

信用等级公告

联合〔2020〕1821号

联合资信评估有限公司通过对湘潭市万楼新城开发建设投资有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持湘潭市万楼新城开发建设投资有限公司主体长期信用等级为 AA，“15 潭万楼债/PR 潭万楼”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
二〇二〇年六月二十四日



湘潭市万楼新城开发建设投资有限公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
15 潭万楼债 /PR 潭万楼	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
15 潭万楼债 /PR 潭万楼	20 亿元	8 亿元	2022/01/14

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2020 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表)	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F4	现金流	盈利能力	3
			现金流量	4
			资产质量	5
		资本结构	2	
		偿债能力	4	
调整因素和理由				调整子级
政府支持				3

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对湘潭市万楼新城开发建设投资有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为湘潭市基础设施建设及土地一级开发实施主体之一，在跟踪期内持续获得湘潭市政府在项目资金补贴方面的支持。同时联合资信关注到，公司业务政府回款质量较差、筹资活动资金缺口进一步扩大以及短期支付压力大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

随着万楼新城片区城镇化的持续推进，未来公司经营情况将保持相对稳定，联合资信对公司的评级展望为稳定。

“15潭万楼债/PR潭万楼”设置分期还款安排，有效地降低了公司集中偿付压力。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“15 潭万楼债/PR 潭万楼”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司是湘潭市的基础设施建设、土地一级开发实施主体之一，跟踪期内，持续获得湘潭市政府在财政补贴方面的支持。
2. 跟踪期内，公司经营性净现金流有所改善。

关注

1. 跟踪期内，湘潭市政府债务负担重。
2. 跟踪期内，公司代建市政工程项目回款仍然滞后，收入实现质量较差，应收类款项对公司资金占用明显。
3. 公司整体债务规模较大，短期支付压力大；同时，公司在建项目尚需投资规模大，融资需求较大。
4. 公司对外担保规模较大，存在或有负债风险。

分析师：黄琪融 胡元杰
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

财务数据：

合并口径			
项目	2017年	2018年	2019年
现金类资产（亿元）	10.66	4.74	0.11
资产总额（亿元）	240.19	244.48	251.00
所有者权益（亿元）	112.86	115.19	117.15
短期债务（亿元）	15.92	21.22	16.34
长期债务（亿元）	64.46	45.90	35.38
全部债务（亿元）	80.38	67.12	51.73
营业收入（亿元）	13.85	12.91	14.39
利润总额（亿元）	3.11	2.33	1.99
EBITDA（亿元）	3.30	2.54	2.24
经营性净现金流（亿元）	-14.52	11.23	20.47
现金收入比（%）	62.36	62.53	47.82
营业利润率（%）	16.68	17.44	15.53
净资产收益率（%）	2.76	2.03	1.70
资产负债率（%）	53.01	52.88	53.33
全部债务资本化比率（%）	41.60	36.82	30.63
流动比率（%）	377.08	289.27	248.50
速动比率（%）	112.00	76.68	69.28
经营现金流流动负债比（%）	-23.10	13.47	20.78
现金短期债务比（倍）	0.67	0.22	0.01
全部债务/EBITDA（倍）	24.33	26.40	23.13
EBITDA 利息倍数（倍）	0.71	0.51	0.21
公司本部（母公司）			
资产总额（亿元）	162.15	162.03	168.18
所有者权益（亿元）	85.99	88.04	89.64
全部债务（亿元）	68.60	58.54	44.15
营业收入（亿元）	11.20	9.97	12.34
利润总额（亿元）	2.51	2.05	1.60
资产负债率（%）	46.97	45.66	46.70
全部债务资本化比率（%）	44.38	39.94	33.00
流动比率（%）	641.37	442.62	299.03
经营现金流流动负债比（%）	-16.45	35.77	39.59

注：已将其他流动负债及长期应付款中有息部分分别调整至短期债务及长期债务核算

评级历史：

债项名称	债项级别	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
15 潭万楼债/PR 潭万楼	AA	AA	稳定	2019.6.6	黄琪融 张勇	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文
15 潭万楼债/PR 潭万楼	AA	AA	稳定	2014.6.13	杜蜀萍 盛东巍	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由湘潭市万楼新城开发建设投资有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

湘潭市万楼新城开发建设投资有限公司

2020 年跟踪评级报告

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”）关于湘潭市万楼新城开发建设投资有限公司（以下简称“公司”或“湘潭万楼”）及“15 潭万楼债/PR 潭万楼”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构未发生变化。截至 2019 年底，公司注册资本及实收资本均为 35383.00 万元，湘潭地产集团有限公司（以下简称“湘潭地产”）为公司唯一股东，湘潭市国有资产监督管理委员会（以下简称“湘潭市国资委”）为实际控制人。

跟踪期内，公司经营范围变更为：以自有合法资产对万楼新城区的建设项目进行投资、策划及管理；房地产开发经营；受市人民政府委托进行土地开发经营；停车场收费；市政设施管理；园林绿化工程施工；建材销售；房地产租赁经营。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2019 年底，公司资产总额 251.00 亿元，所有者权益 117.15 亿元（含少数股东权益 23.98 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 14.39 亿元，利润总额 1.99 亿元。

公司注册地址：湘潭市雨湖区万楼街道富强村护潭西路万楼公租房 2 栋 2 楼；法定代表人：李建光。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券为“15 潭万楼债/PR 潭万楼”，发行金额 20.00 亿元，期限 7 年。自 2018 年起，每年按照发行总额 20%的比例偿还本金（即 4.00

