床前研究。

消费电子方面，宜安科技积极布局可穿戴设备、运动相机、VR 等新兴领域，与华为、联想、和硕、联宝、京瓷、Gopro、Jabil、HP 等知名客户建立了良好的合作关系。

2021 年及 2022 年 1~3 月，宜安科技营业收入分别为 10.70 亿元和 3.25 亿元，同比增长 13.15% 和 41.47%；实现归属于上市公司股东的净利润分别为 -1.99 亿元和 0.09 亿元，其中 2021 年同比下降 1,330.31%。受全球疫情持续、宜安科技收购深圳市欧普特工业材料有限公司（以下简称“欧普特公司”）涉及的商誉减值准备计提、主要原材料价格大幅上涨、研发投入增加等多种因素影响，2021 年宜安科技利润出现较大的下滑，其中当期对欧普特公司计提商誉减值 1.56 亿元。

总体而言，受市场环境的影响，近年来宜安科技持续加大液态金属、新能源汽车零部件产品市场开拓力度，导致研发支出、市场开拓、人工成本等费用保持刚性增长，业务毛利率持续下滑。同时，宜安科技对外投资并购的部分子公司业绩不达预期，出现计提商誉减值的风险。多重因素叠加下，宜安科技业绩下滑较大，仍需关注其后续的盈利情况。

**公司土地开发片区位于长株潭融城地区，区位优势明显，土地出让为公司其他业务开展贡献了重要的现金流；2021 年受市场行情影响，收入略有下滑**

水竹湖地块主要由本部和子公司株洲市国投水木开发建设有限公司（以下简称“国投水木公司”）负责开发，片区位于株洲市东北部，长株潭城际铁路紧靠片区西南部。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 年开始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。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。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。截至 2022 年 3 月末，水竹湖地块尚可出让面积约 460.03 亩。

轨道科技城片区由子公司株洲市国投轨道科技城发展有限公司（以下简称“国投轨道公司”）负责。轨道科技城片区位于株洲市北部，是长株潭融城核心区域和株洲市两型社会的重要区域，片区开发系株洲市重点项目，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。轨道科技城计划分三期开发，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 2022 年 3 月末，轨道科技城项目已批回 3,906.05 亩（不含沪昆以北的报批面积），其中工业用地 705.67 亩，经营性用地 1,244.15 亩，基础设施用地 1,691.05 亩，公共服务用地 265.18 亩。沪昆以北已批回总面积 914.78 亩，其中住宅用地 155.66 亩，基础设施 407.52 亩，物流用地 351.61 亩。

轨道科技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），如轨道科技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 2022 年 3 月末，轨道科技城项目总投资 109 亿元，公司累计已投资 72.71 亿元。截至 2022 年 3 月末，轨道科技城项目累计出让土地 1,530.57 亩，其中商业及住宅用地 892.05 亩、工业用地 638.53 亩。2020 年起，公司按照净额法确认土地收入，轨道科技城地块整体盈利性较差，2021 年出现成本倒挂。

**表 13：近年来公司土地一级开发情况（亩、亿元）**

所属地块	指标	2019	2020	2021
水竹湖地块	出让面积	33	315.67	240.19
	确认收入	4.11	6.36	2.57
	确认成本	1.67	--	--
轨道科技城	出让面积	518.41	328.71	322.17
	确认收入	2.93	0.22	-0.57
	确认成本	2.86	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

株洲职教城片区由子公司株洲市教育投资集团有限公司（以下简称“株洲教授”）负责。株洲职教城位于株洲经开区（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，株洲经开区（云龙示范区）是长株潭城市群“两型”社会建设综合配套改革试验区五大示范区之一。株洲教授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，株洲经开区（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授结算。

**表 14：株洲教授近年来土地开发及出让情况（万元、亩）**

项目	2019	2020	2021
土地出让面积	294.66	149.4	288.52
确认土地整理收入	72,072	3,116.88	16,433.00
确认土地整理成本	52,013.65	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

株洲经开区（云龙示范区）除职教城外的其他区域主要由 2020 年 12 月纳入合并范围的株洲市云龙发展投资控股集团有限公司（以下简称“株洲云龙”）负责，根据株洲云龙示范区管理委员会 2016 年与株洲云龙签订的《株洲云龙示范区土地开发整理委托协议书》，株洲云龙受托对云龙示范区内华强片区 10.22 平方公里、盘龙湖片区 6.93 平方公里和大数据信息产业园片区 3.03 平方公里进行土地开发整理工作。业务流程及资金流转方面，2016 年起，株洲云龙筹集资金对片区土地进行前期土地报批、征拆及平整等工作，达到净地条件后交由土地储备中心进行招拍挂。株洲市云龙示范区土地储备中心通过财政专户按照工作进度，于每年度 12 月

31 日前向株洲云龙支付当年已确认土地整理成本及不低于土地整理业务投资总额 20% 的收益。在土地整理完成后，云龙示范区土地储备中心与株洲云龙结算土地开发总成本及总收益，并向公司支付剩余土地开发成本和收益。

**表 15：株洲云龙近年来土地开发及出让情况（万元、亩）**

项目	2019	2020	2021
土地出让面积	846.63	441.50	620.30
土地整理成本	79,522.58	44,731.89	-
土地整理收入	117,751.97	71,384.26	24,474.93

注：株洲国投于 2020 年 12 月将株洲云龙纳入合并范围，2021 年株洲云龙单体报表仍按总额法确认土地开发收入，株洲国投在合并层面统一调整为净额法。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年公司实现土地开发收入 6.09 亿元，同比小幅下滑；2022 年 1~3 月，公司未有土地出让。总体来看，公司开发片区位于长株潭融城区，区位优势明显，土地开发资金回流是公司产业项目投资及其他资金需求的重要支持。但是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。

**公司自营类项目主要服务于片区开发和城市运营，其中株洲云龙的并表推动房产销售收入增长较快；但当前运营的项目整体盈利水平较弱，且未来尚需投资规模较大，面临一定的投资压力**

公司自营类项目投资包括产业园区的建设运营、房地产项目的开发销售、文旅类项目的合作开发运营以及智慧城市运营等，项目主要依靠自身的租售、运营等经营性现金流平衡前期投资，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 2022 年 3 月末已投入运营的项目主要包括白关服饰产业园、洗水工业园、金城国投新材料示范园等项目。2021 年，公司实现租赁收入 0.13 亿元，较上年减少较多，同时因资产折旧金额较大，租赁业务毛利率为负值。在建项目包括金汇一、二、三期项目，总投资合计 4.40 亿元，已投资 3.00 亿元，未来通过项目租售实现收入。

