

信用等级公告

联合[2018] 1279 号

联合资信评估有限公司通过对郴州市新天投资有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持郴州市新天投资有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“13 新天治理债/PR 新天治”、“15 郴州新天债/PR 郴新债”的信用等级为 AA⁺，并维持“16 新天专项债/16 郴新天”、“17 郴州新天债/17 郴新天”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年六月二十五日



郴州市新天投资有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA

上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
13 新天治理债/PR 新天治	9.00	2020/07/17	AA ⁺	AA ⁺
15 郴州新天债/PR 郴新债	8.40	2022/04/24	AA ⁺	AA ⁺
16 新天专项债/16 郴新天	8.00	2026/03/08	AA	AA
17 郴州新天债/17 郴新天	14.20	2024/07/26	AA	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2018年6月25日

财务数据

项 目	2015年	2016年	2017年
现金类资产(亿元)	16.28	29.26	33.54
资产总额(亿元)	208.87	236.85	251.16
所有者权益(亿元)	147.47	147.53	152.60
短期债务(亿元)	2.49	2.00	2.83
长期债务(亿元)	49.24	72.47	85.05
全部债务(亿元)	51.73	74.46	87.88
营业收入(亿元)	8.95	13.48	15.82
利润总额(亿元)	1.69	2.56	1.92
EBITDA(亿元)	2.99	4.08	4.45
经营性净现金流(亿元)	-6.77	-5.55	-1.26
营业利润率(%)	23.11	16.70	16.67
净资产收益率(%)	1.15	1.74	1.26
资产负债率(%)	29.40	37.71	39.24
全部债务资本化比率(%)	25.97	33.54	36.54
流动比率(%)	2133.02	2226.02	2443.78
经营性现金流负债比(%)	-73.94	-55.19	-13.15
全部债务/EBITDA(倍)	17.28	18.24	19.74

分析师

兰迪 张宁

邮箱：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)

网址：www.lhratings.com

评级观点

郴州市新天投资有限公司（以下简称“公司”）是郴州市城东新区重要的基础设施建设和土地开发主体以及郴州市重要的湘江环境综合治理主体。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跟踪期内，公司资产及收入规模持续增长，且在财政补贴方面继续得到外部支持。联合资信同时关注到，公司经营活动净现金流持续为负、债务规模增长较快及盈利能力偏弱等因素对公司经营带来的不利影响。

随着郴州市经济的稳定发展，城东新区基础设施建设及湘江环境综合治理的持续推进，以及公司在建项目的逐步完工和政府对公司的稳定支持，公司未来有望保持稳健经营。

联合资信所评公司存续债券均设置了分期偿还条款，有效降低了公司集中偿付压力。公司以土地使用权为“13新天治理债/PR新天治”和“15郴州新天债/PR郴新债”提供了抵押担保。跟踪期内，抵押土地评估价值分别为26.50亿元和44.76亿元，抵押比分别为2.66倍和4.95倍，具有较强的增信作用。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，维持“13新天治理债/PR新天治”、“15郴州新天债/PR郴新债”的信用等级为AA⁺，并维持“16新天专项债/16郴新天”、“17郴州新天债/17郴新天”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为郴州市城东新区重要的基础设施建设和土地开发主体及湘江环境综合治理主体，跟踪期内获得政府在财政补贴方面的大力支持。
2. 跟踪期内，公司业务稳定开展，营业收入持续增长，目前在建项目体量仍然较大，有望对未来收入实现形成支撑。

关注

1. 跟踪期内，公司经营活动现金流入仍无法覆盖经营和投资支出。随着外部融资规模的不断增大，公司债务规模增长较快，目前土地资产抵押率较高，对未来出让造成一定影响。
2. 政府补贴对公司利润贡献大，公司整体盈利能力偏弱。
3. 目前公司存续债券募投项目工程进度较慢，未来项目收入实现与存续债券还本付息发生错配。且考虑到公司未来待偿债券本金峰值较高，公司偿债压力较大。
4. 公司资产中其他应收款和存货规模较大，对资金形成一定占用，资产整体流动性一般。

声 明

一、本报告引用的资料主要由郴州市新天投资有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

郴州市新天投资有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于郴州市新天投资有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

