

# 信用等级公告

联合[2015] 413 号

---

联合资信评估有限公司通过对株洲市湘江风光带建设开发有限公司及其拟发行的 2015 年公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

株洲市湘江风光带建设开发有限公司

主体长期信用等级为

AA

2015 年株洲市湘江风光带建设开发有限公司

公司债券的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一五年四月十四日



---

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

## 2015 年株洲市湘江风光带建设开发有限公司 公司债券信用评级报告

### 评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA

本期债券发行额度: 15 亿元

本期债券期限: 7 年

偿还方式: 按年付息, 存续期内第 3 年至第 7 年末每年分期偿还本金的 20%

发行目的: 项目建设

评级时间: 2015 年 4 月 14 日

### 财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	46.46	62.16	66.80
所有者权益(亿元)	35.57	44.86	44.09
长期债务(亿元)	4.50	5.00	16.56
全部债务(亿元)	4.50	9.50	16.56
营业收入(亿元)	2.86	2.01	0.94
利润总额(亿元)	3.56	1.21	0.50
EBITDA(亿元)	3.57	1.23	0.52
经营性净现金流(亿元)	-2.22	-1.54	-5.54
营业利润率(%)	69.23	45.87	9.54
净资产收益率(%)	8.61	2.18	1.14
资产负债率(%)	23.44	27.84	34.01
全部债务资本化比率(%)	11.23	17.48	27.28
流动比率(%)	940.21	650.68	1644.89
全部债务/EBITDA(倍)	1.26	7.74	31.90
EBITDA/发债额度(倍)	0.24	0.08	0.04

### 分析师

王 冰 李苏磊

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

### 评级观点

株洲市湘江风光带建设开发有限公司(以下简称“公司”)是株洲市湘江风光带建设、经营及环境综合治理的重要主体。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了公司所具备的良好外部环境、较大的政府支持力度等优势。联合资信同时关注到公司经营状况对土地出让依赖程度高、盈利能力逐年下降等不利因素对公司经营发展和偿债能力带来的负面影响。

随着公司承接的株洲湘江风光带项目的不断开展,未来土地出让返还收入有望增长,现金流入规模的扩大有望增强公司的偿债能力,联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期公司债券期限为7年,并设置提前还款安排,降低了公司的集中偿付压力。公司以自身经营性收入作为偿债资金来源,同时公司以自有的4宗土地使用权和株洲市水利建设投资有限公司(以下简称“株洲水利”)的1宗土地为本期债券提供抵押担保,上述措施能够在一定程度上保障本期债券本息偿还的安全性。但联合资信也关注到,公司已抵押和拟用于抵押的土地资产占公司资产总额的比例高,本期债券土地资产抵押措施的设置对本期债券保障能力的提升有限。

基于对公司主体长期信用、本期公司债券偿还能力以及针对本期募投项目未来收益的综合评估,联合资信认为,本期公司债券到期不能偿还的风险低,安全性高。

### 优势

1. 株洲市经济发展水平在湖南省处于较为领先地位,区域经济和财政收入稳步增长,城市发展速度快,公司经营外部环境良好。
2. 株洲市政府在财政补贴、资产注入、土地

出让收益返还等方面给予公司较大支持。

3. 本期公司债券设置分期还款安排，降低了公司资金集中偿付压力，募投项目有良好的盈利预期。

#### 关注

1. 公司收入主要来源于土地出让业务，2014年受政策影响，未实现土地出让收入；同时受土地整治成本和出让价格影响，公司业绩波动较大。
2. 公司资产以存货为主，变现能力弱，整体资产质量一般。
3. 本期债务发行规模较大，对公司现有债务结构有较大影响。

## 信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与株洲市湘江风光带建设开发有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与株洲市湘江风光带建设开发有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因株洲市湘江风光带建设开发有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由株洲市湘江风光带建设开发有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、2015年株洲市湘江风光带建设开发有限公司公司债券信用等级自本期公司债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 一、主体概况

株洲市湘江风光带建设开发有限公司（以下简称“公司”）是于2009年6月25日经株洲市人民政府批准成立的国有独资公司，公司注册资本为5000万元，后经过历次增资，截至2014年底，公司注册资本2亿元。株洲市湘江建设发展集团有限公司（以下简称“湘江集团”）为公司唯一出资人，股权比例为100%，公司实际控制人为株洲市人民政府。

公司经营范围为：湘江风光带建设、经营及环境综合治理；旧城改造；城市基础设施投资与建设；土地平整；房地产开发、经营（凭资质证经营）。

截至2014年底，公司下营销策划部、财务部、工程管理部和综合部4个职能部门；同时，公司共出资参股两家子公司，分别为：对株洲神农城建设开发有限公司出资5000万元，占10.00%的股权；对株洲市国投水木建设开发有限公司出资100万元，占1%的股权，公司对以上两参股公司都不具有控制权，也不参与经营管理。

截至2014年底，公司资产总额66.80亿元，所有者权益44.09亿元。2014年，公司实现营业收入0.94亿元，利润总额0.50亿元。

公司注册地址：株洲市芦淞区沿江中路8号；公司法人代表：沈平。

## 二、本期公司债券及募投项目概况

### 1. 本期公司债券概况

公司计划于2015年申请发行15亿元公司债券（以下简称“本期债券”），本期债券为7年期固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。本期债券采用提前偿还方式，从第3个计息年度开始偿还本金，每个计息年度末偿还本金的20%。

### 2. 募投项目概况

本期债券拟募集资金15亿元，资金将全

部用于株洲清水塘铜塘港及沿线片区历史遗留重金属污染场地修复治理工程项目建设，建设内容包括重金属污染场地修复治理及基础设施配套工程、安置小区、物流仓储、物流商务中心等工程。

该项目所需建设投资为24.23亿元。截至2014年底，项目已累计投入8.02亿元，已经完成工程的33.09%。

### 3. 项目审批情况

项目已经株洲市发展和改革委员会《关于株洲市清水塘铜塘港及沿线片区历史遗留重金属污染场地修复治理工程可行性研究报告的批复》（株发改发【2013】406号）、株环评【2013】66号、株规选【2013】0078号、株国土资预审字【2013】502号批准。

### 4. 项目收益情况和偿债保障措施

本项目是以建设现代物流园以及修复旗滨地块的重金属污染土地为核心，并配套建设道路基础设施、安置小区、物流仓储、物流商贸中心等工程，激活该区域的经济增长点，是促进株洲市的两型发展、推动物流产业发展的需要。本项目通过对物流仓储用房的销售与出租，以及对安置小区及物流商务中心的销售等获得一定的收益。根据测算，预计可获得的总收入约为24.50亿元，其中经营性收入约为17.52亿元。

株洲市水利建设投资有限公司（以下简称“株洲水利”）以其拥有的面积为7.12万平方米（约106.73亩）的一宗土地使用权、公司以自有的总面积为29.52万平方米（约442.75亩）的四宗土地使用权为本期债券还本付息提供抵押担保。

经中威正信（北京）资产评估有限公司评估，株洲水利拥有的土地使用权评估价为5.04亿元，公司自有的四宗土地使用权评估价为19.73亿元。上述五宗土地使用权评估总价为24.78亿元，为本期债券发行总额的1.55倍。

### 三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增加11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增加2098亿元，增长10.2%；

地方财政支出129092亿元，比上年增加9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末，广义货币供应量M<sub>2</sub>余额同比增长12.2%；人民币贷款余额同比增长13.6%，比年初增加9.78万亿元，同比多增8900亿元；全年社会融资规模为16.46万亿元；12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%，比年初下降0.42个百分点。

2015年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

### 四、行业及区域经济环境

#### 1. 行业分析

##### （1）行业概况

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设

施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

## (2) 行业政策

国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策。原国家体改办出台的《1998年建设事业体制改革工作要点》为城市基础设施建设投资主体多元化、资金来源多渠道化、筹资方式多样化、产权结构股份化打开了通道。为进一步深化投资体制改革，国

