

长沙雨花经开开发建设有限公司

16 湖南环科债

跟踪评级报告



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

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2019]100164】

评级对象: 长沙雨花经开开发建设有限公司 16 湖南环科债

16 湖南环科债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2019 年 6 月 12 日
前次跟踪: AA/稳定/AA/2018 年 6 月 27 日
首次评级: AA/稳定/AA/2016 年 4 月 5 日

主要财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
金额单位: 人民币亿元			
发行人母公司数据:			
货币资金	6.31	15.84	0.96
刚性债务	25.52	51.02	44.77
所有者权益	74.31	76.40	77.64
经营性现金净流入量	-10.33	-14.35	-5.24
发行人合并数据及指标:			
总资产	132.84	151.14	146.79
总负债	57.98	74.45	68.73
刚性债务	38.22	62.29	52.64
所有者权益	74.85	76.69	78.06
营业收入	3.20	6.20	7.83
净利润	1.69	1.83	1.37
经营性现金净流入量	-15.83	-11.61	-2.83
EBITDA	2.21	2.02	1.52
资产负债率[%]	43.65	49.26	46.82
长短期债务比[%]	131.62	248.17	220.83
权益资本与刚性债务比率[%]	195.86	123.11	148.28
流动比率[%]	507.97	676.24	654.75
现金比率[%]	28.68	84.68	9.44
利息保障倍数[倍]	1.15	0.72	0.39
EBITDA/利息支出[倍]	1.43	0.77	0.42
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.04	0.03

注: 根据雨花建设经审计的 2016-2018 年财务数据整理、计算。
 2016 年数据根据 2017 年审计报告期初数据追溯调整。

分析师

王婷亚 wty@shxsj.com
 曹翀 caochong@shxsj.com
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对长沙雨花经开开发建设有限公司(简称“雨花建设”、发行人、该公司或公司)及其发行的 16 湖南环科债的跟踪评级反映了雨花建设在区域经济、支持政策等方面保持优势,同时也反映了公司在项目承接、债务压力及资金占用等方面继续面临压力。

主要优势:

- **较好的区位优势。**跟踪期内,长沙市雨花经开区主要经济指标保持较好的增长,且作为省级开发区,经开区能够得到长沙市政府在土地出让等方面的优惠政策,雨花建设所在区域经济发展情况较好。
- **税收优惠政策。**跟踪期内,雨花经开区管委会对雨花建设因土地整理与开发、基础设施建设、保障房建设等项目产生的收益继续免征营业税、企业所得税等,有利于增强公司盈利能力。

主要风险:

- **项目承接量减少的风险。**雨花经开区行政面积有限,未来东片区建设完成后,雨花建设将面临项目量缩减或转型压力。此外,2018 年以来湖南省要求压减投资项目,或进一步影响公司项目承接及推进。
- **债务压力。**跟踪期内,雨花建设债务规模有所降低,但总体债务规模仍较高,且公司货币资金等现金类资产较小,短期偿债压力有所增大。
- **资金占用压力。**雨花建设通过往来款形式被占用大量资金,且回收期不明确,跟踪期内公司



经营性现金流呈净流出状态。

➤ 未来展望

通过对雨花建设及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很高，并维持本期债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



长沙雨花经开开发建设有限公司 16 湖南环科债

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照长沙雨花经开开发建设有限公司 16 湖南环科债（简称“16 湖南环科债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据雨花建设提供的经审计的 2018 年财务报表及相关经营数据，对雨花建设的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2016 年 9 月 6 日发行本金 15 亿元，期限 7 年的公司债券，用于洪塘村农民保障住房一期工程项目、长沙康庭园建设项目和智庭园工业地产建设项目等建设以及补充公司的营运资金。截至 2019 年 3 月末，募投项目建设已陆续完工，募集资金已全部使用完毕。

图表 1. 截至 2019 年 3 月末本期债券募集资金使用情况

项目名称	计划总投资	拟使用募集资金	截至 2019 年 3 月末使用募集资金	项目进展（详细说明）
长沙康庭园建设项目	5.73	4.00	4.00	完工量约为 100%，正在验收
智庭园工业地产建设项目	3.98	2.75	2.75	已完工，企业开始入驻
洪塘村农民保障住房一期工程项目	7.53	5.25	5.25	总建筑规模的 100%，待结算工程款
补充营运资金	-	3.00	3.00	-
合计	-	15.00	15.00	-

资料来源：雨花建设

除本期跟踪债券外，该公司“15 南庭债”已按期兑付本息，目前其他存续债券包含“17 湖南环保 PPN001”、“17 湖南环保 PPN002”及“19 湘环科园 PPN001”，发行面值合计 25 亿元。