2017年，公司将以前年度国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）拨付的原计入“长期应付款”的3.20亿元项目资本金转增权益。其中0.20亿元增加注册资金、3.00亿元增加资本公积。2017年底公司注册资本及实收资本均为3.20亿元。公司控股股东仍为郴州市苏仙区城镇建设投资管理中心（以下简称“苏仙区建投管理中心”），持股比例93.75%，为公司实际控制人；国开基金持股比例6.25%。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化。截至2017年底，公司内设办公室、工程管理中心、财务管理中心等7个职能部门；拥有5家全资子公司。

截至2017年底，公司（合并）资产总额251.16亿元，所有者权益合计152.60亿元；2017年公司实现营业收入15.82亿元，利润总额1.92亿元。

公司住所：郴州市苏仙区苏仙岭街道苏仙区创新创业大楼15-16楼；法定代表人：李进勇。

三、债券概况与募集资金使用情况

跟踪期内，公司均已按期支付存续债券（联合资信所评）本金及利息。

截至2017年底，公司存续期债券“13新天治理债/PR新天治”募集资金15.00亿元，已经全部使用完毕，募投项目12个重金属污染治理工程（总投资额26.20亿元）已全部完工。

“15郴州新天债/PR郴新债”募集资金

10.50亿元，拟全部用于9个重金属污染治理项目，募投项目总投资额为32.86亿元，已使用募集资金8.81亿元。

“16新天专项债/16郴新天”募集资金8.00亿元，其中6.80亿元拟用于募投项目郴州新天健康养老产业项目、1.20亿元用于补充流动资金。募投项目总投资额为22.26亿元，截至2017年底，共计使用募集资金3.68亿元。其中2.48亿元用于募投项目，1.20亿元用于补充流动资金。

“17郴州新天债/17郴新天”募集资金14.20亿元，其中9.20亿元拟用于湖南郴州苏仙工业集中区标准化厂房及配套设施建设项目，5.00亿元用于补充营运资金。募投项目总投资额17.39亿元，截至2017年底，募集资金已使用5.08亿元，其中0.08亿元用于募投项目，5亿元用于补充营运资金。

表1 联合资信所评公司存续债券概况

（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
13 新天治理债/PR新天治	15.00	9.00	2013/07/17	7年
15 郴州新天债/PR郴新债	10.50	8.40	2015/04/24	7年
16 新天专项债/16郴新天	8.00	8.00	2016/03/08	10年
17 郴州新天债/17郴新天	14.20	14.20	2017/07/26	7年
合计	47.70	39.60	--	--

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，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基础，对于促进国民经济及地区经济快速发展、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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43号，以下简称“《43号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

在2014年发布的《43号文》的背景下，

财政部通过《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2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表2 2017年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017年4月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范PPP合作行为，再次明确43号文内容。
2017年5月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017年6月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55号）	PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017年6月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）

		项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017年7月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92号	对已入库和新增的PPP项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于2018年3月31日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017年12月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018年2月	《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	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018年3月	《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	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年4月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54号	及时更新PPP项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合资信综合整理

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至2017年底，中国城镇化率为58.52%，较2016年提高1.17个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018年3月5日，中央政府发布的《2018年政府工作报告》对中国政府2018年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及

转型压力进一步加大。

4. 区域经济情况

公司是郴州市城东新区（苏仙区东区）重要的基础设施建设和土地开发主体以及苏仙区重要的湘江环境综合治理主体。郴州市及苏仙区的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

跟踪期内，郴州市经济持续发展，固定资产投资保持快速增长，为公司创造了良好的外部环境。

根据《郴州市2017年国民经济和社会发展统计公报》，2017年，郴州市地区生产总值2337.73亿元，按可比价计算（下同），比上年增长7.9%。其中，第一产业增加值225.66亿元，增长3.8%；第二产业增加值1140.25亿元，增长6.6%；第三产业增加值971.83亿元，增长10.7%。按常住人口计算，全市人均生产总值49514元，增长7.9%。

2017年，全市全部工业增加值1038.0亿元，增长6.7%；规模以上工业增加值增长7.1%，其中非公有制规模工业增加值增长7.4%。

2017年，全市固定资产投资2628.1亿元，增长12.9%。按产业分，一、二、三产业分别完成228.2亿元、937.0亿元、1462.8亿元，分别比上年增长39.2%、2.9%、16.7%，第三产业投资增长较快。