公司文旅类投资项目主要神农洞天项目，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 2022 年 3 月末已投资 4.38 亿元。项目收入主要来源于景区门票、酒店、康养项目等收入，2021 年及 2022 年 1~3 月分别实现营业收入 1,504.28 万元和 46.87 万元，尚未实现盈亏平衡。

智慧城市运营方面，公司在建项目主要为智慧株洲项目，项目包括智慧城市信息化项目相关硬件设备开发及销售、智慧数据资源归集增值服务、引入培育智慧科技产业、重点投资项目基础资源库及相关子系统等软件平台的建设，未来通过运营实现收益平衡，项目预计总投资 14.32 亿元，截至 2022 年 3 月末已投资 2.02 亿元。

此外，原有株洲教投负责的产教融合类项目目前交由公司子公司株洲国投教育投资有限公司负责，在建的产教融合基地项目计划总投资 21.71 亿元，截至 2022 年 3 月末已投资 4.49 亿元，项目未来主要通过实训收入及其他附属业务收入来实现资金平衡。

表 17：截至 2022 年 3 月末，公司主要已完工房地产项目情况（亿元、万平方米）

项目名称	预计总投资	已完成投资	总建筑面积	累计合同销售金额	已确认收入	已回款金额
学府港湾二期	3.01	1.81	9.26	1.48	0.13	1.47
学府时代	7.50	5.04	19.00	6.34	5.73	6.19
十里春风一期	4.82	4.05	9.13	2.42	2.06	2.36
水木阳光里 1.1 期、1.2 期	9.75	8.18	17.44	4.58	4.45	4.58
创客大厦	2.51	2.51	3.51	1.13	1.13	1.13
云顶栖谷	4.50	4.50	13.88	4.89	4.89	4.89
<b>合计</b>	<b>32.09</b>	<b>26.09</b>	<b>72.22</b>	<b>20.84</b>	<b>18.39</b>	<b>20.62</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，公司在建房地产项目主要为磐龙世纪生态城、云峰雅郡和礼德郡项目，预计总投资 52.74 亿元，累计已完成投资 38.52 亿元，后续需投资 14.22 亿元；同期末，公司拟建的房地产开发项目为总部大厦项目、水木阳光里 1.3 期和

截至 2022 年 3 月末，公司主要在建园区、城市运营、产教融合及文旅类项目总投资合计 50.34 亿元，已投资 13.89 亿元，未来尚需投资 36.45 亿元。

表 16：截至 2022 年 3 月末公司主要在建自营类项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资	预计完工时间
金汇一、二、三期	4.00	3.00	2022 年
神农洞天	10.31	4.38	2024 年
智慧株洲项目	14.32	2.02	2025 年
湖南（株洲）职教科技园产教融合基地新建工程	21.71	4.49	2023 年
<b>合计</b>	<b>50.34</b>	<b>13.89</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房地产开发方面，公司商品房开发业务主要由国投水木公司、株洲市国盛融城发展有限公司和株洲云龙负责。2021 年及 2022 年 1~3 月，公司分别实现房产销售收入 15.01 亿元和 3.89 亿元，其中 2021 年收入中有 7.13 亿元来自株洲云龙，系推动该板块收入大幅增长的主要原因。2021 年及 2022 年 1~3 月，公司房地产业务毛利率分别为 11.50% 和 9.80%，盈利水平较弱。截至 2022 年 3 月末，公司已完工房地产项目主要为学府港湾二期、学府时代、十里春风等，总投资 32.09 亿元，已投资 26.09 亿元，已销售金额为 20.84 亿元，已回款 20.62 亿元，资金回笼情况较好。

井龙项目（暂定名），计划总投资 13.15 亿元。公司在建及拟建房地产项目尚需投资规模较大，未来面临一定的投资压力。

**表 18：截至 2022 年 3 月末，公司主要在建房地产项目情况（亿元、万平方米）**

项目名称	预计总投资	已完成投资	已销售面积	待销售面积	累计签约金额	已确认收入	已回款金额
磐龙世纪城	33.14	32.59	84.89	6.24	33.80	23.76	29.88
云峰雅郡	12.00	5.28	8.06	0.18	3.95	3.22	4.58
礼德郡	7.60	0.65	-	1.52	-	-	-
<b>合计</b>	<b>52.74</b>	<b>38.52</b>	<b>92.95</b>	<b>7.94</b>	<b>37.75</b>	<b>26.98</b>	<b>34.46</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，当前公司自营类项目收入主要来源于房地产及园区开发，但项目多以服务片区为主，盈利性较弱。同时未来公司自营类项目投资规模仍较大，面临一定的投资压力。

**产业投资系公司定位下重要的业务开展方向，其中基金类投资已实现部分退出收益，持有的优质上市公司股权亦增强了公司财务弹性，但该类业务易受市场环境波动影响，需关注收益情况**

公司作为国有资本投资公司和产业发展商，在促进株洲市产业投资及发展上具有重要作用。公司产业投资业务主要由子公司株洲市国投创新创业投资有限公司（以下简称“国投创投”）负责，主要从事股权投资、基金管理、资本运作、金融创新等业务。

基金投资方面，公司投资基金的组织形式以有

限合伙企业为主，基金的投资方向包含航空动力、半导体、军民融合、北斗、5G、轨道交通、电子信息、新能源、人工智能、服饰、硬质合金、新材料、生物医药、陶瓷等行业；投资阶段包含天使期、初创期、成长期、成熟期、pre-ipo 等各个阶段。目前已与湖南省财信信托有限责任公司、上海兴橙投资管理有限公司、上海文周投资管理有限公司、长沙先导产业投资有限公司等机构开展合作。

截至 2022 年 3 月末，公司已投资基金 57 支，基金总规模 314.32 亿元，其中公司认缴 110.06 亿元，实缴 41.86 亿元。已投资基金中，公司承担基金管理人的基金 17 支，其中政策性基金 6 支，基金总规模 40.50 亿元，公司认缴 40.50 亿元，实缴 8.49 亿元；市场化基金 11 支，基金总规模 47.81 亿元，公司认缴 28.21 亿元，实缴 10.41 亿元。