图表 2. 截至 2019 年 3 月末公司存续债券概况

债项名称	发行金额（亿元）	当前余额（亿元）	期限（年）	发行利率（%）	发行时间	本息兑付情况
16 湖南环科债	15	15	7 ¹	4.17	2016.9.6	未还本期，正常付息
17 湖南环保 PPN001	5	5	3+2	6.8	2017.8.18	未还本期，正常付息
17 湖南环保 PPN002	10	10	3+2	7.2	2017.12.20	未还本期，正常付息
19 湘环科园 PPN001	10	10	3+2	6.4	2019.3.20	未到期，未到付息日

资料来源：雨花建设

¹ 含提前偿还条款，在债券存续期的第 3 年至第 7 年末每年分别偿还本金的 20%，兑付日为 2019~2023 年每年的 9 月 6 日。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2019年一季度的全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。但近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业仍将面临集中偿付压力。

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

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2018年末，我国城镇化率为59.58%，与国外发达国家的70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014年9月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，简称“43号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351号），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号），加强融资平台公司融资管理。5月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018年以来，切实加强地方政府债务管理的监管定调一以贯之，但与此同时，扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的的重要举措，城投企业合理融资需求仍需保障。2月，国家发展改革委和财政部联合发布《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），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，

不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

此外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务。但为避免矫枉过正，保障城投企业合理融资需求，2018年7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。此外，支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

整体来看，自43号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业面临集中偿付压力。

（3）区域经济环境

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

雨花区是长沙市六个市辖区之一，位于长沙市东南部，处于长沙、株洲和湘潭三市的接合部，区位优势明显。交通方面，区内有长沙汽车南站、火车客运南站、武广高速铁路客运站和“六纵六横”的道路交通网络，交通便利；招商方面，区内有湖南中烟、九芝堂药业、海利化工等多家上市公司和国内外知名工业企业。近年来，雨花区多项经济指标均逐年增长，2018年雨花区位列全国中小城市综合实力百强区第30位，为湖南省城区第一名。2018年，按含湖南中烟工业公司口径核算，全区实现地区生产总值1888.16亿元，同比增长7.8%。分产业看，第一产业实现增加值5.28亿元，同比下降4.5%；第二产业实现增加值944.18亿元，同比增长4.7%；第三产业实现增加值938.70亿元，同比增长11.5%。第一、二、三次产业分别拉动GDP增长0.25、5.3个百分点，对GDP增长的贡献率分别为0.2%、32.4%、67.8%，三次产业结构为0.3:50:49.7。全年固定资产投资同比增长10.0%，其中房地产开发投资同比增长14.2%；全年实现社会消费品零售总额761.24亿元，同比增长8.4%。

图表 3. 雨花区主要经济指标情况（单位：亿元）

科目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
地区生产总值	918.49	1018.22	1105.71	1230.87	1888.16
全社会固定资产投资	512.86	624.33	563.95	619.34	-
社会消费品零售总额	576.21	640.76	693.28	712.61	761.24

资料来源：2014-2018 年长沙市雨花区国民经济和社会发展统计公报，其中 2014-2017 年地区生产总值为含长烟口径，2018 年为含湖南中烟工业公司口径。

2018 年，雨花经开区规模工业总产值及固定资产投资均有所增长。雨花经开区的发展持续得到长沙市及雨花区的政策支持。

长沙雨花经济开发区（原湖南环保科技产业园）（简称“雨花经开区”、“经开区”、“园区”）规划总面积 23 平方公里（分东、西两大片区），是长沙市工业总体布局的“五区九园”之一。跟踪期，经开区已完成拆迁腾地（含土地平整）约 20 平方公里，其中西片区建成面积 12 平方公里，东片区建成面积 2 平方公里，建成了“五横五纵”主次路网，并与长沙中心城区及长株潭的城际快干道进行了有效对接。雨花经开区主导产业为新能源汽车及机器人，在长沙市“五区九园”中具有一定特点，湖南省人民政府授予雨花经开区为全省唯一的“湖南省机器人产业集聚区”。目前入驻的代表性企业包括长沙比亚迪新能源汽车、晓光汽车模具等汽车及零部件企业，以及中南智能、大族激光等智能制造企业。

2018 年，雨花经开区完成规模工业总产值 335 亿元，同比增长 31%；实现规模工业增加值 89 亿元，同比增长 17.1%；完成固定资产投资 78.9 亿元，同比增长 31%；实现全口径税收 26.89 亿，同比增长 33.91%。

