

2015 年湘江产业投资有限责任公司

公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



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

信用评级报告声明

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

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

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

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

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2015 年湘江产业投资有限责任公司公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【224】号 01

债券简称：15 湘产债
债券剩余规模：3 亿元

债券到期日期：
2022 年 12 月 8 日

债券偿还方式：单利按
年付息，到期一次还本，
最后一期利息随本金一
起支付，附第 5 年末公
司上调票面利率选择权
及投资者回售选择权

分析师

姓名：
刘志强 王一峰

电话：
0755-82872120

邮箱：
liuzhq@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，该
评级方法已披露于公
司官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

| | 本次跟踪评级结果 | 上次信用评级结果 |
|------------|-----------------|-----------------|
| 本期债券信用等级 | AA | AA |
| 发行主体长期信用等级 | AA | AA |
| 评级展望 | 稳定 | 稳定 |
| 评级日期 | 2019 年 6 月 14 日 | 2018 年 5 月 28 日 |

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对湘江产业投资有限责任公司（以下简称“湘江投资”或“公司”）及其 2015 年 12 月 8 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：2018 年公司投资收益和利润总额大幅增长，资产负债率仍保持在较低水平，偿债压力相对较小；同时中证鹏元也关注到公司未来处置上市公司股份获取投资收益的规模和时间存在不确定性，其他应收款规模较大且账龄较长等风险因素。

正面：

- 公司投资收益和利润总额大幅增长。公司利润主要来源于投资收益，2018 年公司实现投资收益 13,680.66 万元，同比增长 51.15%；利润总额为 11,269.60 万元，同比增长 70.40%。
- 公司负债率较低，偿债压力相对较小。2018 年末公司资产负债率为 12.83%，EBITDA 利息保障倍数为 8.03，有息债务主要为本期债券，偿债压力相对较小。

关注：

- 公司持有的上市公司股权价值有所波动，未来处置上市公司股份获取投资收益的规模和时间存在不确定性。受资本市场价格波动剧烈影响，截至 2019 年 3 月末，公司持有上市公司股权的公允价值为 6.47 亿元（股权价格为 2019 年 3 月 29 日收

盘)，较 2018 年 3 月末下降 0.34 亿元，受市场环境、资本市场政策等因素影响，未来从处置上市公司股份获取投资收益的规模和时间存在不确定性。

- **公司综合收益总额连续三年处于亏损状态。**受公司所持有的上市公司的股票股价下降影响，公司综合收益总额连续三年处于亏损状态，2018 年综合收益总额为-1.71 亿元。
- **公司其他应收款规模较大且账龄较长，整体资产流动性一般。**2018 年末，公司其他应收款余额为 6.31 亿元，占总资产比重为 23.14%，应收对象主要为公司股东和实际控制人，账龄主要在 3 年以上，存在较大的资金占用。

主要财务指标（单位：万元）

| 项目 | 2018 年 | 2017 年 | 2016 年 |
|---------------|------------|------------|------------|
| 总资产 | 272,685.80 | 290,557.08 | 343,308.48 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 233,593.70 | 251,661.61 | 290,404.61 |
| 有息债务 | 32,595.00 | 30,000.00 | 30,000.00 |
| 资产负债率 | 12.83% | 13.39% | 15.17% |
| 流动比率 | 21.46 | 66.70 | 22.41 |
| 速动比率 | 21.32 | 66.70 | 22.41 |
| 营业收入 | 442.61 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | 13,680.66 | 9,051.16 | 25,072.84 |
| 营业利润 | 10,622.48 | 5,081.68 | 23,344.84 |
| 净利润 | 9,024.94 | 5,198.75 | 18,159.88 |
| 综合收益总额 | -17,143.36 | -28,695.88 | -25,103.02 |
| 综合毛利率 | 9.54% | - | - |
| 总资产回报率 | 4.59% | 2.56% | 6.48% |
| EBITDA | 13,215.23 | 8,098.79 | 25,937.71 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 8.03 | 5.45 | 17.47 |
| 经营活动现金流净额 | 16,192.80 | -11,030.42 | -34,368.86 |