**表 19：截至 2022 年 3 月末，公司部分已投资基金情况（亿元）**

序号	基金名称	签署时间	基金规模	公司认缴金额	公司实缴金额	主要投资方向	公司角色	存续期（年）
1	产业引导母基金	2019.04	20.00	20.00	3.03	母基金	国投创投为 GP、基金管理人；国投本部为 LP	15
2	株洲市金梧桐投资合伙企业（有限合伙）	2019.08	4.00	4.00	1.13	特设子基金	国投创投为 GP、基金管理人	8
3	株洲市乘风投资合伙企业（有限合伙）	2019.08	6.00	6.00	0.60	跟投子基金	国投创投为 GP、基金管理人	8
4	株洲市仟里马私募股权基金合伙企业（有限合伙）	2019.03	5.00	5.00	1.18	针对本地人才基金	国投创投为 GP、基金管理人；国投本部为 LP	5+5
5	株洲市梧桐树私募股权基金合伙企业（有限合伙）	2019.03	4.50	4.50	1.16	针对外地人才基金	国投创投为 GP、基金管理人；国投本部为 LP	5+5
6	株洲市国投创盈私募股权基金合伙企业（有限合伙）	2018.01	7.00	6.80	6.68	综合投资	国投创投为 GP、基金管理人；国投本部为 LP	5+2
7	株洲市国创瑞盈投资合伙企业（有限合伙）	2020.04	1.50	0.60	0.60	投资于半导体类专项子基金	国投创投为 GP、基金管理人	4+3
8	株洲市国创聚盈创业投资合伙企业（有限合伙）	2020.04	1.00	0.01	0.01	非上市类股权投资、上市公司定向增发、大宗交易、协议转让	国投创投为 GP、基金管理人	4+3

9	株洲市国创新药投资合伙企业（有限合伙）	2020.05	0.50	0.30	0.30	专项投资于江苏中慧元通生物科技有限公司	国投创投为 GP、基金管理人	5
10	株洲市国创君壹投资合伙企业（有限合伙）	2020.07	0.55	0.24	0.24	专项投资于天境生物科技(杭州)有限公司	国投创投为 GP、基金管理人	10
11	株洲市国创尚驱投资合伙企业（有限合伙）	2020.12	0.42	0.26	0.26	专项投资于湖南中车尚驱电气有限公司	国投创投为 GP、基金管理人；国投本部为 LP	5
12	株洲长证国创星火投资合伙企业（有限合伙）	2021.07	2.00	1.00	0.50	主要聚焦于新能源产业相关领域	国投创投为 GP	4+3
合计	-	-	52.47	48.71	15.68	-	-	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年 3 月末，共有 10 支基金实现底层项目退出，退出项目投资成本合计 5.97 亿元，项目分红及退出金额合计 8.12 亿元。

股权投资方面，公司一方面投资于上市公司股权，视行情获得处置收益；另一方面参股与公司发展战略相符的非上市公司，获取股息红利收入。2020 年及以前，公司将股票处置收入直接计入营业收入；2021 年起，公司将各类投资获取的收益均计入投资收益。

截至 2022 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 2022 年 3 月末收盘价核算公司持股总市值为 39.34 亿元。此外，公司还持有国海证券、西王食品、时代电气和湖南黄金等上市公司股票，按 2022 年 3 月末收盘价核算公司持股总市值为 12.53 亿元。

表 20：截至 2022 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）	2022 年 3 月末收盘价（元/股）	市值（万元）
000750.SZ	国海证券	13,756.88	3.71	50,997.96
000639.SZ	西王食品	1,075.25	5.7	6,128.93
688187.SH	时代电气	773.35	54.75	42,340.91
002155.SZ	湖南黄金	2,284.47	10.55	24,105.80
000338.SZ	潍柴动力	5	13.35	66.75
300024.SZ	机器人	89.8	9.13	819.87
300270.SZ	中威电子	129.49	5.82	753.63
002567.SZ	唐人神	5	10.5	52.50
合计		--	--	125,266.35
600479.SH	千金药业	12,036.40	12.5	150,455.00
002523.SZ	天桥起重	34,107.19	2.77	94,476.92
300328.SZ	宜安科技	19,312.50	7.69	148,513.13
合计		--	--	393,445.04

资料来源：公司提供、choice，中诚信国际整理

总体来看，公司基金投资已有部分项目实现退出并有盈利，同时当前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，但该类业务易受市场环境的影响，需关注收益的稳定性。

### 子公司金控集团系株洲市属唯一的金融服务平台，定位为区域综合金融服务商，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重要作用

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“金控集团”）负责，金控集团系 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、株洲丰叶担保有限责任公司等。2020 年 9 月，株洲市国资委下发了《关于同意株洲市金融控股集团有限公司战略重组实施方案的批复》（株国资函 2020[50]号），明确由株洲国投牵头战略重组，以金控集团为基础，由株洲市城市建设发展集团有限公司（以下简称“株洲城发”）将持有的湖南省国信财富投资控股集团有限公司（以下简称“国信财富”）的股权（除株洲市融创基金管理有限公司外）和另持有的湖南省国信财富融资担保有限责任公司（以下简称“国信担保”）27.39% 的股权注入金控集团，同时株洲国投将持有的株洲农村商业银行股份有限公司和华融湘江银行股份有限公司注入金控集团。重组完成后，株洲国投和株洲城发分别

持有金控集团 51% 和 49% 的股权，其中株洲城发持有的 49% 的股权委托株洲国投管理，金控集团作为株洲市属唯一的金融服务平台。2020 年 12 月，国信财富股东由金控集团变更为株洲国投，成为公司的一级子公司，但株洲国投将国信财富的经营权、管理权、收益权等相关权限通过授权的方式授予金控集团，金控集团系公司金融板块的经营决策主体。

公司金融板块业务包括担保、小贷、金融安保等。2021 年及 2022 年 1~3 月，国信财富分别实现营业收入 1.68 亿元和 0.23 亿元，净利润 0.72 亿元和 0.12 亿元；同期，金控集团分别实现营业收入 3.38 亿元和 0.51 亿元，净利润 0.76 亿元和 0.07 亿元。

此外，金控集团亦承担了株洲市债务化解及产业扶贫的部分职能，其中株洲市平滑基金规模为 23.55 亿元，公司认缴 11.05 亿元，截至 2022 年 3 月末，已实缴 5.03 亿元，其中财政出资 5 亿元。株洲市产业扶贫基金规模为 30 亿元，公司认缴 30 亿元，截至 2022 年 3 月末，已实缴 8.965 亿元，其中财政出资 1 亿元。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的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 2019~2021 年财务报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表。各期财务报告均采用新会计准则，报告中财务数据均为审计报告或财务报表期末数。2021 年公司新增纳入合并范围的二级子公司为株洲市国盈制造业转型升级股权投资合伙企业（有限合伙）。