图表 4. 雨花经开区主要经济指标（单位：亿元、家）

科目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 ²	2018 年
规模工业总产值	310	322	378.75	377	335
规模工业增加值	80	75	82.26	80	89
固定资产投资	69	116	92	113	78.9
园区企业数	524	587	662	720	825

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

根据《长沙市人民政府关于进一步加快工业园区发展的意见》（长政发[2014]28 号），长沙市对于除长沙高新技术企业开发区（含政策区）以外的其他工业园区，以工业园区工业企业上年度实现的增值税、营业税、企业所得税的市级部分为基数，超基数部分的 50% 返还工业园区；在长沙市土地储备中心设立各工业园区土地储备专户，工业园区管委会参与政府用地的土地储备，包括资金安排及委托挂牌等，工业园区可根据发展需要适度储备土地；对工业园区土地开发过程中（含取得储备用地使用权）产生的土地出让金和土地增值的市级财力部分，市财政专项安排给园区用于基础设施建设。根据长沙市雨花区财政局《关于调整街道财政管理体制的通知》（雨财发[2015]14 号）文件，雨花区将政策性返还收入、土地收入全额留存雨花经开区；与长沙高新技术企业开发区企业税收结算收入全额留存雨花经开区；耕地占用税按照完成数的 20% 返还给雨花经开区。

² 2017 年统计口径有所调整，总产值基数调低，按同口径，2017 年规模工业总产值有所增长。

根据长沙市雨花区人民政府专题会议纪要（雨府阅[2017]20号），原则同意调整雨花经开区财税体制，按0.5亿元的基数，基数内全额留雨花经开区，基数外税收分成区级所得部分，区政府与雨花经开区按5:5比例分成，从2017年起开始实施，按季拨付体制款。根据长沙市雨花区财政局发布的《关于调整街道财政管理体制的通知》（雨财发[2017]22号），给予雨花经开区固定体制补助5000万元。长沙市及雨花区对于雨花经开区的发展提供了较好的政策支持。

图表 5. 2016-2018 年雨花经开区土地出让情况

科目	2016年	2017年	2018年
土地出让宗数（宗）	3	2	2
土地出让面积（万平方米）	3.97	10.13	13.85
工业用地出让单价（元/平方米）	985.5	723.79	-
住宅用地出让单价（元/平方米）	-	-	12,602.51

资料来源：经开区管委会

2018年4月，湖南省财政厅发布《关于压减投资项目切实做好甄别核实政府性债务有关工作的紧急通知》，要求各地应按照“停、缓、调、撤”的原则压减投资项目，并切实做好政府性债务甄别核实工作。该项通知的下发，或将对湖南省地方政府平台投资规模形成一定限制。

2. 业务运营

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

该公司保障房及基础设施建设业务受结算周期影响，收入波动较大；而因经开区西片区基本成熟，东片区开发处于初期，土地整理业务任务有所减少。2018年，公司实现营业收入7.83亿元，较上年增长26.26%，主要因当年出售两块住宅用地并确认收入所致。当年，公司毛利率20.76%，较上年提高5.88个百分点，主要因土地业务毛利率高于上年主要收入来源的保障房业务。

图表 6. 公司收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016年 ³		2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	3.20	100.00	6.20	100.00	7.83	100.00
土地整理与开发	1.73	53.93	-	-	4.21	53.78
基础设施建设	0.05	1.54	1.38	22.29	2.92	37.27
保障房代建	0.07	2.09	3.40	54.79	-	-
商品房销售	1.34	41.94	1.33	21.49	0.40	5.1
其他	0.02	0.48	0.09	1.43	0.30	3.85
营业毛利率		28.33		14.88		20.76
土地整理与开发		30.52		-		27.00
基础设施建设		100.00		8.26		8.26

³ 基础设施建设和保障房代建业务2016年按照投资进度确认收入，由于金额较小，暂未确认相关成本。

业务板块	2016年 ³		2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
保障房代建		100.00		16.21		-
商品房销售		18.89		14.98		26.66
其他		62.98		65.93		46.74

注：根据雨花建设提供的资料整理

1. 土地整理与开发业务

跟踪期内，该公司出让 2 宗住宅用地土地，单价约 1.26 万元/平方米，已收到相关款项。截至 2018 年末，公司合计整理土地 2.166 万亩，其中已出让土地 1.03 万亩，累计取得收入 52.72 亿元。目前，公司储备的土地整理与开发项目共计三个，合计总投资 14.87 亿元。近三年开发园区土地开发速度相对有所减慢，目前经开区西片区建设相对成熟，东片区尚未开始大规模开发，因此近几年公司土地整理面积较小。未来园区将根据市场情况及土地政策等逐渐开发东片区，公司土地整理及开发业务将逐渐恢复。