注：2016 年数据采用 2017 年审计报告的期初数。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年12月8日发行7年期3亿元公司债券，募集资金已用于湖南国企改革发展基金企业（有限合伙）、怀化高新技术产业投资合伙企业（有限合伙）和湖南正佳特种材料有限公司（以下简称“正佳材料公司”）等多个项目。截至2019年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为98.75万元。

二、发行主体概况

2018年公司注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化，截至2018年末，公司注册资本和实收资本仍为200,000.00万元，控股股东仍为湖南湘投控股集团有限公司，持有公司99.5%股权，实际控制人仍为湖南省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“湖南省国资委”）。

2018年公司管理人发生变更，由招商湘江产业投资管理有限公司变更为湖南国企改革发展基金管理有限公司。根据公司与湖南国企改革发展基金管理有限公司签订的《委托管理协议》，公司将财产委托湖南国企改革发展基金管理有限公司进行管理，湖南国企改革发展基金管理有限公司为公司的管理人。

正佳材料公司为2018年新纳入合并范围的子公司，合并日为2018年9月30日，交易对价为4,603.23万元，正佳材料公司可辨认净资产公允价值为9,165.48万元，具体如表1所示。

表 1 跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

| 子公司名称 | 持股比例 | 注册资本 | 主营业务 | 合并方式 |
|--------------|--------|-----------|--------|------------|
| 湖南正佳特种材料有限公司 | 51.55% | 10,742.12 | 特种材料生产 | 非同一控制下企业合并 |

资料来源：公司 2018 年审计报告

三、运营环境

2018年我国私募基金数量、管理规模均呈现增长态势，但股权投资市场竞争较为激烈，私募股权市场退出案例数量有所降低

据清科研究中心统计，2018年中国股权投资市场共新募集3,637支基金，同比增长1.76%；已募集完成基金规模为1.3万亿人民币，同比降低25.56%。截至2018年末，国内私募管理机构基金数量合计为74,629只，实缴规模合计为12.71万亿元，同比分别增长12.36%和14.47%。

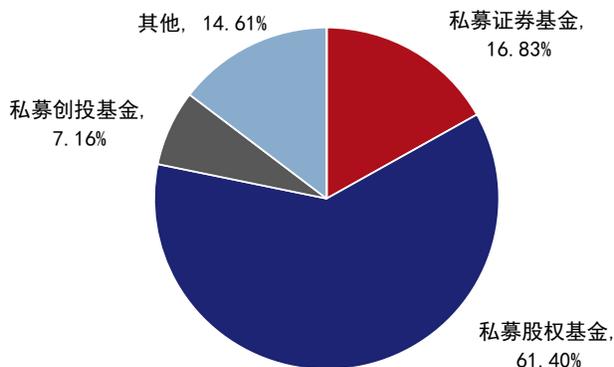
图 1 2014-2018 年中国私募基金管理机构管理的基金变动情况



资料来源：清科研究中心，中证鹏元整理

从基金构成情况来看，私募股权基金一直为私募基金占比最大的品种。截至2018年末，私募股权基金管理规模为78,014.08亿元，占比为61.40%，私募创投基金管理规模为9,094.61亿元，占比为7.16%。

图 2 2018 年末私募基金管理规模结构



资料来源：Wind，中证鹏元整理

投资方面，2018年中国股权投资市场共发生投资案例数量10,021起，涉及投资金额合计达到1.08万亿元人民币，同比分别下降1.21%、10.90%。在“双创”大发展和“供给侧改革”的推动下，我国股权投资市场竞争日益激烈，2018年中国股权投资市场投资总量占我国GDP比重为1.20%，较2017年降低0.3个百分点。在国际环境变化与我国经济结构性调整的双重压力下，2018年我国创业市场募集基金数量与募集金额分别同比下降18.1%、13.0%。退出方面，2018年中国股权投资基金退出案例数量为2,657笔，其中IPO退出案例数量996笔，占比达到37.49%。由于新三板挂牌的锐减，私募股权市场退出案例数量同比下降20.2%。