亿元）。跟踪期内，公司已按时支付“15 潭万楼债/PR 潭万楼”当期利息，并偿还债券应付本金 4.00 亿元，目前债券余额 8.00 亿元。

表 1 跟踪评级债券基本信息（单位：亿元、%）

债券简称	余额	到期日	票面利率
15 潭万楼债/ PR 潭万楼	8.00	2022/01/14	6.90

资料来源：联合资信整理

“15 潭万楼债/PR 潭万楼”募集资金主要用于湘潭市万楼片区城中村改造安置区建设项目、湘潭市万楼片区城中村改造配套基础设施建设项目和长株潭城际铁路湘潭段站场配套工程项目。截至 2019 年底，募集资金已按计划使用完毕。

项目进度方面，截至 2019 年底，湘潭市万楼片区城中村改造安置区建设项目一期安置房已全面完工，包括住宅、商业配套设施、地面及地下停车位。湘潭市万楼片区城中村改造配套基础设施建设项目中，熙春北路及沿江路已顺利通车；万楼东路、龙潭路及观湘路部分路段已通车；江南大道中北二环至法院段路基填筑完成 80%、东侧污水管埋设已完成，K0+260 处地下通道主体结构已完成；顺意苗圃至青皮塘段路基填筑完成 70%；跨一级渠改造堤坝填筑完成 20%。长株潭城际铁路于 2016 年 12 月 26 日正式通车上线，湘潭境内线路全长 24.5 公里，沿线设昭山、荷塘、板塘及湘潭 4 个站。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济

增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016—2020 年一季度中国主要经济数据
(单位：万亿元、%)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年 一季度
GDP	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；

国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工

业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年一季度，CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1-3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金

支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额

度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短期内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、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”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。

稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要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，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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基

基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、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，以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。2014年，《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》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据2014年《43号文》，财政部发布《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甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，

要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大项目建设。

资金方面，2019年9月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，

指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施

建设进度。此外，2019年11月、2020年2月及2020年5月，财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表3 2019年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019年3月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范PPP项目合规性，对于规范合规的PPP项目，纳入财政支出预算；对于不合规的PPP项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019年5月	财政部	关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019年6月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019年6月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点
2020年1月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年2月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

(3) 行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济

跟踪期内，湘潭市经济水平稳步提升，但一般公共预算收入均呈下降趋势；政府债务负担重。

湘潭市

湘潭市是长江中游城市群成员、国家长株潭城市群“两型社会”综合配套改革试验

区中心城市，下辖湘潭县、韶山市、湘乡市、雨湖区、岳塘区五个县(市)区，总面积 5006 平方千米，其中城区面积 168.21 平方千米，建成区面积 79.2 平方千米。

根据《湘潭市 2019 年国民经济和社会发展统计公报》，2019 年，湘潭市地区生产总值 2257.6 亿元，比上年增长 7.6%。其中，第一产业增加值 144.9 亿元，增长 2.7%；第二产业增加值 1113.1 亿元，增长 8.1%；第三产业增加值 999.6 亿元，增长 7.5%。按常住人口计算，人均地区生产总值 78575 元，增长 7.0%。全市三次产业结构由 2018 年的 5.8: 48.2: 46.0 调整为 2019 年的 6.4: 49.3: 44.3，第二产业占比有所增长。

2019 年，湘潭市固定资产投资(不含农户)比上年增长 11.2%。其中，民间投资增长 25.3%。分经济类型看，国有投资下降 41.5%；非国有投资增长 24.6%。分投资方向看，民生投资增长 10.9%；生态投资增长 22.0%；基础设施投资下降 17.5%；高技术产业投资增长 52.2%；工业技改投资增长 36.6%。

2019 年，湘潭市一般公共预算收入 199.7 亿元，比上年下降 7.1%。其中，地方收入 115.5 亿元，下降 8.5%。地方收入中，税收收入 75.5 亿元，下降 6.0%；非税收入 40.0 亿元，下降 13.0%。上划中央收入 68.4 亿元，下降 4.7%。上划省级收入 15.8 亿元，下降 6.2%。湘潭市一般公共预算支出 316.6 亿元，较上年增长 3.0%。2019 年，湘潭市财政自给率为 36.48%，自给率低。

根据湖南省财政厅发布的《2019 年预算执行情况与 2020 年预算草案》，截至 2019 年底，湘潭市地方债务限额 524.09 亿元，地方债务余额 523.80 亿元，其中一般债务 213.48 亿元、专项债务 310.32 亿元。

万楼新城片区

湘潭市万楼新城位于湘潭市雨湖区，规划区范围：建设北路(潭锰路)以东，北二环线以南，湘黔铁路以北，湘江以西。规划

区总用地面积 6 平方公里，将改造成为能容纳 18 万人左右经济繁荣、社会和谐、环境友好的河西城市中心区。

万楼新城片区的城市建设用地从功能上形成 6 大块：万楼文化休闲区、商业服务区、商住混合区、宜居区、生态绿化区和污水处理区。其中，万楼文化休闲区位于新城东片东南部，围绕恢复重建的万楼遗址为中心，沿湘江风光带布置，面积约 80 公顷。万楼新城片区规划了三个商业服务区，分别为北二环商业区、万楼路商业区和火车北站商业区；万楼路商业区主要沿万楼路和护潭路东段布置，用地面积约 26 公顷；北二环商业区位于富洲路与北二环交叉口东南角，用地面积约 25 公顷；火车北站商业区位于规划的湘潭火车站北站场北侧，用地面积约 16 公顷。商住混合区位于沿湖南科技大学南侧区域、富洲路西侧及万楼路与护潭路之间，总用地 186 公顷。宜居区的规划依托于区内生态条件较好的一、二级撇洪渠形成四片滨水的宜居区，布置居住用地，总用地约 251.32 公顷。生态绿化区的绿化总用地约 157.30 公顷，其中防护绿地 52.25 公顷，公园绿地 101.05 公顷，广场绿地 4 公顷。水处理区已建有 10 万吨规模的河西污水处理厂，在该厂北面规划防护绿地作为预留污水处理用地 7.7 公顷，加上现有面积 13.23 公顷，总面积 21 公顷。