图表 7. 近三年公司完成的土地整理与开发面积（单位：亩）

年份	2016年	2017年	2018年
土地整理与开发面积（东片区）	485	0	64.97

资料来源：雨花建设

图表 8. 公司在建及拟建土地整理与开发业务情况⁴

项目名称	总投资（亿元）	面积（亩）	目前进度	预计开工时间
储备地三（洪塘）	3.62	725	完成初步调查	2019年
储备地四（同升）	7.85	1,137	完成初步调查	2019年
储备地四（新兴）	3.40	1,498	-	-
合计	14.87	3,360	-	-

资料来源：雨花建设

截至 2018 年末，该公司拥有工业、商业及林地、绿地等土地储备合计 1.12 万亩，工业用地一般按照市政府限价出售，商业用地参考市场价格，经开区管委会 2007 年 10 月 20 日会议纪要（湘环管纪要[2007]4 号）文件明确规定，将预收企业的土地款及收到市财政返还的土地收入直接支付至公司账户作为其收入；对于公司因拆迁收储的林地、绿地，由经开区管委会根据开发建设的需要，按照不低于公司投入 20% 的回报率进行回购。未来相关土地出让收入将成为公司收入的重要来源之一。

图表 9. 截至 2018 年末公司土地储备情况

地块	面积（亩）	成本（元/亩）	用途
工业用地	786.5	450,000	出让
商业用地	3,152.97	450,000	出让
保留林地、绿地	7,220	254,710	政府回购
合计	11159.47	-	-

资料来源：雨花建设

⁴ 公司根据《长沙市人民政府关于调整长沙市失去征收农村集体土地上附着物及青苗补偿标准的通知》（长政发【2018】17 号）对项目预算进行了调整。

2. 基础设施建设业务

该公司基础设施建设业务主要是雨花经开区的道路建设以及学校、水利等，近几年以道路建设为主。公司道路建设按照投资进度确认成本，按照投资额加不低于 10% 确认收入，项目投资额一般在项目完工后一年内完成评审及结算，在结算后三年内由经开区管委会支付相关款项⁵。2018 年，公司实现基础设施建设收入 2.92 亿元。截至 2018 年末，公司主要承建完成环保大道、万家丽路等园区内总长约 48.6 公里的道路建设。2018 年因湖南省“停缓调撤”等要求以及规划改变等原因，公司原在建项目中水乡路、拟建项目中杨洪路二期和荷新路二期目前处于暂停状态。2018 年末，公司在建项目总投资 16.38 亿元，已投资 5.86 亿元；拟建项目总投资 1.44 亿元。公司所有基础设施建设项目所需资金全部自筹，未来或面临一定的融资压力。

图表 10. 截至 2018 年末公司主要在建的基础设施建设项目

类型	项目名称	全长（公里）	总投资（亿元）	已投资（亿元）
道路建设项目	振东路	5.00	4.13	1.02
	振洪路	1.99	0.96	0.13
	振兴路	1.20	0.85	0.22
	花卉路东延线	1.87	2.16	2.07
	环保大道东延线	2.36	5.79	1.82
其他	道路绿化提质改造	-	2.49	0.60
合计		-	16.38	5.86

资料来源：雨花建设

图表 11. 截至 2018 年末公司拟建基础设施建设项目⁶

项目名称	总投资（亿元）	未来三年投资		
		2019 年	2020 年	2020 年
晓光路	0.65	0.36	0.29	-
白秋路二期	1.3	0.65	0.65	-
合计	1.44	1.01	0.94	-

资料来源：雨花建设

3. 保障房建设

该公司承接的保障房项目包含白田、联盟、洪塘等三个村庄的居民拆迁安置工作，已全部建设完成。其中白田村农民保障住房建设项目（简称“白田保障房”）和联盟村农民保障住房建设项目（简称“联盟保障房”）位于东片区，已于 2012-2013 年陆续竣工并交付使用。洪塘保障房位于西片区，已于 2017 年 3 月末完成建设，并于当年交付使用，目前正在进行结算。公司保障房项目回购一般在项目完工后三年内完成评审和结算，回购款为投资成本加 20% 的回报率。2015 年，公司收到白田保障房全部回购款 3.68 亿元。联盟保障房于 2017 年 12 月完成部分结算，并已收到回购款 3.45 亿元，还剩 1.95 亿元未完成最终决算，因此尚未收回相关款项；洪塘保障房仍在结算中。

