

湖南天易集团有限公司 2020 年度跟踪评级报告

项目负责人：贺文俊 wjhe@ccxi.com.cn

项目组成员：吴亚婷 ytwu@ccxi.com.cn

张 蕾 lzhang02@ccxi.com.cn

电话：(027)87339288

2020 年 06 月 22 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1170 号

湖南天易集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“13 天易债 01/PR 天易 01”和“13 天易债 02/PR 天易 02”的信用等级为 **AAA**；

维持“16 天易专项债/PR 湘天易”的信用等级 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十二日

评级观点：中诚信国际维持湖南天易集团有限公司（以下简称“湖南天易”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“13 天易债 01/PR 天易 01”和“13 天易债 02/PR 天易 02”的债项信用等级为 **AAA**，该级别考虑了中债公司提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对债券本息偿付的保障作用；维持“16 天易专项债/PR 湘天易”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了株洲市及株洲高新技术产业开发区（以下简称“株洲高新区”）经济财政实力稳步增强；公司区域地位重要，继续获得了有力的外部支持等方面的优势对公司信用水平提供了有力支撑。同时，中诚信国际关注到公司自营项目投资规模大，盈利能力较弱；债务规模增长较快且债务结构呈短期化，面临较大的短期偿债压力；土地开发业务易受政策调控影响，基础设施代建业务持续性仍有待提高等因素对公司信用水平造成的影响。

概况数据

湖南天易（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	347.96	354.44	385.99	397.05
所有者权益合计（亿元）	188.73	192.44	200.52	200.60
总负债（亿元）	159.23	161.99	185.47	196.46
总债务（亿元）	137.77	137.04	158.35	171.78
营业总收入（亿元）	20.42	23.37	26.34	2.11
经营性业务利润（亿元）	2.53	3.17	3.03	0.11
净利润（亿元）	3.48	3.59	3.67	0.08
EBITDA（亿元）	3.92	4.09	4.45	--
经营活动净现金流（亿元）	0.62	0.50	0.91	-1.19
收现比(X)	1.05	0.76	1.07	0.11
营业毛利率(%)	20.08	18.80	15.61	13.86
应收类款项/总资产(%)	5.94	5.69	5.54	5.03
资产负债率(%)	45.76	45.71	48.05	49.48
总资本化比率(%)	42.20	41.59	44.12	46.13
总债务/EBITDA(X)	35.13	33.52	35.56	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.34	0.37	0.38	--

注：1、中诚信国际根据公司 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理，其中 2018 年财务数据为 2019 年审计报告期初数；2、各期总债务包含长期应付款、其他流动负债中的带息债务。

担保主体概况数据

中债公司	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	150.91	134.80	150.47	159.09
风险准备金（亿元）	19.41	16.36	17.60	17.13
所有者权益（亿元）	79.76	80.58	101.74	117.26
增信责任余额（亿元）	959.94	1,068.79	960.50	968.31
主营业务收入（亿元）	6.66	--	--	--
增信业务净收入（亿元）	--	7.14	7.11	1.79
利息收入（亿元）	0.30	0.18	0.16	0.02
投资收益（亿元）	5.38	4.94	5.67	1.72
净利润（亿元）	5.86	6.33	6.61	2.75
综合收益总额（亿元）	5.59	6.01	9.16	0.53
平均资本回报率(%)	7.46	7.90	7.25	--
累计代偿率(%)	0.51	0.44	0.37	0.36
核心资本放大倍数(X)	9.71	11.03	8.05	7.21
净资产放大倍数(X)	12.04	13.26	9.44	--

注：1、中诚信国际根据中债公司 2017 年、2018 年和 2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表；2、本报告所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，特此说明。本报告中不可得或不适用的数据或指标，均使用“--”表示。

正面

■ 株洲市及株洲高新区（天元区）经济财政实力稳步增强。

2019 年以来株洲市经济实力保持增长态势，地方一般预算收入在湖南省下属地级市中高居第二；株洲市高新区（天元区）作为株洲市唯一的国家级高新区，经济实力稳步增强，为公司发展提供了良好的外部环境。

■ **区域地位重要，继续获得了有力的外部支持。**公司系株洲高新区（天元区）城市资源的开发建设、管理及运营主体之一，区域地位重要，2019 年以来继续获得高新区（天元区）政府在业务授权、资本金拨付等方面的支持。

■ **有效的偿债保障措施。**中债公司为“13 天易债 01/PR 天易 01”和“13 天易债 02/PR 天易 02”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对其还本付息起到极强的保障作用。

关注

■ **自营项目投资规模大，盈利能力较弱。**公司神农城景区项目前期投资规模大，但经营尚未实现盈利；自主创业园等自营项目尚处于建设期，需持续关注其经营及收入实现情况。

■ **2019 年以来债务规模增长较快且债务结构呈短期化，面临较大的短期偿债压力。**截至 2020 年 3 月末，公司总债务和总资本化比率分别为 171.78 亿元和 46.13%，其中短期债务和短期债务/总债务比值分别 56.21 亿元和 0.33，较 2018 年末均上涨，面临较大的短期偿债压力。

■ **土地开发业务易受政策调控影响，基础设施代建业务持续性仍有待提高。**公司自营项目收入尚未形成规模，营业收入主要由土地开发收入和基础设施代建收入构成。但基础设施项目储备不足，业务可持续性一般；土地开发业务易受宏观调控、土地政策和市场需求变化影响。

评级展望

中诚信国际认为，湖南天易集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**株洲市高新区（天元区）经济、财政实力显著增强；公司资本实力显著扩充，盈利大幅增长且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**株洲市高新区（天元区）经济、财政实力显著弱化；公司地位下滑，致使股东对公司的支持意愿减弱；公司经营情况及财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化等。

同行业比较
同区域基础设施投融资企业 2019 年主要指标对比表

公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	总债务 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
湖南天易集团有限公司	385.99	200.52	48.05	158.35	26.34	3.67	0.91
株洲高科集团有限公司	481.19	184.06	61.75	240.56	23.32	2.69	-4.76

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期
13 天易债 01/PR 天易 01	AAA	AAA	5.00	1.00	2013.12.23~2020.12.23
13 天易债 02/PR 天易 02	AAA	AAA	7.00	1.40	2014.03.03~2021.03.03
16 天易专项债/PR 湘天易	AA	AA	14.90	8.94	2016.03.17~2023.03.17