未来，随着市场监管的加强、科创板等行业政策的落地，中国股权投资市场有望朝着

更加规范、多元的方向发展。

四、经营与竞争

公司业务主要为投资与资产管理，经营活动主要为以自有合法资金（资产）开展对高新技术项目和企业的投资、资本经营、产权管理等。2018年公司营业收入为442.61万元，毛利率为9.54%，营业收入主要来自于子公司正佳材料公司销售滤纸所取得的收入。正佳材料公司成立于2011年，主要经营空气滤纸、机油滤纸和燃油滤纸等特种纸的生产和销售。2017年公司原子公司湖南南新制药有限公司被无偿划转至湖南湘投控股集团有限公司，导致公司当期无营业收入。

表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

| 项目 | 2018 年 | | 2017 年 | |
|-----------|---------------|--------------|-------------|----------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 主营业务小计 | 440.39 | 9.49% | 0.00 | - |
| 其中：滤纸 | 440.39 | 9.49% | 0.00 | - |
| 其他业务小计 | 2.22 | 18.58% | 0.00 | - |
| 其中：废炉渣 | 2.20 | 17.94% | 0.00 | - |
| 废品 | 0.02 | 100.00% | 0.00 | - |
| 合计 | 442.61 | 9.54% | 0.00 | - |

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司利润主要来源于投资收益，2018年公司实现投资收益13,680.66万元，同比增长51.15%，主要是因为公司处置长期股权投资和可供出售金融资产取得的投资收益大幅增加所致。此外，公司2018年获得政府补助652.13万元，进一步提升了公司利润水平。

表 3 公司投资收益及利润构成（单位：万元）

| 项目 | 2018 年 | 2017 年 |
|-------------------|------------------|-----------------|
| 投资收益 | 13,680.66 | 9,051.16 |
| 其中：权益法核算的长期股权投资收益 | 3,680.50 | 2,732.66 |
| 处置长期股权投资产生的投资收益 | 1,067.37 | 0.00 |
| 可供出售金融资产等取得的投资收益 | 144.99 | 308.98 |
| 处置可供出售金融资产取得的投资收益 | 8,628.15 | 5,706.45 |
| 其他 | 159.65 | 303.06 |
| 政府补助 | 652.13 | 1,539.90 |
| 利润总额 | 11,269.60 | 6,613.79 |

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司持有上市公司股权规模较大，2018年处置可供出售金融资产取得的投资收益有所

上升，但受资本市场价格波动影响，未来投资收益仍存在不确定性

2018年公司处置可供出售金融资产取得的投资收益为8,628.15万元，同比增长51.20%，主要为减持湖南红宇耐磨新材料股份有限公司（以下简称“红宇新材”，股票代码：300345.SZ）1,220.31万股、奥特佳新能源科技股份有限公司（以下简称“奥特佳”，股票代码：002239.SZ）3,990.60万股所取得的收益。

表 4 2017-2018 年公司处置可供出售金融资产取得的投资收益情况

| 年份 | 减持标的 | 减持数量（万股） | 投资收益（万元） |
|------|-------|----------|-----------------|
| 2018 | 红宇新材 | 1,220.31 | 5,773.03 |
| | 奥特佳 | 3,990.60 | 2,827.12 |
| | 大西部旅游 | 200.00 | 28.00 |
| | 合计 | | 8,628.15 |
| 2017 | 红宇新材 | 880.98 | 5,627.51 |
| | 其他 | | 78.94 |
| | 合计 | | 5,706.45 |