⁵ 原总合同约定在财政评审完成后 3 日内由经开区管委会支付相关费用。考虑到实际操作问题，公司与经开区管委会签订具体项目合同时，将结算时间调整为结算后“三年内”。

⁶ 杨洪路二期及荷新路二期根据省财政厅“停、缓、调、撤”要求，项目停止。

图表 12. 公司已完工未结算保障房情况

项目名称	总投资（亿元）	（预计）回购资金（亿元）			
		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
联盟保障房	4.5	3.45	-	1.95	-
洪塘保障房	7.53	-	-	4	5.04
合计	12.03	3.45	-5	5.95	5.04

资料来源：雨花建设

该公司储备中的保障房项目为白田保障房（二），该项目位于同升街道白田村经开区 51 号地（京珠高速以东，环保大道以南），建筑面积约 5 万平方米，主要用于安置农民等拆迁户，项目主要由 2 栋 1+26 层住宅及其配套沿街商业建筑，1 栋 1+26 层住宅，2 栋 1+17 层住宅，一栋 2 层商业及一栋幼儿园组成。该项目重新进行规划后，投资额及开工时间有所变更。目前预计总投资 3.21 亿元，将于 2019 年 12 月开工建设。在经开区规划中，后续三年经开区收储的 3,800 亩土地涉及同升、新兴两村 1,300 人，公司将根据园区规划建设 12 万平米的保障房。

4. 商品房项目

该公司商品房业务由南庭投资运营。跟踪期内，公司商品房收入主要来源于 SOHO 广场建设项目（简称“SOHO 项目”）、康庭园和智庭园。SOHO 项目位于雨花经开区内，东临圭塘河，南邻商贸职业学校，西邻圭白路，北邻环保大道，项目由 3 组高层建筑组成，地上层数 3-33 层，包括住宅 6.29 万平方米，公寓 2.45 万平方米，写字楼 2.42 万平方米，商业 1.60 万平方米，物业用房 0.07 万平方米等，地下 2 层主要是停车位。项目总投资 5.60 亿元，已于 2015 年 6 月完成开发。截至 2018 年末，该项目销售口径已累计实现收入 4.01 亿元，2018 年当年实现收入 0.80 亿元⁷，其中住宅已全部销售完毕，公寓和商业合计销售 2.4 万平方米。剩余商业和公寓及写字楼分两部分，一部分用于对外出租，年租金约 780 万元；另一部分（写字楼 1.02 万平方米、公寓 0.22 万平方米）由园区作为高端人才公寓配套使用，但该部分经开区管委会与公司之间租赁或回售方式尚未确定。

长沙康庭园建设项目为本次债券募投项目之一，位于长沙雨花经济开发区内，主要为园区内工业厂房及相关配套设施等。项目总用地面积 8.43 万平方米（126.48 亩），总建筑面积 18.05 万平方米（计容面积 17.42 万平方米），总投资 5.73 亿元，项目已基本建设完毕。截至本报告日，项目一期、二期已销售厂房 6.07 万平方米，实现销售收入 2.16 亿元⁸，剩余 2.7 万平米厂房现在销售中，预计可实现销售收入 1.3 亿元；此外还余约 8.67 万平方米厂房及配套（宿舍、食堂等）规划用于出租，预计 2019 年实现租金收入 2600 万元。⁹

智庭园为本次债券另一募投项目，位于雨花经开区内。项目计划总投资 3.98 亿元，建设内容为 12 栋工业厂房，总用地面积 8.10 万平方米（121.48 亩），总建筑面积 9.19 万平方米，现已基本建设完成。跟踪期该项目陆续开始对外出租，截至 2019 年 3 月末，

⁷ 大部分收入已于 2015-2017 年确认。

⁸ 大部分已于 2017 年及以前已确认，当年确认收入 0.40 亿元。

⁹ 由于部分已出售厂房设计环保等新要求，产生部分退回，因此该项目累计销售额较上年有所减少。另外未售部分配合园区招商引资等要求，将原计划出售的部分厂房调整至出租。

项目已出租面积 5.76 万平方米。为吸引符合园区规划的产业类公司入驻，该项目在经开区统一规划下招租，并采用 2 免 3 减半模式为租赁企业提供优惠租金。后续其他未出租部分也将由园区统一规划。