**公司收入来源多元化且逐年增长，但较大规模的期间费用侵蚀了公司的盈利能力；母公司收入和利润占合并口径的比重较低，盈利能力偏弱**

公司收入主要来源于医药、机械、高分子材料的销售收入以及土地开发和房产开发收入，2021 年

仍呈增长态势，其中千金药业、天桥起重和宜安科技三家上市公司的营业收入合计占公司营业总收入的比重在 60% 以上，是公司收入的最主要来源。公司土地开发收入仍按照净额法确认，收入规模受市场行情、出让进度及地块条件等影响较大，2021 年板块收入同比小幅下降。此外，2021 年起公司不再将股票处置所得确认营业收入，直接计入投资收益，对公司收入规模造成一定影响。但由于公司于 2020 年 12 月将株洲云龙纳入合并范围，自 2021 年起合并其带来的经营收入，房产销售等业务对公司收入规模形成有效补充。2022 年 1~3 月，公司实现营业收入 22.71 亿元，同上年基本持平。

毛利率方面，千金药业和天桥起重毛利率水平较为稳定，而宜安科技产品原材料价格大幅上涨使得毛利率出现明显下降。房产销售业务受结转项目成本及销售价格影响波动较大，但整体而言，该类业务毛利率水平较低。同时，株洲云龙除土地及房地产外的收入纳入其他业务核算，该部分业务毛利率低于株洲国投原有水平，导致公司综合毛利率有所下降。

表 21：近年来公司主要板块收入及毛利率情况（亿元、%）

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
医药	35.25	36.27	36.64	9.53
机械	13.34	15.02	17.74	2.16
土地开发	15.15	6.88	6.09	-
股权处置	2.75	4.61	-	-
高分子材料	-	9.45	10.70	3.25
房产销售收入	0.87	4.98	15.01	3.89
其他业务	19.00	19.23	18.81	3.88
<b>合计</b>	<b>86.36</b>	<b>96.44</b>	<b>104.99</b>	<b>22.71</b>
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
医药	45.57	44.11	44.53	43.92
机械	27.07	22.85	23.50	25.93
土地开发	22.43	100.00	100.00	-
股权处置	49.24	13.06	-	-
高分子材料	-	22.31	16.17	23.50
房产销售收入	9.65	5.43	11.50	9.80
其他业务	26.35	33.89	28.80	35.20
<b>综合</b>	<b>34.19</b>	<b>37.13</b>	<b>33.76</b>	<b>31.21</b>

注：其他业务主要包括灯具、军用品销售、租赁等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用仍主要由销售费用、管理费用及

财务费用构成，其中销售费用主要系千金药业形成，占公司期间费用的比重达 30%~40%左右。同时，人员负担的加重以及各类开支的增多使得公司管理费用亦保持增长。2021 年公司绝大部分利息支出资本化处理，财务费用同比有所减少。2021 年及 2022 年 1~3 月，公司期间费用率分别为 31.94% 和 34.73%，较高的期间费用率侵蚀了公司盈利能力。

受期间费用、税金等因素影响，公司经营性业务利润就收入而言规模较小，仍依赖于政府补助，2021 年因税金及附加的增长，公司经营性业务利润略有减少。但公司对株洲新芦淞发展集团有限公司、株洲农村商业银行股份有限公司等企业按权益法下确认的投资收益，以及处置所持企业股权和持有期间产生的红利收益是公司利润总额的重要补充，其中 2021 年公司实现投资收益 4.68 亿元。同时，2021 年公司实现固定资产处置收益 1.04 亿元，推动当期利润总额小幅上涨。2022 年 1~3 月，公司经营性业务利润转负，当期确认的投资收益规模亦较小，未能弥补经营性亏损。

株洲国投母公司收入主要来源于土地开发及股票处置，规模相对较小。2021 年股票处置不再确认为营业收入，加之当期土地出让不及预期，使得母公司收入同比出现较大的下滑。因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仍然较高，期间费用对母公司盈利侵蚀显著，2021 年母公司期间费用率高达 319.44%。受此影响，母公司经营性业务利润仍为负值且亏损进一步加大。子公司及被投资企业等资产持有期间带来的收益、以及处置股权形成的收益等虽对母公司利润形成一定补充，但母公司利润总额同比仍有下降。其中 2021 年母公司实现投资收益和公允价值变动收益分别为 4.13 亿元和 2.17 亿元，公允价值变动收益主要系株洲中车时代电气股份有限公司（以下简称“时代电气”）市值变动形成。2022 年 1~3 月，母公司未实现营业收入，当期净利润为-1.78 亿元，呈亏损状态。

株洲国投收入回款情况尚可，2021 年及 2022

年 1~3 月收现比分别为 1.31 倍和 0.92 倍。

表 22：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
销售费用	10.84	11.71	11.63	3.19
管理费用	8.18	11.30	13.32	2.67
财务费用	6.14	10.84	8.59	2.03
期间费用合计	25.16	33.85	33.54	7.89
营业总收入	86.37	96.44	104.99	22.71
期间费用率(%)	29.13	35.10	31.94	34.73
其他收益	2.40	2.07	2.08	1.68
经营性业务利润	5.99	3.00	2.07	-0.83
投资收益	1.90	4.00	4.68	0.24
利润总额	7.62	5.71	6.14	-0.45
收现比(X)	0.92	0.94	1.31	0.92

注：上表管理费用包含研发费用。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**公司资产规模持续增长，应收及预付类款项对公司资金形成一定占用，股权投资一定程度提高了公司的财务弹性但需关注未来收益及投资回收情况；公司债务规模持续扩张，财务杠杆处于较高水平，合并及母公司口径债务结构均有待优化**

随着公司业务开展、政府经营性资产注入，以及融资规模的增加，公司资产负债表持续扩张。以存货、货币资金、应收及预付类款项为主的流动性资产系公司资产的主要构成部分，且占比不断上升。其中存货主要为株洲经开区、轨道科技城等片区开发成本，2021 年株洲云龙将委托代建项目的建设成本由在建工程调整至存货，加之片区建设任务的不断推进，公司存货规模增长较多，截至 2022 年 3 月末占总资产的比重达 39.85%。同时，2021 年子公司国投创投将其持有的株洲市国创信息技术有限公司（以下简称“国创信息”）全部股权转让给株洲市国资委，公司不再将国创信息纳入合并范围，使得年末预付款项同比减少 17.05 亿元。当前公司预付款项主要由预付株洲市国资委 30.05 亿元购买智慧城市项目特许经营权款项，以及子公司株洲云龙预付的工程款及拆迁款构成，整体规模较大。