务院于2004年7月16日发布了《国务院关于投资体制改革的决定》，明确指出：要转变政府管理职能，确立企业的投资主体地位，企业的投资决策权应由企业自己行使，并提出进一步拓宽企业投资项目的融资渠道。在信贷支持上，2009年3月，中国人民银行和中国银监会联合发布了《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，提出支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道。在2009年4万亿投资的刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，由此造成的投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，为有序合理地发挥该类政府性投资公司的投融资能力，2010年“两会”提出了正确处理政府融资平台带来的潜在财政风险和金融风险，随后一批清理及监管政策出台，严控平台债风险。

2010年国务院出台《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》国发【2010】19号文对融资平台债务进行全面清理（1）对于因承担公益性项目建设举借、主要依靠财政性资金偿还的债务不得再继续通过融资平台公司融资，应通过财政预算等渠道，或采取市场化方式引导社会资金解决建设资金问题。

（2）融资平台公司因承担公益性项目建设举借、项目本身有稳定经营性收入并主要依靠自身收益偿还的债务及融资平台公司因承担非公益性项目建设举借的债务，要继续按协议提供贷款，推进项目建设。同时，国发【2010】19号对资产质量提出进一步要求，学校、医院、公园等公益性资产不得作为资本注入融资平台公司。

2010年银监会出台《关于地方政府融资平台贷款清查工作的通知》及相关监管文件，并建立了“名单制”，对名单以外的融资平台不得发放贷款。2012年，银监会出台《关于加强2012年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》进一步对融资平台存量贷款处理原则进行规范，按照不同的风险定性结果（全覆盖，

基本覆盖，半覆盖，无覆盖），对融资平台的存量贷款出台了不同的风险缓释措施，以降旧控新为重点，以提高现金流覆盖率为抓手，有效防范平台贷款风险。按照“保在建、压重建、控新建”的要求，严格准入标准；严格把握贷款投向，优先保证重点在建项目需求；严格新增贷款条件，确保达到现金流覆盖、抵押担保、存量贷款整改和还款资金落实等方面的要求。

2010年国家发改委《关于进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题的通知》发改办财金【2010】2881号，凡是申请发行公司债券的投融资平台公司，其偿债资金来源70%以上（含70%）必须来自公司自身收益，且公司资产构成等必须符合国发【2010】19号文件的要求。经营收入主要来自承担政府公益性或准公益性项目建设，且占企业收入比重超过30%的投融资平台公司发行公司债券，除满足现行法律法规规定的公司债券发行条件外，还必须向债券发行核准机构提供本级政府债务余额和综合财力的完整信息，作为核准投融资平台公司发行公司债券的参考。如果该类投融资平台公司所在地政府负债水平超过100%，其发行公司债券的申请将不予受理。

2012年12月24日四部委联合下发了财预【2012】463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。（1）禁止地方政府公益性项目向影子银行举债（2）地方各级政府不得以委托单位建设并承担逐年回购（BT）责任等方式举借政府性债务（3）地方各级政府不得授权融资平台公司承担土地储备职能和进行土地储备融资，不得将土地储备贷款用于城市建设以及其他与土地储备业务无关的项目（4）制止地方政府违规担保承诺行为。财预【2012】463号文件的出台，化解了地方政府债务不断累积的长期担忧，长期来看，融资平台债务风险应将有所下降，但短期内地方政府及其融资平台的资金周转将受到一定的冲击。

2013年4月，银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。整体上，《指导意见》的出台延续了银监会既往的融资平台监管思路。首先，《指导意见》继续对融资平台贷款实施“总量控制”，严格新增贷款条件，整体上2013年政府融资平台将继续面临较为严峻的信贷融资环境，将迫使政府融资平台继续转向公开市场进行融资，城投债仍将保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施的差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策将使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境，监管政策预留着一定的空间，执行将存在一定的灵活性。此外，《指导意见》新增了“隔离风险”的监管政策，对于融资平台全口径债务和银行持有融资平台债券进行监控，有利于降低政府融资平台风险集中在银行系统内。

2013年8月底，国家发改委办公厅正式下发发改办财金【2013】2050号文，支持“债贷组合”模式，即采取“融资统一规划、贷债统一授信、动态长效监控、全程风险管理”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。

2014年10月，国务院发布“国发【2014】43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称《意见》），系中央政府针对地



方政府性债务管理出具的更全面具体、更有针对性的政策部署。《意见》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：（1）政府举债主体只能是经国务院批准的省、自治区、直辖市政府，市县级政府确需举借债务的，也只能通过省、自治区、直辖市政府代为举借，企事业单位严格禁止举借政府性债务，且明确要剥离融资平台公司政府融资职能，融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式。（2）《意见》明确了地方政府性债务规模实行限额管理，通过建立地方政府信用评级制度，逐步完善地方政府债券市场；地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；地方政府债务实行全口径预算管理。（3）对于偿债主体，明确地方政府对其举借的债务负有偿还责任，中央政府实行不救助原则；若出现地方政府难以自行偿还债务的情况，地方政府要及时上报，本级和上级政府要启动债务风险应急处置预案和责任追究机制，切实化解债务风险，并追究相关人员责任。另外，对于存量债务，《意见》还明确了分类管理、在建项目后续融资安排等内容。综上，《意见》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后续管理的全程监控，将成为新趋势。

### （3）中国基础设施建设发展展望

随着近年来国民经济实力的增强、全社会

固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。

2013 年全年，全国固定资产投资总额完成 44.71 万亿元，比上年名义增长 19.30%，扣除价格因素，实际增长 18.9%。其中，固定资产投资（不含农户）436528 亿元，增长 19.6%；农户投资 10547 亿元，增长 7.2%。东部地区投资 179092 亿元，比上年增长 17.9%；中部地区投资 105894 亿元，增长 22.2%；西部地区投资 109228 亿元，增长 22.8%；东北地区投资 47367 亿元，增长 18.4%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资 9241 亿元，比上年增长 32.5%；第二产业投资 184804 亿元，增长 17.4%；第三产业投资 242482 亿元，增长 21.0%。

截至 2013 年，中国城镇化率为 53.73%，较上年提高 1.16 个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

十八大报告指出要推动城乡发展一体化。通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣。加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后中国经济增长的动力。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的发展重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，

将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

## 2. 区域环境

### (1) 株洲市区域经济

株洲市是湖南省14个地级市（州）之一，属于新兴工业城市，但同时又属于老工业基地，目前相对有影响力的企业基本上是解放初期国家投资兴建的重工业企业。现株洲市形成了装备制造、新材料产业和有色金属、陶瓷、生物医药、健康食品产业为主导的工业新体系，以上产业对株洲市经济具有强有力的经济支撑。生态农业、旅游、文化、服饰等产业在近年也得到了较快的增长，为株洲市的经济起到了较好的补充作用。

根据《株洲市 2013 年国民经济和社会发展统计公报》，2013 年，全市生产总值 1948 亿元，增长 10.5%。其中第一产业增加值 154.7 亿元，增长 2.9%；第二产业增加值 1170.3 亿元，增长 11.4%，其中工业增加值 1042.1 亿元，增长 11.6%；第三产业增加值 623 亿元，增长 10.6%。全市三次产业结构由上年的 8.2: 60.3: 31.5 调整为 7.9: 60.1: 32，其中，第一产业比重下降 0.3 个百分点，第二产业比重下降 0.2 个百分点，第三产业比重提高 0.5 个百分点。

2013 年，全市固定资产投资 1505.3 亿元，增长 30.8%。其中公有制经济投资 484.5 亿元，增长 35.5%；非公有制经济投资 1020.8 亿元，增长 28.8%。分产业看，第一产业投资 31.3 亿元，增长 1.4 倍；第二产业投资 786.3 亿元，增长 28.2%；第三产业投资 687.7 亿元，增长 31.3%。

株洲市区位和交通优势明显，是湖南省“一点一线”重点发展区域的重点城市，以及长株潭两型社会建设的重要城市。株洲市也是湖南重要的交通枢纽，水陆空交通便利。其中，千吨级船舶可通过湘江直通洞庭入长江到武