跟踪期内，该公司投入开发雨花智能制造中心项目。该项目地处雨花区南部，位于湖南机器人产业示范园区内，项目用地为工业用地，将建成新型产业园，形成集办公、科研、中试、生产、销售于一体的高端智能制造企业总部聚集基地。跟踪期，公司对该项目规划有所调整，目前项目规划占地面积 7.71 万平方米，建筑面积 17.65 万平方米，预计总投资 13 亿元，规划尚未最终确定。该项目为市场化项目，预计采取租售结合方式获得收入。

该公司地产开发项目一般预测有 10-25% 的利润，但实际运营中可能受到经开区统一规划的影响导致租售比例与原计划有一定不同，从而可能影响项目的回款进度及收益率情况。

管理

跟踪期内，该公司控股股东变更为雨花区人民政府，实际控制人不变。公司发生一定人事变动，但未产生重大影响。

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

跟踪期内，该公司发生一定人事变动。据公司 2019 年 5 月发布的公告，除董事长之外的 4 名董事、2 名监事（变动后为 3 名）和 1 名总经理全部更换。公司同时指出上述人员变动属于正常人事变动，不会对公司日常管理、生产经营及偿债能力产生不利影响。

该公司关联交易较少，跟踪期内关联方资金往来仅对湖南南庭酒店投资管理有限公司其他应收款 0.04 亿元。

近三年来，该公司无不良行为记录。

图表 13. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	所涉主体名称
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2019.5.15	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2019.5.20	无
工商	国家工商总局	2019.5.20	无
税务	国家税务总局	2019.5.20	无
诉讼	人民法院	2019.5.20	无

资料来源：根据雨花建设所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

跟踪期内，该公司债务规模仍较高，同时往来款占用规模较大，现金回笼情况不佳。

1. 公司财务质量

大信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。

2017 年，该公司对会计差错进行追溯调整：公司以前年度售后回购未实现的损益应按该项资产的折旧进度进行分摊作为折旧费用，对上年度长期待摊费用、盈余公积、未分配利润、管理费用进行调整。本评级报告中 2016 年数据使用 2017 年审计报告期初数据。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

2018 年末，该公司负债总额为 68.73 亿元，较上年末减少 7.69%。资产负债率为 46.82%，较上年末降低 2.44 个百分点。公司债务仍以非流动负债为主，年末长短期债务比为 220.83%，较上年末降低 27.34 个百分点。

2018 年末，该公司流动负债为 21.42 亿元，较上年末小幅增长 0.17 个百分点，主要由短期刚性债务、预收款项及其他应付款构成。年末短期刚性债务为 5.34 亿元，较上年末减少 3.88 亿元，其中一年内到期的非流动负债 5.00 亿元，全部为临近到期的银行借款。公司预收款项为 9.68 亿元，主要为预收土地款和保障房款。其他应付款 5.85 亿元，主要为往来款（5.07 亿元），还包括保证金（0.25 亿元）、押金（0.23 亿元）等，前两位应付对象分别为长沙雨花区财政局（往来款 4.13 亿元）和湖南雨花建筑材料有限责任公司（押金 0.20 亿元），其他应付款较上年末大幅增长 162.11%，主要因与雨花区财政局往来款增长所致。

2018 年末，该公司非流动负债为 47.31 亿元，较上年末减少 10.86%，构成均为中长期刚性债务，其中，长期借款 17.29 亿元，较上年末减少 17.09%，主要用于支付工程款，包括 14.56 亿元保证借款¹⁰、2.00 亿元信用借款及 0.73 亿元抵押借款，利率范围 4.9%~6.30%，应付债券 29.78 亿元，较上年末减少 5.71%，为“16 湖南环科债”、“17 湖南环保 PPN001”及“17 湖南环保 PPN002”¹¹。

跟踪期内，该公司刚性债务规模有所减少，2018 年末，刚性债务为 52.64 亿元，较上年末减少 15.49%，主要为偿还到期银行借款所致。年末权益资本与刚性债务比率为 148.28%，较上年上升 25.17 个百分点。

¹⁰ 由子公司南庭投资提供担保。

¹¹ 2019 年 3 月，公司发行“19 湘环科 PPN001”，本金 10 亿元，期限 3+2，利率 6.4%。

2018 年末，该公司无对外担保。

(2) 现金流分析

该公司保障房、土地整理等业务投入规模大、建设周期长，收益回笼滞后，同时经开区管委会等占用往来款金额较大，公司回款情况不佳，经营性现金流持续呈净流出状态，2018 年，公司营业收入现金率为 76.54%，经营活动产生的现金流净额为-2.83 亿元。公司投资活动现金流动较少，2018 年现金流净额为-31.48 万元。2018 年公司归还到期银行借款、债券等，当年筹资活动现金流净额为-13.25 亿元。