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月 31 日，公司持有金健米业股份有限公司（以下简称“金健米业”，股票代码：600127.SH）605.38 万股，持股比例为 0.94%，已于 2016 年 11 月 18 日解禁；公司持有湖南海利化工股份有限公司（以下简称“湖南海利”，股票代码：600731.SH）3,000.00 万股，持股比例为 8.44%，已于 2016 年 12 月 26 日解禁；公司持有奥特佳 4,145.36 万股，持股比例为 1.32%，已于 2018 年 5 月 21 日解禁；公司持有湖南盐业股份有限公司（以下简称“湖南盐业”，股票代码为：600929.SH）3,688.95 万股，持股比例为 4.02%，已于 2019 年 3 月 26 日解禁。截至 2019 年 3 月 31 日，公司持有上市公司股权的公允价值为 6.47 亿元，为投资成本的 1.96 倍，较 2018 年 3 月末下降 0.34 亿元，投资收益规模仍较大，但近年来二级股票市场价格波动剧烈，2018 年末公司其他综合收益为-3,481.82 万元，较 2017 年末减少 2.62 亿元。公司最终获取的投资收益仍取决于最终处置股份的实际价格，因此投资收益波动性较大。

表 5 2019 年 3 月末公司持有的上市公司股权明细（单位：万股、万元）

| 被投资对象 | 数量 | 投资成本 | 公允价值 | 购入时间 | 解禁时间 |
|-------|------------------|------------------|------------------|------------|------------|
| 金健米业 | 605.38 | 2,488.10 | 2,221.74 | 2013/11/18 | 2016/11/18 |
| 湖南海利 | 3,000.00 | 18,090.00 | 17,280.00 | 2013/12/20 | 2016/12/26 |
| 奥特佳 | 4,145.36 | 6,745.32 | 10,612.12 | 2014/12/06 | 2018/05/21 |
| 湖南盐业 | 3,688.95 | 5,647.24 | 34,602.35 | 2011/12/16 | 2019/03/26 |
| 合计 | 11,439.69 | 32,970.66 | 64,716.21 | - | - |

注：公允价值采用 2019 年 3 月 29 日收盘价计算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，公司按成本计量的可供出售金融资产主要为公司对湖南黑金时代股份有限公司、贵阳中化开磷化肥有限公司等项目投资，以及本期债券募集资金对湖南湘江大健康创业投资合伙企业（有限合伙）、湖南春光九汇现代中药有限公司、湖南桃花源农业科技股份有限公司、湘电军工项目等项目投资。2018年末按成本计量的可供出售金融资产为64,400.43万元，同比增长34.92%，大幅增加的主要原因是2018年公司出资1.79亿元认购新华·沅裕1号私募投资基金，认购比例为85.39%；新华·沅裕1号私募投资基金持有华自科技股份有限公司股票1,600万股，持股比例为6.11%。

公司长期股权投资在投项目盈利情况尚可，但受区域经济和行业发展景气度影响，仍存在一定的投资风险，未来投资收益或存在一定波动

2018年公司按权益法核算的长期股权投资收益为3,680.50万元。长期股权投资的项目中有8个项目实现盈利，主要为湖南恒光科技股份有限公司和湖南南方通用航空发动机有限公司等。同时中证鹏元也关注到，2018年公司长期股权投资项目中有5个项目出现亏损，其中中国航发湖南南方宇航工业有限公司和乐田娱乐（湖南）有限责任公司（以下简称“乐田娱乐公司”）分别亏损462.48万元和223.44万元。

截至2018年末，公司长期股权投资涉及投资项目16个，以联营企业方式持有在投项目股权，在投项目投资成本76,870.76万元，在投项目主要分布在轨道交通、电工电器等装备制造、新材料、生物医药以及文化产业领域，其中装备制造、新材料是公司投资力度较大的行业；从区域分布来看，投资对象主要分布在湖南省内，投资区域较为集中，在投资项目盈利状况易受区域经济和行业发展景气度影响。