汉进上海；京广、浙赣、湘黔三条铁路干线以及106国道、320国道、京珠高速等公路在这里交汇，株洲到长沙黄花国际机场目前仅需50分钟车程。

株洲市是湖南省同时享有国务院批准的国家级高新技术产业开发区、老工业基地改造、中部崛起、循环经济、综合性国家高技术基地和“两型社会”（资源节约型和环境友好型）建设综合配套改革六大产业政策优惠，政策优势突出。特别是2007年12月14日长株潭获批全国“两型”社会建设综合配套改革试验区后，改革试验区的实施，为株洲市实现产业转型，创新发展模式，拓展新型工业化和新型城市化发展空间，拉动株洲市未来经济的持续快速发展提供了强劲动力。

### (2) 株洲市发展规划

根据《株洲市十二五规划纲要》，到 2015 年株洲市基本建成全面小康社会的总体目标，基本建成“两型”社会建设改革示范区；实现全市 GDP、财政总收入、城乡居民人均收入在 2010 年基础上翻一番；万元 GDP 能耗、主要污染物排放量明显下降；致力于创建国家环保模范城市、国家生态园林城市、国家创新型城市、国家创业型城市、全国文明城市。

十二五期间，株洲市主要经济发展指标为：GDP 年均增长 13%，到 2015 年达到 2400 亿元以上；社会消费销售总额年均增长 18%；固定资产投资年均增长 20%以上，5 年累计达到 7000 亿元以上；进出口总额年均增长 16%；城乡居民收入年均增长 14%；财政总收入年均增长 15%以上，期末达到 260 亿元以上；三次产业结构到 2015 年调整到 5: 55: 40 左右；万元 GDP 能耗累计下降 17%，主要污染物排放累计减少 10%。在交通布局上，公路将突出“一圈、一网”，“一圈”即形成从市区到各县城 2 小时高速公路通勤圈，“一网”即形成国道“一纵四横”、省道“九纵十四横”的葡萄公路主骨架网。铁路，在市域形成“三纵三横”铁路网架构，在城区形成“X”形轨道交通框

架。航空方面，建设好株洲通用机场，规划建设炎陵通用机场。此外，水运将合理布局湘江沿岸货运、客运、游艇码头，形成功能配套的码头梯级布局。

株洲市还建立了“十二五”规划重大项目库，动态储备了1万亿元总投资、1000个重点项目、100个综合性工程。根据“十二五”发展需要，确定了“三个七”的项目投资目标，5年要确保累计完成7000亿元以上的投资总量、建设700多个重点项目、组织实施70多项综合性工程。目前，项目库已收编重大项目1073个，总投资约1.4万亿元，“十二五”期间规划投资约1.1万亿元。

总体看来，近几年株洲市经济迅猛发展、各项基础设施日臻完善。随着株洲市“两型社会”综合配套改革试验区的实施，未来5-10年内，株洲市城市基础设施建设和公用设施投资有望进一步拉动。

### 3. 政府财力及负债

随着株洲市优势产业的不断增长，产业创税能力提高，增强了地方财政实力，促进地区经济总量快速增长，为地方基础设施的投资建设奠定了较好的经济基础。

伴随着株洲市经济的平稳较快发展，株洲市财政实力逐步提升。株洲市可支配收入分为公共预算收入、基金收入、补助收入及预算外收入，其中以一般预算收入及补助收入为主。

2011~2013年，株洲市地区综合财力大幅增加，2013年全市为309.73亿元，较上年增长7.04%；同年，财政总收入235.57亿元，其中一般预算收入148.64亿元、基金收入45.59亿元、补助收入111.67亿元、预算外收入3.83亿元。

从一般预算收入情况看，以税收收入构成为主（2013年占52.66%），一般预算收入中非税收入主要包括行政事业性收费收入、罚没收入、国有资本经营收入以及国有资产有偿使用收入等。株洲市财政总收入和一般预算收入均在湖南省14个地级市（州）中继续保持第2位。一般预算收入是财政收入中最稳定的来源，其较快增长为株洲市可控财力的快速增加提供较强保障。

表1 株洲市2011~2013年财政总收入构成情况表（单位：万元）

科目	2011年	2012年	2013年	2013年各项占比(%)
财政总收入	1753569	2138221	2355714	-
<b>一般预算收入</b>	1092189	1354326	1486423	47.99
其中：税收收入	568895	715126	782657	25.27
非税收入	523294	639200	703766	22.72
<b>基金收入</b>	661644	452445	455931	14.72
其中：土地类基金收入	606064	383064	453635	14.65
<b>补助收入</b>	919324	1047976	1116680	36.05
<b>预算外收入</b>	81813	38714	38271	1.24
<b>地方综合财力</b>	<b>2754970</b>	<b>2893461</b>	<b>3097305</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2013年株洲市实现基金收入45.59亿元，其中土地出让收入占99.50%，土地出让收入是城市基础设施建设的重要资金来源，但未来稳定性弱。2013年获得补助收入和预算外收

入分别为111.67亿元和3.83亿元，且补助收入中的专项转移支付较大，其使用须配套特定的项目，地方政府可自由支配程度较弱。2013年株洲市实现地方综合财力309.73亿元。

整体看，株洲市财政收入稳定增长，财政整体实力不断增强。

表2 截至2014年9月底株洲市地方政府债务余额表  
(单位: 万元)

地方债务(截至2014年9月底)	金额
(一)直接债务余额	758200
1、外国政府贷款	10424
2、国际金融组织贷款	29210
(1)世界银行贷款	21724
(2)亚洲开发银行贷款	0
(3)国际农业发展基金会贷款	0
(4)其他国际金融组织贷款	7486
3、国债转贷资金	8903
4、农业综合开发借款	213444
5、解决地方金融风险专项借款	165500
6、国内金融机构借款	38030
(1)政府直接借款	32343
(2)由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	5687
7、债券融资	269280
8、粮食企业亏损挂账	9163
9、向单位、个人借款	9653
10、拖欠工资和工程款	0
11、其他	4594
(二)担保债务余额	2245300
1、政府担保的外国政府贷款	0
2、政府担保的国际金融组织贷款	98626
3、政府担保的国内金融机构借款	623959
4、政府担保的融资平台债券融资	1200000
5、政府担保向单位、个人借款	0
6、其他	322715
地方政府债务余额=(一)+(二)×50%	1880850

资料来源: 株洲市财政局

株洲市地方政府债务主要由直接债务及担保债务两部分构成。截至2014年9月底，株洲市地方政府债务余额188.09亿元(直接债务余额+担保债务余额\*50%)，债务率为86.18%。株洲市政府总体负债负担水平适宜。

综上所述，株洲市债务负担处于可控范围内，财政实力不断增强，为公司项目建设提供了资金支持。

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

根据株洲市人民政府办公室出具的《关于

株洲市湘江风光带建设开发有限公司建设、经营有关问题会议备忘录》，公司是湘江风光带建设的主体，同时也是建设湘江风光带和旧城改造的建设主体。截至2014年底，公司注册资本为2.00亿元，实收资本2.00亿元，由湘江集团全资持有，公司实际控制人为株洲市国有资产监督管理委员会。

### 2. 企业规模

株洲市共有土地整理业主九家，分别负责不同区域控规土地的整理及城市基础设施配套建设，其中湘江集团负责湘江两岸旧城改造，公司是湘江集团的全资子公司，湘江风光带项目建设和湘江两岸控规土地整理的唯一主体，在湘江两岸的旧城改造和棚户区改造方面占有垄断地位。

截至2014年底，公司共拥有土地使用权32宗，总面积1390.07亩(92.67万平方米)，其中注入土地30宗，面积90.16万平方米，评估价值46.88亿元(入账时扣除评估价值中包含的负债部分，分别计入资本公积37.42亿元和应付账款9.46亿元)，包括商业用地133.51亩、城镇住宅用地813.80亩和其他商服用地442.75亩。

### 3. 人员素质

目前公司高管人员包括总经理和副总经理合计4人。

沈平先生，1964年出生，高级工程师。1985年毕业于湖南工业大学(原株洲基础大学)，工民建专业。1985年至2002年在株洲市建筑工程质监站工作，历任副站长、站长。2002年至2009年在株洲市建设局工作，历任总工程师、副局长、局长及党组书记。2009年至2011年在株洲市住房和城乡建设局工作。2011年5月任株洲市湘江风光带建设开发有限公司总经理。2012年至今任株洲市湘江建设发展集团董事长，兼任公司执行董事。