注：“13 天易债 01/PR 天易 01”、“13 天易债 02/PR 天易 02”和“16 天易专项债/PR 湘天易”在债券存续期的第 3 年至第 7 年末分期偿还本金的 20%，当期利息随本金一起兑付。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“13 天易债 01/PR 天易 01” 募集资金 5.00 亿元，其中 3.00 亿元计划投向株洲高新区神农城片区路网建设工程项目，2.00 亿元投向株洲高新区神农生态隔离带基础设施建设工程项目建设。截至 2019 年末，已按原定用途使用完毕。

“13 天易债 02/PR 天易 02” 募集资金 7.00 亿元，其中 4.20 亿元计划投向株洲高新区神农城片区路网建设工程项目，2.80 亿元投向株洲高新区神农生态隔离带建设工程项目建设。截至 2019 年末，已按原定用途使用完毕。

“16 天易专项债/PR 湘天易” 募集资金 14.90 亿元，全部用于天易创新创业园一期工程建设。截至 2019 年末，已按原定用途使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供

求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

依托三大优势产业集群和五大新兴产业，2019 年株洲市经济实力保持增长态势，地方一般公共预算收入在湖南省 14 个市（州）中高居第二；政府债务余额规模较大，但政府债务风险处于可控范围

财政级次及特殊地位：株洲市是湖南省下辖地级市，系湖南省重要的工业城市和长株潭融城发展的核心城市。株洲市区区位优势显著，地处京广铁路、沪昆铁路、京广高铁、沪昆高铁交汇位置，是南方重要的铁路枢纽城市。株洲市现辖 5 个县、4 个区、1 个国家级高新区和 1 个“两型社会”建设示范区。截至 2019 年末，全市常住人口为 402.85 万人，同比增加 0.77 万人；城镇化比率为 67.15%。

经济发展水平：株洲市以轨道交通装备、汽车及零部件和航空装备三大优势产业集群为主导，同时大力发展新能源、新材料、电子信息、生物医药

和节能环保等新兴产业，且受益于“长株潭”城市一体化和“两型社会”综合配套政策利好，近年来经济实现稳步增长。

2019 年株洲市经济生产总值突破 3,000 亿元大关，同比增长 7.9%，增速高于全国 1.8 个、湖南 0.3 个百分点。2019 年株洲市三次产业结构调整为 7.3:45.2:47.5，第二和第三产业对 GDP 的贡献率分别为 58.3% 和 39.1%。2019 年株洲市固定资产投资持续增加，同比增长 12.2%，高于全国 6.8 个、湖南 2.1 个百分点。2019 年株洲市房地产开发投资 402.9 亿，同比增长 0.8%，但商品房销售面积和销售额同比下降。2019 年末株洲市金融机构本外币存款余额 3,274.1 亿元，同比增长 3.1%，金融机构本外币贷款余额 2,166.3 亿元，同比增长 17.5%，区域金融实力总体保持增长。

财政及债务率：近年来株洲市地方一般公共预算收入规模在湖南省 14 个市（州）中持续排名第二，仅次于省会长沙市。2018 年株洲压减非税收入致使当年一般公共预算收入同比下滑，2019 年一般公共预算收入实现恢复性增长，总体看近年来一般公共预算收入中税收收入占比维持在 67% 左右。2017~2019 年，株洲市财政平衡率分别为 50.35%、41.41% 和 38.20%，财政平衡能力一般，上级补助收入为地方综合财力的重要组成部分。2017~2019 年，株洲市实现政府性基金收入分别为 87.3 亿元、233.87 亿元和 297.4 亿元，政府性基金收入逐年上升。

政府债务方面，截至 2019 年末，株洲市债务率为 100.28%，债务压力相对较大。2019 年以来株洲市坚守“隐性债务不新增、债务风险不‘爆雷’、‘三保’支出不断链”的底线，落实化债计划，推进平台公司转型，政府债务风险尚处于可控范围。

表 1：2017~2019 年株洲市经济及财政概况

主要指标	2017	2018	2019
GDP（亿元）	2,700.0	2,631.54	3,003.13
GDP 增速（%）	8.0	7.8	7.9
人均 GDP（万元）	6.71	6.54	7.45
一般公共预算收入（亿元）	224.1	189.32	200.96
政府性基金收入（亿元）	87.3	233.87	297.4
上级补助收入（亿元）	166.59	186.14	200.66

一般公共预算支出（亿元）	445.1	457.2	526.1
财政平衡率（%）	50.35	41.41	38.20
地方政府债务率（%）	96.89	92.63	100.28

资料来源：株洲市人民政府网站，中诚信国际整理

未来发展机遇：株洲市作为传统老工业城市，经济基础雄厚，轨道交通装备、汽车及零部件和航空装备三大优势产业群和新能源、新材料、电子信息、生物医药和节能环保等五大新兴产业近年来保持持续增长；同时“长株潭”城市一体化和“两型社会”综合配套政策为株洲市经济发展提供了有力支撑，株洲市经济增长具备较好的基础，但需关注疫情对经济的不利冲击。

株洲高新区作为株洲市唯一的国家级高新区，2019年以来经济实力进一步增强，区域财政自给能力较强，为公司发展提供了良好的外部环境

财政级次及特殊地位：株洲高新区是 1992 年经国务院批准设立的国家级高新技术产业开发区，与天元区实行统一的领导体制和财政体制。经科技部批准同意，株洲高新区实行“一区四园”的发展格局。“一区”即株洲国家高新技术产业开发区，“四园”即河西示范园、田心高科园、董家墩高科园和金山科技工业园。2011 年 2 月，经省政府批准行政区划调整，株洲高新区总面积 327.60 平方公里。截至 2019 年末，全区常住人口为 34.03 万人，城镇化比率为 83.3%。

经济发展水平：依托汽车制造业、交通运输装备、电子信息等主导产业的发展，近年来株洲高新区（天元区）经济实现稳步增长。2019 年全区实现地区生产总值（GDP）462.9 亿元，在株洲市下属区县中排名第二；GDP 同比增长 11.1%，增幅分别快于国家、省、市 5 个、3.5 个、3.2 个百分点，在株洲市下属区县中排名第一。同时 2019 年株洲高新区（天元区）全年累计新签项目 222 个，其中亿元以上项目 46 个，引进三类“500 强”项目 10 个；全年实际利用内资 90.12 亿元，同比增长 19%，实际利用外资 4.89 亿美元，同比增长 14.7%。

财政实力：2017~2019 年，株洲高新区（天元

区）一般公共预算收入分别为 50.90 亿元、48.54 亿元和 52.30 亿元，保持相对稳定；同期株洲高新区（天元区）一般公共预算支出分别为 50.48 亿元、53.03 亿元和 59.80 亿元，财政平衡率分别为 100.83%、91.53% 和 87.46%，财政自给率有所下降但仍处于较高水平。