2021 年公司执行新金融工具准则后，可供出售金融资产重分类至其他权益工具投资、其他非流动金融资产及交易性金融资产等科目，公司非流动资

产结构出现一定变动。公司当前持有株洲新芦淞产业发展集团有限公司、株洲农村商业银行股份有限公司等地方国有企业以及中车产投、株洲通用航空产业发展有限公司等产业类公司的股权，同时参与株洲市产业扶贫投资基金合伙企业（有限合伙）、株洲市平滑投资基金合伙企业（有限公司）、北京国发航空发动机产业投资基金中心（有限合伙）等基金的投资，在株洲产业投资及债务化解等方面承担了重要职能。此外，公司亦持有时代电气、国海证券、湖南黄金等上市公司股份。上述投资分红、所投股权的浮盈及处置收益对公司利润形成有效补充，同时在一定程度增强了公司财务弹性，但投资易受市场环境的影响，需关注未来收益及投资回收情况。

公司应收类款项保持增长，其中应收账款主要系应收株洲云龙示范区财政局等政府职能部门款项，以及天桥起重等子公司业务开展形成的应收款；其他应收款主要系应收株洲市财政局、云龙示范区土地储备中心、株洲市土地储备中心等政府单位，以及湖南奥悦冰雪旅游有限公司、株洲华晨房地产开发有限责任公司、株洲城市建设发展集团有限公司等地方企业的往来款；长期应收款主要系株洲云龙基础设施建设形成的待回购成本，以及金控集团业务开展形成的应收款项。截至 2022 年 3 月末，公司应收类款项合计占总资产的比重为 16.23%。整体来看，公司资产中应收及预付类款项规模较大，对公司资金形成一定程度的占用。

所有者权益方面，2021 年，根据《株洲经开区、云龙示范区党工委会议纪要》（株云龙会纪[2021]32 号），示范区管委会将区内停车场及停车位、户外广告、充电桩、加油站和农贸市场等 5 项特许经营权注入株洲云龙，增加资本公积 9.18 亿元；同期，云龙示范区管委会对株洲云龙注资 0.50 亿元，计入资本公积。上述资产及资金的注入推动公司合并口径资本公积同比增长 8.71 亿元。但当期公司赎回 15.00 亿元永续中票，同时株洲云龙偿还长银基金对其子公司出资以及国创信息出表使得公司所有者权益仍有所减少。2022 年 1~3 月，公司发行 14.00 亿元

永续信托推动所有者权益总额上升。

公司负债总额亦保持扩张态势，资产负债率维持在 60% 以上，负债主要由有息债务、其他应付款和长期应付款构成，其中其他应付款主要系往来款项，2021 年以来的变动主要系株洲云龙形成；而长期应付款主要系应付政府专项债资金、应付融资租赁款及政府置换债等，规模较为稳定。公司多期债券的发行以及借款的增加推动总债务规模持续攀升，截至 2022 年 3 月末，公司总债务合计 563.28 亿元，占负债总额的比重达 81.24%，资产负债率和总资本化比率分别上升至 64.97% 和 60.11%，考虑永续信托后的总资本化比率为 61.60%，财务杠杆仍处于较高水平。债务结构方面，因公司一年内到期的债券较多，短期债务规模增幅较大，占总债务的比重于 2022 年 3 月末上升至 0.30 倍，债务结构有待优化。

表 23：近年来公司主要资产及负债情况（亿元、%、X）

	2019	2020	2021	2022.3
存货	191.55	327.48	419.36	425.28
货币资金	84.96	99.42	62.51	77.20
可供出售金融资产	56.92	77.27	-	-
长期股权投资	31.56	41.79	42.95	43.00
其他权益工具投资	-	-	46.42	46.76
其他非流动金融资产	-	-	23.79	23.79
长期应收款	0.99	23.27	20.34	20.00
在建工程	34.89	78.62	27.32	28.30
<b>总资产</b>	<b>626.43</b>	<b>1,015.72</b>	<b>1,032.96</b>	<b>1,067.21</b>
<b>总负债</b>	<b>379.11</b>	<b>640.64</b>	<b>672.20</b>	<b>693.38</b>
总债务	290.84	531.78	544.64	563.28
<b>所有者权益合计</b>	<b>247.32</b>	<b>375.07</b>	<b>360.76</b>	<b>373.84</b>
少数股东权益	93.45	132.98	124.27	124.93
资本公积	96.34	192.57	201.28	201.40
其他权益工具	25.00	15.00	-	14.00
资产负债率	60.52	63.07	65.08	64.97
总资本化比率	54.04	58.64	60.15	60.11
短期债务/总债务	0.30	0.21	0.30	0.30
应收类款项/总资产	11.89	14.91	15.31	16.23

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

母公司资产占合并口径资产总额在 50% 左右，当前资产主要由预付株洲市国资委的 30.05 亿元购买智慧城市项目特许经营权款项、其他应收款以及持有的子公司和联营企业等公司股权构成。其中母公司其他应收款主要为与国投轨道公司、国投水木

公司和株洲教授等子公司、联合营公司及财政部门等往来款，2021年同比增长31.28亿元。此外，母公司于2021年对国投轨道公司、株洲市产业发展引导基金合伙企业（有限合伙）等子公司增资，进而推动长期股权投资增长。母公司作为合并口径下重要的融资主体，有息债务持续增长，截至2022年3月末，考虑永续信托后的总资本化比率进一步上涨至58.43%。且因一年内到期的应付债券规模较大，短期债务占比亦上升较多，债务结构有待优化。

### 公司债务规模持续攀升，经营活动净现金流和EBITDA对债务本息的覆盖能力较弱；合并口径及母公司口径的短期债务规模增长较多，面临较大的短期债务压力

公司经营活动现金流入流出主要由片区开发、医药、机械销售等各类经营业务开展及往来款形成，2021年仍保持小幅净流入。公司投资活动现金流出主要为公司自营类项目、股权投资及子公司开展的理财投资等，2021年净流出26.98亿元。长期来看，公司在片区开发、产业投资等方面仍有较大的需求，资金缺口主要由筹资活动现金流弥补。2021年公司虽保持净融资的增加，但力度有所缩减，受利息支出及利润分派影响后，筹资活动转为净流出。整体来看，公司经营和投资活动现金缺口及还本付息压力对公司再融资依赖度仍然较高。

公司债务规模的攀升使得经营活动净现金流和EBITDA对债务本息的覆盖能力变弱。同时，公司短期债务的大幅增长导致短期偿债压力攀升，截至2022年3月末，公司货币资金/短期债务大幅下降至0.45倍，面临较大的短期偿债压力。