唐波先生，1974年出生。1994年毕业于湖南省有色金属职工大学，工民建专业，2010年至今在武汉理工大学，土木工程专业本科在

读。1994年至2010年在湖南省第五工程有限公司工作，历任施工员、技术员、质检员、技术负责人、项目总工、项目经理等职。2010年7月至2014年1月在株洲市湘江风光带建设开发有限公司历任工程部部长、副总经理；2014年2月至今任公司总经理。

截至2014年底，公司拥有员工21人。从员工文化素质情况来看，大专及以上学历占15%，本科学历占80%，硕士及以上学历占5%；从员工年龄构成来看，30岁以下的占比57%，30~50岁的占比43%；从岗位构成看，高级职称员工占25%，中级职称员工占75%。

整体看，公司员工整体素质较好，高管人员具有丰富的政府和企业管理经验，能够满足公司日常经营需要。

#### 4. 政府支持

公司作为株洲市湘江风光带建设主体，在资产注入、财政补贴、土地出让收益返还等方面得到了政府的有力支持。

##### 资产注入

2012年，集团将株洲市天元区湘江风光带露天广场商业用地、株洲市天元区湘江风光带球场用地等5宗土地和房屋资产注入公司，增加资本公积4.01亿元，已经株洲市人民政府国有资产监督管理委员会文件株国资产权(2012)76号《关于同意株洲市湘江建设发展集团有限公司将房屋、土地使用权无偿划拨至株洲市湘江风光带建设开发有限公司的批复》批准。

2013年，集团将株洲市石峰区响石路与沿江路之间6宗城镇住宅用地（兼容商业）用地注入公司，资本公积增加8.31亿元，已经株洲市人民政府国有资产监督管理委员会文件株国资产权(2013)46号《关于同意将土地使用权注入株洲市湘江风光带建设开发有限公司的批复》批准。

##### 财政补贴

2012年，根据株洲市财政局文件《关于对株洲市湘江风光带建设开发有限公司建设

开发湘江风光带进行财政补助的通知》，株洲市政府对公司发放财政补助1.50亿元，继续用于湘江风光带的建设开发。

2013年，根据株洲市财政局文件《关于将三个中心财政补贴资金划入株洲市湘江风光带建设开发有限公司的通知》，株洲市财政局拨付公司财政补贴0.24亿元。

2014年，根据株洲市财政局文件《于对株洲市湘江风光带建设开发有限公司旗滨玻璃搬迁项目进行财政补助的决定》，株洲市财政局拨付5000万元财政补助至公司，用于湘江流域的重金属污染治理。

总体看，株洲市人民政府在资产注入、财政补贴等方面对公司支持力度较大。

## 六、管理分析

### 1. 法人治理结构

公司为株洲市人民政府批准设立、由株洲市湘江建设发展集团有限公司投资的国有独资有限责任公司，株洲市人民政府为其实际控制人。

公司不设股东会，集团依法行使出资人权利，任免执行董事、监事；建议任免公司高级管理人员、审批公司重大事项、审批公司年度财务预算方案、决算方案等，集团可以依法授权公司执行董事行使部分出资人权利，对已经做出的授权，集团可以撤回或修改授权内容。

公司不设董事会，设执行董事1人，为公司法定代表人，向公司股东负责，由股东推荐产生。执行董事任期3年，任期届满，可连选连任。

公司设总经理1人，设副总经理3人，执行董事经集团批准，可兼任总经理、副总经理。经集团批准，公司也可设总工程师、总会计师、总法律顾问等其他高级管理职位，协助总经理开展工作。

总体看，公司经营活动及人员任命受公司股东影响大。

### 2. 管理水平

公司目前执行集团制定的管理制度。

招投标管理方面，公司内部招投标采取统一领导，归口分级管理的原则。公司成立招标工作领导小组，由董事长任组长，党委书记、总经理、监事会主席任副组长，有关职能部门负责人为成员，负责公司招标工作的宏观协调和指导工作。

投资管理方面，集团投资项目决策的基本方式由董事会统一领导和授权，党政联席会审批，战略投资部编制或初审方案送审总经理办公会。公司投资项目管理的的基本方式是总经理统一领导、主管领导负责，战略投资部执行下的项目小组负责制。

预算管理方面，集团遵循“统一筹划、分级管理、权责结合”的原则，进行总量调控和管理。集团设预算管理委员会，是公司预算管理的领导机构，在总经理领导下工作，由各分管副总经理、各部门负责人及下设子公司负责人共同组成。

综合看，公司执行集团的管理制度，该管理制度相对完善，公司法人治理结构能够满足日常经营需要。

## 七、经营分析

### 1. 经营现状

2012~2014年，公司营业收入规模波动中快速增长，三年分别为2.86亿元、2.01亿元和0.93亿元，2012年和2013年全部为土地整理收入，2014全部为代建业务收入。

毛利率方面，2012~2014年公司毛利率分别为69.23%、47.28%和9.09%，2012年毛利率高的原因是，根据株洲市财政局《天元区规划22区W-08地块土地收益返还株洲市湘江风光带建设开发有限公司的通知》，公司收到株洲市政府在扣除财政提留部分后的土地返还款1.80亿元，该地块为公司与其他公司合作开发，不计成本，另外受开发地块的状况影响，整治成本和出让价格不同。2014年，公司原计划出让的“永利码头地块”位于芦淞区沿江中路纺织路-贺嘉路段，拟出让面积为80.7亩，因受株洲市土地出让计划调整的影响，安排在2015年完成土地挂牌出让，故2014年该板块未实现收入。

表3 公司营业收入构成情况(单位: 亿元、%)

项目	2012年			2013年			2014年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地整理	2.86	100.00	69.23	2.01	100.00	47.28			
代建业务							0.93	100.00	9.09
合计	2.86	100.00	69.23	2.01	100.00	47.28	0.93	100.00	9.09

资料来源：公司提供

### 2. 棚户区改造及土地整理业务

根据株洲市棚户区改造指挥部办公室《关于增加湘江风光带建设开发有限公司为棚户区改造实施主体的批复》(株棚办【2010】28号)，经市政府批准，公司被列为株洲市棚户区改造实施主体。公司棚户区改造业务主要通过土地出让净收益返还、补贴收入等进行补偿。

另据株洲市人民政府办公室出具的《株洲市人民政府办公室关于加强湘江风光带土地开发控制工作的通知》，湘江风光带的开发土地用地范围为：株规【2009】136号文件批复

的《株洲市湘江风光带土地开发控制总图》，即包含河东区域E01至E16和河西区域的W01到W08的所有土地，且上述范围内的地块所有旧城改造和新建项目只对公司审批，市国土部门按照湘江风光带的建设开发进度，每年安排报批指标。

公司的主要业务开展模式为：土地完成报批后，由公司统一组织实施征地拆迁等进入市场前的各项前期开发工作；完成土地报批或土地变现和征地拆迁等前期开发工作后，公司向国土管理部门申报土地出让价格，并由市国土部门制定出让方案，报市政府批准后执行。

一般在土地出让后的一个月内，公司可收到土地出让净收益返还，返还金额为：地块出让后，以按地块结算的原则，所有成交进入市财政非税收入结算户，出让金（省提留除外）、开发成本全部返还公司，土地出让纯收益按一定的比例返还。收到土地出让净收益返还后，公司确认收入。2012 年确认十二区土地（面积 20.28 亩，成交价 1.06 亿元）出让收入 1.06 亿元（该地块为棚户区改造地块，出让金全额返还），确认天元区规划 22 区 W-08 地块（面积 184.93 亩，成交价 5.83 亿元）出让收益返还 1.80 亿元（该地块为合作开发项目，公司未支付成本）；2013 年确认师范地块（面积 100.25 亩，成交价 2.17 亿元）出让收入 2.01 亿元。