表 2：2017~2019 年株洲市天元区经济及财政概况

主要指标	2017	2018	2019
GDP（亿元）	312.00	374.60	462.90
GDP 增速（%）	8.5	9.0	11.1
一般公共预算收入（亿元）	50.90	48.54	52.30
政府性基金收入（亿元）	4.94	17.90	32.25
上级补助收入（亿元）	12.2	13.85	12.50
一般公共预算支出（亿元）	50.48	53.03	59.80
财政平衡率（%）	100.83	91.53	87.46

注：2019 年财政数据来源于《株洲市天元区人民政府关于提请审议 2019 年财政预算调整方案的议案》。

资料来源：株洲市高新区（天元区）政府网站，中诚信国际整理

公司仍是株洲高新区（天元区）城市资源的开发建设及运营主体之一，土地开发和基础设施代建业务依然为公司核心业务和最主要的收入来源

公司定位于城市资源综合运营商，与株洲高科集团有限公司（以下简称“株洲高科”）共同负责株洲高新区（天元区）内城市资源的开发、建设、管理及运营。近年来公司营业收入主要来源于土地开发、基础设施代建、房屋销售、景区运营等业务，其中土地开发和基础设施代建收入逐年增长，依然为公司核心业务和最主要的收入来源，2019 年合计占营业总收入比重达 92.17%。

表 3：公司主要板块收入结构及占比（亿元）

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
土地开发	10.29	10.83	13.14	2.04
基础设施代建	6.48	8.93	11.28	0.00
房屋销售	3.18	2.72	0.84	-0.03
景区运营	0.12	0.15	0.09	0.008
其他	0.35	0.75	0.10	0.09
合计	20.42	23.37	26.34	2.11
占比	2017	2018	2019	2020.1~3
土地开发	50.39%	46.34%	49.89%	96.68%
基础设施代建	31.73%	38.21%	42.82%	0.00%
房屋销售	15.57%	11.64%	3.19%	-1.42%
景区运营	0.59%	0.64%	0.34%	0.38%
其他	1.71%	3.21%	0.38%	4.36%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

注：2020 年一季度房屋销售收入为负主要系部分退房所致。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年以来公司基础设施建设业务模式稳定，收入有所增长，但回款较为滞后；项目储备仍不足，业务可持续性一般

业务模式及资金流转模式：基础设施建设采用委托代建模式，委托方为株洲西城置业有限公司（以下简称“西城置业”）¹。公司就项目与西城置业签订代建协议，双方按年度审计后的投资额确认代建成本，公司按代建成本的一定比例确认代建收入，由西城置业分期支付相应的代建款项。目前公

司在建项目中，除月塘生态新城片区道路工程是按代建成本的 108% 确认代建收入，其余项目均按代建成本的 120% 确认代建收入。

业务稳定性及可持续性：2019 年以来公司基础设施代建收入较上年有所增长，回款情况仍较为滞后。由于公司部分基础配套建设纳入片区开发进行资金平衡，故新增基础设施项目较少，截至 2020 年 3 月末在建项目总投资 73.25 亿元，已投资 49.09 亿元，累计确认收入 56.31 亿元，剩余需投资 24.16 亿元，业务可持续性一般。

表 4：截至 2020 年 3 月末公司在建基础设施项目情况（亿元）

在建项目名称	计划总投资	已投资	工程时间	已确认收入	累计回款	是否签订协议	2020 计划投资
长江西路道路工程和神农城市政配套及道路工程	18.00	21.05	2010~2020	25.18	22.87	是	0.00
月塘生态新城片区道路工程	20.00	21.01	2009~2020	22.69	18.33	是	0.00
开发片区五所学校	24.16	3.18	2017~2023	3.82	1.00	是	5.00
自主创业园道路建设	11.09	3.85	2018~2021	4.62	0.00	是	3.00
总计	73.25	49.09	--	56.31	42.20	--	8.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年公司土地开发收入进一步增长；可开发片区资源较为充足，但部分片区尚未确定开发模式；此外，该业务易受到宏观调控、土地政策和市场需求变化的影响

为支持公司承担的区内基础设施开发建设、运营管理工作，株洲市政府授权公司开展项目及配套用地的一级开发及自主参与土地二级开发。公司通过运营土地开发业务来筹集基础设施建设开发资金。

业务模式及资金流转模式：财综[2016]4 号文下发前，公司自筹资金对土地进行前期整理开发，整理完成并经株洲市土储中心同意后，委托株洲市国土局土地矿产交易所进行招拍挂，拍卖所得的土地出让款直接进入株洲市财政局专户，由株洲市财政局将款项的 60% 作为土地开发成本支付给公司，同时将另外 40% 作为土地开发收益支付给天元区财政局，天元区财政局再将土地开发收益扣除规费后

的净收益直接支付给公司。

财综[2016]4 号文下发之后，公司土地开发业务模式发生调整，根据天元区政府与公司签订的《土地委托平整协议》，高新区（天元区）政府委托公司对高新区（天元区）内相应片区的土地进行平整，由公司承担前期费用、平整等所有项目投入和资金；整理完成后，由第三方审计投资总额，此后高新区（天元区）政府于 2 年内按投资总额及其 15%~50% 的比例向公司分期支付委托平整资金。公司根据土地开发的成本及一定比例的收益确定土地开发收入，并结转相应成本。

业务稳定性及可持续性：公司主要负责神农城、湘水湾、月塘生态新城、天易科技城自主创业园及五云峰片区的开发，近年来实现的土地开发收入持续增长；上述片区总规划面积 49,803.10 亩，剩余可出让的土地面积为 11,908.38 亩，未来开发空间主要在天易科技城自主创业园和五云峰片区，但

¹ 株洲西城置业有限公司为株洲高新区（天元区）实际控制的地方国

企。

土地开发业务易受到宏观调控、土地政策和市场需求变化的影响。

其中，天易科技城自主创业园为公司重点开发项目，该项目包括土地整理、配套基建、工业厂房的开发建设及租售，总规划面积 5,503.80 亩，分期开发。土地开发方面，截至 2020 年 3 月末已投资 39.54 亿元，剩余需投资 25.46 亿元。

五云峰片区为公司拟开发项目，预计总投资规

模很大，片区规划以商业、办公、文化、休闲、养老产业为支撑，拟建设符合现代国际标准宜居生态城。公司计划以此项目为基础进行招商引资，并通过股权投资形式参与实体经济运营，同时参与部分二级开发，前期已入账开发成本 34.99 亿元。2018 年受湖南省投资减压政策影响，总投 79.63 亿元的“株洲市天元区五云峰国际生态新城”PPP 项目停止实施。未来公司或将继续采用 PPP 模式分期开发。

