

信用评级公告

联合〔2021〕5598号

联合资信评估股份有限公司通过对株洲循环经济投资发展集团有限公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持株洲循环经济投资发展集团有限公司主体长期信用等级为AA，“21株洲循环债/21株循环”的信用等级为AA+，“16株洲循环债/PR株循环”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司
二〇二一年六月二十五日



株洲循环经济投资发展集团有限公司 2021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	AA	稳定	AA	稳定
21 株洲循环债/21 株循环	AA	稳定	AA	稳定
16 株洲循环债/PR 株循环	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
21 株洲循环债/21 株循环	3.10 亿元	3.10 亿元	2026/04/28
16 株洲循环债/PR 株循环	14.00 亿元	5.60 亿元	2023/03/24

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时尚处于存续期的债券；“21 株洲循环债/21 株循环”期限为 3+2 年，到期兑付日为投资者不行使回售选择权的到期兑付日

评级时间：2021 年 6 月 25 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	aa ⁻	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	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	4
		资本结构	3	
		偿债能力	3	
调整因素和理由				调整子级
外部支持				1

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

株洲循环经济投资发展集团有限公司（以下简称“公司”）是湖南省株洲市石峰区（除清水塘工业区）唯一的基础设施建设和环境污染治理主体，业务具有区域专营优势。跟踪期内，公司在财政补贴方面获得有力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司代建业务回款质量较差、整体债务负担较重、资本支出压力大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

西部（银川）担保有限公司（以下简称“西部担保”）对“21 株洲循环债/21 株循环”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经联合资信评定，西部担保主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。西部担保担保实力很强，其担保有效提升了“21 株洲循环债/21 株循环”的偿付安全性。“16 株洲循环债/PR 株循环”设置了分期偿还条款，可有效降低本金集中偿付压力。

随着石峰区基础设施建设工程的持续推进以及在开发土地的陆续出让，公司收入规模有望保持增长。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“21 株洲循环债/21 株循环”的信用等级为 AA⁺，维持“16 株洲循环债/PR 株循环”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 业务具有区域专营优势，持续获得外部支持。公司是株洲市石峰区（除清水塘工业区）唯一的基础设施建设和环境污染治理主体，业务具有区域专营优势。2020 年，公司获得政府补助 1.15 亿元。

分析师：薛琳霞

车兆麒

章进

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

2. **外部担保提升债券偿付安全性。**西部担保对“21 株洲循环债/21 株循环”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了“21 株洲循环债/21 株循环”的偿付安全性。
3. **分期偿还条款降低本金集中偿付压力。**“16 株洲循环债/PR 株循环”设置了分期偿还条款，可有效降低本金集中偿付压力。

关注

1. **区域环境弱化。**受清水塘老工业区搬迁以及减税降费政策实施的影响，2020 年，石峰区完成一般公共预算收入 6.3 亿元，同比下降 21.6%。
2. **代建业务回款质量较差。**截至 2020 年底，公司基础设施建设业务累计确认收入 72.85 亿元，累计收到回款 34.00 亿元。
3. **债务负担较重，短期偿债压力大。**截至 2020 年底，公司全部债务 129.00 亿元，公司现金短期债务比为 0.22 倍。
4. **资本支出压力大。**截至 2020 年底，公司在建及拟建项目尚需投资规模大，且部分为自营类项目，其未来收入实现易受当地经济及房地产行业景气度影响。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产(亿元)	33.95	10.39	6.53
资产总额(亿元)	241.84	259.37	262.88
所有者权益(亿元)	78.91	99.37	102.82
短期债务(亿元)	14.30	20.25	29.59
长期债务(亿元)	124.92	115.89	99.41
全部债务(亿元)	139.22	136.14	129.00
营业收入(亿元)	17.46	10.62	15.87
利润总额(亿元)	1.83	1.95	1.17
EBITDA(亿元)	4.86	4.57	3.47
经营性净现金流(亿元)	4.37	2.06	2.31
现金收入比(%)	60.39	82.80	40.70
营业利润率(%)	17.90	29.37	10.82
净资产收益率(%)	2.31	1.88	1.13
资产负债率(%)	67.37	61.69	60.88
全部债务资本化比率(%)	63.83	57.80	55.64
流动比率(%)	1197.00	562.71	389.27
速动比率(%)	834.99	347.37	245.81
经营现金流动负债比(%)	25.12	6.20	4.84
现金短期债务比(倍)	2.37	0.51	0.22
EBITDA 利息倍数(倍)	0.83	0.74	0.69
全部债务/EBITDA(倍)	28.67	29.79	37.15
公司本部			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额(亿元)	218.70	227.68	234.95
所有者权益(亿元)	53.00	73.31	75.36
全部债务(亿元)	128.63	118.49	112.03
营业收入(亿元)	16.93	9.06	9.34
利润总额(亿元)	2.04	1.70	1.25
资产负债率(%)	75.77	67.80	67.92
全部债务资本化比率(%)	70.82	61.78	59.78
流动比率(%)	492.96	360.30	245.41
经营现金流动负债比(%)	3.43	0.43	18.56