跟踪期内，郴州市苏仙区经济持续增长，产业结构不断优化，基础设施投资快速增长，有利于公司业务开展。

2017年，郴州市苏仙区实现地区生产总值（GDP）327.7亿元，按照可比价计算（下同），同比增长7.5%。其中，第一产业16.0亿元，增长4.1%；第二产业199.9亿元，增长6.7%；第三产业111.8亿元，增长9.3%。按常住人口计算，全区人均地区生产总值达7.58万元，增长9.1%。全区三次产业的比重由5.1：61.4：33.5调整为4.9:61.0:34.1。其中第一、二产业比重比上年分别下降0.2个和0.4个百分点，第三产业比重比上年提高0.6个百分点，产业结构进一步优化。

工业经济平稳增长。2017年，全区规模以上工业企业达148家，全年全部规模工业增加值同比增长7.0%。全区建筑业增加值17.3亿元，同比增长13.1%。

2017年，苏仙区完成固定资产投资363.8亿元，同比增长12.9%。分产业看，第一产业投资5.1亿元，增长33.1%；第二产业投资136.3亿元，增长4.0%；第三产业投资222.4亿元，增长17.5%。分投资方向看，基础设施投资85.5亿元，增长19.8%；民生投资83.6亿元，增长18.0%；工业技改投资69.7亿元，增长7.0%。苏仙区基础设施投资占比较大且增长较快，有利于公司工程建设业务的开展。

五、基础素质分析

1. 股权状况

2017年底，公司注册资本及实收资本增至3.20亿元，苏仙区建投管理中心仍为公司控股股东及实际控制人。

2. 外部支持

2017年，郴州市及苏仙区受非税收入下降影响财政收入有所下滑，财政自给率较低；跟踪期内，当地政府继续给予公司财政补贴支持。

2017年，郴州市实现一般公共预算收入203.4亿元，同比下降13.7%。地方财政收入130.5亿元，下降24%。其中，税收收入79.0亿元，增长16.7%；非税收入51.5亿元，下降50.5%。全市一般公共预算支出385.2亿元，增长0.9%。财政自给率较低，且非税收入占比较大，财政收入稳定性较差。

2017年，湖南省下达郴州市转移支付216.5亿元，同比增长1.1%。其中返还性收入10.9亿元、一般性转移支付收入117.7亿元、专项转移支付收入87.9亿元，分别增长6%、6.6%、-5.9%。省级政府对郴州市财政支持力度较大。

2017年，郴州市政府性基金收入37亿元，增长22.3%，规模较小。

2017年，苏仙区实现公共财政收入达8.69亿元，同比下降31.28%。其中：地方财政收入6.02亿元，下降41.35%；上划中央税收2.14亿元，增长20.78%；上划省级税收0.53亿元，增长6.19%。全区公共财政支出22.05亿元，下降7.2%，其中：民生支出18.45亿元，增长24.91%。苏仙区财政收入规模较小且下降速度较快，财政自给率低。

2017年，公司收到政府财政补贴及各项补助资金合计1.79亿元。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司存在2笔欠息记录，但非恶意欠息导致，整体债务履约情况尚可。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10431003000490803），截至2018年5月7日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，存在2笔欠息记录，其中1笔为银行系统错误导致，另1笔为公司

出纳账户信息输入错误导致延时付息。2 笔欠息记录非公司恶意欠息，均及时予以更正。截至报告日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司高管人员、法人治理结构和管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司负责的城东新区基础设施建设业务正常开展，主营业务收入持续增长，收入构成未发生变化。

2017 年，公司实现主营业务收入 15.81 亿元，同比增长 17.35%。收入中大部分是工程建设收入，2017 年为 15.81 亿元。毛利率方面，根据苏仙区人民政府出具的文件，公司项目收益比例为 20%，工程建设业务毛利率基本保持稳定。

表 3 2016~2017 年公司主营业务收入构成（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设收入	134748.28	99.99	16.68	158137.30	99.99	16.67
绿化苗木销售收入	12.85	0.01	40.02	9.71	0.01	-9.47
合计	134761.13	100.00	16.68	158147.01	100.00	16.67