表 5：截至 2020 年 3 月末公司可开发土地资源情况（亩、亿元）

片区	规划面积	可出让总面积	预估总投资	已投资额	尚可出让土地情况		2020 年计划投资
					面积	分类	
神农城片区	3,957.51	1,304.91	24.00	18.77	90.11	全部为商住地	1.00
湘水湾片区	4,390.90	2,457.90	49.00	51.94	856.73	全部为商住地	1.00
月塘生态新城	3,302.49	2,664.92	39.00	34.45	307.91	全部为商住地	1.00
天易科技城自主创业园	5,503.80	3,317.10	65.00	39.54	1,859.13	工业地 1,492.86 亩，商住地 366.27 亩	5.16
五云峰片区	32,648.40	8,794.50	150.00	34.99	8,794.50	工业地 4,152.60 亩，商住地 4,641.90 亩	6.66
合计	49,803.10	18,539.33	327.00	179.69	11,908.38	工业地 5,645.46 亩，商住地 6,262.92 亩	14.82

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：近年来土地开发业务经营情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
土地开发收入	10.29	10.83	13.14	2.04
当期回款	10.29	10.83	15.84	2.04

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司自营业务主要围绕神农城和天易科技城自主创业园开展，项目投资规模大，回收期长；2019 年以来景区运营情况依然欠佳，自主创业园等项目尚处于建设期，未来需持续关注公司自营项目的经营及收入实现情况

景区运营：子公司株洲神农城开发建设有限公司承担神农城项目开发，株洲神农城文化旅游发展有限公司负责对外宣传推广。

神农城项目占地总面积 2,970 亩，其中核心区规划面积 1,620 亩，拓展区规划面积 1,350 亩；核心区建有以神农湖、神农塔、神农坛、神农广场为元素的神农城主题景区，该景区于 2012 年被评为国家 4A 级景区。截至 2020 年 3 月末，神农城在建的景区及配套项目已投资 51.40 亿元，部分项目处

于运营阶段，但运营尚未实现盈利。

商业租赁：主要为神农城核心区的神农太阳城（神农城商业圈）四层及以下商圈租赁。神农太阳城和三号塔楼拥有 26 万平方米的商业圈，目前南区和北区部分商铺均已开业，已全部出租，2017~2019 年分别实现租金收入 1,890.26 万元、1,902.31 万元和 2,821.53 万元，实现净利润 1,334.11 万元、1,567.50 万元和 2,371.53 万元，逐年增长。

房屋销售：涉及写字楼、商业用房、工业厂房和保障房销售。其中，写字楼、商业用房和工业厂房由子公司株洲天易房地产开发有限责任公司及株洲天易建设发展有限公司对公司业务范围内的土地进行深度开发，并进行项目建设和销售；保障房由子公司株洲市天元区保障住房开发建设有限公司负责开发建设，并按指导价格定向销售。近年来随着存量完工房屋减少，销售收入逐年下降。

已完工项目方面，公司已完工的商业地产项目为神农文化艺术休闲街，该项目于 2016 年 1 月完工，2017 年底结转投资性房地产，项目建成后部分

物业自持出租，写字楼部分用于出售。项目占地 44 亩，总建筑面积 10.46 万平方米，累计投资 7.30 亿元，截至 2020 年 3 月末累计已销售 3.59 万平方米，实现销售收入 3.54 亿元，已出租 2.50 万平方米，累计实现租金 2,491 万元；剩余可售面积 1.48 万平方米，可出租面积 0.12 万平方米，自持 0.04 万平方米。公司已完工的保障房项目为泉源小区一期、兴湖家园二期和安泰小区二期项目，总投资 3.17 亿元，累计实现销售收入 1.66 亿元，已全部回款；剩余可售面积 11.71 万平方米。

公司在建的商业地产和工业地产项目主要包括神农大厦、七区商业街房屋开发和天易科技城自主创业园一期房屋开发项目。其中，神农大厦项目总建筑面积 5.59 万平方米，建成后拟出售。七区商

业街房屋开发项目建设内容含商住楼及配套道路、绿化、地下停车场等附属工程，项目总建筑面积 9.74 万平方米，建成后拟出售。自主创业园一期房屋开发项目主要为厂房建设，总建筑面积为 117.25 万平方米，用于对外租、售；截至 2020 年 3 月末已建成面积 41.16 万平方米，已出租 13.03 万平方米、出售 28.14 万平方米（含定制厂房），累计实现租金收入 0.19 亿元、出售收入 3.23 亿元。公司在建的保障房项目为竹山小区三期项目，总建筑面积 5.18 万平方米，建成后向拆迁户定向销售。

公司拟建项目为自主创业园二期项目，该项目主要建设厂房及配套设施等，计划总投资 19.18 亿元，拟通过厂房租售实现收入；公司无拟建保障房项目。

表 7：截至 2020 年 3 月末公司自营在建项目情况（亿元）

项目名称	项目类别	收入来源	计划总投资	已投资
神农塔工程	景区项目	门票、场地租赁	3.69	4.08
神农坛工程	景区项目	祭祀炎帝、敬奉香火、举行祈福活动等 各种活动的服务收入	0.77	1.27
神农大剧院、艺术中心	景区项目	门票	9.43	16.84
神农城生态景观及生态隔离带	景区配套	--	19.80	25.43
神农城智能化项目	景区配套	--	2.15	3.22
神农城立体停车场	景区配套	停车费	0.52	0.56
景区及配套项目小计	--	--	36.36	51.40
神农大厦	商业地产	出售	4.50	1.35
七区商业街房屋开发	商业地产	出售	5.50	2.54
自主创业园一期房屋开发	工业地产	厂房租售	25.90	14.21
竹山小区三期	保障房	按指导价格出售	1.15	1.59
长虹学校	学校	财政拨款、学杂费等	--	0.01
其他自营项目小计	--	--	37.05	19.70
合计	--	--	73.41	71.10

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于公司提供的经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017 年财务报告、经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019 年财务报告以及公司提供的未经审计的 2020 年一季度财务报表。各期财务报告均按新会计准则编制，分析时 2017 年、2019 年财务数据为审计报告期末数，2018 年财务数据为 2019 年审计报告期初数，

2020 年一季度财务数据为财务报表期末数。

2019 年公司财务报表合并范围新增投资设立的湖南天易云峰一号私募股权基金合伙企业（有限合伙）。同期，前期重大会计差错更正情况如下：

表 8：2019 年合并口径期末对期初进行追溯调整情况

项目	调整前（元）	调整后（元）
一年内到期的非流动负债	525,900,000.00	2,614,264,011.55
其他流动负债	0.00	400,000,000.00
应付债券	8,609,666,403.61	6,121,302,392.06
其他流动资产	104,492,847.48	110,912,655.43