注：已将其他应付款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：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 株洲循环债/21 株循环	AA ⁺	AA	稳定	2020/12/01	张依、汪宜徽	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	阅读全文
16 株洲循环债/PR 株循环	AA	AA	稳定	2020/05/28	黄琪融、李坤	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	阅读全文
16 株洲循环债/PR 株循环	AA	AA	稳定	2015/12/11	过国艳、熊睿哲	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号

声 明

一、本报告引用的资料主要由株洲循环经济投资发展集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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。

株洲循环经济投资发展集团有限公司

2021年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于株洲循环经济投资发展集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券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，公司股权结构发生变化。2020年6月，根据公司临时股东大会决议，株洲清水塘循环经济工业区管委会（系株洲市政府的派出机构，行使市级经济管理职能，与石峰区政府合署办公，以下简称“清水塘管委会”）将持有公司的34.65%股权划转至株洲市国有资产监督管理委员会（以下简称“株洲市国资委”）；2020年9月，公司完成上述事项的工商变更登记。截至2020年底，公司注册资本25.00亿元，实收资本16.99亿元，株洲市国资委和中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）分别持有公司67.95%和32.05%的股权。公司控股股东为株洲市国资委，实际控制人为株洲市政府。

跟踪期内，公司经营范围发生调整。公司经营范围：以自有资产进行房地产、环境、能源、基础设施、文化旅游、股权投资和受托国有资产经营与管理（以上项目不得从事吸收存款，集资收款，发放贷款，发行票据，受托贷款等国家金融监管及财政信用业务）；城市基础设施建设管理；保障房及配套建设项目的建设与管理；产业园区及配套建设项目的建设与管理；储备土地前期开发管理及配套建设（含棚户区改造）；工业地产开发。（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2020年底，公司本部设综合事务中心、财务投融资中心和审计法务中心3个职能部门；公司拥有纳入合并范围的子公司8家。

截至2020年底，公司资产总额262.88亿元，所有者权益102.82亿元（含少数股东权益25.32亿元）；2020年，公司实现营业收入15.87亿元，利润总额1.17亿元。

公司住所：湖南省株洲市石峰区响田路石峰大桥桥头；公司法定代表人：丁建国。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，“16株洲循环债/PR株循环”设置了分期偿还条款，在存续期的第3年至第7年末每年分别偿还本金的20%（即2.80亿元）；“21株洲循环债/21株循环”期限为5年，附第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。跟踪期内，“16株洲循环债/PR株循环”已按时足额支付当期利息和应付分期本金；“21株洲循环债/21株循环”尚未到首个付息日。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
21株洲循环债/21株循环	3.10	3.10	2021/04/28	3+2
16株洲循环债/PR株循环	14.00	5.60	2016/03/24	7

资料来源：联合资信整理

截至报告出具日，“16株洲循环债/PR株循环”募集资金已按指定用途使用13.98亿元，募投项目已基本建成；“21株洲循环债/21株循环”募集资金已按指定用途使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年中国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%（文中GDP增长均为实际增速，下同），成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，中国

国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%（为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以2019年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同），低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表2 2017—2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度 (括号内为两年平均增速平均值)
GDP(万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP增速(%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30(5.00)
规模以上工业增加值增速(%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50(6.80)
固定资产投资增速(%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60(2.90)
社会消费品零售总额增速(%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90(4.20)
出口增速(%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速(%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI增幅(%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI增幅(%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率(%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速(%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70(4.50)
公共财政收入增速(%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速(%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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；4. 城镇失业率统计中，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

消费对GDP的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创2007年以来新高。从两年平均增长来看，2021

年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长

的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，

发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计2021年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

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中国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。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约束地方政府及其融资平台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中国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2020年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

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，建立了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年及2019年，国内经济下行压力加大，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同时，政府持续加大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，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，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。2020年4月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020年6月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020年7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个等。

资金方面，2020年4月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债3.75万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为2021年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020年12月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021年3月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021年4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表3 2020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/会议名称	核心内容及主旨
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
2020年4月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	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，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用

2020年4月	国家发改委	2020年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020年6月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了4大领域17项建设任务。公布了120个新型城镇化示范县
2020年7月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020年8月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020年12月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021年4月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