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 基础设施建设

跟踪期内，公司基础设施代建业务模式与盈利水平未发生变化；存续债募投项目工程进展较慢，未来项目收入实现将与债券还本付息计划发生错配，公司偿债资金压力较大。

公司承担城东新区基础设施建设以及苏仙区范围内湘江环境综合治理工作。公司建设工程根据工期分为两类，其中工期较短在 1~2 年的项目投入计入“存货-开发成本”，这类工程每年财政评审中心对其投资额进行核算，确定当期投资完成额，并按照核算额度和项目收益比例确认公司工程建设收入（项目收益比例仍为 20%），同时结转成本；对于工期较长的项目（大部分为环境综合治理项目），公司将投入计入“在建工程”，政府于项目竣工后进行验收结算，公司根据结算额度和项目收益比例确认工程建设收入，同时结转成本。公司工程建设收入中包含了对项目融资成本的补偿。

2017 年，公司工程建设实现收入 15.81 亿元，收到政府回款 11.32 亿元，收入实现情况尚可。

截至 2017 年底，公司在建基础设施项目累计已投资额为 16.84 亿元，体现在“在建工程”项目。除去 4 个目前无法明确总投资额的项目，公司在建项目总投资额为 70.12 亿元，未来尚需投资额为 53.27 亿元，未来投资规模较大。

公司“16 新天专项债/16 郴新天”募投项目郴州新天健康养老产业项目总投资 22.26 亿元，截至 2017 年底已投入 4.20 亿元。该项目原计划于 2019 年 12 月完工，目前工程进展较慢，主要系工程前期手续不完善延误工期所致。

公司“17 郴州新天债/17 郴新天”募投项目湖南郴州苏仙工业集中区标准化厂房及配套设施建设项目总投资 17.39 亿元，截至 2017 年底公司已投入 4.00 亿元。该项目原计划于 2018 年 5 月完工，目前工程进展较慢，主要系

工程前期手续不完善延误工期所致。

目前存续债券募投项目工程进度较慢，项目未来收入实现延后，与存续债券还本付息可能发生错配，公司偿债资金来源主要为日常营业收入，偿债资金压力较大。

表 4 截至 2017 年底公司在建项目情况

(单位: 万元)

项目名称	总投资	已投资
西河流域重金属污染治理工程	28012.42	20434.96
观山洞土地开发整理	49030.00	32300.99
玛瑙山环境治理工程	26292.62	7137.59
西河废石流治理工程	2553.00	1158.41
西河流域观山洞至珠桥 4 公里段污染治理工程	6670.82	3152.86
山河水库周边地区遗留采矿废渣处置工程	4119.79	2297.86
郴江流域官坪区域重金属污染治理	16212.71	4029.11
东河流域五盖山境内治理工程	32842.93	4673.12
西河治理项目	--	16481.27
东河下游飞天山治理工程	32461.64	23868.47
苏仙区重金属污染区域安全饮水工程	18102.84	13301.12
龙潭湖两型社会示范村工程	1189.95	1189.95
西河流域重金属污染综合治理一期工程	--	3007.60
苏仙区栖河流域重金属污染综合治理工程	36987.03	16437.98
西河流域重金属污染治理一期工程	--	946.09
新天健康养老产业项目	222585.00	15418.07
地采矿山采空区隐患治理及无主尾矿库治理	4600.00	2109.07
创新创业园标准化厂房及配套设施建设项目	173872.11	133.66
西河(大壁口-红卫桥段)河道底泥清理工程	25066.44	87.00
红旗岭矿区重金属污染治理工程	20556.51	252.36
坵上镇高峰水库周边区域重金属污染治理工程	--	5.17
合计	701155.81	168422.71

注：已投资额为“在建工程”中体现的金额，公司已付施工方尚未结算的款项计入“其他应收款”。

资料来源：公司提供

2016 年，公司新增了棚户区改造业务，目前已承接两个棚户区改造项目，分别为田

家湾城中村棚户区改造和观山洞街道棚户区改造，2 个项目合计占地面积 181.41 亩，总投资额分别为 2.38 亿元和 6.75 亿元，截至 2017 年底，上述两个项目分别投资 1.06 亿元和 0.78 亿元，项目由政府回购。同时，公司计划收购苏仙区城镇开发公司，该公司主要负责苏仙区棚户区改造工程施工业务，目前正在制定合并方案，未来苏仙区城镇开发公司纳入公司之后，公司业务范围和收入规模有望进一步提升。