应交税费	513,520.00	6,933,327.95
可供出售金融资产	0.00	1,027,070,000.00
长期股权投资	1,087,789,888.74	60,719,888.74

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年公司营业收入稳步增长，经营性业务利润仍为利润总额的主要构成部分，但较 2018 年有所下滑，此外回款情况有所改善

公司收入主要由土地开发收入和基础设施代建收入构成，故综合毛利率受两业务盈利水平影响较大。2019 年基础设施代建业务毛利率因较高收益的项目结算比例增加而上升 3.54 个百分点，同期由于开发出让的工业地块较多，土地开发业务毛利率同比下降 9.73 个百分点，从而导致当期综合毛利率同比下降 3.19 个百分点；2020 年一季度受景区运营和其他业务亏损影响综合毛利率进一步下降。公司房屋销售涉及种类较多，且包含部分盈利水平较弱的保障性住房销售，故毛利率呈现波动态势。此外，公司景区运营持续亏损，但由于其收入规模较小，故对整体盈利能力影响亦较小。

表 9：公司主要业务板块毛利率构成（%）

	2017	2018	2019	2020.1-3
土地开发	33.60	23.98	14.25	16.57
基础设施代建	7.41	12.52	16.06	--
房屋销售	6.22	16.09	13.59	--
景区运营	-130.61	-58.51	-184.17	-330.61
其他	36.58	43.82	314.43	-8.69
营业毛利率	20.08	18.80	15.61	13.86

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司业务性质决定其销售费用较少，此外公司将用于土地开发、基础设施项目建设的全部借款费用资本化，故财务费用亦较少，期间费用以管理费用为主，期间费用率保持较低水平；而 2020 年一季度期间费用率较之前年度大幅上升，主要系当期确认收入尚小所致。

公司利润总额主要来源于土地开发和基础设施代建业务带来的经营性业务利润，2019 年虽然公司营业收入有所增加，但经营性业务利润较上年小幅下滑；此外，来源于神农太阳城商圈的公允价值变动收益对利润总额形成一定补充。同期受益于基

础设施代建回款大幅增加，收现比指标较 2018 年有所好转。

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
营业总收入	20.42	23.37	26.34	2.11
期间费用合计	1.39	1.36	1.48	0.31
期间费用率(%)	6.80	5.83	5.63	14.64
经营性业务利润	2.53	3.17	3.03	0.11
其中：其他收益	0.00	0.26	0.55	0.15
公允价值变动收益	0.79	0.41	0.50	0.00
投资收益	0.06	0.09	0.28	0.01
利润总额	3.48	3.62	3.72	0.08
收现比 (X)	1.05	0.76	1.07	0.11

注：公司“其他收益”主要来源于政府补助。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年受益于股东以货币增资及利润累积，公司所有者权益有所增长，但同时债务规模增长较快，总资本化比率上升，且面临较大的短期偿债压力

随着业务持续发展，公司总资产规模逐年增长，资产结构较为稳定，截至 2020 年 3 月末流动资产和非流动资产占比分别为 53.50% 和 46.50%。其中，存货主要系土地开发成本、基础设施建设及地产等项目的开发成本，在建工程主要系神农大剧院艺术中心、神农塔、神农城智能化等景区及配套项目，2019 年以来随着投入增加均有所增长；投资性房地产主要系株洲市天元区珠江南路 599 号神农太阳城商业内圈及外圈商业用房、车库和神农太阳城 3 号塔楼等房屋资产；此外，2019 年公司增加对株洲长银天易城中村建设合伙企业（有限合伙）（以下简称“长银天易”）、株洲天易信银投资企业（以下简称“天易信银”）、湖南易合实业发展有限公司（以下简称“易合实业”）等的股权投资，推动长期投资大幅增长。

2019 年受益于株洲高新技术产业开发区管理委员会以货币增资 3.50 亿元及未分配利润增加，公司所有者权益有所增长。公司少数股东权益主要为长银天易、天易信银等对子公司的投资，2019 年以来保持稳定。

表 11：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	48.22	23.00	19.49	27.30
应收账款	10.40	17.02	15.54	15.11
存货	125.31	140.49	157.31	161.03
长期投资	10.34	20.36	34.38	34.48
在建工程	45.11	49.28	52.27	52.40
投资性房地产	65.70	66.11	66.72	66.72
无形资产	24.93	24.58	25.47	25.38
实收资本	15.00	15.00	18.50	18.50
资本公积	117.14	117.34	118.18	118.18
未分配利润	22.98	26.64	30.40	30.48
少数股东权益	33.10	32.95	32.38	32.37

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年以来公司融资情况较上年明显改善，总债务规模增长较快，推动总资本化比率上升，同时短期债务/总债务比值上升、货币资金/短期债务比值下降，公司债务结构呈短期化，面临较大的短期偿债压力。

资产收益性方面，公司景区及配套项目等经营性资产规模较大，但收益性较弱，且 2019 年以来呈现进一步弱化。资产流动性方面，公司资产主要系以开发成本为主的存货、在建工程、长期投资和无形资产，截至 2020 年 3 月末合计占比为 68.83%，上述资产的变现能力受外界环境影响较大，资产流动性较弱。

截至 2020 年 3 月末，公司应收类款项余额为 19.97 亿元，主要系应收西城置业的代建款项、与高新区（天元区）财政局及其他政府相关部门的往来款，占总资产比重相对较低。

表 12：近年来资本结构及资产质量相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
总资产	347.96	354.44	385.99	397.05
所有者权益合计	188.73	192.44	200.52	200.60
短期债务	15.13	34.14	47.30	56.21
总债务	137.77	137.04	158.35	171.78
总资本化比率（%）	42.20	41.59	44.12	46.13
短期债务/总债务（X）	0.11	0.25	0.30	0.33
应收类款项/总资产（%）	5.94	5.69	5.54	5.03

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

偿债指标整体较弱，2019 年由于短期债务规模较上年增幅较大，短期偿债指标进一步弱化

2019 年，公司销售回款情况有所改善，但经营活动净现金流表现仍较弱。同期，公司新增对长银天易、易合实业等公司的投资支出规模较大，但收回投资很少，投资活动仍呈现较大规模的净流出。此外，2019 年以来公司外部融资情况明显好转，净融资规模由负转正。