从母公司层面看，母公司经营活动现金流主要系土地业务开展及往来款形成，2021年受支付往来款规模增大影响，母公司经营活动净现金流缺口有一定扩大。此外，母公司每年均保持一定的对子公司增资或对外投资规模，投资活动现金流仍呈净流出状态，但2021年母公司收回部分债权投资，当期亦处置持有的湖南黄金、株冶集团和国海证券等上

市公司股票，投资活动现金流入较多，现金流缺口较上年收窄。2021年及2022年1~3月，母公司筹资活动净现金流分别为11.49亿元和18.18亿元，母公司是合并口径下核心的资金筹集主体。

偿债指标方面，母公司经营活动净现金流对债务本金及利息支出均无覆盖能力，债务压力的加大使得EBITDA对债务覆盖能力有所减弱，但仍可覆盖利息支出。短期债务的攀升以及账面货币资金的进一步减少，导致母公司货币资金/短期债务指标于2022年3月末大幅下降至0.10倍。整体来看，母公司偿债能力弱于合并口径，亦面临较大短期偿债压力。

表 24：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	4.20	5.28	6.76	-2.65
投资活动净现金流	-39.33	-22.87	-26.98	0.37
筹资活动净现金流	60.99	32.45	-15.50	17.19
经营活动净现金流/总债务	0.01	0.01	0.01	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.29	0.23	0.25	-
总债务/EBITDA	14.19	21.56	27.21	-
EBITDA 利息覆盖倍数	1.41	1.07	0.75	-
货币资金/短期债务	0.97	0.90	0.38	0.45

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司短期债务到期规模较大，但备用流动性相对充裕；存在一定规模的受限资产，需关注对外担保引致的或有负债风险

债务到期方面，公司合并口径2022年4~12月、2023年、2024年、2025年到期的债务规模分别为127.99亿元、174.45亿元、123.02亿元和34.14亿元；同期，母公司到期债务规模分别为77.19亿元、108.52亿元、82.95亿元和17.81亿元。近三年的债务到期压力均较大，且2023年为偿债高峰。

表 25：截至 2022 年 3 月末公司债务到期分布（亿元）

项目名称	2022.4~12	2023	2024	2025
合并口径	127.99	174.45	123.02	34.14
母公司口径	77.19	108.52	82.95	17.81

注：合并口径债务到期不包含上市公司。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至2022年3月末，公司获得各银行授信总额度共计697.22亿元，未使用额度为380.56亿元，

公司备用流动性较为充足。

截至 2022 年 3 月末,公司对外担保余额为 30.46 亿元,占同期末公司净资产的比重为 8.15%,担保对象主要为株洲市当地国有企业和公司联营合营企业,但对外担保规模较大,需关注因对外担保引致的或有负债风险。

**表 26: 截至 2022 年 3 月末公司对外担保情况 (万元)**

被担保单位	担保余额
湖南奥悦冰雪旅游有限公司	26,680.00
湖南大美新芦淞商贸物流园开发有限公司	22,257.90
湖南华云数据湖信息技术有限公司	18,000.00
江苏奥悦冰雪旅游投资有限公司	5,730.00
株洲金城投资控股集团有限公司	90,000.00
株洲市绿地文化旅游开发有限公司	3,023.30
株洲新芦淞城市产业发展有限公司	18,915.00
株洲新芦淞产业发展有限公司	88,340.00
株洲新芦淞航空城产业发展有限公司	20,000.00
供应链金融客户	9,618.80
深圳市欧普特工业材料有限公司	2,000.00
<b>合计</b>	<b>304,565.00</b>

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

截至 2021 年末,公司受限资产规模为 100.46 亿元,主要为存货、长期股权投资和投资性房地产等,占同期末资产总额的比重为 9.73%。

**表 27: 截至 2021 年末公司受限资产情况 (万元)**

受限资产	账面价值
存货	287,067.60
固定资产	12,082.76
货币资金	24,193.88
投资性房地产	146,137.65
无形资产	12,904.16
长期应收款	5,239.97
在建工程	66,915.10
长期股权投资	439,171.54
其他非流动资产	2,700.00
一年内到期的非流动资产	8,193.72
<b>合计</b>	<b>1,004,606.38</b>

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

**过往债务履约情况:** 根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料,截至 2022 年 4 月 19 日,近五年公司无已结清或未结清不良信贷记录。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

## 公司在推动株洲市产业发展和国有企业转型中具有重要作用,持续得到政府的大力支持

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。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、国有企业转型和债务化解中具有重要作用。

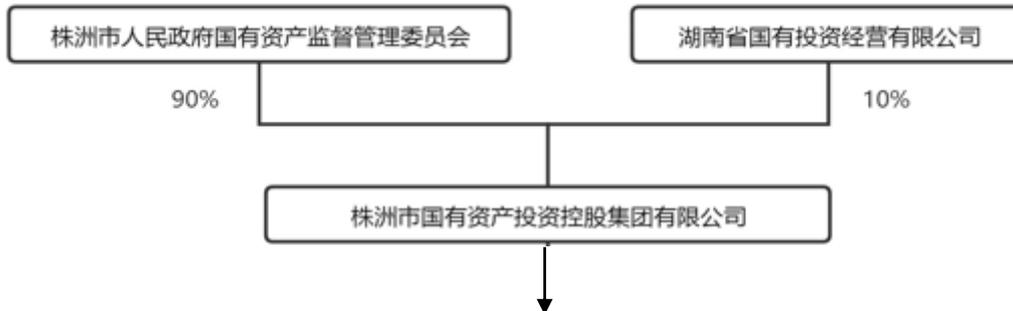
从历史获得支持情况来看,株洲市政府主要在股权划转、资产及资金注入等方面对公司提供支持。2021 年,株洲云龙获得云龙示范区注入的停车场及停车位、户外广告、充电桩、加油站和农贸市场等 5 项特许经营权,评估价值 9.18 亿元;同时,示范区管委会对株洲云龙注资 0.50 亿元。上述注资共增加公司合并口径资本公积 8.71 亿元。此外,2021 年,公司获得政府补助 2.08 亿元,计入其他收益。