(2) 土地开发及苗木销售业务

公司负责城东新区土地开发整理业务，跟踪期内公司整理的土地未达到出让条件，公司未实现土地出让收入；苗木销售业务正常开展，收入规模小且跟踪期内有所下降。

受苏仙区政府委托，公司实施土地开发整理项目，在土地开发整理完成后将交予政府，待政府取得土地相应的收益后，在扣除相关规费之后，由政府将土地出让净收益支付给公司，以补偿公司的土地开发整理成本，并保证适当的开发利润。

公司根据市政府及区政府出具的土地开发计划，自行筹措资金、办理规划、项目核准、征地拆迁及市政建设等手续，对土地进行一级开发。公司主要负责前期居民搬迁、场地拆迁、平整、通水通电等施工，生地范围内的修路工程主要由公司通过公开招标，委托其他工程公司执行。待土地由生地变成熟地之后，交付市、区国土局组织验收，对其开发成本、开发是否达标等予以评判，并由市审计局进行费用核算之后，根据之前约定的返还比例，统一决定返还额。

截至 2017 年底，公司已完成整理待出让土地面积 970 亩。近两年公司开发整理的土地周边配套建设尚不完善，未达到土地出让条件，因此公司没有土地出让。

公司还负责小部分绿化苗木销售业务，负责该业务的子公司七彩园艺业务规模相对较小。2017 年，公司绿化苗木实现收入 9.71 万

元，毛利率为负主要系当年公司绿化工程项目成本规模较大所致。

八、财务分析

公司提供了 2017 年财务报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见审计结论。截至 2017 年底，公司合并范围内共有 5 家子公司，合并范围没有变化，财务可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，随着业务的持续开展，公司资产规模保持增长；公司其他应收款和存货规模较大，对资金形成一定占用，资产整体流动性一般。

2017 年底，公司资产总额 251.16 亿元，同比增长 6.04%，增长主要来自应收类款项及在建工程。资产以流动资产为主，且占比很高。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	29.26	12.35	33.54	13.35
应收账款	20.03	8.46	24.29	9.67
其他应收款	22.87	9.66	25.94	10.33
存货	147.82	62.41	148.51	59.13
流动资产	223.71	94.45	235.04	93.58
在建工程	13.06	5.51	14.80	5.61
非流动资产	13.14	5.55	16.12	6.42
资产总额	236.85	100.00	251.16	100.00

资料来源：联合资信根据审计报告整理

2017 年底，公司流动资产 235.04 亿元，同比增长 5.06%。其中，公司货币资金 33.54 亿元，资金较充足；公司应收账款 24.29 亿元，同比增长 21.28%。从账龄来看，1 年以内的占比 65.09%，1~2 年的占比 29.82%。应收账款全部为对苏仙区财政局的应收工程款，安全性较高且综合账龄较短，公司未计提坏账准备；其他应收款 25.94 亿元，同比增长 13.40%，主要为应收苏仙区财政局的往来款；公司存货

148.51 亿元，同比小幅增长 0.47%，其中土地资产 145.90 亿元，已有 62.18 亿元的土地用于抵押，存货中土地的抵押比率 42.62%。公司土地抵押率较高，对未来出让造成一定影响。

2017 年底，公司非流动资产 16.12 亿元，同比增长 22.72%。其中在建工程 14.80 亿元，同比增长 13.32%，全部为公司在建基础设施项目。

2. 所有者权益及负债

跟踪期内，公司所有者权益规模有所增长，结构较上年基本保持稳定；公司债务结构合理，2017 年债务规模有所增加，但整体债务负担仍处于一般水平。

2017 年底，公司所有者权益 152.60 亿元，同比增长 3.44%，增长主要来自从长期应付款转入权益的国开基金注资以及未分配利润的增加。国开基金的注资中 0.20 亿元计入实收资本，3.00 亿元计入资本公积。2017 年底公司所有者权益结构较上年基本保持稳定。

2017 年底，公司负债合计 98.56 亿元，同比增长 10.34%，增长主要来自应付债券的增加。负债构成以非流动负债为主，且占比有所提高。

表6 公司主要负债和所有者权益构成情况
(单位：亿元、%)

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	6.41	2.71	4.91	1.95
流动负债	10.05	4.24	9.62	3.83
长期借款	11.58	4.89	12.93	5.15
应付债券	60.89	25.71	72.13	28.72
非流动负债	79.27	33.47	88.94	35.41
负债总额	89.32	37.71	98.56	39.24
实收资本	3.00	1.27	3.20	1.27
资本公积	137.29	57.96	140.29	55.86
未分配利润	6.66	2.81	8.51	3.39
所有者权益合计	147.53	62.29	152.60	60.76
负债和所有者权益合计	236.85	100.00	251.16	100.00