受益于营业收入增长，公司 EBITDA 逐年上升，但不能对总债务及利息支出形成有效覆盖；2019 年由于公司短期债务规模增长，EBITDA/短期债务指标弱化，且货币资金无法覆盖短期债务。此外，近年来公司经营活动净现金流均较小，且 2020 年一季度转为净流出，尚无法覆盖债务本息。

表 13：近年来现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
销售商品、提供劳务收到的现金	21.35	17.85	28.10	0.24
经营活动净现金流	0.62	0.50	0.91	-1.19
投资活动净现金流	-28.37	-12.41	-15.40	-0.12
筹资活动净现金流	27.32	-16.52	7.42	11.00
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.05	0.05	0.08	--
EBITDA	3.92	4.09	4.45	--
总债务/EBITDA	35.13	33.52	35.56	--
EBITDA/短期债务	0.26	0.12	0.09	--
货币资金/短期债务（X）	3.19	0.67	0.41	0.49
EBITDA 利息覆盖倍数	0.34	0.37	0.38	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

债务分布方面，截至 2020 年 3 月末，公司总债务为 171.78 亿元，其中 2020 年 4-12 月、2021 年及 2022 年到期债务分别为 28.94 亿元、38.52 亿元和 35.26 亿元，面临较大的偿债压力。

授信方面，截至 2019 年末，公司获得银行综合授信额度 110.30 亿元，剩余可使用额度 43.57 亿元，备用流动尚可。

受限资产方面，截至 2019 年末，公司受限资产为 89.41 亿元，占同期末总资产的 23.16%。

表 14：截至 2019 年末公司受限资产情况（万元）

项目	受限金额
货币资金	67,600.00

存货	102,539.10
投资性房地产	657,105.81
固定资产	4,255.95
无形资产	62,602.81
合计	894,103.66

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

对外担保方面，截至 2019 年末，公司对外担保余额为 13.30 亿元，占同期末净资产的 6.63%。被担保人主要为株洲高新区及醴陵市的地方国有企业，代偿风险相对可控。

表 15：截至 2019 年末公司对外担保情况（万元）

被担保人	担保金额
株洲高科集团有限公司	120,000.00
醴陵市淦江投资控股集团有限公司	13,000.00
合计	133,000.00

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2020 年 5 月 27 日，公司不存在未结清不良信贷信息、已结清不良信贷信息、欠息信息。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

2019 年株洲市及高新区经济实力稳步增强，具备向区域内企业协调较多金融及产业资源能力；公司区域地位重要，继续获得高新区（天元区）政府在业务授权、资本金拨付方面的支持

2019 年依托轨道交通装备、汽车及零部件和航空装备等产业基础，株洲市经济实力持续增强，地方一般预算收入在湖南省 14 个市（州）中持续高居第二，财政实力较强。株洲高新区是株洲市唯一的国家级高新区，在株洲市经济发展、产业转型升级方面定位重要，近年来其区域经济和财政实力不断增强，其中 2019 年高新区（天元区）经济生产总值占全市的比重达 15.4%，经济体量在全市各区县中排名前列，具备向区域内企业协调较多金融及产业资源能力。

2019 年以来公司仍与株洲高科同为株洲高新区（天元区）内城市资源的开发、建设、管理及运

营主体，区域地位重要。

2019 年 12 月 23 日，根据株洲天元区第五届人民政府第 49 次常务会议纪要，天元区政府原则同意给予公司在砂石采掘经营、村镇自来水给水及污水处理、殡葬事业管理、垃圾分类处理、环卫清查整治、大街小巷改造、学校及周边配套代建、村镇及社区医院代建、棚户区改造、市政维护建设等方面部分特许经营权，以推动其更好发展。根据株高天国资发[2019]10 号文件，决定株洲高新区管委会 2019 年对公司增资不超过 5 亿元，实际以货币增资 3.50 亿元。根据株高天国资发[2020]1 号文件，同意株洲高新区管委会在 2020 年至 2024 年内，分年度对公司注册资本进行不超过 20 亿元的增资。

担保实力

中债信用增进投资股份有限公司为“13 天易债 01/PR 天易 01”以及“13 天易债 02/PR 天易 02”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

根据湖南天易与中债公司签订的《中债信用增进投资股份有限公司信用增进服务协议》（编号：YW[2013]061(2)，以下简称“《服务协议》”），中债公司同意为“13 天易债 01/PR 天易 01”以及“13 天易债 02/PR 天易 02”发行事宜提供信用增进服务，就湖南天易履行其在本期债券项下的人民币本金壹拾贰亿元及其相应票面利息的兑付义务而向全体本期债券持有人提供连带责任保证。

本期增信项目的风险缓释措施为：

1、株洲市人民政府出具《关于支持湖南天易集团有限公司发行公司债券的函》；

2、湖南天易集团有限公司拟以其对株洲市天元区人民政府 34.00 亿元的 BT 回购款质押给中债公司。

中债公司成立于 2009 年 9 月，由中国石油天然气集团公司、国网英大国际控股集团有限公司、中国中化股份有限公司、北京国有资本经营管理中心、首钢集团有限公司、中银投资资产管理有限公

司以及中国银行间市场交易商协会（以下称“交易商协会”）等七方共同出资设立，注册资本为 60 亿元。其中前六名股东分别出资 9.90 亿元、各持有 16.50% 的股份，中国银行间市场交易商协会出资 6,000 万元，持有 1% 的股份。截至 2020 年 3 月末，中债公司注册资本仍为 60 亿元。2016 年中债公司股东中国石油天然气集团公司将其持有的中债公司 16.50% 的股份通过无偿划转的方式转让给中国石油集团资本有限责任公司；2019 年中债公司股东中国中化股份有限公司将其持有的中债公司 16.50% 的股份通过无偿划转的方式转让给中化资本有限公司。

的保障作用。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持湖南天易集团有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“13 天易债 01/PR 天易 01”、“13 天易债 02/PR 天易 02”的债项信用等级为 **AAA**；维持“16 天易专项债/PR 湘天易”的债项信用等级为 **AA**。