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。受城投企业剥离地方政府融资职能，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，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，中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，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，中国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，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非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

公司主要负责株洲市石峰区的城市基础设施建设和环境污染治理、田心轨道科技园的开发建设等业务。跟踪期内，株洲市经济平稳发展，财政收入有所增长，但政府债务负担重；受清水塘老工业区搬迁以及减税降费政策实施的影响，石峰区一般公共预算收入下降。

株洲市

株洲市是湖南省14个地级市（州）之一，同时也是国务院审批的长株潭“两型”社会建设综合配套改革试验区重点发展城市之一，属于新兴工业城市。

根据《株洲市2020年国民经济和社会发展统计公报》，2020年，株洲市实现地区生产总值3105.8亿元，按可比价计算，比上年增长4.1%。其中，第一产业实现增加值255.7亿元，增长3.3%；第二产业实现增加值1437.5亿元，增长4.9%；第三产业实现增加值1412.6亿元，增长3.3%。三次产业结构由2019年的7.3：45.2：47.5调整为8.2：46.3：45.5。

2020年，株洲市工业增加值1112亿元，比上年增长4.8%。分行业看，轨道交通装备业增长5%，汽车制造业下降30.6%，航空、航天器及设备制造业增长17%，纺织服装、服饰业增长4.1%，化学原料和化学制品制造业增长0.3%，医药、食品和农副食品加工制造业下降2.2%，

陶瓷制品制造业增长3.8%，有色金属冶炼和压延加工业增长26.3%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长22%。

2020年，株洲市固定资产投资额比上年增长9.7%。从产业看，第一产业固定资产投资下降6.6%；第二产业增长22%；第三产业增长3%。从投资方向看，全市工业投资、高新技术产业投资、民生工程投资、生态环境投资、基础设施投资分别增长22%、29%、8.3%、52.3%和6.6%。

根据《关于株洲市2020年财政预算执行情况及2021年市本级财政预算（草案）的报告》，2020年，株洲市完成一般公共预算收入204.6亿元，同比增长1.81%，其中税收收入128.06亿元，税收占比为62.59%；同期，株洲市一般公共预算支出470.2亿元，同比下降1.61%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为43.51%。2020年，株洲市政府性基金收入为284.07亿元，同比下降4.47%。

根据湖南省财政厅发布的《2020年预算执行情况与2021年预算草案》，截至2020年底，株洲市地方政府债务限额为849.96亿元，其中一般债务限额371.44亿元，专项债务限额478.52亿元；地方政府债务余额为809.73亿元，其中一般债务352.18亿元，专项债务457.55亿元。

石峰区

石峰区位于株洲市北部，是株洲工业、科技、交通中心，北接长沙，西临湘潭，地处长株、潭“金三角”前沿；下辖5个街道，15个行政村，33个社区居委会。

根据《石峰区2020年国民经济和社会发展统计公报》，2020年，石峰区实现地区生产总值完成310.4亿元，比上年增长4.9%。其中，第一产业增加值2.1亿元，比上年增长2.8%；第二产业增加值203.4亿元，比上年增长5.5%，其中工业增加值比上年增长6.1%；第三产业增加值104.9亿元，比上年增长3.3%。三次产业结构由2019年的0.6:65.2:34.2调整为0.7:65.5:33.8。

2020年，石峰区完成一般公共预算收入6.3

亿元，同比下降21.6%，主要系受清水塘老工业区搬迁以及减税降费政策实施的影响，其中税收收入4.6亿元，税收占比为73.23%。同期，石峰区一般公共预算支出17.5亿元，同比下降23%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为36.00%。根据《关于石峰区2020年财政预算执行情况及2021年区级财政预算草案的报告》，截至2020年底，石峰区地方政府债务余额为28.54亿元，其中一般债务14.82亿元，专项债务13.73亿元。

田心轨道科技园

公司重点负责田心轨道科技园（又名株洲轨道科技城）的投资和建设。

田心轨道科技园，于2000年9月经国家科技部批准成立，是株洲国家高新区“一区三园”的重要组成部分。园区拥有中国最大的机车车辆制造企业（中车株洲电力机车有限公司）和中国最大的机车车辆研发中心（中车株洲电力机车研究有限公司）。

田心轨道科技园是株洲市重点发展、建设区域，并得到国家、省、市三级政策、资金支持，后期发展空间较大。

六、基础素质分析

公司是株洲市石峰区（除清水塘工业区）唯一的基础设施建设和环境污染治理主体，业务具有区域专营优势，跟踪期内持续得到政府在财政补贴方面的有力支持。

公司是株洲市石峰区（除清水塘工业区）唯一的基础设施建设和环境污染治理主体，主要负责石峰区内的城市基础设施建设和环境污染治理、田心片区的轨道交通千亿产业园区的开发建设等业务，业务具有区域专营性优势。此外，公司拥有在清水塘工业园和田心轨道科技园园区内的综合管网、广告、加油站等特许经营权。