六、基础素质分析

公司是湘潭市基础设施建设及土地一级开发的实施主体之一，跟踪期内持续获得湘潭市政府在项目资金补贴方面的支持。

跟踪期内，公司获得项目建设资金补贴 0.48 亿元。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码证：G1043030200056270L），截至 2020 年 6 月 8 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司的法人治理结构、管理体制、内部管理制度等均无重大变化。公司对董事及高级管理人员进行了调整，新任高级管理人员具有一定管理经验，但上任时间不长，对公司日常经营及偿债能力的影响可控。

根据公司于 2020 年 5 月 15 日发布的《湘潭市万楼新城开发建设投资有限公司董事、监事和高级管理人员发生变动的公告》（以下简称“《公告》”），经股东湘潭地产决定，免去杨向阳、魏明丽、徐玉洁公司董事职务，任命李建光担任公司执行董事（法人代表），同时兼任公司总经理。免去盛凯公司监事职务，任命郭兰兰担任公司监事。

李建光先生，1968 年生，硕士学历。历任湘潭县建委干部、建管站副站长，湘潭县茶恩寺镇副镇长，湘潭县国土资源局副局长，湘潭市国土资源局岳塘分局党支部书记、局长，湘潭县国土资源局党委书记、局长，湘乡市国土资源局党组书记、局长，湘潭地产党委委员、副总经理。现任公司执行董事兼总经理。

郭兰兰女士，1985 年生，本科学历。曾就职于四川兴泰来装饰工程有限责任公司、长沙大班智造装饰工程有限责任公司、湘潭地产。现任公司综合管理部负责人、监事。

根据《公告》，本次人事变动属于正常的职务变更，不会对公司日常管理、生产经营及偿债能力产生影响，相关工商变更备案手续均已完成。

八、经营分析

1. 经营现状

公司主要从事湘潭市基础设施建设及土地一级开发业务。跟踪期内，公司新增土地出让收入，受此影响，主营业务收入快速增长；但因土地出让业务毛利率较低，公司主营业务综合毛利率小幅下滑。

2019年，公司实现主营业务收入14.38亿元，同比增长11.65%。从业务构成上看，2019年，公司市政项目推进较慢，导致公司代建市政工程业务收入进一步下滑至8.09亿元；当期公司新增土地出让收入6.29亿元。

从毛利率来看，2019年，公司代建市政

工程业务毛利率同比小幅下降，但仍保持在较高水平。因土地出让业务毛利率较低，导致公司主营业务毛利率较2018年下降2.44个百分点至15.68%。

表4 2018—2019年公司主营业务收入构成及毛利率情况（万元、%）

项目	2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建市政工程	128620.31	99.88	18.02	80886.85	56.26	17.23
房屋销售	154.15	0.12	97.13	--	--	--
土地出让	--	--	--	62889.44	43.74	13.69
合计	128774.46	100.00	18.12	143776.29	100.00	15.68

资料来源：公司提供

2. 业务运营分析

（1）基础设施建设及土地整理业务

跟踪期内，公司基础设施建设及土地整理业务的业务模式未发生变化。受当年项目投资额减少的影响，公司代建市政工程业务收入快速下降，回款质量仍然较差，资金回收情况受区域土地出让情况影响大。公司在建项目的未来投资规模较大，存在一定资本支出压力。

公司作为湘潭市基础设施建设及土地整理的实施主体之一，根据潭办发〔2012〕17号文的授权，承担着市政工程建设任务。业务模式主要分为BT回购模式及委托代建模式。

BT回购模式：公司就柏荫路、富洲路拓改、护谭东路、护谭西路、万楼景区、湘江风光带、二级撇洪区景观及河西滨江风光带8个项目与湘潭市人民政府签订《投资建设—回购合同》，合同约定由湘潭万楼负责对上述项目进行建设，主要内容包括市政基础设施建设、文化景区建设、廊道绿化。湘潭市政府在项目竣工决算审计完成之日起一年内进行回购；项目回购款包括项目的土地整理成本、工程造价、管理成本（即支付公司的

管理费用，按土地整理成本和工程造价总额的5%确定）、税费、融资成本（按土地整理成本和工程造价总额的12%计取）、其他费用和投资回报（按土地整理成本、工程造价、管理成本、税费、其他费用5项价款总额的20%确定）。

委托代建模式：根据公司与湘潭市国土资源储备中心（以下简称“土储中心”）签订的《关于万楼片区委托开发协议》，土储中心将万楼片区纳入规划范围的征地拆迁及市政配套项目设施建设委托给公司进行实施，主要工作内容包括项目前期手续、征地报批前期工作、征地拆迁、市政基础设施建设等，资金由公司负责筹集，土储中心分次安排财政资金按投资成本的125%支付土地整理开发土地的投资额（包含与宗地相关的道路、供水、供电、排水、通讯、照明、绿化、场地平整等基础设施建设投资额）。该模式下的会计处理方式：公司将项目投资款计入“存货-开发成本”，每年按完工进度加成一定比例确认代建市政工程收入，同时将相应成本结转至“营业成本”，未回款部分体现在“应收账款”；待土储中心回款后，计入“销售商品、提供劳务收到的现金”。