公司在投项目以装备制造、新材料、生物医药等新兴领域为主，在经济增速持续趋缓环境下，企业盈利能力下降，公司存在一定的投资风险。外部监管方面，监管机构在股权上市交易方面监管力度较大，公司投资项目能否顺利上市存有较大不确定性。公司投资收益对股权投资退出状况依赖性较强，受退出时点不确定性等因素影响，未来公司投资收益可能存在一定的波动。

表 6 按权益法核算的长期股权投资收益情况（单位：万元）

| 公司名称 | 投资成本 | 投资收益 | 发放股利 | 账面价值 |
|---------------|-----------|----------|--------|-----------|
| 湖南英捷高科技有限责任公司 | 1,100.00 | -83.98 | 0.00 | 1,765.46 |
| 湖南玉新药业有限公司 | 2,511.40 | 93.20 | 0.00 | 3,200.84 |
| 湖南恒光科技股份有限公司 | 5,203.69 | 1,891.59 | 289.00 | 8,348.77 |
| 湖南省天心博力科技有限公司 | 2,074.80 | -28.89 | 0.00 | 2,469.39 |
| 湖南华强电气股份有限公司 | 794.99 | 116.61 | 0.00 | 2,192.77 |
| 湘能华磊光电股份有限公司 | 13,710.75 | 79.99 | 0.00 | 13,413.97 |

| | | | | |
|------------------|------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 湖南南方通用航空发动机有限公司 | 15,000.00 | 1,274.96 | 0.00 | 19,014.80 |
| 湘西老爹生物有限公司 | 1,760.00 | -101.28 | 0.00 | 2,328.25 |
| 湖南盐业股份有限公司 | 5,647.24 | 613.63 | 195.51 | 10,451.51 |
| 中国航发湖南南方宇航工业有限公司 | 6,500.00 | -462.48 | 0.00 | 6,518.38 |
| 乐田娱乐（湖南）有限责任公司 | 5,000.00 | -223.44 | 0.00 | 4,701.33 |
| 贵州铁路发展基金管理有限公司 | 1,750.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 怀化高新技术产业投资合伙企业 | 5,880.00 | 496.42 | 636.18 | 5,936.25 |
| 湖南胜景干黄酒业股份有限公司 | 2,410.49 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 湖南鑫达银业股份有限公司 | 1,823.26 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 湖南正佳特种材料有限公司 | 5,704.14 | 14.18 | 0.00 | 0.00 |
| 合计 | 76,870.76 | 3,680.50 | 1,120.69 | 80,341.71 |

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

2018年公司处置长期股权投资产生的收益为1,067.37万元，来自于公司转让所持有的贵州铁路发展基金管理有限公司的股权取得的投资收益。

2013年9月10日，公司与湖南乐田电影媒体有限公司（以下简称“乐田电影公司”）及第三人乐田娱乐公司签署《乐田娱乐（湖南）有限责任公司增资扩股协议》，约定公司向乐田娱乐公司增资5,000万元取得乐田娱乐公司1,388.89万元的股权，占其注册资本的29.41%；若乐田娱乐公司2014-2016年累计归属于母公司所有者的净利润（扣除非经常性损益后）低于5,907万元，公司有权要求乐田电影公司回购其所持有的乐田娱乐公司的股权。乐田娱乐公司2014-2016年累计归属于母公司所有者的净利润（扣除非经常性损益后）未能达到5,907万元，而乐田电影公司并未履行回购义务，公司向法院提起诉讼。2018年5月23日，根据湖南省长沙市中级人民法院的一审民事判决书，乐田电影公司应回购公司持有乐田娱乐公司的29.41%股权，支付股权回购款7,000万元及利息，公司计划引入战略投资者重组该公司，但仍处于洽谈阶段。

整体来看，公司投资收益主要来源于处置权益性投资，包括在二级市场转让上市公司股票，其权益性投资处置时点受市场环境、投资标的的经营情况、公司自身退出策略等因素综合影响，各项目的退出时间和退出收益存在一定的不确定性，未来投资收益可能存在较大波动。