跟踪期内，公司持续获得政府在财政补贴

方面的大力支持。2020年，公司获得政府补助1.15亿元，计入“其他收益”和“营业外收入”。

根据公司提供的《企业信用报告（自主查询版）》（中征码：4302000000217033），截至2021年4月23日，公司本部不存在未结清的不良信贷记录；已结清信贷记录中有1笔关注类贷款，主要系该笔贷款经协商办理展期，已正常还款。

截至报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，除公司董事长、总经理变更外，公司法人治理结构、管理体制和管理制度等方面无重大变化。

跟踪期内，公司董事长由刘虎变更为丁建国，公司总经理由申明变更为钟江。

丁建国先生，1976年生，硕士学历。曾任职于株洲冶炼集团股份有限公司、郴州火炬矿业有限公司、株洲市财政局、株洲市石峰区财政局、株洲市石峰区审计局，现任公司董事长。

钟江先生，1981年生，在职研究生学历。曾任职于湖南海利株洲精细化工有限公司、石峰区城管局行政执法大队、石峰区重点工程办公室、清水塘街道办事处、区委督查室。现任公司党委副书记、董事、总经理，株洲欣石峰

产业投资运营有限公司执行董事。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，受益于项目结算规模的增加，公司营业收入快速增长；受代建业务毛利率下降的影响，公司综合毛利率显著下降。

2020年，公司实现营业收入15.87亿元，同比增长49.46%，主要系代建业务收入增长所致。2020年，公司代建业务收入13.74亿元，同比增长92.51%，主要系项目结算规模增加所致。2020年，公司未实现土地出让收入。同期，公司新增服务收入1.59亿元，主要系子公司株洲清水塘循环经济工业区别墅有限责任公司（以下简称“清水塘置业”，原名为株洲清水塘循环经济工业区综合开发有限责任公司）收购株洲市金财云智信息科技有限公司（以下简称“金财云智”）并表后新增服务收入所致。2020年，公司租赁业务和树木移植业务的收入规模仍较小。

毛利率方面，2020年，公司综合毛利率为11.55%，同比下降18.84个百分点，主要系代建业务毛利率下降所致。2020年，公司代建业务毛利率12.99%，同比下降8.07个百分点，主要系公司当期毛利率较低的安置房代建业务规模较大所致。

表4 公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2019年			2020年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建项目	71383.02	67.22	21.06	137417.59	86.58	12.99
租赁	2587.63	2.44	22.12	2417.38	1.52	-4.31
树木移栽	2.95	0.00	-2302.92	17.82	0.01	-1151.92
土地出让	31052.73	29.24	54.17	--	--	--
服务收入	--	--	--	15894.06	10.01	1.44
其他业务	1165.91	1.10	-7.50	2963.98	1.87	19.33
合计	106192.25	100.00	30.39	158710.83	100.00	11.55

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

2. 业务经营分析

(1) 基础设施建设

跟踪期内，公司代建业务收入快速增长，在建及拟建项目未来投资规模较大，筹资压力显著。

公司负责的基础设施建设业务包括环境治理、城市基础设施建设、土地开发与整理、环境污染治理和保障性住房建设。

公司基础设施建设业务分为两种模式：模式一为公司与株洲市政府、石峰区政府签订《株洲市石峰区基础设施建设项目、保障性住房及湘江流域重金属污染治理项目委托代建协议书》，株洲市政府及石峰区政府委托公司对石峰区范围内的基础设施建设项目、保障性住房（棚户区改造）以及湘江流域重金属污染治理项目进行投资与建设，公司按照当年实际投资额的20%收取管理服务费，待项目建成后，由石峰区政府进行回购；公司及清水塘置业与石峰区政府签订《株洲市石峰区安置房建设管理合作框架协议》，公司及清水塘置业负责石峰区南片安置房的投资建设，区重点工程办公室将安置房建设费以及征地拆迁阶段已收取的代建资金用于安置房建设，缺口资金由清水塘置业负责筹措，在安置房建设、管理收支平衡的前提下，盈余税后利润控制在10%左右，若不足10%，则由区政府向清水塘置业补至10%，若超过10%，则区政府和清水塘置业对超过部分的分享比例为40%和60%。模式二为子公司株洲轨道交通产业发展股份有限公司（以下简称“轨