资料来源：联合资信根据审计报告整理

2017 年底，公司流动负债 9.62 亿元，同比下降 4.30%。其中其他应付款 4.91 亿元，同比下降 23.39%，主要为往来款和保证金；一年内到期的非流动负债 2.83 亿元，同比增长 66.90%，全部为一年内到期的长期借款。2017 年底，公司非流动负债 88.94 亿元，同比增长 12.20%。其中应付债券 72.13 亿元，同比增长 18.46%，增加为 2017 年公司发行的金额为 14.20 亿元的“17 郴州新天债/17 郴新天”；长期应付款 3.81 亿元，同比下降 43.56%，下降主要系公司按照合同将国开基金拨付的项目资本金转入权益所致。公司长期应付款主要为湖南省扶贫公司拨付的扶贫项目资本金，属于有息债务，已相应调入调整后全部债务。

有息债务方面，2017 年底公司调整后全部债务为 91.69 亿元，同比增长 12.91%。其中短期债务 2.83 亿元，调整后长期债务 88.86 亿元。债务结构合理；2017 年底公司资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别为 39.24%、36.80% 和 37.53%，较上年均有所增长，但仍处于一般水平。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司收入规模有所增长，但期间费用对利润侵蚀较重，政府补贴对利润贡献大，公司整体盈利能力偏弱。

2017 年，公司实现营业收入 15.82 亿元，同比增长 17.33%，主要系工程建设收入增加所致。同期，公司营业成本 13.18 亿元，同比增长 17.37%。公司营业利润率为 16.67%，较上年基本保持稳定。

2017 年，公司期间费用快速增长 62.71% 至 2.51 亿元，主要系公司债务规模增长导致计提财务费用增加所致。当期，公司期间费用占营业收入的比重为 15.88%，同比增长 4.43 个百分点，期间费用对利润的侵蚀较重，且跟踪期内公司对其控制能力有所下降。

2017 年，公司获得政府补贴 1.79 亿元，实现利润总额 1.92 亿元，政府补贴对公司利润

总额贡献大。

从盈利指标看，2017 年公司调整后总资本收益率和净资产收益率分别为 1.82% 和 1.26%，公司净资产收益率较上年下降 0.48 个百分点，主要系公司期间费用对利润的侵蚀加重导致净利润下降所致。整体来看，公司盈利能力偏弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动产生的现金流入无法覆盖当期业务支出，收现质量一般；为平衡公司项目建设资金需求，公司筹资活动现金流入持续保持较大规模。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助以及与关联方和政府相关部门的往来款等。2017 年，公司经营活动现金流入量 15.23 亿元。其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 11.32 亿元，同比增长 16.38%。2016~2017 年，公司现金收入比分别为 72.18% 和 71.60%，收现质量一般；公司经营活动现金流出规模仍较大，2017 年公司经营活动现金流量净额持续为负，净流出 1.26 亿元。

2017 年，公司投资活动现金净流出 2.51 亿元，为购建固定资产、无形资产等支付的现金。

2017 年，公司经营活动现金流入仍无法覆盖经营和投资支出，公司资金需要通过外部融资解决。筹资活动方面，2017 年公司筹资活动现金流入量为 20.02 亿元，其中取得借款和发行债券收到的现金分别为 5.75 亿元和 14.09 亿元。同期，公司偿债及分配股利、利润或偿付利息支付的现金合计 11.84 亿元，公司筹资活动现金流量净额 8.05 亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，相对于规模较小的短期债务，公司现金类资产充裕，短期偿债能力好；公司有息债务规模持续增长，长期偿债能力较弱，考虑到股东对公司的持续支持，公司整体偿债

风险较小。

从短期偿债能力来看，2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 2443.78% 和 899.63%，较上年底均有所提升。2017 年，公司经营现金流量净额为负，对负债没有保障能力。总体来看，考虑到公司短期债务规模小，现金类资产充足，短期偿债能力好。

从长期偿债能力来看，2017 年公司 EBITDA 为 4.45 亿元，同比有所增长。受有息债务规模增长影响，当期公司调整后全部债务/EBITDA 升至 20.59 倍，EBITDA 对调整后全部债务保障能力较弱，考虑到股东对公司的持续支持，公司整体偿债风险较小。