表 5 截至 2019 年底公司主要在建基础设施项目建设情况 (单位: 万元)

项目	平衡方案	拟投资额	累计投资额	建设期
湘江风光带	BT 协议	99395.00	151200.97	2013-2019
二级撇洪区景观		24382.00	34931.33	2013-2019
河西滨江风光带		125000.00	204460.01	2014-2018
湘潭市护潭河(韶山灌渠至湘江段)水利提质改造及黑臭水治理项目	--	150550.04	3582.32	2017-2019
通济门路(文星门路至韶山东路)	--	46578.00	48386.33	2017-2019
湘潭市万楼片区城中村改造安置区建设项目	潭政(2014)28号	84300.00	84290.00	2014-2019
湘潭市万楼片区城中村改造配套基础设施建设项目		184400.00	184390.00	2014-2019
长株潭城际铁路湘潭段战场配套工程项目		218000.00	217990.00	2014-2017
熙春北路道路及顶进涵	--	23000.00	3761.18	2014-2018
合计	--	955605.04	932992.14	--

注: 1. 长株潭城际铁路湘潭段战场配套工程项目已实际完工, 但由于竣工决算尚未完成, 故列入上表; 2. 上表中拟投资额为项目立项时的批复额度, 与实际建设过程中的投资额存在差异, 因此部分项目累计投资额超过拟投资额。

资料来源: 公司提供

表 6 截至 2019 年底公司主要拟建基础设施项目情况 (单位: 万元)

项目名称	预计总投资	预计完成时间	项目建设内容	项目进展
观湘路二标	9566.00	2025 年	全长 920 米, 路幅宽 30 米	可研编制阶段
文星路二标	6575.00	2025 年	全长 1028 米, 路幅宽 24 米, 双向 4 车道	可研编制阶段
廉溪路	10000.00	2025 年	全长 1494 米, 路幅宽 24 米,	项目筹划阶段
霞城路	13959.00	2022 年	全长 971 米, 路幅宽 42 米	初步设计阶段
合计	40100.00	--	--	--

资料来源: 公司提供

截至 2019 年底, 公司在建基础设施建设项目包括湘江风光带、河西滨江风光带及二级撇洪区景观工程等 13 个项目, 预计总投资额为 95.56 亿元, 已完成投资 93.30 亿元; 公司拟建基础设施项目为观湘路二标、文星路二标、廉溪路及霞城路, 总投资 4.01 亿元, 目前均处于项目前期筹备阶段。

其中, 湘潭市万楼片区城中村改造安置区建设项目、湘潭市万楼片区城中村改造配套基础设施建设项目及长株潭城际铁路湘潭段战场配套工程项目为“15 潭万楼债/PR 潭万楼”的募投项目。根据《关于湘潭市万楼片区城中村改造安置区建设项目、湘潭市万楼片区城中村改造配套基础设施建设项目及长株潭城际铁路湘潭段站场配套工程项目建设成本补偿的批复》(潭政(2014)28

号), 湘潭市政府未来将 53 宗、2865.2 亩土地陆续进行出让, 扣除 15% 相关规费后返还公司, 以补偿公司上述项目的建设成本。湘潭市政府计划于 2015—2018 年分别出让土地 189.17 亩、216.13 亩、521.62 亩和 453.12 亩, 预计扣除规费成本后每年返还净收益分别为 3.54 亿元、4.04 亿元、9.75 亿元和 8.47 亿元。截至 2019 年底, 湘潭市财政局共支付公司土地出让净收益返还款 4.42 亿元, 整体返还进度较慢, 公司资金平衡受区域土地出让情况影响大。

针对公司负责的其余基础设施建设项目, 截至 2019 年底, 湘潭市政府尚未出台相关资金平衡方案, 联合资信将对此持续保持关注。

表 7 截至 2019 年底公司在整理土地情况 (单位: 亩、万元)

地块名称	面积	总投资金额	2019 年底已投资金额
湖南和天下项目	77.96	18821.30	10870.57
文化产业园 10 号地块	239.98	113690.03	11695.75

商务办公区用地	70.30	33304.48	15072.44
东湖路 15 号	50.66	12230.47	6336.62
老县政府大院	69.63	16810.25	17766.85
湖湘名郡地块	58.22	14530.00	10632.21
江韵潭洲地块	678.00	124600.00	138945.93
平政地区开发地块	46.03	10534.08	2398.09
湘潭欣园达置业地块	9.00	2172.80	-
湘潭金荣房地产开发公司土地项目	18.45	4455.32	1500.00
文化产业园 2 号地	381.66	77739.71	83022.27
文化产业园 8 号地	280.83	57202.26	53664.66
合计	1980.72	486090.7	351905.39

注：上表中预计总投资额为项目立项时的批复额度，实际建设过程中的投资额存在些许差异，因此部分项目累计投资额较总投资额大

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司在整理土地 12 块，在整理土地面积共计 1980.72 亩，总投资额约 48.61 亿元，已投资 35.19 亿元；公司无拟整理土地。

截至 2019 年底，公司累计确认市政工程代建收入 77.65 亿元，实际收到回款 18.48 亿元，该板块业务的回款滞后。湘潭市政府针对公司代建市政项目应收款项出具了《关于湘潭市万楼新城开发建设投资有限公司对政府应收账款及其他应收款情况及解决措施的说明》（潭政函〔2014〕27 号），拟以周边土地出让金收益分年偿还，但土地出让收益的不确定性导致实际回款情况与预计回