表 16：2020 年 3 月末中债公司股权结构（万元）

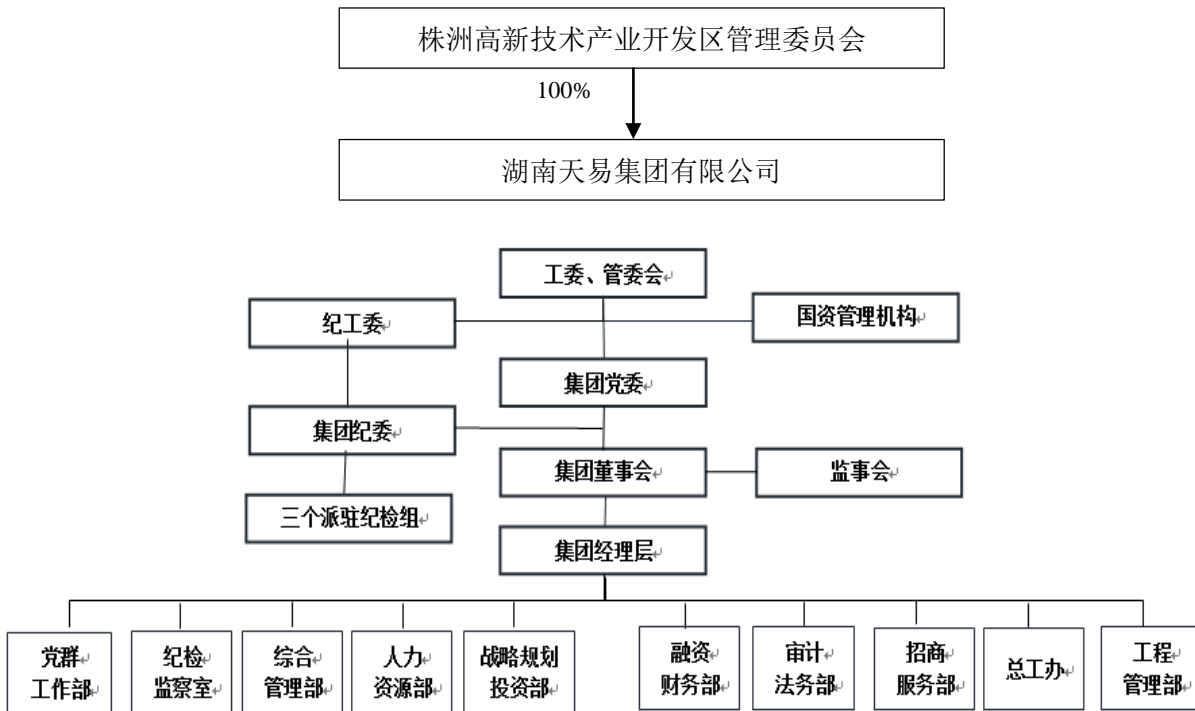
股东	出资额	持股比例
中国石油集团资本有限责任公司	99,000	16.50%
国网英大国际控股集团有限公司	99,000	16.50%
中化资本有限公司	99,000	16.50%
北京国有资本经营管理中心	99,000	16.50%
首钢集团有限公司	99,000	16.50%
中银投资资产管理有限公司	99,000	16.50%
中国银行间市场交易商协会	6,000	1.00%
合计	600,000	100.00%

资料来源：中债公司，中诚信国际整理

信用增进业务是中债公司核心基础业务。截至 2019 年末，中债公司资产总额为 150.47 亿元，增信责任余额为 960.50 亿元，较 2018 年末减少 10.13%，核心资本放大倍数为 8.05 倍，累计代偿率为 0.37%。2019 年内中债公司未发生代偿，同期末应收代偿款余额为 0.16 亿元。截至 2020 年 3 月末，中债公司资产总额为 159.09 亿元，增信责任余额为 968.31 亿元，核心资本放大倍数为 7.21 倍，累计代偿率为 0.36%；同期末，应收代偿款余额为 0.16 亿元，基本与上年末持平。

综上所述，中诚信国际维持中债信用增进投资股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际认为中债公司具备极强的代偿能力以及极低的违约风险，且未来一段时间的信用状况保持稳定，能够为“13 天易债 01/PR 天易 01”以及“13 天易债 02/PR 天易 02”的还本付息提供极强

附一：湖南天易集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附二：湖南天易集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	482,174.99	229,956.91	194,894.61	272,974.48
应收账款	103,996.42	170,201.02	155,440.05	151,081.55
其他应收款	102,625.06	31,584.38	58,482.54	48,590.41
存货	1,253,080.26	1,404,924.77	1,573,086.60	1,610,318.88
长期投资	103,351.62	203,622.99	343,758.48	344,809.18
在建工程	451,109.29	492,816.38	522,709.82	524,049.83
无形资产	249,311.35	245,816.86	254,705.47	253,761.77
总资产	3,479,633.04	3,544,354.86	3,859,919.90	3,970,528.17
其他应付款	34,703.68	61,019.84	124,777.36	99,889.58
短期债务	151,305.00	341,426.40	473,006.08	562,095.10
长期债务	1,226,387.37	1,028,929.75	1,110,521.48	1,155,701.25
总债务	1,377,692.37	1,370,356.15	1,583,527.57	1,717,796.36
总负债	1,592,287.72	1,619,948.62	1,854,714.68	1,964,561.60
费用化利息支出	2,306.30	2,768.32	1,353.20	--
资本化利息支出	112,326.59	108,441.54	114,505.08	--
实收资本	150,000.00	150,000.00	184,996.72	184,996.72
少数股东权益	331,030.06	329,473.86	323,762.14	323,727.89
所有者权益合计	1,887,345.32	1,924,406.24	2,005,205.22	2,005,966.57
营业总收入	204,213.11	233,743.95	263,426.72	21,098.71
经营性业务利润	25,269.77	31,674.11	30,270.96	1,068.63
投资收益	634.31	855.56	2,818.23	124.12
净利润	34,767.52	35,931.93	36,689.27	761.35
EBIT	37,079.77	38,998.75	38,520.07	--
EBITDA	39,220.35	40,880.08	44,526.53	--
销售商品、提供劳务收到的现金	213,499.70	178,464.00	280,956.93	2,399.87
收到其他与经营活动有关的现金	20,594.78	92,266.31	51,535.31	18,034.17
购买商品、接受劳务支付的现金	191,956.10	242,021.70	275,890.29	26,178.12
支付其他与经营活动有关的现金	23,339.44	11,870.82	32,783.39	3,508.31
吸收投资收到的现金	232,703.00	1,200.00	36,536.72	0.00
资本支出	144,633.99	80,210.31	24,853.73	3,994.17
经营活动产生现金净流量	6,248.78	5,047.07	9,120.04	-11,868.42
投资活动产生现金净流量	-283,742.78	-124,112.95	-154,001.74	-1,197.34
筹资活动产生现金净流量	273,197.41	-165,152.20	74,219.40	110,045.64
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率（%）	20.08	18.80	15.61	13.86
期间费用率（%）	6.80	5.83	5.63	14.64
应收类款项/总资产（%）	5.94	5.69	5.54	5.03
收现比（X）	1.05	0.76	1.07	0.11
总资产收益率（%）	1.12	1.11	1.00	--
资产负债率（%）	45.76	45.71	48.05	49.48
总资本化比率（%）	42.20	40.87	44.12	46.13
短期债务/总债务（X）	0.11	0.23	0.30	0.33
FFO/总债务（X）	0.02	0.00	0.02	--
FFO利息倍数（X）	0.25	0.05	0.31	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数（X）	0.05	0.05	0.08	--
总债务/EBITDA（X）	35.13	34.11	35.56	--
EBITDA/短期债务（X）	0.26	0.13	0.09	--
货币资金/短期债务（X）	3.19	0.76	0.41	0.49
EBITDA利息覆盖倍数（X）	0.34	0.35	0.38	--