2017 年底，公司共获得银行授信额度 27.51 亿元，剩余 15.76 亿元尚未使用，间接融资渠道畅通。

2017 年底，公司对外担保金额 18.43 亿元，担保比率为 12.08%，被担保单位均为郴州市国有企业且目前经营情况正常，公司或有负债风险较小。

九、存续期债券偿还能力分析

1. 存续期债券偿还能力

截至报告日，公司待偿还债券规模很大，其中短期偿债压力较小，未来债券待偿本金峰值较高，公司面临一定集中偿债压力。

2017 年底，公司一年内到期应偿还债券本金合计 5.10 亿元，2020 年将达到存续债券待偿本金峰值 23.74 亿元。2017 年底，公司现金类资产 33.54 亿元；2017 年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 15.23 亿元、-1.26 亿元和 4.45 亿元，对公司存续债券保障情况如下：

表7 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2017 年
一年内到期债券余额	5.10
未来待偿债券本金峰值	23.74
现金类资产/一年内到期债券余额	6.58

经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.64
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.05
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.19

资料来源：联合资信整理

整体看，公司现金类资产对一年内到期债券余额保障程度好；由于公司未来待偿还债券峰值较高，公司经营活动现金流入量对其保障程度较低，公司面临一定集中偿债压力。

2. 存续期债券保护条款

公司以其持有的 3 宗土地使用权用于“13 新天治理债/PR 新天治”抵押担保。经中联国际评估咨询有限公司评估，用于抵押担保的 3 宗抵押土地使用权面积共计 103.01 万平方米，评估的价值为人民币 26.50 亿元（评估基准日为 2018 年 5 月 31 日，自 2018 年 5 月 31 日起至 2018 年 5 月 30 日内有效），抵押比（抵押资产价值总额与存续债券未偿还本金及一年未偿还债券利息和的比例）为 2.66 倍。

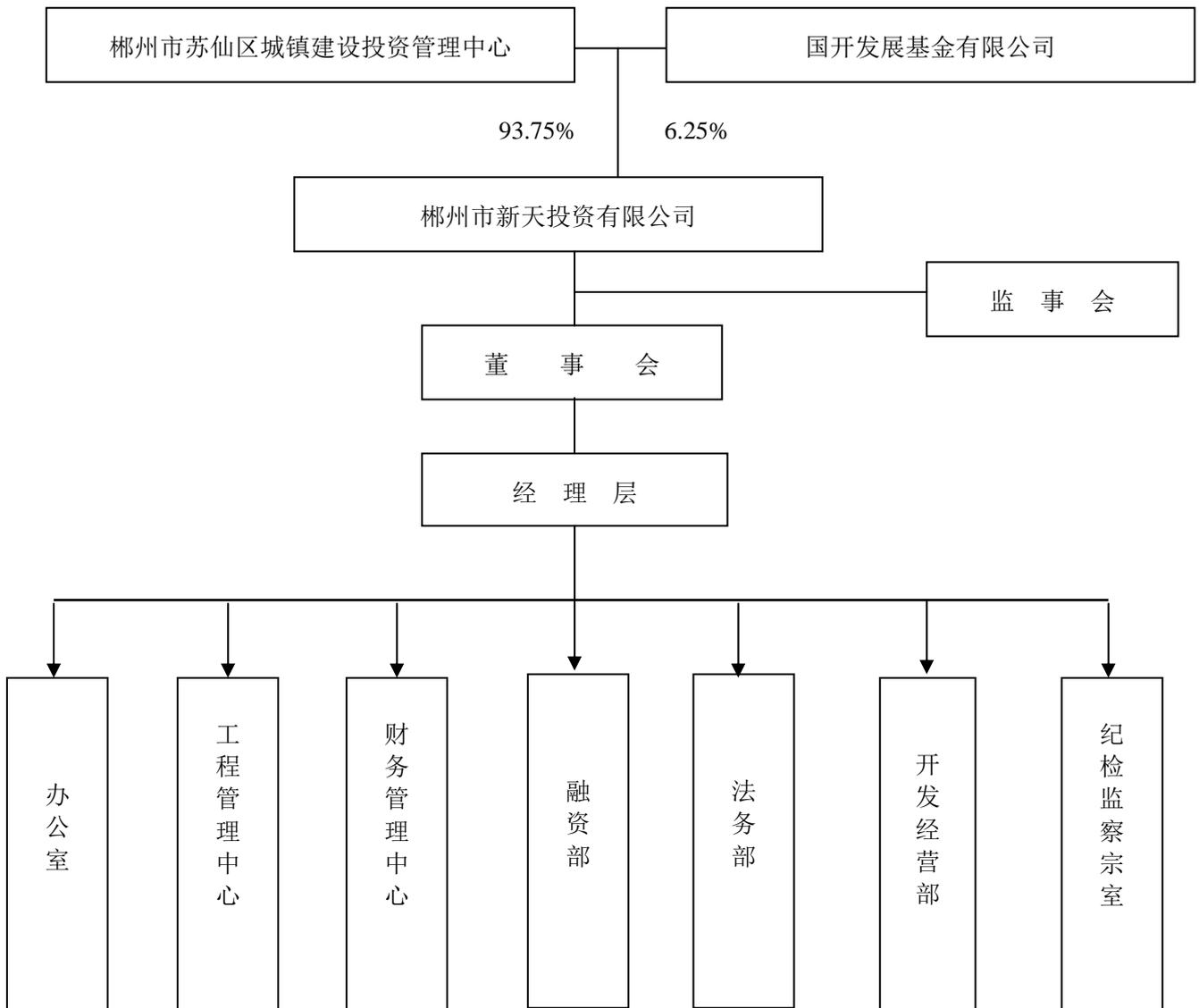
公司以其所持有的 6 宗土地使用权用于“15 郴州新天债/PR 郴新债”抵押担保。经广东中联羊城资产评估有限公司评估，以上 6 宗抵押土地使用权面积共计 277.89 万平方米，评估的价值为人民币 44.76 亿元（评估基准日为 2018 年 5 月 31 日，自 2018 年 5 月 31 日起至 2019 年 5 月 30 日内有效）。抵押比（抵押资产价值总额与本期债券未偿还本金及一年未偿还债券利息和的比例）为 4.95 倍。