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。

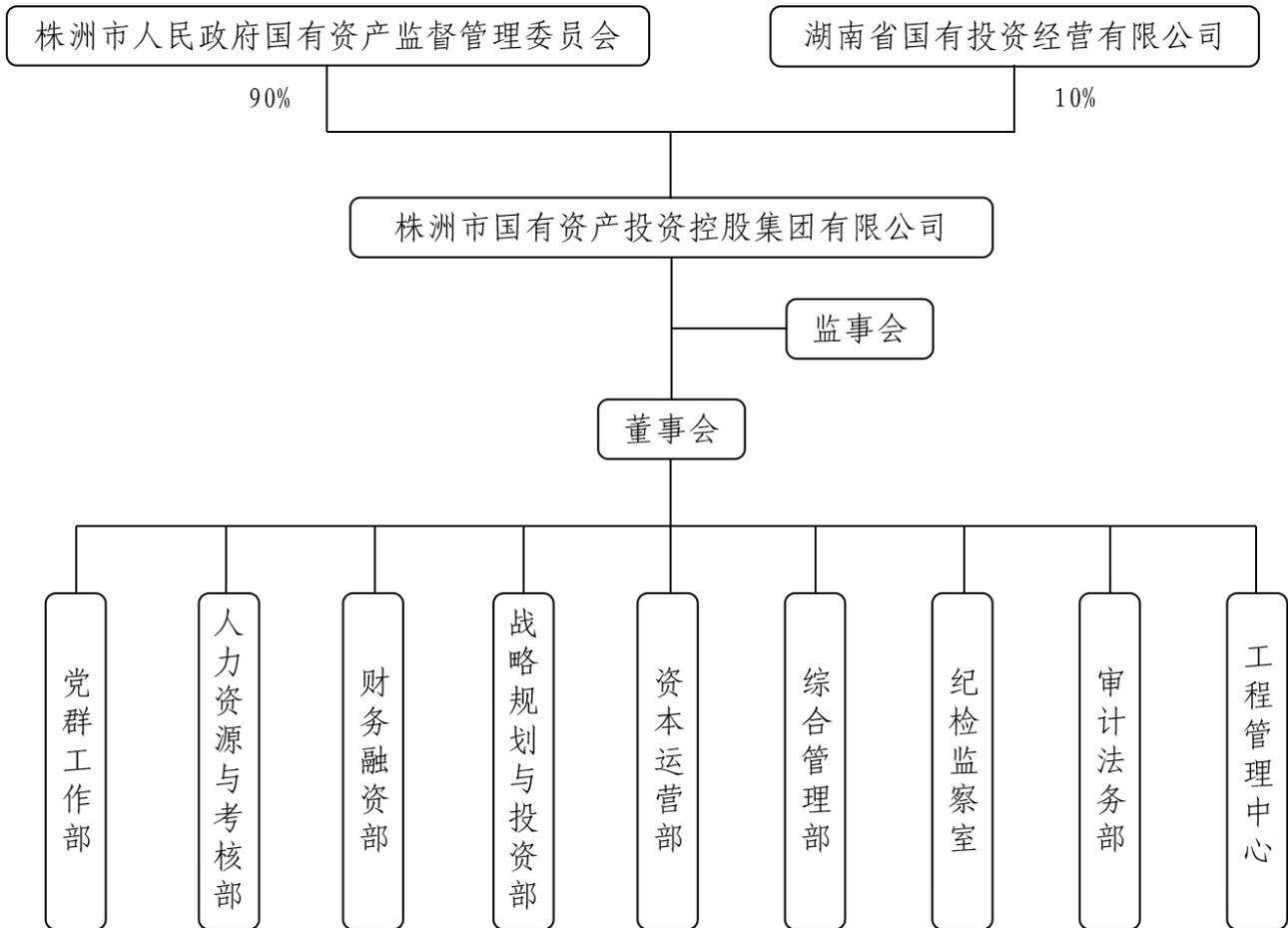
## 评级结论

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“19 株国投 MTN001”、“20 株国投 MTN001”、“20 株国投 MTN002”、“21 株国投 MTN001”、“17 株国 01”、“19 株国 06”、“20 株国 04”、“20 株国 07”、“21 株国 01”和“21 株国国投债/21 株国债”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2022年3月末）



序号	公司名称	持股比例 (%)	享有表决权 (%)
1	株洲市恒通资产管理经营有限公司	100.00	100.00
2	株洲市金融控股集团有限公司	51.00	51.00
3	株洲国投产业园发展有限公司	100.00	100.00
4	株洲市产业与金融研究所有限公司	88.50	88.50
5	株洲国投智慧城市产业发展投资有限公司	100.00	100.00
6	株洲天桥起重股份有限公司	24.08	24.08
7	株洲千金药业股份有限公司	28.00	28.00
8	株洲市国投轨道科技城发展有限公司	99.65	99.65
9	株洲市国盛融城发展有限公司	100.00	100.00
10	株洲市国投创新创业投资有限公司	96.00	100.00
11	湖南神农洞天旅游开发有限公司	70.00	70.00
12	株洲市国投保税物流经营有限公司	100.00	100.00
13	株洲云龙总部园区开发建设有限公司	69.60	69.60
14	株洲市国投创盈私募股权基金合伙企业（有限合伙）	93.57	99.70
15	株洲市梧桐树私募股权基金合伙企业（有限合伙）	99.14	100.00
16	株洲市产业发展引导基金合伙企业（有限合伙）	99.59	100.00
17	株洲市任里马私募股权基金合伙企业（有限合伙）	100.00	100.00
18	中航动力株洲航空零部件制造有限公司	45.00	45.00
19	东莞宜安科技股份有限公司	27.97	27.97
20	株洲动力谷产业经济研究院有限公司	100.00	100.00
21	株洲国投教育投资有限公司	100.00	100.00
22	株洲市云龙发展投资控股集团有限公司	90.00	90.00
23	株洲市国创恒盈投资合伙企业（有限合伙）	90.00	100.00
24	杭州华新科技有限公司	57.68	67.87
25	株洲市国盈制造业转型升级股权投资合伙企业（有限合伙）	50.00	100.00