注：1、中诚信国际根据公司2017年、2019年审计报告及2020年一季度未经审计的财务报表整理，其中2018年财务数据为2019年审计报告期初数；2、各期总债务包含长期应付款和其他流动负债中的带息债务。

附三：中债信用增进投资股份有限公司主要财务数据

(金额单位：亿元)	2017	2018	2019	2020.03
资产				
货币资金、存放同业款项及拆出资金	3.08	3.16	0.08	0.74
交易性金融资产	8.95	10.02	16.51	18.73
可供出售金融资产	56.16	56.50	62.57	74.10
买入返售金融资产	8.78	1.19	2.39	0.00
持有至到期投资	38.33	33.56	38.69	34.55
应收代偿款	4.03	0.03	0.16	0.16
贷款	1.37	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.03	0.03	0.04	4.45
现金及投资资产合计	125.84	116.07	131.99	140.70
固定资产及在建工程	13.43	10.99	10.68	9.81
无形资产	0.07	0.06	0.05	0.05
资产合计	150.91	134.80	150.47	159.09
卖出回购金融资产款	28.27	13.53	6.96	0.20
风险准备金	19.41	16.36	17.60	17.13
股本	60.00	60.00	60.00	60.00
未分配利润	15.18	17.83	18.86	21.61
所有者权益合计	79.76	80.58	101.74	117.26
利润表摘要				
主营业务收入	6.66	--	--	--
增信业务净收入	--	7.14	7.11	1.79
提取风险准备金	(0.92)	(2.31)	(1.24)	0.47
利息收入	0.30	0.18	0.16	0.02
利息支出	(1.33)	(1.25)	(1.15)	(0.28)
投资收益	5.38	4.94	5.67	1.72
业务及管理费用	(1.79)	(1.70)	(1.92)	(0.29)
税金及附加	(0.21)	(0.26)	(0.27)	(0.02)
营业利润	7.64	8.38	8.51	3.66
利润总额	7.64	8.38	8.51	3.66
所得税费用	(1.79)	(2.05)	(1.90)	(0.92)
净利润	5.86	6.33	6.61	2.75
综合收益总额	5.59	6.01	9.16	0.53
增信组合				
增信责任余额	959.94	1,068.79	960.50	968.31

附四：中债信用增进投资股份有限公司主要财务指标

	2017	2018	2019	2020.03
年增长率 (%)				
现金及投资资产	(2.90)	(7.76)	13.71	6.60
总资产	(5.31)	(10.67)	11.63	5.73
风险准备金	5.00	(15.74)	7.61	(2.67)
所有者权益	3.35	1.03	26.25	15.26
主营业务收入/增信业务净收入	(4.50)	--	(0.39)	--
代偿支出	--	--	--	--
业务及管理费用	14.14	(5.15)	13.25	--
投资收益(含利息净收入)	(8.68)	(11.32)	21.31	--
营业利润	(15.99)	9.65	1.58	--
净利润	(15.85)	8.15	4.40	--
综合收益总额	4.81	7.56	52.35	--
增信责任余额	2.55	11.34	(10.13)	0.81
盈利能力 (%)				
营业费用率	37.10	38.91	35.21	11.69
投资回报率	3.41	3.21	3.78	--
平均资产回报率	3.78	4.52	4.64	--
平均资本回报率	7.46	7.90	7.25	--
有效税率	23.36	24.41	22.31	25.00
风险准备金/累计代偿额	2.95	2.48	2.67	2.60
增信项目质量 (%)				
年内代偿额 (百万元)	50.00	0.00	0.00	0.00
年内回收额 (百万元)	1.00	51.73	0.00	0.00
年内代偿率	0.28	0.00	0.00	0.00
累计代偿额 (百万元)	6.59	6.59	6.59	6.59
累计代偿率	0.51	0.44	0.37	0.36
累计回收率	47.27	55.12	55.12	55.12
增信损失准备金/增信责任余额	2.02	1.53	1.83	1.77
最大单一客户增信责任余额/核心资本	36.42	25.80	20.96	18.61
最大十家客户增信责任余额/核心资本	230.65	218.77	169.33	149.61
资本充足性				
核心资本 (亿元)	98.85	96.91	119.30	134.35
净资产放大倍数 (X)	12.04	13.26	9.44	8.26
核心资本放大倍数 (X)	9.71	11.03	8.05	7.21
核心资本形成率 (%)	6.99	3.35	7.27	--
流动性 (%)				
高流动性资产/总资产	7.97	9.78	11.02	12.24
高流动性资产/增信责任余额	1.25	1.23	1.73	2.01

附五：湖南天易集团有限公司基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附六：中债信用增进投资股份有限公司基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
盈利能力	业务及管理费	销售费用+管理费用
	营业费用率	业务及管理费/(增信业务净收入+其他业务收入-其他业务支出+投资收益+利息净收入)
	平均资本回报率	净利润/[(当期末所有者权益总额+上期末所有者权益总额)/2]
	平均资产回报率	净利润/[(当期末资产总额+上期末资产总额)/2]
资产质量	年内代偿率	年内代偿额/年内解除担保额
	累计代偿率	累计代偿额/累计解除担保额
流动性	高流动性资产	现金及现金等价物+银行存款+交易性金融资产
资本充足性	核心资本	所有者权益+担保损失准备金-长期股权投资-按成本计量的可供出售权益工具
	核心资本担保放大倍数	增信责任余额/核心资本
	净资产放大倍数	增信责任余额/净资产
	核心资本形成率	(净利润+年末担保损失准备金-年初担保损失准备金)/[(年末核心资本+年初核心资本)/2]

附七：信用等级符号及定义

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

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

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

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

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

信用增进公司	含义
AAA	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较大。
B	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力对良好经济环境的依赖程度较高，违约风险很大。
CCC	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极大。
CC	受评公司在破产或重组时获得的保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能履行代偿义务及偿还其他债务。

注：1、除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级；2、此评级符号与中诚信国际授予其他固定收益证券发行主体的评级符号一致，具有可比性。