道公司”）与石峰区政府签订《开发建设协议书》，石峰区政府委托轨道公司对轨道交通千亿产业园进行开发建设，园区占地面积约3000万平方米，轨道公司负责园区内基础设施、标准厂房、动迁房建设以及土地一级开发等业务，项目竣工验收后由区政府分五年进行回购，投资收益不低于15%。

会计处理方面，公司本部将基础设施建设项目前期投入计入“存货—开发成本”，待年末项目结算时结转成本和收入。轨道公司每年以净投资收益确认主营业务收入，将建设成本由“存货—开发成本”转入“应收账款”。

根据株政融〔2015〕11号文，对于2014年底公司与政府及其他相关部门形成的应收类款项（共计13.87亿元），株洲市政府将于2016—2018年安排土地出让净收益进行返还。截至2020年底，因实际土地出让进度滞后，上述应收类款项未按计划返还。

2020年，公司代建业务收入13.74亿元，同比增长92.51%，主要系项目结算规模增加所致。同期，公司代建业务毛利率12.99%，同比下降8.07个百分点，主要系公司当期毛利率较低的安置房代建业务规模较大所致。

截至2020年底，公司主要在建基础设施项目总投资额43.39亿元，完成投资29.01亿元，尚需投资14.38亿元。截至2020年底，公司累计确认收入72.85亿元，累计收到回款34.00亿元；公司代建业务收入实现质量较差。

表5 截至2020年底公司主要在建基础设施建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	已投资额
棚户区（城中村）改造项目	14.88	12.10
新明C（6.18亩/15亩）安置房补偿款	1.99	1.99
日新路（田心大道-规划支路三）	1.18	0.90
藏龙路	2.65	1.52
中车大道南段	6.76	0.76
“三供一业”改造工程	1.67	1.67
美丽乡村建设项目土地征拆	0.37	0.37
城轨车辆研发与制造资源优化补征地项目（联诚151）	0.50	0.31

石峰区金盆岭区域土壤污染治理工程	0.40	0.35
九郎山安置小区项目	2.23	2.23
响石岭道岔排涝能力建设-边坡支护及土石方平整工程	0.50	0.23
轨道产业园动迁项目	5.98	5.98
轨道科技城片区场地平整项目（一期）	0.34	0.17
藏龙路二期	2.87	0.22
时代大道南辅道	1.08	0.23
合计	43.39	29.01

注：部分项目尚未完成竣工结算；尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

表 6 截至 2020 年底公司主要拟建基础设施建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	建设模式	盈利模式
轨道科技城路网及配套项目	16.73	代建	--
石峰区区域社区配套体系建设	3.00	代建	--
轨道科技城污水处理厂	3.00	代建	--
金盆岭片区土壤治理、湘天桥污水处理、轨道科技城管道污水处理等环境治理项目	15.00	代建	--
九郎山村区开发及特色小镇的建设	8.50	自营	营业收入、租金收入
雪峰小镇项目	20.00	自营	房产销售收入
建材市场的开发建设	2.00	自营	门面租金收入
双创园三期建设项目	3.67	自营	园区租金收入
合计	71.90	--	--

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司主要拟建基础设施建设项目总投资 71.90 亿元。其中，代建项目的建设资金均来源于株洲市政府或石峰区政府的财政拨款，自营项目依靠项目未来收益平衡前期投入。总体看，公司主要在建及拟建基础设施建设项目未来投资规模大，筹资压力显著；同时自营项目投资规模较大，未来收入实现易受当地经济及房地产行业景气度影响。

（2）土地整理

跟踪期内，公司未实现土地出让收入，公司在整理及拟整理土地规模较大，业务持续性较强；但公司在整理土地项目的尚需投资额较高，存在一定资本支出压力。

公司依据株洲市政府的委托对清水塘生态新城核心区内可开发利用土地的核心区外 31.85 平方公里土地以及九郎山与白马垅 1782 亩商住土地进行土地一级开发。土地出让收入由株洲市财政局按土地成交总价款的 80% 作为土地整理的收入拨付至石峰区政府，并由石峰区政府全额返还至公司。会计处理方面，公司前期整理成本计入“存货—开发成本”，土地实现出让后确认相应土地出让收入。

2020 年，公司未实现土地出让收入。

截至 2020 年底，公司在整理及拟整理土地 1273.25 亩，总投规模 15.46 亿元，已投资 8.45 亿元，公司存在一定筹资压力。

表 7 截至 2020 年底公司在整理及拟整理土地项目情况（单位：亩、亿元）

地块名称	面积	总投资额	已投资额
雪峰小镇 C、D、P-02 地块（487 项目）	260.24	2.82	0.92
雪峰小镇 P-01、P-02 地块（114 项目）	94.78	1.51	0.23
雪峰小镇 N 地块	106.23	0.88	0.91