款计划存在一定差异。

（2）土地出让业务

跟踪期内，公司实现土地出让业务收入，公司账面土地资产规模较大，可为营业收入提供一定支撑。

公司按湘潭市当年土地出让计划将自身账面土地交由湘潭市自然资源和规划局或湘潭市国土资源局，由上述部门出让给意向企业。公司依据当年出让地块的《国有建设用地使用权出让合同》或《湘潭市公共资源进场交易成交确认书》确认土地出让收入。截至 2019 年底，公司拥有土地 40 宗，均已办理土地使用权证。

表 8 2019 年土地出让业务确认收入情况（单位：亩、万元/亩、万元）

地块名称	地块位置	地块面积	总投资额	地块单价	出让总价	确认收入
2-1 号地	雨湖区护潭乡永红村、悦星村	125.05	35984.01	400.00	50020.00	48563.11
万楼主楼	雨湖区万楼街道文昌村	164.83	17453.16	77.55	12782.42	12410.12
汽贸加油站	岳塘区芙蓉大道以东、东站南路以北	3.62	842.3	641.97	2322	1916.21
合计	--	293.50	54279.47	1119.52	65124.42	62889.44

资料来源：公司提供

2019 年，公司共有 3 宗土地实现出让，出让面积共计 293.50 亩，总投资额 5.43 亿元，土地出让总价 6.51 亿元，公司确认土地出让收入 6.29 亿元。截至 2019 年底，公司账面可出让土地合计 29.77 万亩，上述土地的陆续出让可为公司营业收入提供一定补充。

此外，公司于 2018 年与湘潭房产集团开发建设有限公司（以下称“潭房开发公司”）

合作开发潭房·中央公园项目。该项目位于护潭路以北、文星路以东、龙潭路以南、观湘路以西合围的 5#、6# 地块，总用地面积 268 亩。公司作为开发建设单位，仅负责支付土地前期费用，潭房开发公司作为项目发展商，负责项目所有的开发、建设、运营成本和费用。项目双方约定，待项目销售完毕后，项目销售所得款项由潭房开发公司取得，潭房开发公司按项目规划分四期向公司支付土

地前期投入款。截至 2019 年底，公司已收到潭房开发公司支付的土地前期费用 3.90 亿元，体现在“预收账款”中。

3. 未来发展

目前，湘潭市正处在深化建设两型社会、全面推进三大示范区建设的重要战略时期。随着湘潭市重大工程建设、产业结构调整、新一轮旧城区改造进程的加快，湘潭市对土地的需求量将不断增加。未来，公司将依托现有的资源，转型成为以片区综合开发和产业运营为主业的市场化运作型国有企业，积极打造片区城市建设开发全产业链，形成地产及房地产开发、市政建设、资产运营、文旅服务等多元化业务板块，力争实现企业主营业务和其他产业的市场化、社会化发展，增强公司市场竞争能力。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 年度合并财务报表，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。跟踪期内，公司合并范围无变化。

截至 2019 年底，公司资产总额 251.00 亿元，所有者权益 117.15 亿元（含少数股东权益 23.98 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 14.39 亿元，利润总额 1.99 亿元。

2. 资产质量

公司资产以流动资产为主，应收类账款及存货占比高，且应收账款账龄长、回收时间不确定性较大；存货中部分土地已用于抵押、在建项目资金回笼受湘潭市政府财政预算安排影响大。整体看，公司资产流动性较弱，整体资产质量较差。

2019 年底，公司资产总额 251.00 亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产占 97.48%，非流动资产占 2.52%，公司资产仍

以流动资产为主。

表 9 公司资产主要构成（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.74	1.94	0.11	0.04
应收账款	48.10	19.67	51.72	20.61
其他应收款	10.88	4.45	16.15	6.43
存货	177.29	72.52	176.46	70.30
流动资产合计	241.24	98.67	244.67	97.48
非流动资产合计	3.24	1.33	6.32	2.52
资产合计	244.48	100.00	251.00	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

2019 年底，公司流动资产 244.67 亿元，较上年底变化不大，主要由应收账款（占 21.14%）、其他应收款（占 6.60%）及存货（占 72.12%）构成。

2019 年底，公司货币资金 0.11 亿元，较上年底下降 97.64%，主要系偿还债务所致；公司无受限制的货币资金。应收账款 51.72 亿元，较上年底增长 7.52%，主要为公司应收湘潭市财政局的代建市政工程项目回购款，占应收账款的 99.97%；从账龄看，1 年内的 28.25%、1~3 年的占 18.89%、3 年以上的占 52.84%，公司应收账款账龄长，回收时间的不确定性较大。其他应收款（不含应收利息）15.90 亿元，较上年底增长 46.98%，主要系新增对湘潭九华经济建设投资有限公司的资金拆借款 2.20 亿元所致，公司针对湘潭九华经济建设投资有限公司的往来款计提坏账 0.21 亿元。存货 176.46 亿元，较上年底变化不大，主要由土地使用权（占 30.08%）及土地整治成本、在建市政基础设施的项目成本（合计占 65.78%）构成，公司存货中包含 40 宗土地（合计 198.24 万平方米），均已办理土地使用权证。

2019 年底，公司非流动资产 6.32 亿元，较上年底增长 95.01%，主要由可供出售金融资产（占 51.78%）、长期股权投资（占 15.82%）及固定资产（占 31.02%）构成。