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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	849,641.49	994,212.84	625,139.32	772,032.99
应收账款	335,788.94	430,787.60	402,968.35	443,434.50
其他应收款	398,984.05	851,141.73	974,868.27	1,088,250.85
存货	1,915,495.06	3,274,750.28	4,193,569.32	4,252,842.78
长期投资	886,749.43	1,280,444.39	1,194,268.28	1,198,011.46
在建工程	348,856.86	786,209.14	273,184.68	283,040.92
无形资产	264,128.92	232,350.52	327,797.81	324,492.55
总资产	6,264,334.47	10,157,156.59	10,329,608.32	10,672,112.07
其他应付款	291,246.86	505,390.82	405,407.31	441,795.47
短期债务	872,014.31	1,109,059.09	1,645,121.41	1,701,871.16
长期债务	2,036,356.08	4,208,734.08	3,801,241.80	3,930,902.04
总债务	2,908,370.40	5,317,793.17	5,446,363.21	5,632,773.19
总负债	3,791,128.76	6,406,427.05	6,722,019.67	6,933,759.36
费用化利息支出	71,566.19	122,351.30	95,186.68	-
资本化利息支出	73,491.65	108,348.68	170,024.32	-
实收资本	200,000.00	200,000.00	200,000.00	200,000.00
少数股东权益	934,506.74	1,329,818.12	1,242,717.50	1,249,310.25
所有者权益合计	2,473,205.71	3,750,729.54	3,607,588.65	3,738,352.71
营业总收入	863,675.89	964,447.43	1,049,862.95	227,108.48
经营性业务利润	59,948.80	30,038.83	20,681.41	-8,325.86
投资收益	18,959.29	39,989.30	46,758.80	2,389.81
净利润	66,299.92	44,043.78	47,197.57	-6,192.45
EBIT	147,806.87	179,454.84	156,538.10	-
EBITDA	204,985.58	246,689.72	200,165.14	-
销售商品、提供劳务收到的现金	794,930.96	904,242.95	1,374,742.29	208,053.27
收到其他与经营活动有关的现金	433,356.98	868,993.35	694,814.53	91,874.68
购买商品、接受劳务支付的现金	564,760.77	656,992.38	955,329.66	161,961.03
支付其他与经营活动有关的现金	457,974.84	853,586.11	799,732.46	79,716.83
吸收投资收到的现金	147,299.77	10,478.19	7,183.70	146,326.00
资本支出	183,158.85	181,769.24	246,767.82	21,756.78
经营活动产生现金净流量	41,962.21	52,818.19	67,555.46	-26,544.74
投资活动产生现金净流量	-393,300.91	-228,694.66	-269,810.34	3,723.68
筹资活动产生现金净流量	609,887.69	324,502.56	-154,967.21	171,872.71
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	34.19	37.13	33.76	31.21
期间费用率(%)	29.13	35.10	31.94	34.73
应收类款项/总资产(%)	11.89	14.91	15.31	16.23
收现比(X)	0.92	0.94	1.31	0.92
总资产收益率(%)	2.36	2.19	1.53	-
资产负债率(%)	60.52	63.07	65.08	64.97
总资本化比率(%)	54.04	58.64	60.15	60.11
短期债务/总债务(X)	0.30	0.21	0.30	0.30
FFO/总债务(X)	0.06	0.04	0.03	-
FFO 利息倍数(X)	1.27	0.95	0.54	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.29	0.23	0.25	-
总债务/EBITDA(X)	14.19	21.56	27.21	-
EBITDA/短期债务(X)	0.24	0.22	0.12	-
货币资金/短期债务(X)	0.97	0.90	0.38	0.45
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.41	1.07	0.75	-

注：1、中诚信国际根据公司 2019~2021 年审计报告及 2022 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 2022 年一季度现金流量表补充资料及利息支出，故部分指标失效；4、中诚信国际在分析时，将合并口径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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	397,377.23	190,015.75	53,355.45	106,195.88
应收账款	0.00	65.54	0.00	0.00
其他应收款	786,946.38	938,179.52	1,250,959.02	1,406,551.72
存货	36,662.21	18,522.12	22,214.24	22,599.66
长期投资	1,794,385.92	3,198,719.98	3,242,455.39	3,249,850.43
在建工程	134,048.32	6,905.25	11,048.04	12,619.56
无形资产	104,942.99	104,938.45	104,932.82	104,931.41
总资产	3,570,792.82	4,982,528.22	5,410,575.60	5,617,582.02
其他应付款	201,513.49	273,811.90	384,162.08	389,117.23
短期债务	621,059.88	461,763.18	1,003,320.85	1,091,430.80
长期债务	1,279,430.22	1,899,838.04	1,832,365.28	1,822,235.52
总债务	1,900,490.10	2,361,601.22	2,835,686.13	2,913,666.32
总负债	2,102,922.84	2,639,493.45	3,221,463.93	3,305,067.12
费用化利息支出	61,894.93	94,728.26	76,870.35	-
资本化利息支出	2,053.56	4,213.39	3,229.18	-
实收资本	200,000.00	200,000.00	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	1,467,869.98	2,343,034.78	2,189,111.67	2,312,514.90
营业总收入	88,309.58	113,045.85	26,563.51	0.00
经营性业务利润	3,429.47	-14,653.23	-58,537.36	-19,445.68
投资收益	7,489.44	29,023.00	41,307.76	1,748.91
净利润	10,954.50	12,617.48	11,808.48	-17,796.77
EBIT	72,849.44	107,345.74	88,678.83	-
EBITDA	76,123.65	110,648.02	91,976.93	-
销售商品、提供劳务收到的现金	60,490.22	46,973.74	271,245.52	15.82
收到其他与经营活动有关的现金	261,768.26	890,579.07	611,795.69	143,406.11
购买商品、接受劳务支付的现金	43,203.14	19,236.03	6,838.39	44.70
支付其他与经营活动有关的现金	254,503.51	908,960.93	938,541.73	184,849.68
吸收投资收到的现金	105,307.90	0.00	0.00	141,200.00
资本支出	146,427.13	8,727.76	106,525.47	882.15
经营活动产生现金净流量	15,275.12	-3,411.68	-68,684.74	-42,575.36
投资活动产生现金净流量	-379,833.70	-425,261.34	-182,832.51	3,622.19
筹资活动产生现金净流量	595,527.04	221,311.54	114,856.96	181,793.60
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	62.43	63.56	100.00	-
期间费用率(%)	72.64	84.30	319.44	-
应收类款项/总资产(%)	22.04	18.83	23.12	25.04
收现比(X)	0.68	0.42	10.21	-
总资产收益率(%)	2.04	2.15	1.71	-
资产负债率(%)	58.89	52.97	59.54	58.83
总资本化比率(%)	56.42	50.20	56.43	55.75
短期债务/总债务(X)	0.33	0.20	0.35	0.37
FFO/总债务(X)	0.04	0.04	0.01	-
FFO 利息倍数(X)	1.07	1.04	0.27	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.24	-0.03	-0.86	-
总债务/EBITDA(X)	24.97	21.34	30.83	-
EBITDA/短期债务(X)	0.12	0.24	0.09	-
货币资金/短期债务(X)	0.64	0.41	0.05	0.10
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.19	1.12	1.15	-

注：1、中诚信国际根据公司 2019~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理；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 2022 年一季度现金流量表补充资料及利息支出，故部分指标失效；4、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
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	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
偿债能力	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。