当地政府继续给予公司一定的支持

公司实际控制人为湖南省国资委，公司为湖南省当地产业发展和国有资产保值增值发挥着重要作用，政府也在投资项目等方面给予公司一定支持，2018年公司获得重点投融资机构扶持资金、政府战略性新兴产业专项引导资金款等政府补助 652.13 万元，一定程度上提升了公司利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

2018年，公司聘请的会计师事务所由立信会计师事务所（特殊普通合伙）变更为天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）。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2018年审计报告和立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2018年公司合并报表范围新增加1家，具体变化情况如表1所示。

资产结构与质量

2018年公司资产规模有所下降，资产仍以对外投资为主，其他应收款账龄较长且回款时间不确定，对公司资金存在较大占用，整体资产流动性一般

截至2018年末，公司总资产为27.27亿元，较上年末下降6.15%，其中流动资产占比为34.27%。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2018年 | | 2017年 | |
|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 22,253.78 | 8.16% | 5,542.56 | 1.91% |
| 其他应收款 | 63,099.83 | 23.14% | 83,391.83 | 28.70% |
| 流动资产合计 | 93,436.98 | 34.27% | 88,934.39 | 30.61% |
| 可供出售金融资产 | 87,424.58 | 32.06% | 112,736.69 | 38.80% |
| 长期股权投资 | 80,341.71 | 29.46% | 83,885.99 | 28.87% |
| 非流动资产合计 | 179,248.82 | 65.73% | 201,622.68 | 69.39% |
| 资产总计 | 272,685.80 | 100.00% | 290,557.08 | 100.00% |

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金和其他应收款构成。2018 年末公司货币资金为 22,253.78 万元，主要为银行存款，无使用受限的货币资金，较上年末大幅增加的主要原因是公司收到湖南高新创业投资集团有限公司往来款所致。其他应收款账面价值为 63,099.83 万元，同比降低 24.33%，其中控股股东湖南湘投控股集团有限公司欠款 52,352.42 万元，实际控制人湖南省人民政府国有资产监督管理委员会欠款 10,000.00 万元，上述账款账龄主要在 3 年以上，回款时间不确定，对公司资金存在较大占用。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产和长期股权投资构成。可供出售金融资产主要为公司持有的金健米业、湖南海利、奥特佳等上市公司的股票，2018年末公司可供出售金融资产为87,424.58万元，同比减少22.45%，主要是公司减持红宇新材及奥特佳股票所致。公司长期股权投资主要为对湖南南方通用航空发动机有限公司、湘能华磊光电股份有限公司和湖南盐业等股权投资，2018年末公司长期股权投资的账面价值为80,341.71万元，同比降低4.23%。受资本市场价格波动影响，公司可供出售金融资产、长期股权投资存在一定的减值风险。

整体来看，2018年公司资产规模有所下降，资产仍以对外投资为主，其他应收款账龄较长且回款时间不确定，对公司资金存在一定占用，整体资产流动性一般。

盈利能力

公司利润主要来源于投资收益，受投资收益增加影响，利润规模大幅上升

2018年公司实现营业收入442.61万元，实现投资收益13,680.66万元，其中处置可供出售金融资产取得的投资收益8,628.15万元，主要是公司减持红宇新材和奥特佳股票取得的投资收益；权益法核算的长期股权投资收益3,680.50万元，主要是湖南恒光科技股份有限公司和湖南南方通用航空发动机有限公司等公司盈利。因权益性投资处置时点受市场环境、投资对象经营情况、公司自身退出策略等因素综合影响，存有较大不确定性，未来投资收益可能存在一定波动。另外，2018年公司资产减值损失为329.59万元，主要为公司对金信资产管理计划计提的减值准备。利润方面，公司利润主要来自投资收益，投资收益占同期利润总额比重达121.39%，受投资收益增加影响，利润规模大幅上升，2018年公司利润总额为11,269.60万元，同比增长70.40%。受公司所持有的上市公司的股票股价下降影响，公司综合收益总额连续三年处于亏损状态，2018年综合收益总额为-1.71亿元。