2019 年底，公司可供出售金融资产 3.27 亿元，较上年底增加 3.17 亿元，主要当年委托江信基金管理有限公司管理财产本金 3.27

亿元所致。长期股权投资 1.00 亿元，较上年底变化不大。固定资产 1.96 亿元，较上年底下降 7.39%，主要来自折旧的增加。

受限资产方面，2019 年底，公司受限资产均为土地使用权，合计账面价值 40.76 亿元，占资产总额的 16.24%。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益规模保持相对稳定，但未分配利润及少数股东权益占比相对较大；公司债务规模有所下降，但偿债压力较大。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益 117.15 亿元（含少数股东权益 23.98 亿元），主要由资本公积（占 60.71%）、未分配利润（占 14.52%）以及少数股东权益（占 20.66%）构成，各科目较 2018 年底变动均不大。

负债

2019 年底，公司负债总额 133.85 亿元，较上年底增长 3.52%。其中，流动负债占 73.56%，较上年底增长 9.06 个百分点，非流动负债占 26.44%，公司负债以流动负债为主。

2019 年底，公司流动负债 98.46 亿元，较上年底增长 18.07%，主要系其他应付款快速增长所致；从构成上看，公司流动负债主要由预收款项（占 6.73%）、其他应付款（占 71.26%）及一年内到期的非流动负债（占 10.83%）构成。

2019 年底，公司短期借款 3.68 亿元，较上年底增长 67.23%，主要由抵押借款及保证借款构成。应付账款 4.05 亿元，较上年底增长 55.40%，主要系应付工程款的增长所致。预收款项 6.62 亿元，较上年底增长 19.93%，主要为预收土地开发款。其他应付款（不含应付利息）68.54 亿元，较上年底增长 34.60%，主要系公司与湘潭城乡建设发展集团有限公司拆借资金的增加所致。一年内到期的非流动负债 10.66 亿元，较上年底下降 37.37%，主要由一年内到期的长期借款（占 38.10%）、

一年内到期的应付债券（占 37.52%）及一年内到期的长期应付款（占 24.39%）构成。其他流动负债 2.00 亿元，系公司向湘潭企业融资担保公司所借的借款，由股东湘潭地产担保，根据公司 2019 年审计报告，该笔借款因公司资金紧张逾期未归还；根据公司提供的记账凭证，该款项已于 2020 年 1 月 31 日偿还；本报告已将该项目计入 2019 年底短期债务核算。

2019 年底，公司非流动负债 35.38 亿元，较上年底下降 22.90%，主要由长期借款（占 19.86%）、应付债券（占 66.98%）及长期应付款（合计）（占 13.16%）构成。

2019 年底，公司长期借款 7.03 亿元，较上年底变化不大；长期借款主要由质押借款、保证借款、抵押+保证借款构成，公司长期借款中不存在信用借款。应付债券 23.70 亿元，较上年底下降 29.91%，主要系“15 潭万楼债/PR 潭万楼”“16 万楼 01”“16 万楼 02”偿还部分本金所致。长期应付款 4.66 亿元，较上年底下降 6.73%，主要系即将到期的金融租赁款调整至一年内到期的非流动负债所致。

表 10 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
短期债务	21.22	16.34
长期债务	45.90	35.38
全部债务	67.12	51.73
长期债务资本化比率	28.49	23.20
全部债务资本化比率	36.82	30.63
资产负债率	52.88	53.33

资料来源：根据公司审计报告整理

2019 年底，公司全部债务 51.73 亿元，较上年底下降 22.94%，其中短期债务占 31.59%，长期债务占 68.41%。2019 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 53.33%、30.63%和 23.20%，较上年底分别提高 0.44 个百分点、下降 6.19 个百分点和下降 5.29 个百分点。

从公司提供的有息债务到期分布情况看，2020—2022 年，公司分别需偿付有息债

务 12.66 亿元、15.39 亿元及 15.90 亿元，考虑公司现金类资产规模不大，整体偿债压力较大。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入受新增土地整理收入的影响快速增长，但整体盈利能力一般。

2019 年，公司实现营业收入 14.39 亿元，同比增长 11.50%，主要系当年新增土地整理业务收入所致。同期，公司营业成本 12.13 亿元，同比增长 14.60%，增幅高于营业收入。受此影响，公司营业利润率同比下降 1.90 个百分点至 15.53%。

表 11 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	12.91	14.39
营业成本	10.59	12.13
其他收益	0.90	0.48
营业外收入	0.02	小于 0.01
利润总额	2.33	1.99
营业利润率	17.44	15.53
总资本收益率	1.06	1.21
净资产收益率	2.03	1.70

资料来源：公司审计报告

从期间费用看，2019 年，公司期间费用为 0.45 亿元，同比增长 10.27%，主要系财务费用的大幅增长所致。从构成看，公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，占比分别为 86.52%和 13.48%。2019 年，公司期间费用占营业收入比例为 3.14%，同比下降 0.03 个百分点。

2019 年，公司其他收益 0.48 亿元，同比下降 46.49%，主要为收到的项目建设资金补贴。当期，公司实现利润总额 1.99 亿元，同比下降 14.74%。

从盈利指标上看，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.21%、1.70%，同比分别下降 0.15 个百分点、下降 0.33 个百分点。

5. 现金流

跟踪期内，受收到往来款增加以及项目

投资减缓的影响，公司经营活动净流入规模有所增长，但公司收入实现质量差；2019 年，公司偿还较大规模债务本息，筹资活动持续净流出；公司自身经营产生的现金流不能满足投资及偿还债务需求，外部融资需求高。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 26.63 亿元，主要销售商品、提供劳务收到的现金 6.88 亿元及收到其他与经营活动有关的现金 19.75 亿元（为收到政府补助及往来款）；公司现金收入比为 47.82%，同比下降 14.71 个百分点，收入实现质量差。受在建项目进度减缓的影响，公司经营活动现金流出同比下降 47.10%至 6.17 亿元。2019 年，公司经营活动现金净流入 20.47 亿元。