先锋路棚户区	43.51	1.87	1.53
清水储备地块	71.34	0.70	0.23
铁桥棚户区（一）	17.70	1.61	1.56
铁桥棚户区（二）	57.17	1.53	1.13
时代雅园三期城中村-时代雅园、国际居住小区	200.17	1.63	1.68
荷花家园储备地块	77.86	0.93	0.14
北星棚改项目	2.10	0.12	0.12
雪峰小镇 M、H、L、主题商业街	234.00	0.85	--
藏龙路二期	108.15	1.02	--
合计	1273.25	15.46	8.45

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

（3）其他业务

2020年，公司新增服务收入1.59亿元，主要系子公司清水塘置业收购金财云智所致。金财云智为泛电商产业服务公司，主要服务于保险、游戏公司，收取相应服务费。

3. 未来发展

未来，公司将以经营模式转型为重点，在保障政府性投资职能的同时，扩大公司经营性和投资功能，推动收入来源向以经营性收入为主的多元化的方向转型。此外，公司将加大土地整理力度，增强成本调控能力，制定合理的土地出让时间表，通过土地出让实现公司经营性和收入的突破。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年合并财务报表，中审华

会计师事务所（特殊普通合伙）对报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2020年底，公司合并范围内子公司合计8家。2020年，公司合并范围新增1家子公司，该公司资产规模和收入规模均小，公司财务数据可比性强。

截至2020年底，公司资产总额262.88亿元，所有者权益102.82亿元（含少数股东权益25.32亿元）；2020年，公司实现营业收入15.87亿元，利润总额1.17亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模变化不大，以流动资产为主。公司存货和应收类款项占比高，资产流动性较弱，公司整体资产质量一般。

截至2020年底，公司资产总额262.88亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产占70.65%，非流动资产占29.35%，资产结构以流动资产为主。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.38	4.00	6.53	2.48
应收账款	27.23	10.50	31.48	11.97
其他应收款	75.07	28.94	77.29	29.40
存货	71.41	27.53	68.44	26.04
流动资产	186.60	71.94	185.72	70.65
持有至到期投资	19.12	7.37	11.93	4.54
长期股权投资	37.06	14.29	37.49	14.26

投资性房地产	3.76	1.45	18.58	7.07
非流动资产	72.78	28.06	77.16	29.35
资产总额	259.37	100.00	262.88	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2020年底，流动资产185.72亿元，较上年底变化不大。公司流动资产主要由应收账款（占16.95%）、其他应收款（占41.62%）、存货（占36.85%）构成。截至2020年底，公司货币资金6.53亿元，较上年底下降37.11%，其中受限货币资金2.82亿元。截至2020年底，公司应收账款账面价值31.48亿元，较上年底增长15.59%，主要系应收石峰区财政局的款项增加所致，累计计提坏账8.00万元；应收账款账龄以1年以内为主；应收账款前五大欠款方合计金额为31.32亿元，其中应收石峰区财政局31.20亿元，占99.12%，集中度很高。截至2020年底，公司其他应收款77.29亿元，较上年底变化不大，主要为公司与石峰区政府部门和国有企业的往来款。截至2020年底，公司存货68.44亿元，较上年底下降4.15%，主要系开发成本下降所致；存货主要由代建项目及土地整理项目成本和土地使用权构成。

截至2020年底，公司非流动资产77.16亿元，较上年底增长6.03%，公司非流动资产主要由持有至到期投资（占15.46%）、长期股权投资（占48.58%）、投资性房地产（占24.07%）构成。截至2020年底，公司持有至到期投资11.93亿元，较上年底下降37.63%，主要系公司收回新华基金智谷1号资产管理计划的投资所致。截至2020年底，公司长期股权投资37.49亿元，较上年底变化不大，主要为公司对株洲市清水塘投资有限公司的投资。截至2020年底，公司投资性房地产18.58亿元，较上年底增加14.82亿元，主要系存货、固定资产、在建工程转入所致。截至2020年底，公司固定资产5.16亿元，较上年底增长23.82%，主要系在建工程转入所致；固定资产主要由房屋及建筑物、电子设备及其他构成，累计计提折旧0.94亿元。

截至2020年底，公司受限资产27.90亿元，主要为用于抵质押的存货、投资性房地产、其他货币资金和固定资产，占公司资产总额的10.61%。

3. 负债和所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益稳定增长，但少数股东权益和未分配利润占比较高，权益稳定性一般；公司债务规模有所下降，以长期债务为主，整体债务负担较重。