表 8 公司主要盈利指标（单位：万元）

| 项目 | 2018年 | 2017年 |
|--------|------------|------------|
| 营业收入 | 442.61 | 0.00 |
| 资产减值损失 | 329.59 | 2,088.03 |
| 投资收益 | 13,680.66 | 9,051.16 |
| 营业利润 | 10,622.48 | 5,081.68 |
| 利润总额 | 11,269.60 | 6,613.79 |
| 净利润 | 9,024.94 | 5,198.75 |
| 综合收益总额 | -17,143.36 | -28,695.88 |
| 综合毛利率 | 9.54% | - |

| | | |
|--------|-------|-------|
| 总资产回报率 | 4.59% | 2.56% |
| 净资产收益率 | 3.69% | 1.92% |

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

受公司退出部分项目影响，2018年投资活动现金流呈净流入状态，且经营活动现金大幅流入，整体资金面尚可

2018年公司经营活动现金净流入16,192.80万元，主要为收到其他与经营活动有关的现金20,851.89万元，较上年大幅增加的主要原因是2018年公司收到湖南高新创业投资集团有限公司往来款所致。2018年公司投资活动现金净流入1,234.14万元，较上年大幅增加的主要原因是公司退出部分项目导致收回投资收到的现金大幅增加所致。2018年公司筹资活动现金净流出715.72万元，其中分配利润和偿付利息的现金流出较大。

表 9 公司现金流情况（单位：万元）

| 项目 | 2018 年 | 2017 年 |
|-----------------|------------------|-------------------|
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 350.19 | 0.00 |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 20,851.89 | 3,728.94 |
| 经营活动现金流入小计 | 21,202.08 | 3,728.94 |
| 支付的其他与经营活动有关的现金 | 1,033.31 | 9,587.90 |
| 经营活动现金流出小计 | 5,009.28 | 14,759.36 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 16,192.80 | -11,030.42 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 1,234.14 | -14,995.00 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -715.72 | -1,485.00 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 16,711.22 | -27,510.42 |

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资本结构较为稳健，资产负债率有所降低，债务压力可控

2018年末公司负债总额为34,975.75万元，所有者权益合计237,710.06万元，产权比率为14.71%，所有者权益对负债总额的覆盖保障程度仍然较好。2018年公司所有者权益下降主要体现为其他综合收益下降，系金健米业、湖南海利等股价下降导致可供出售金融资产账面价值下降所致。

表 10 公司资本结构情况（单位：万元）

| 指标名称 | 2018 年 | 2017 年 |
|------|--------|--------|
|------|--------|--------|

| | | |
|-------|------------|------------|
| 负债总额 | 34,975.75 | 38,895.46 |
| 所有者权益 | 237,710.06 | 251,661.61 |
| 产权比率 | 14.71% | 15.46% |

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年公司负债合计为34,975.75万元，其中应付债券为30,000.00万元，占比为85.77%。公司整体有息债务规模较小，偿债压力不大。

表 11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2018 年 | | 2017 年 | |
|----------------|------------------|----------------|------------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 2,595.00 | 7.42% | 0.00 | 0.00% |
| 流动负债合计 | 4,353.64 | 12.45% | 1,333.30 | 3.43% |
| 应付债券 | 30,000.00 | 85.77% | 30,000.00 | 77.13% |
| 递延所得税负债 | 580.86 | 1.66% | 7,562.16 | 19.44% |
| 非流动负债合计 | 30,622.11 | 87.55% | 37,562.16 | 96.57% |
| 负债合计 | 34,975.75 | 100.00% | 38,895.46 | 100.00% |
| 其中：有息债务 | 32,595.00 | 93.19% | 30,000.00 | 77.13% |