表 12 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入小计	22.89	26.63
经营活动现金流出小计	11.66	6.17
经营活动产生的现金流量净额	11.23	20.47
投资活动产生的现金流量净额	-1.23	-5.49
筹资活动产生的现金流量净额	-15.92	-19.60
现金收入比	62.53	47.82

资料来源：公司审计报告

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入规模较小；投资活动现金流出 5.62 亿元，主要为江信基金管理有限公司基金认购成本 3.18 亿元以及对湘潭九华经济建设投资有限公司的借款 2.2 亿元。2019 年，公司投资活动现金净流出 5.49 亿元。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 9.17 亿元，主要为取得借款收到的现金。筹资活动现金流出 28.77 亿元，主要为偿还债务支付的现金 21.72 亿元。2019 年，公司筹资活动现金净流出 19.60 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债压力大，长期偿债指标弱，但考虑到公司的区域地位及湘潭市政府对公司的支持，公司整体偿债能力强。

从短期偿债能力指标看，2019 年底，公

司流动比率与速动比率分别下降至 248.50% 和 69.28%；经营现金流动负债比 20.78%。2019 年底，公司现金类资产下降至 0.11 亿元，现金短期债务比由上年底的 0.22 倍下降至 0.01 倍，现金类资产对短期债务的保障程度低。整体看，公司短期偿债压力大。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 2.24 亿元，EBITDA 利息倍数由上年的 0.51 倍下降至 0.21 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度弱；全部债务/EBITDA 为 23.13 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱。公司长期债务偿债指标弱。

截至 2019 年底，公司获得各类金融机构的授信总额为 25.90 亿元，剩余可用授信额度为 16.61 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

截至 2019 年底，公司对外担保余额 24.67 亿元，被担保公司主要为湘潭市国资委下属平台公司，包括湘潭地产、湘潭市保障性住房投资有限公司、开元发展（湘潭）投资有限责任公司、湘潭市城市建设投资经营有限责任公司及湖南省融资担保集团有限公司（以下简称“湖南省担保集团”）；其中，公司对湖南省担保集团的担保系湘潭市两型社会建设投融资有限公司发行 2016 年非公开发行公司债券时以子公司的不动产（价值 0.16 亿元）为湖南省担保集团提供的反担保措施。截至 2019 年底，公司担保比率为 21.06%，担保比率较高，存在一定的或有负债风险。

表 13 2019 年底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保余额	担保类型	担保方式	起止时间
湘潭地产集团经营有限公司	8.50	8.50	贷款	连带责任保证	2018-1-3 至 2020-1-4
开元发展（湘潭）投资有限责任公司	6.82	3.90	贷款	抵押	2019-8-19 至 2022-12-31
湘潭市保障性住房投资有限公司	8.50	8.00	贷款	连带责任保证	2016-12-2 至 2021-12-2
湘潭市城市建设投资经营有限责任公司	0.69	0.61	融资租赁	连带责任保证	2019-6-21 至 2022-12-22
湖南省融资担保集团有限公司	3.66	3.66	债券	抵押	2019-7-25 至 2020-7-25
合计	28.17	24.67	--	--	--

资料来源：公司提供

九、存续期债券偿还能力分析

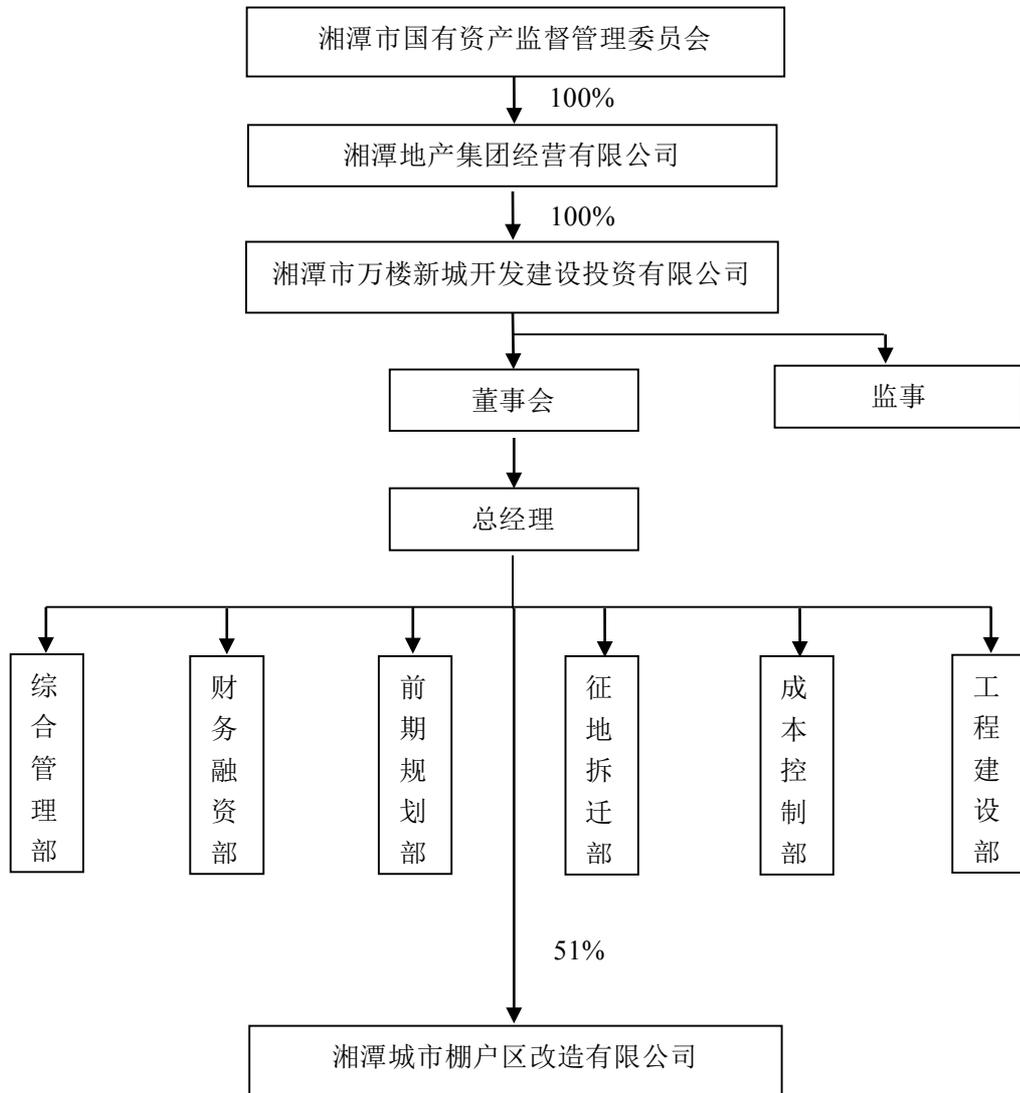
截至跟踪评级日，联合资信所评公司存续债券“15潭万楼债/PR潭万楼”余额8.00亿元。2019年，公司EBITDA、经营活动现金流入量以及经营活动现金流量净额分别为2.24亿元、26.63亿元和20.47亿元，分别为“15潭万楼债/PR潭万楼”余额的0.21倍、3.33倍和2.56倍。“15潭万楼债/PR潭万楼”设有分期偿还条款，每年需偿还本金4.00亿元，2019年，公司EBITDA、经营活动现金流入量以及经营活动现金流量净额分别为每年分期偿还本金的0.56倍、6.66倍和5.12倍。