(3) 资产质量分析

2018 年末，该公司资产总额为 146.79 亿元，较上年末小幅降低 2.88%，以流动资产为主。年末流动资产为 140.26 亿元，较上年末降低 3.01%，主要由应收账款预付款项、其他应收款和存货构成，占流动资产比例分别为 4.04%、6.59%、18.39%和 69.46%。其中，货币资金 2.02 亿元（均不受限），较上年末大幅减少 16.09 亿元，主要因上年末货币资金包含当年发债资金到位后尚未全部使用的部分。应收账款 5.66 亿元，较上年末增长 81.89%，其中应收长沙雨花经济开发区管理委员会（简称“经开区管委会”）5.64 亿元，主要为保障房及道路建设等项目款。预付款项 9.25 亿元，主要为土地整理、保障房等预付施工方款项，其中预付长沙市雨花区同升街道洪塘社区筹建委员会款项 6.16 亿元，为征地拆迁补偿款，账龄 3 年以上。其他应收款 25.80 亿元，其中应收经开区管委会往来款 21.18 亿元、应收雨花区非税收入管理局 3.85 亿元，均未计息，也未约定具体回收期。存货 97.42 亿元，较上年末增长 4.63%，主要包括土地平整及配套设施工程（72.27 亿元）、土地资产（17.64 亿元）和开发成本（7.51 亿元），增长主要为土地平整及配套设施工程规模增加所致。

2018 年末，该公司非流动资产为 6.53 亿元，较上年末变化不大，主要包括长期股权投资、投资性房地产、固定资产和长期待摊费用。其中，长期股权投资 1.05 亿元，主要投向联营企业长沙东湖和庭投资有限公司（0.90 亿元）和湖南南庭酒店投资管理有限公司（0.12 亿元）。投资性房地产 1.05 亿元，主要为 SOHO 项目已出租商业部分。固定资产 2.52 亿元，主要为地下管网。长期待摊费用 1.71 亿元，其变化主要与公司地对地下管网融资租赁业务产生未实现售后租回损益有关。

(4) 流动性/短期因素

2018 年末，该公司流动比率和速动比率分别为 654.75%和 156.80%，分别较上年末降低 21.48 个百分点、40.29 个百分点。但公司现金比率快速下降至 9.44%。考虑到公司存货及其他应收款规模很大，短期内较难变现，实际流动性一般。

2018 年末，该公司受限资产 0.73 亿元，系用于借款抵押的存货。

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

3. 公司盈利能力

跟踪期内，该公司出让两块住宅土地并确认收入，导致 2018 年营业收入较上年增长 26.26% 至 7.83 亿元，且因土地业务收入毛利率高于保障房（上年主要收入来源），因此公司 2018 年毛利率较上年提高 5.88 个百分点至 20.76%，当年毛利为 1.63 亿元，较上年增长 76.16%。

2018 年，该公司期间费用为 0.33 亿元，较上年减少 0.05 亿元，期间费用率为 4.16%，较上年下降 1.92 个百分点。公司大部分借款因项目建设产生，相关利息一般资本化处理，因此财务费用较小。跟踪期，公司期间费用以管理费用为主，为 0.31 亿元，主要为职工薪酬、折旧摊销及未实现售后回租损失。

2018 年，该公司实现投资收益 0.11 亿元，为持有长沙东湖和庭投资有限公司股权获得的收益。当年实现其他收益 0.07 亿元（上年为 1.36 亿元），系与日常活动相关的政府补贴¹²。2018 年，公司营业利润、利润总额与净利润分别为 1.38 亿元、1.38 亿元和 1.37 亿元，分别较上年减少 25.95%、25.97% 和 25.02%，主要因当年政府补贴较少所致。当年总资产报酬率和净资产收益率分别为 0.94% 和 1.78%，仍处于较低水平。整体看，公司业务规模较小，盈利受政府补助影响较大，主业经营能力较弱。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

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

2. 外部支持因素

经开区管委会给予该公司土地整理与开发、道路基础设施、保障房建设项目相关收益免征城建税、教育附加费以及净收益免征企业所得税等多项税收优惠政策；并将预收企业的土地款及收到市财政返还的土地收入直接支付至公司账户作为收入，给予公司较大的支持。此外公司与商业银行保持较好的合作关系，截至 2019 年 3 月末各家银行给予公司的授信总额为 29.10 亿元，尚余 3.60 亿元。来自经开区管委会及商业银行的支持一定程度上增强了公司的抗风险能力。