所有者权益

截至2020年底，公司所有者权益102.82亿元，较上年底增长3.47%，主要系未分配利润增长所致。公司所有者权益中，实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别占16.52%、44.49%、12.44%和24.63%。所有者权益结构稳定性一般。

负债

截至2020年底，公司负债总额160.05亿元，较上年底变化不大。其中，流动负债占29.81%，非流动负债占70.19%，负债结构以非流动负债为主。

截至2020年底，公司流动负债47.71亿元，较上年底增长43.87%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占12.04%）、其他应付款（占30.90%）、一年内到期的非流动负债（占49.10%）构成。截至2020年底，公司短期借款5.75亿元，较上年底下降8.37%，主要为信用借款。截至2020年底，公司应付账款2.70亿元，较上年底增长39.62%，主要系应付工程款、设备款规模增加所致。截至2020年底，公司其他应付款14.74亿元，较上年底增长40.73%，主要系往来款增长所致。截至2020年底，公司

一年内到期的非流动负债 23.43 亿元，较上年底增长 139.50%，主要系一年内到期应付债券规模增长所致。

截至 2020 年底，公司非流动负债 112.34 亿元，较上年底下降 11.43%，主要系应付债券减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 18.60%）、应付债券（占 38.78%）、长期应付款（占 41.67%）构成。截至 2020 年底，公司长期借款 20.89 亿元，较上年底增长 46.62%，主要为抵押借款。截至 2020 年底，公司应付债券 43.57 亿元，较上年底下降 35.35%，主要系一年内到期部分调整至一年内到期的非流动负债所致。截至 2020 年底，公司长期应付款 46.81 亿元，较上年底增长 4.96%，主要系应付融资租赁款和应付安徽国元信托有限公司的款项增加所致。

表 9 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年
短期债务	20.25	29.59
长期债务	115.89	99.41
全部债务	136.14	129.00
资产负债率	61.69	60.88
全部债务资本化比率	57.80	55.64
长期债务资本化比率	53.84	49.16

资料来源：联合资信根据公司审计报告和提供资料整理

有息债务方面，截至2020年底，公司全部债务129.00亿元，较上年底下降5.24%，其中短期债务占22.94%，长期债务占77.06%。从债务指标来看，截至2020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60.88%、55.64%和49.16%，较上年底分别下降0.81个百分点、下降2.16个百分点和下降4.68个百分点。考虑到公司少数股东权益在所有所有者权益中的占比较高，公司实际债务负担较重。

根据公司提供资料，截至2020年底，公司1年以内到期债务规模为29.59亿元，1~3年到期债务规模为27.00亿元。公司2021年集中偿付压力大。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入快速增长，利润总额快速下降，利润总额对政府补助依赖大。

2020 年，公司实现营业收入 15.87 亿元，同比增长 49.46%；营业成本 14.04 亿元，同比增长 89.90%。

表 10 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年
营业收入	10.62	15.87
其他收益	0.18	0.11
投资收益	0.54	0.88
营业外收入	0.83	1.04
利润总额	1.95	1.17
营业利润率	29.37	10.82
总资产收益率	1.76	1.32
净资产收益率	1.88	1.13

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020 年，公司期间费用为 2.44 亿元，同比下降 7.72%，主要系财务费用减少所致。2020 年，公司期间费用占营业收入的比重为 15.35%，同比下降 9.51 个百分点，公司期间费用控制能力有所提升。

2020 年，公司利润总额 1.17 亿元，同比下降 40.00%。2020 年，公司其他收益 0.11 亿元，主要为公司收到的政府补助；投资收益 0.88 亿元，主要为权益法核算的长期股权投资收益和持有至到期投资期间取得的投资收益；营业外收入 1.04 亿元，主要为与公司日常活动无关的政府补助。公司利润总额对政府补助的依赖程度高。

从盈利指标来看，2020 年，公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率分别为 10.82%、1.32%和 1.13%，同比分别下降 18.55 个百分点、下降 0.44 个百分点和下降 0.75 个百分点。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流受往来款的影响较大，收入实现质量较差；公司投资活

动现金流由负转正；公司筹资活动现金流持续净流出且净流出规模有所扩大。

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入23.78亿元，同比下降14.54%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金（主要为公司收到的往来款）减少所致；经营活动现金流出21.47亿元，同比下降16.69%，主要系支付其他与经营活动有关的现金（主要为公司支付的往来款）减少所致。2020年，公司经营活动现金净流入2.31亿元。2020年，公司现金收入比为40.70%，同比下降42.10个百分点，收入实现质量较差。

表11 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年
经营活动现金流入量	27.82	23.78
经营活动现金流出量	25.77	21.47
经营活动现金流量净额	2.06	2.31
投资活动现金流量净额	-27.46	5.11
筹资活动现金流量净额	-4.70	-7.55
现金收入比	82.80	40.70