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年末公司资产负债率为12.83%，较上年下降0.56个百分点，处于较低水平；流动比率和速动比率分别为21.46和21.32，仍处于较高水平。受投资收益增加影响，2018年公司EBITDA大幅上升，有息债务占EBITDA的比重有所降低，EBITDA利息保障倍数提高为8.03，息税折旧前利润对利息保障程度较好。

表 12 公司偿债能力指标

| 指标名称 | 2018 年 | 2017 年 |
|---------------|-----------|----------|
| 资产负债率 | 12.83% | 13.39% |
| 流动比率 | 21.46 | 66.70 |
| 速动比率 | 21.32 | 66.70 |
| EBITDA（万元） | 13,215.23 | 8,098.79 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 8.03 | 5.45 |
| 有息债务/EBITDA | 2.47 | 3.70 |

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月29日），

公司本部不存在未结清不良类信贷记录，各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

七、评级结论

2018年公司投资收益和利润总额大幅增长，资产负债率较低，偿债压力相对较小；同时中证鹏元也关注到公司未来处置上市公司股份获取投资收益的规模和时间存在不确定性，其他应收款规模较大且账龄较长等风险因素。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA，公司主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：万元） | 2018年 | 2017年 | 2016年 |
|---------------|------------|------------|------------|
| 货币资金 | 22,253.78 | 5,542.56 | 33,052.99 |
| 其他应收款 | 63,099.83 | 83,391.83 | 75,352.42 |
| 流动资产合计 | 93,436.98 | 88,934.39 | 108,420.45 |
| 可供出售金融资产 | 87,424.58 | 112,736.69 | 136,581.73 |
| 长期股权投资 | 80,341.71 | 83,885.99 | 91,229.30 |
| 非流动资产合计 | 179,248.82 | 201,622.68 | 234,888.03 |
| 资产总计 | 272,685.80 | 290,557.08 | 343,308.48 |
| 短期借款 | 2,595.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动负债合计 | 4,353.64 | 1,333.30 | 4,838.83 |
| 应付债券 | 30,000.00 | 30,000.00 | 30,000.00 |
| 递延所得税负债 | 580.86 | 7,562.16 | 17,233.34 |
| 非流动负债合计 | 30,622.11 | 37,562.16 | 47,233.24 |
| 负债合计 | 34,975.75 | 38,895.46 | 52,072.07 |
| 其中：有息债务 | 32,595.00 | 30,000.00 | 30,000.00 |
| 所有者权益合计 | 237,710.06 | 251,661.61 | 291,236.41 |
| 营业收入 | 442.61 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 10,622.48 | 5,081.68 | 23,344.84 |
| 净利润 | 9,024.94 | 5,198.75 | 18,159.88 |
| 综合收益总额 | -17,143.36 | -28,695.88 | -25,103.02 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 16,192.80 | -11,030.42 | -34,368.86 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 1,234.14 | -14,995.00 | 60,162.71 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -715.72 | -1,485.00 | -23,485.00 |
| 财务指标 | 2018年 | 2017年 | 2016年 |
| 综合毛利率 | 9.54% | - | - |
| 总资产回报率 | 4.59% | 2.56% | 6.48% |
| 资产负债率 | 12.83% | 13.39% | 15.17% |
| 流动比率 | 21.46 | 66.70 | 22.41 |
| 速动比率 | 21.32 | 66.70 | 22.41 |
| EBITDA（万元） | 13,215.23 | 8,098.79 | 25,937.71 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 8.03 | 5.45 | 17.47 |
| 有息债务/EBITDA | 2.47 | 3.70 | 1.16 |

注：2016年数据采用2017年审计报告的期初数。

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---------------|---|
| 综合毛利率 | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 净资产收益率 | $\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$ |
| 总资产回报率 | $(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$ |
| EBITDA | $\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$ |
| EBITDA 利息保障倍数 | $\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$ |
| 资产负债率 | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$ |
| 流动比率 | $\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$ |
| 速动比率 | $(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$ |
| 有息债务 | $\text{短期借款} + \text{应付债券}$ |

附录三 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

三、展望符号及定义

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