截至 2014 年底，公司共拥有土地使用权 32 宗，总面积 1360.07 亩，其中注入土地 30 宗，面积 90.16 万平方米，评估价值 46.88 亿元（入账时扣除评估价值中包含的负债部分，分别计入资本公积 37.42 亿元和应付账款 9.46 亿元），包括商业用地 133.51 亩、城镇住宅用地 813.80 亩和其他商服用地 442.75 亩，已完成出让 329.29 亩，投入成本计入开发成本科目。未来公司将继续按照地块进行整治和出让，收益可能因地块整治成本和出让价格不同而出现一定波动。

### 3. 重金属污染治理业务

公司目前承担的重金属治理工程主要包括株洲清水塘铜塘港及沿线片区历史遗留重金属污染场地修复治理工程项目（总投资 21.84 亿元）和清水塘工业区湘江支流白石港

重金属污染综合治理一期工程项目（总投资 5.31 亿元，建设期 2 年）。铜塘港项目建成后将通过土地出让获得一定收益，并作为偿债来源。白石港项目没有直接的经济效益，暂未开工建设，目前尚无具体的资金安排。铜塘港项目已经株发改发【2013】406 号、株环评【2013】66 号、株规选【2013】0078 号、株国土资预审字【2013】502 号批准。

### 4. 代建业务

根据株洲市政府文件，株洲市天元区滨江路建筑物美化、亮化工程建设由公司和株洲市天元区人民政府共同出资建设。根据建设项目评审结果，并经株洲市财政局确认，公司发生的投资额为 0.85 亿元，财政局支付款项为 0.93 亿元。结算起始时点为株洲市天元区滨江路建筑物美化、亮化工程项目评审结果出具以后，以经财政局最终确认的时间为结算开始时点，进行一次性结算，结算金额为财政局认可的投资额加成 10% 的投资回报率。

### 5. 在建项目和未来发展

根据公司的发展规划，公司作为湘江风光带项目建设、旧城改造、棚户区改造及开发的建设主体，目前主要在建项目包括旗滨玻璃集团项目、芙蓉花园和湘江 1 号等 8 个项目，拟建项目为盐业公司项目，总投资为 50.75 亿元，截至 2014 年底已完成投资 19.75 亿元，存货科目内其余为土地资产，目前尚无明确的开发计划。未来三年公司资本支出计划金额分别为 7.41 亿元、6.81 亿元和 4.50 亿元，资本支出压力一般。

表 4 公司主要投资项目情况(单位: 万元)

项目名称	总投资额	截至 2014 年底已完成投资	未来投资计划			
			2015 年	2016 年	2017 年	
在建项目	旗滨集团项目（募投项目）	242333	80199	20000	21201	20000
	芙蓉花园	88000	22668	20000	15332	10000
	神龙公园西北角项目（湘江 1 号）	54000	11715	10000	13450	10000
	铁路机校片区（B 地块）棚改项目（体育公园）	46895	28370	8525	10000	-
	月形山	6300	14490	8190	-	-

	无线电二厂	50000	25489	-	5000	5000
	永利码头	15000	14587	413	-	-
拟建项目	盐业公司	5000	-	5000	-	-
合计		507528	197518	74128	68108	45000

资料来源：公司提供

出让计划方面，2015年公司计划出让月形山、盐业公司和永利码头地块，总面积65.63亩，预计土地返还收入3.04亿元；2016年公司计划出让体育公园地块，净用地面积71.8亩，预计形成土地返还收入6.43亿元。公司未来主要收入仍来自土地出让，受政策影响大，存在低于预期的可能性。

## 八、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

公司提供的2012~2014年财务报表已经利安达会计师事务所审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2014年底，公司资产总额66.80亿元，所有者权益44.09亿元；2014年公司实现营业收入0.94亿元，利润总额0.50亿元。

### 2. 资产质量

2012~2014年，公司资产总额快速增长，年复合增长19.91%，截至2014年底，公司资产总额66.80亿元，其中流动资产占97.54%，非流动资产占2.46%。

#### 流动资产

2012~2014年，公司流动资产年均复合增长20.26%，主要系存货增长所致；截至2014年底，公司流动资产合计65.16亿元，主要由存货（占88.16%）和其他应收款（占11.65%）构成。

2012~2014年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长率为65.12%；截至2014年底，公司其他应收款为7.59亿元，同比大幅增长，主要来自于应收母公司株洲湘江建设发展集团有限公司的借款（占48.12%），以及

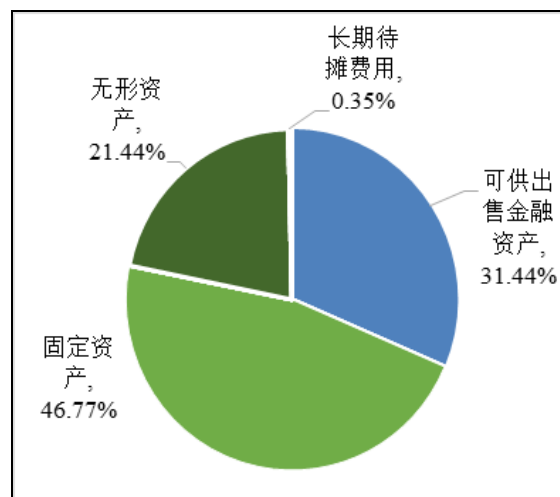
对关联方株洲水利的借款（占42.10%）。从账龄分析来看，1年以内的占1.40%、1~2年的占98.60%。公司计提坏账准备6.61万元，对关联方株洲水利和母公司株洲湘江建设发展集团有限公司欠款未计提坏账准备。

2012~2014年，公司存货快速增长，年均增长率19.27%，截至2014年底为57.45亿元，同比小幅增长，构成主要为土地开发成本，包括政府注入公司的土地资产。

#### 非流动资产

2012~2014年，公司非流动资产年均复合增长9.46%。截至2014年底，公司非流动资产合计1.64亿元，主要由可供出售金融资产（占31.44%）、固定资产（占46.77%）和无形资产（占21.44%）构成。

图1 截至2014年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司可供出售金融资产均为0.52亿元，为对株洲市神农城开发建设有限公司和株洲国投水木建设有限公司的股权投资。

2012~2014年，公司固定资产快速增长，



年均复合增长 185.47%。截至 2014 年底，公司固定资产账面价值为 0.77 亿元，主要为房屋及建筑物。

2012~2014 年，公司无形资产变动不大。截至 2014 年底，账面净额为 0.35 亿元。

总体看，近三年公司资产规模快速增长，资产构成以土地资产为主，资产流动性较弱，公司整体资产质量一般。

### 3. 负债及所有者权益

#### 所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益稳步增长，年均复合增长 11.40%，主要由资本公积增加所致。截至 2014 年底，公司所有者权益合计 44.09 亿元，同比小幅下降。

2012~2014 年，公司资本公积年均增长率 13.07%，截至 2014 年底为 38.14 亿元。2012 年，根据株洲市国资委文件《关于同意将土地使用权注入株洲市湘江风光带建设开发有限公司的批复》（株国资产权(2012)76 号），株洲市湘江建设发展集团有限公司将株洲市天元区湘江风光带露天广场商业用地、株洲市天元区湘江风光带球场用地等 5 宗土地，面积共计 4.41 万平方米，以及湘江风光带火车头广场商业用房、管理用房 2 栋，建筑面积分别为 731.24 平方米，817.69 平方米注入公司，资本公积增加 4.01 亿元。此外，影响该年度公司资本公积的事项还有：集团投入公司货币 0.80 亿元和土地资产 0.63 亿元，资本公积转增注册资本 0.63 亿元，集团注入公司 0.29 亿元土地资产（其中 0.22 亿元用于置换原土地收益形成的实收资本，0.07 亿元用于增加资本公积）。

2013 年，根据株洲市国资委《关于同意将土地使用权注入株洲市湘江风光带建设开发有限公司的批复》（株国资产权(2013)46 号），株洲市湘江建设发展集团有限公司将株洲市石峰区响石路与沿江路之间 6 宗城镇住宅用地（兼容商业）用地注入公司，资本公积增加 8.31 亿元（已扣除集团代为公司支付的债务

5.40 亿元）。

截至 2014 年底，公司所有者权益为 44.09 亿元，其中实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 4.53%、86.41%、1.19%和 7.87%，资本公积占比高。总体看，公司所有者权益稳定性较好。