总体看，“15潭万楼债/PR潭万楼”设置分期还款安排，有效地降低了公司集中偿付压力；公司经营活动现金流入量对“15潭万楼债/PR潭万楼”余额的保障能力较强。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“15潭万楼债/PR潭万楼”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1 截至 2019 年底公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	10.66	4.74	0.11
资产总额(亿元)	240.19	244.48	251.00
所有者权益(亿元)	112.86	115.19	117.15
短期债务(亿元)	15.92	21.22	16.34
长期债务(亿元)	64.46	45.90	35.38
全部债务(亿元)	80.38	67.12	51.73
营业收入(亿元)	13.85	12.91	14.39
利润总额(亿元)	3.11	2.33	1.99
EBITDA(亿元)	3.30	2.54	2.24
经营性净现金流(亿元)	-14.52	11.23	20.47
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.34	0.28	0.29
存货周转次数(次)	0.07	0.06	0.07
总资产周转次数(次)	0.06	0.05	0.06
现金收入比(%)	62.36	62.53	47.82
营业利润率(%)	16.68	17.44	15.53
总资本收益率(%)	1.64	1.31	1.21
净资产收益率(%)	2.76	2.03	1.70
长期债务资本化比率(%)	36.35	28.49	23.20
全部债务资本化比率(%)	41.60	36.82	30.63
资产负债率(%)	53.01	52.88	53.33
流动比率(%)	377.08	289.27	248.50
速动比率(%)	112.00	76.68	69.28
经营现金流动负债比(%)	-23.10	13.47	20.78
EBITDA 利息倍数(倍)	0.71	0.51	0.21
全部债务/EBITDA(倍)	24.33	26.40	23.13
现金短期债务比(倍)	0.67	0.22	0.01

注：短期债务中包含其他流动负债中有息部分，长期债务中包含长期应付款中有息部分

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	5.72	4.67	0.09
资产总额(亿元)	162.15	162.03	168.18
所有者权益(亿元)	85.99	88.04	89.64
短期债务(亿元)	14.14	16.22	13.34
长期债务(亿元)	54.46	42.32	30.80
全部债务(亿元)	68.60	58.54	44.15
营业收入(亿元)	11.20	9.97	12.34
利润总额(亿元)	2.51	2.05	1.60
EBITDA(亿元)	2.56	2.10	1.66
经营性净现金流(亿元)	-3.57	11.23	18.78
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.56	0.45	0.52
存货周转次数(次)	0.11	0.09	0.11
总资产周转次数(次)	0.07	0.06	0.07
现金收入比(%)	76.84	80.50	55.49
营业利润率(%)	17.14	17.17	15.01
总资本收益率(%)	1.65	1.43	1.24
净资产收益率(%)	2.92	2.33	1.78
长期债务资本化比率(%)	38.78	32.46	25.58
全部债务资本化比率(%)	44.38	39.94	33.00
资产负债率(%)	46.97	45.66	46.70
流动比率(%)	641.37	442.62	299.03
速动比率(%)	219.79	134.29	105.18
经营现金流动负债比(%)	-16.45	35.77	39.59
EBITDA 利息倍数(倍)	0.54	0.38	0.29
全部债务/EBITDA(倍)	26.83	27.83	26.66
现金短期债务比(倍)	0.40	0.29	0.01

注：短期债务中包含其他流动负债中有息部分，长期债务中包含长期应付款中有息部分

附件 4 主要财务指标的计算公式（新准则）

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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
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%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 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 5-2 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。

附件 5-3 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