总体来看，公司存续期债券的土地抵押保障具有一定的增信作用。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，维持“13 新天治理债/PR 新天治”、“15 郴州新天债/PR 郴新债”的信用等级为 AA⁺，并维持“16 新天专项债/16 郴新天”、“17 郴州新天债/17 郴新天”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1 公司股权及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	16.28	29.26	33.54
资产总额(亿元)	208.87	236.85	251.16
所有者权益(亿元)	147.47	147.53	152.60
短期债务(亿元)	2.49	2.00	2.83
长期债务(亿元)	49.24	72.47	85.05
调整后长期债务(亿元)	52.25	79.21	88.86
全部债务(亿元)	51.73	74.46	87.88
调整后全部债务(亿元)	54.74	81.20	91.69
营业收入(亿元)	8.95	13.48	15.82
利润总额(亿元)	1.69	2.56	1.92
EBITDA(亿元)	2.99	4.08	4.45
经营性净现金流(亿元)	-6.77	-5.55	-1.26
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.53	0.73	0.71
存货周转次数(次)	0.06	0.08	0.09
总资产周转次数(次)	0.05	0.06	0.06
现金收入比(%)	90.35	72.18	71.60
营业利润率(%)	23.11	16.70	16.67
总资本收益率(%)	1.48	1.84	1.85
调整后总资本收益率(%)	1.48	1.78	1.82
净资产收益率(%)	1.15	1.74	1.26
长期债务资本化比率(%)	25.03	32.94	35.79
调整后长期债务资本化比率(%)	26.16	34.93	36.80
全部债务资本化比率(%)	25.97	33.54	36.54
调整后的全部债务资本化比率(%)	27.07	35.50	37.53
资产负债率(%)	29.40	37.71	39.24
流动比率(%)	2133.02	2226.02	2443.78
速动比率(%)	563.02	755.16	899.63
经营现金流动负债比(%)	-73.94	-55.19	-13.15
全部债务/EBITDA(倍)	17.28	18.24	19.74
调整后全部债务/EBITDA(倍)	18.29	19.89	20.59

注：调整后全部债务=全部债务+长期应付款中的有息债务部分。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
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) ^{1/(n-1)}]-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	
经营效率指标	
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%
盈利指标	
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)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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%
长期偿债能力指标	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
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%

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+一年内到期的非流动负债+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

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。