#### 负债

2012~2014 年，公司负债规模快速增长，年均复合增长 44.42%，截至 2014 年底为 22.72 亿元。从负债结构来看，流动负债占比分别为 44.00%、53.78%和 17.44%，公司负债结构变化大。

截至 2014 年底，公司流动负债为 3.96 亿元，其中应付账款占 42.69%，应交税费占 19.39%，其他应付款占 37.90%。

2012~2014 年，公司应付账款快速下降，年均下降 32.13%，截至 2014 年底为 1.69 亿元，同比略有下降，均为未结算的工程款。

2012~2014 年，公司应交税费快速增长，截至 2014 年底，公司应交税费为 0.77 亿元，主要为企业所得税。

2012~2014 年，公司其他应付款快速增长，年均增长 597.98%，截至 2014 年底，公司其他应付款为 1.50 亿元，主要为与关联方株洲市湘江风光带保障性安居工程投资有限公司和株洲运通投资有限公司的往来款。

非流动负债方面，2012~2014 年，公司非流动负债快速增长，年均增长 75.35%，截至 2014 年底为 18.76 亿元，同比大幅增长，其中长期借款占 61.31%，应付债券占 26.96%，其他非流动负债占 11.73%。

2012~2014 年，公司长期借款分别为 4.50 亿元、5.00 亿元和 11.50 亿元，全部为抵押借款。

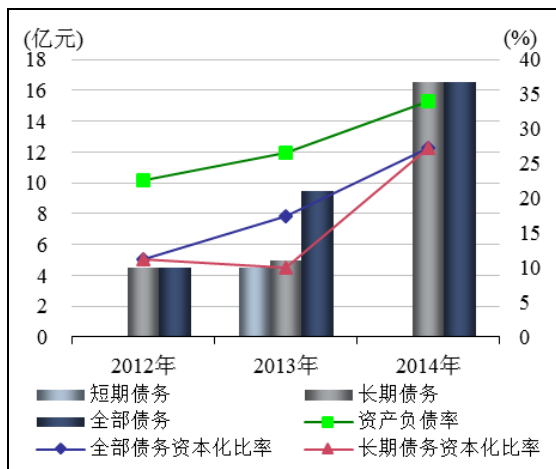
2012~2014 年，公司应付债券为 5.06 亿元，为公司于 2014 年 11 月发行的 3 年期中小企业私募债券，发行金额为 5.00 亿元。

2012~2014 年，公司其他非流动负债快速增长，年均增长 17.26%，截至 2014 年底为 2.20

亿元，同比小幅下降，主要为应付株洲华晨房地产开发有限责任公司的开发项目安置资金（1.60 亿元），其余为应付的项目保证金。

从负债指标看，截至 2014 年底公司长期债务和全部债务均为 16.56 亿元；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率三年均值分别为 34.04%、21.14% 和 18.91%，2014 年底上述指标分别为 34.01%、27.30% 和 27.30%，高于三年平均值。

图 2 2012~2014 年公司债务情况



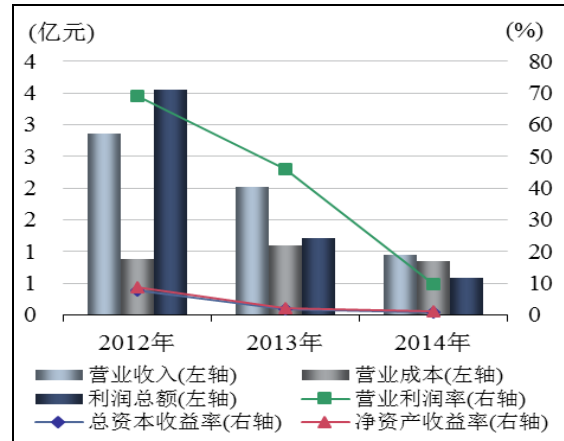
资料来源：公司审计报告

总体看，公司债务负担上升快速，但总体债务规模不大，债务负担轻。

#### 4. 盈利能力

公司营业收入主要来源于土地出让收入。2012~2014 年公司营业收入快速下降，年复合下降 42.60%，2012~2013 年公司营业收入为获得的土地出让金返还，2014 年，受株洲市土地出让政策影响，公司原计划出让的地块改为 2015 年出让，实现营业收入 0.94 亿元，为代建业务形成。2012~2014 年，公司营业利润率分别为 69.23%、45.87% 和 9.54%。

图 3 2012~2014 年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

期间费用方面，2012~2014 年，公司期间费用率分别为 0.20%、-0.07% 和 9.36%，公司期间费用很低，对经营业绩影响很小；从期间费用结构看，主要为管理费用。

公司营业外收入主要来自于政府补助资金，2012~2014 年，公司营业外收入分别为 1.58 亿元、0.29 亿元和 0.50 亿元，对公司利润总额影响大。

从盈利指标看，2012~2014 年，公司总资本收益率和净资产收益率三年均值分别为 2.48% 和 2.94%，2014 年上述指标分别为 0.83% 和 1.14%，低于三年平均值，公司整体盈利能力弱。

总体看，公司经营受政策影响大，政府补贴收入对公司利润影响较大，公司整体盈利能力弱。

#### 5. 现金流

经营活动方面，2012~2014 年，公司经营现金流入量分别为 7.96 亿元、11.19 亿元和 14.73 亿元，主要为收到其他与经营活动有关的现金，为往来款项。2012~2014 年，公司经营现金流出量快速增长，分别为 10.18 亿元、12.74 亿元和 20.27 亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金，公司收到与支付其他与经营活动有关的现金主要为往来款项。近三年，公司经营现金净流量分别为 -2.22 亿元、-1.54 亿元和

-5.54亿元。

从现金收入比看,近三年,分别为98.62%、100.71%和100.00%,经营获现能力偏弱。

投资活动方面,2012~2014年公司投资活动现金流表现为净流出,且数额较小,三年分别为-0.27亿元、-0.18亿元和-0.05亿元。

筹资活动方面,公司筹资活动现金流入主要来自银行借款,现金流出主要来自分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2012~2014年,公司筹资活动现金流量净额分别为3.48亿元、0.32亿元和5.29亿元。

总体看,公司经营活动获现能力偏弱,在建的投资项目未来仍有一定资金需求,公司对外部融资依赖较强。

#### 6. 偿债能力

从短期偿债指标看,2012~2014年,公司流动比率和速动比率三年均值为1205.69%和129.77%,截至2014年底为1644.89%和194.68%。考虑到公司存货主要为土地资产,变现能力弱,公司实际短期偿债能力偏弱;近三年,公司经营现金流动负债比持续为负,分别为-46.32%、-16.60%和-139.84%。总体看,公司短期偿债能力偏弱。

从长期偿债能力指标看,2012~2014年EBITDA快速下降,分别为3.57亿元、1.23亿元和0.52亿元;同期,公司全部债务/EBITDA快速上升,分别为1.26倍、7.74倍和31.90倍。

总体看,公司短期偿债能力偏弱,EBITDA对债务保障能力偏弱,但公司债务负担较轻,同时考虑到公司在资产注入和财政补贴方面得到政府的大力支持,公司整体偿债能力较强。

截至2014年底,公司为湖南铁路科技职业技术学院5000.00万元银行贷款提供了担保,担保期间为2011年12月31日至2016年12月31日,担保方式为连带责任保证,公司或有负债风险较低。

截至2014年底,公司共获得银行授信额

度27.4亿元,未使用额度15.9亿元,公司间接融资渠道较畅通。

#### 7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告(银行版,报告编号:B201503020068746),截至2015年3月2日,公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录,过往债务履约情况良好。

#### 8. 抗风险能力

近年来,株洲市财政实力快速增长,为公司经营发展提供良好外部环境。公司作为株洲市湘江风光带建设的主体,在土地资产注入、土地出让收益返还和财政补贴等方面获得政府支持力度较大,未来随着株洲市经济的发展和公司土地开发业务的推进,公司收入有望保持稳定增长。