跟踪评级结论

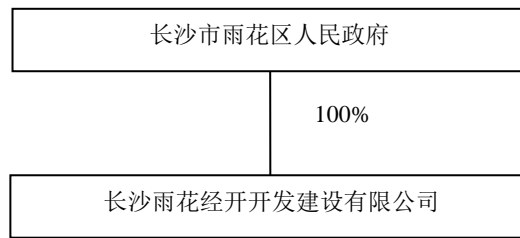
该公司为雨花经开区唯一的开发建设主体，能够得到园区管委会的支持及优惠政策。雨花经开区面积有限，西片区已开发成熟，长期来看，若规划面积不能得到扩大，公司或面临项目承接风险。目前公司在建及拟建项目投资规模较大，未来仍有一定投资压力。

¹² 该类收益以前年度计入营业外收入，2017 年根据财政部发布的新准则，将该类收入计入其他收益。

跟踪期内，该公司债务规模仍较大，同时往来款占用规模较大，现金回笼情况不佳，后续资金回收或存在一定压力。

附录一：

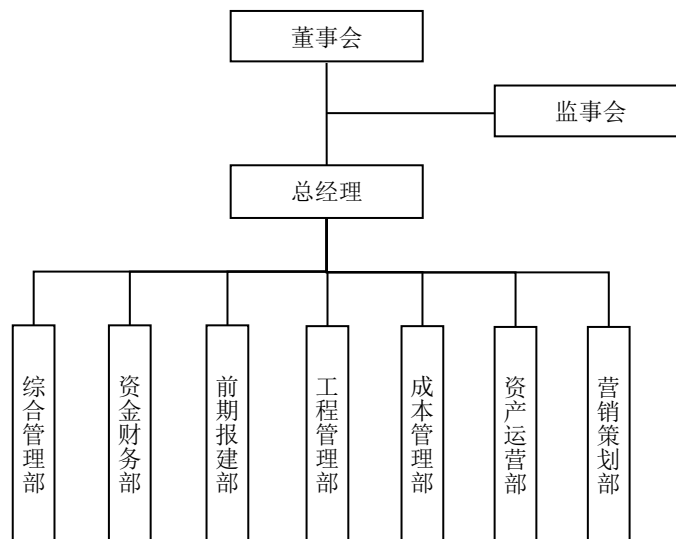
公司与实际控制人关系图



注：根据雨花建设提供的资料绘制（截至 2018 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据雨花建设提供的资料绘制（截至 2018 年末）

附录三：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年
资产总额 [亿元]	132.84	151.14	146.79
货币资金 [亿元]	7.18	18.11	2.02
刚性债务[亿元]	38.22	62.29	52.64
所有者权益 [亿元]	74.85	76.69	78.06
营业收入[亿元]	3.20	6.20	7.83
净利润 [亿元]	1.69	1.83	1.37
EBITDA[亿元]	2.21	2.02	1.52
经营性现金净流入量[亿元]	-15.83	-11.61	-2.83
投资性现金净流入量[亿元]	0.71	-0.11	-
资产负债率[%]	43.65	49.26	46.82
长短期债务比[%]	131.62	248.17	220.83
权益资本与刚性债务比率[%]	195.86	123.11	148.28
流动比率[%]	507.97	676.24	654.75
速动比率 [%]	123.42	197.09	156.80
现金比率[%]	28.68	84.68	9.44
利息保障倍数[倍]	1.15	0.72	0.39
有形净值债务率[%]	79.37	99.36	90.01
担保比率[%]	1.34	1.30	-
毛利率[%]	28.33	14.88	20.76
营业利润率[%]	10.98	30.12	17.66
总资产报酬率[%]	1.54	1.31	0.94
净资产收益率[%]	2.37	2.42	1.78
净资产收益率*[%]	2.37	2.42	1.78
营业收入现金率[%]	104.39	85.08	76.54
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-69.27	-50.02	-13.22
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-36.14	-17.53	-3.95
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-66.14	-50.50	-13.23
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-34.51	-17.70	-3.96
EBITDA/利息支出[倍]	1.43	0.77	0.42
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.04	0.03

注：表中数据依据雨花建设经审计的 2016-2018 年度财务数据整理、计算。2016 年数据根据 2017 年审计报告期初数追溯调整。

附录四：

各项财务指标的计算公式

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

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

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

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

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C级	发行人不能偿还债务

注：除AAA级、CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

注：除AAA级、CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

评级声明

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

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

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

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。