总体看,公司整体抗风险能力强。

### 九、本期债券偿债能力分析

#### 1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期公司债券发行额度为15亿元,占2014年底长期债务和全部债务的比例均为90.58%,对公司现有债务规模影响很大。

截至2014年底,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为34.01%、27.30%和27.30%。以2014年底财务报表为基础,不考虑其他因素,预计本期公司债券发行后,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升为46.10%、41.72%和41.72%,公司债务负担明显加重,但仍处于适宜水平。

#### 2. 本期债券偿还能力分析

2012~2014年,公司经营活动现金流入量分别为本期债券的0.53倍、0.75倍和0.98倍,为本期债券每期还款本金的2.65倍、3.75倍和4.90

倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的保障能力弱；公司EBITDA分别是本期公司债券的0.24倍、0.08倍和0.04倍，是本期债券每期还款本金的1.20倍、0.40倍和0.20倍，EBITDA对本期公司债券的保护能力弱。考虑到本期债券分期偿还设置，有助于分散集中偿付的风险，且募投项目具有良好的收益预期，本期债券到期不能偿还的风险低。

## 十、债权保护条款分析

### (1) 募投项目预期收益

本项目是以建设现代物流园以及修复旗滨地块的重金属污染土地为核心，并配套建设道路基础设施、安置小区、物流仓储、物流商务中心等工程，激活该区域的经济增长点，是促进株洲市的两型发展、推动物流产业发展的需要。本项目通过对物流仓储用房的销售与出租，以及对安置小区及物流商务中心的销售等获得一定的收益。根据测算，预计可获得的总收入约为24.50亿元，其中经营性收入17.52亿元，具体包括：

#### 安置小区及其配套商业销售收入

安置小区建设用地面积3.29万平方米，总建筑面积10.10万平方米，包括住宅建筑面积7.40万平方米，配套商业面积0.82万平方米，地下室面积1.88万平方米。安置小区及其配套商业预计于2018年~2022年陆续建成完工，待符合交付条件后将全部予以出售。其中，安置小区中用于出售给安置居民的建筑面积为3.04万平方米，对外销售的面积为4.36万平方米，本项目中给予安置居民的安置拆迁补偿费为4300元/m<sup>2</sup>，因此，出售给安置居民的价格按照4200元/m<sup>2</sup>测算。另外，根据株洲市现有住

房及其配套商业的销售价格，分别按照4500元/m<sup>2</sup>和8500元/m<sup>2</sup>进行测算。预计获得的销售总收入约为3.93亿元。

#### 物流仓储用房的销售及出租收入

物流仓储用房用地面积为10.97万平方米，总建筑面积为27.38万平方米，其中，计容建筑面积23.74万平方米。物流仓储用房预计于2018年建设完工，符合交付条件后将全部用于出售及出租，其中，出售面积为16.14万平方米，出租面积为7.60万平方米。根据株洲市现有物流仓储用房销售及出租价格，出售价格按照3200元/m<sup>2</sup>进行测算，出租价格按照每年300元/m<sup>2</sup>进行测算，2018~2022年预计获得的收入分别为5.17亿元和1.14亿元。

#### 物流商务中心的销售收入

物流商务中心用地面积为1.87万平方米，总建筑面积为6.63万平方米，包括总部写字楼及配套商业设施。物流商务中心预计于2018年开始陆续完工，符合交付条件后将全部用于出售，其中，总部写字楼销售面积为2.00万平方米，配套商业销售面积为3.00万平方米，根据株洲市现有商业综合体的销售价格，总部写字楼的销售价格约为7500元/m<sup>2</sup>，配套商业销售价格约为13000元/m<sup>2</sup>，预计获得的销售收入约为5.40亿元。

#### 地下停车位销售收入

项目中可用于销售的地下车位共计1570个，根据株洲市现有地下车位销售价格，按照12万元/个进行测算，预计获得的收入约为1.88亿元。

现金流方面，该项目建成后预计形成的现金流入量每年超过4亿元，有助于拟发行债券的还本付息。

表5 项目现金流预测 (单位：亿元)

项目	1	2	3	4	5	6	7	合计
----	---	---	---	---	---	---	---	----

现金流入	0	0	5.42	5.09	4.87	4.71	10.42	30.51
现金流出	11.00	11.00	0.36	0.33	0.32	0.30	0.28	23.59
所得税前净现金流量	-11.00	-11.00	5.06	4.76	4.55	4.40	10.14	6.93

资料来源：公司提供

募投项目预期收入的实现情况易受当地房地产市场行情及政策影响，实际销售情况有低于预期的可能。

## (2) 债券保障措施

株洲水利以其拥有的面积为 7.12 万平方米（约 106.73 亩）的一宗土地使用权、公司以自有的总面积为 29.52 万平方米（约 442.75 亩）的四宗土地使用权为本期债券还本付息提供抵押担保。

株洲水利以自身拥有的1宗土地使用权设定抵押，为本期债券进行抵押担保。株洲水利出具的《抵押资产承诺函》承诺合法、完整、有效地拥有上述土地使用权。株洲市国土资源局已出具证明，明确上述抵押资产为株洲水利合法拥有且尚无抵押登记记录，在符合抵押权登记的相关条件下，可为本期债券全体债券持有人设定抵押担保。根据中威正信（北京）资产评估有限公司出具的资产评估报告，以2015年3月5日为评估基准日，株洲水利土地使用权评估价值为人民币5.04亿元。

公司出具的《抵押资产承诺函》承诺合法、完整、有效地拥有上述四宗土地使用权。株洲市国土资源局已出具证明，明确上述四宗土地使用权为公司合法拥有且尚无抵押登记记录，在符合抵押权登记的相关条件下，可为本期债券全体债券持有人设定抵押担保。根据中威正信（北京）资产评估有限公司出具的资产评估报告，以2015年3月5日为评估基准日，公司4宗土地使用权评估价值为人民币19.73亿元（账面价值18.47亿元）。上述五宗土地使用权评估总价为24.78亿元，为本期债券发行总额的1.65倍，上述措施能够一定程度上保障本期债券本息偿还的安全性。但联合资信也关注到，截至2014年底，公司资产中有17.94亿元的出让用地已用于抵押，占公司土地资产账面价值总额的31.40%，若同时考虑本期债券用于抵押的土地资产，已抵押资产占公司土地资产账面价值总额的65.93%，公司已抵押和拟用于抵押的土地资产占公司资产总额的比例高，本期债券土地抵押措施的设置对本期债券保障能力的提升有限。

表6 公司抵押土地使用权情况

土地权证编号	土地位置	土地用途	用地性质	土地使用权到期日	面积(m <sup>2</sup> )	所有者
株国用(2011)第A3119号	株洲市建设局排污取水口一桥	其他商服用地	出让	2051年11月27日	58503.38	公司
株国用(2011)第A3122号	株洲市天元区中心医院-露天广场	其他商服用地	出让	2051年11月27日	74995.84	公司
株国用(2011)第A3121号	株洲市天元区露天剧场-四桥	其他商服用地	出让	2051年11月27日	84488.39	公司
株国用(2011)第A3120号	株洲市天元区四桥-建设局	其他商服用地	出让	2051年11月27日	77180.83	公司
株国用(2014)第A4067号	株洲市天元区嵩山路-五桥	其他商服用地	出让	2052年11月26日	71156.15	株洲水利

资料来源：公司提供

渤海银行股份有限公司长沙分行与公司及株洲水利签订了《国有土地使用权抵押合

同》和《2015年株洲市湘江风光带建设开发有限公司湘江流域重金属污染治理公司债券抵

押资产监管协议》，并且约定在债券发行成功后十五个工作日内办理相应的资产抵押登记手续。

公司聘请渤海银行股份有限公司长沙分行作为抵押资产监管人，对抵押资产进行监管。本期债券的存续期内，公司应聘请经债权人认可的具备相应资质的资产评估机构对抵押资产的价值进行评估，对抵押资产价值的初次评估应当在本期债券发行日之前30个工作日内完成。同时，抵押人应聘请经债权人认可的具备相应资质的资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估，并出具资产评估报告。债权人合理的理由认为需对抵押资产的价值进行重新评估的，抵押人应当应聘请经债权人认可的具备相应资质的资产评估机构对其进行评估并出具评估报告。

在本期债券存续期内，抵押比例应不低于1.5倍（抵押比例是指抵押资产价值总额与本期债券未偿还本金的比例）。抵押比率低于1.5时，抵押资产监管人在收到资产评估机构出具的资产评估报告的两个工作日内计算抵押比率。抵押资产监管人计算的抵押比率低于1.5时或抵押资产被征用或发生贬值等情形时，抵押资产监管人应在三个工作日内制作《追加抵押资产通知书》加盖公章后送达公司和债权人代理人，并督促公司追加抵押品以弥补价值差额部分。公司和债权人代理人协商同意或经本期债券持有人会议决议替代和追加抵押资产的，公司和债权人代理人应在五个工作日内制作《追加抵押资产清单》。在抵押比率不低于1.5的前提下，公司可以向债权人代理人申请解除部分抵押资产的抵押。

### （3） 专项债券资金账户监管

为维护本期债券投资者的权益，公司与渤海银行股份有限公司长沙分行（以下简称“渤海银行”）签署了《专项偿债资金账户监管协议》。根据该协议，偿债资金只能以银行存款或银行协定存款的方式存放，并且仅可用于按

期支付当期应付利息和当期应兑付本金。公司应在本期债券的付息日或兑付日前的第5个工作日之前，将债券本金和（至到期日的）应付利息划入开设在乙方的专项偿债资金账户。若公司未能将偿债资金足额划拨至专项偿债资金专户，渤海银行应以书面形式通知要求公司补足。

总体看，募投项目预期收益、土地资产抵押担保、专项偿债账户的设置及监管、本金提前分期等额偿还条款的设置，能够保障本期债券本息的偿还。

## 十一、 结论

近年来，株洲市财政实力快速增长，为公司提供了良好的外部环境，作为株洲市湘江风光带土地整理、棚户区改造和重金属污染治理的重要主体，公司在资产注入、土地出让收益返还和政府补贴等方面获得政府的大力支持。

联合资信也关注到公司资产以存货为主、变现能力弱，公司业绩受土地出让情况影响较大等因素给公司信用基本面带来的负面影响。

未来，随着株洲市经济发展和公司业务地开展，未来公司土地出让业务有望保持稳定，但土地出让进度可能受到政策影响。

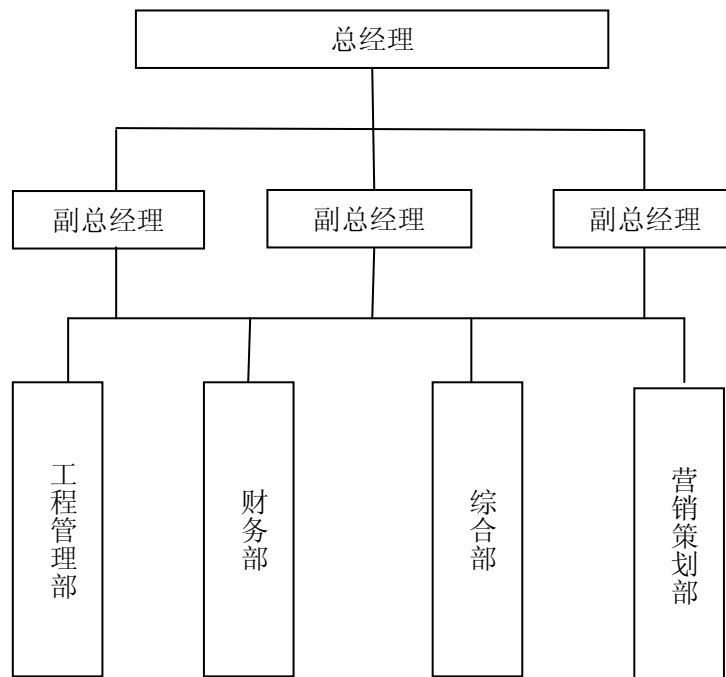
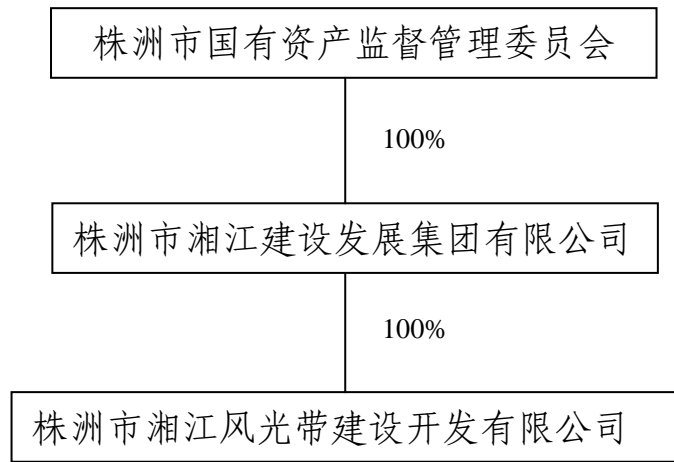
本期公司债券无担保，公司自身经营性收入将作为本期债券偿债资金的主要来源。同时公司以自有的4宗土地使用权和株洲市水利建设投资有限公司（以下简称“株洲水利”）的1宗土地（评估价值合计为24.78亿元），为本期债券提供抵押担保，为其拟发行额度的1.65倍，上述措施能够一定程度上保障本期债券本息偿还的安全性。截至2014年底，公司资产中有17.94亿元的出让用地已用于抵押，占公司土地资产账面价值总额的31.40%，若同时考虑本期债券用于抵押的土地资产，已抵押资产占公司土地资产账面价值总额的65.93%，公司已抵押和拟用于抵押的土地资产占公司资产总额的比例高，本期债券土地资产抵押措施的

设置对本期债券保障能力的提升有限。

同时针对本期公司债券，公司设置专项偿债账户，设立本金提前分期等额偿还条款。此外，渤海银行股份有限公司长沙分行对偿债资金进行监管，有助于进一步增强本期公司债券偿付的安全性。

综合分析，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险低，安全性高。

### 附件 1 公司股权结构图和组织结构图





**附件 2 主要财务数据及指标**

项目	2012 年	2013 年	2014 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿元)	1.82	0.42	0.12
资产总额(亿元)	46.46	62.16	66.80
所有者权益(亿元)	35.57	44.86	44.09
短期债务(亿元)	0.00	4.50	0.00
长期债务(亿元)	4.50	5.00	16.56
全部债务(亿元)	4.50	9.50	16.56
营业收入(亿元)	2.86	2.01	0.94
利润总额(亿元)	3.56	1.21	0.50
EBITDA(亿元)	3.57	1.23	0.52
经营性净现金流(亿元)	-2.22	-1.54	-5.54
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	92.93	130.77	-
存货周转次数(次)	0.02	0.02	0.02
总资产周转次数(次)	0.06	0.04	0.01
现金收入比(%)	98.62	100.71	100.00
营业利润率(%)	69.23	45.87	9.54
总资本收益率(%)	7.64	1.80	0.83
净资产收益率(%)	8.61	2.18	1.14
长期债务资本化比率(%)	11.23	10.03	27.28
全部债务资本化比率(%)	11.23	17.48	27.28
资产负债率(%)	23.44	27.84	34.01
流动比率(%)	940.21	650.68	1644.89
速动比率(%)	97.53	43.09	194.68
经营现金流动负债比(%)	-46.32	-16.60	-139.84
EBITDA 利息倍数(倍)	8.99	1.80	0.42
全部债务/EBITDA(倍)	1.26	7.74	31.90
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.53	0.75	0.98
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.14	-0.10	-0.35
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.24	0.08	0.04

**附件3 有关计算指标的计算公式**

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) <sup>1/(n-1)</sup> ]-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
<b>本期公司债券偿债能力</b>	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

级别设置	含 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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

## 联合资信评估有限公司关于 2015年株洲市湘江风光带建设开发有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期公司债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

株洲市湘江风光带建设开发有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。株洲市湘江风光带建设开发有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，株洲市湘江风光带建设开发有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注株洲市湘江风光带建设开发有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现株洲市湘江风光带建设开发有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如株洲市湘江风光带建设开发有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送株洲市湘江风光带建设开发有限公司、主管部门、交易机构等。