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入7.62亿元，同比增长330.96%，主要系回收新华基金智谷1号资产管理计划的款项（反映在“收到其他与投资活动有关的现金”）所致；投资活动现金流出2.51亿元，同比下降91.40%，主要系投资支付的现金及资产管理计划购买款、回购基金股权和收购补偿款规模（反映在“支付其他与投资活动有关的现金”）减少所致。2020年，公司投资活动现金流量净额由负转正，为5.11亿元。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入38.90亿元，同比下降25.35%，主要系收到其他与筹资活动有关的现金（主要为收到的专项债款项、融资租赁款、理财款项等）减少所致；筹资活动现金流出46.45亿元，同比下降18.23%，主要系偿还债务规模下降及支付其他与筹资活动有关的现金（主要为偿还融资租赁款、农发基金款项、转贷款等）减少所

致。2020年，公司筹资活动现金净流出7.55亿元。

6. 偿债能力

公司长短期偿债能力指标弱。考虑到公司是株洲市石峰区（除清水塘工业区）唯一的基础设施建设和环境污染治理主体，持续获得石峰区政府的有力支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至2020年底，公司流动比率与速动比率均有所下降，分别为389.27%和245.81%。截至2020年底，公司经营现金流流动负债比率为4.84%，同比下降1.36个百分点。截至2020年底，公司现金短期债务比为0.22倍，较上年底有所下降。公司短期偿债能力指标弱。

从长期偿债能力指标看，2020年，公司EBITDA为3.47亿元，同比下降24.00%。2020年，公司EBITDA利息倍数同比下降至0.69倍；公司全部债务/EBITDA同比上升至37.15倍。公司长期偿债能力指标弱。

截至2020年底，公司共获得金融机构授信181.87亿元，其中已使用额度105.89亿元，剩余未使用额度75.98亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2020年底，公司对外担保余额4.82亿元，担保对象为株洲新芦淞产业发展集团有限公司，担保比率为4.69%。株洲新芦淞产业发展集团有限公司是株洲市芦淞区内的产业投资平台公司，实际控制人为株洲市政府。总体看，公司对外担保规模较低，且被担保对象为国有企业，公司的或有负债风险可控。

7. 母公司财务分析

公司资产和收入主要来源于母公司；母公司所有者权益稳定性较好。

截至2020年底，母公司资产总额234.95亿元，较上年底增长3.19%，其中流动资产168.50亿元（占71.72%），非流动资产66.45亿元（占28.28%）。从构成看，流动资产主要由应收账款

款（占16.39%）、其他应收款（占48.74%）、存货（占31.12%）构成；非流动资产主要由可供出售金融资产（占10.34%）、长期股权投资（占70.95%）、投资性房地产（占10.71%）构成。

截至2020年底，母公司所有者权益为75.36亿元，较上年底增长2.80%。在所有者权益中，实收资本16.99亿元（占22.55%）、资本公积44.69亿元（占59.30%）、未分配利润12.91亿元（占17.13%）。母公司所有者权益稳定性较好。

截至2020年底，母公司负债总额159.59亿元，较上年底增长3.38%，其中流动负债68.66亿元（占43.02%），非流动负债90.93亿元（占56.98%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占61.53%）、一年内到期的非流动负债（占32.60%）构成；非流动负债主要由长期借款（占13.72%）、应付债券（占42.66%）、长期应付款（占43.62%）构成。截至2020年底，母公司资产负债率为67.92%，较2019年提高0.12个百分点。

2020年，母公司营业收入为9.34亿元，利润总额为1.25亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至报告出具日，公司存续债券余额共53.20亿元；若“19循环01”和“19循环02”在存续期第2年投资者选择全部回售，则2021年内到期的存续债券余额为20.00亿元；若“21株洲循环债/21株循环”在存续期第3年投资者选择全部回售，“19株循01”和“19株洲循环PPN001”在存续期第3年投资者不行使回售选择权，且“19循环01”和“19循环02”在存续期第2年和第4年投资者均不行使回售选择权，则2024年内到期的存续债券余额为42.80亿元，达到存续债券待偿本金峰值。截至2020年底，公司现金类资产6.53亿元；2020年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为23.78亿元、2.31亿元、3.47亿元，为公司存续债券待偿

还本金峰值的0.56倍、0.05倍和0.08倍。公司对存续债券保障情况如下表：

表12 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	指标值
2021年到期债券余额	20.00
未来待偿债券本金峰值	42.80
2020年底现金类资产/2021年到期债券余额	0.33
2020年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.56
2020年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.05
2020年EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.08

资料来源：联合资信整理

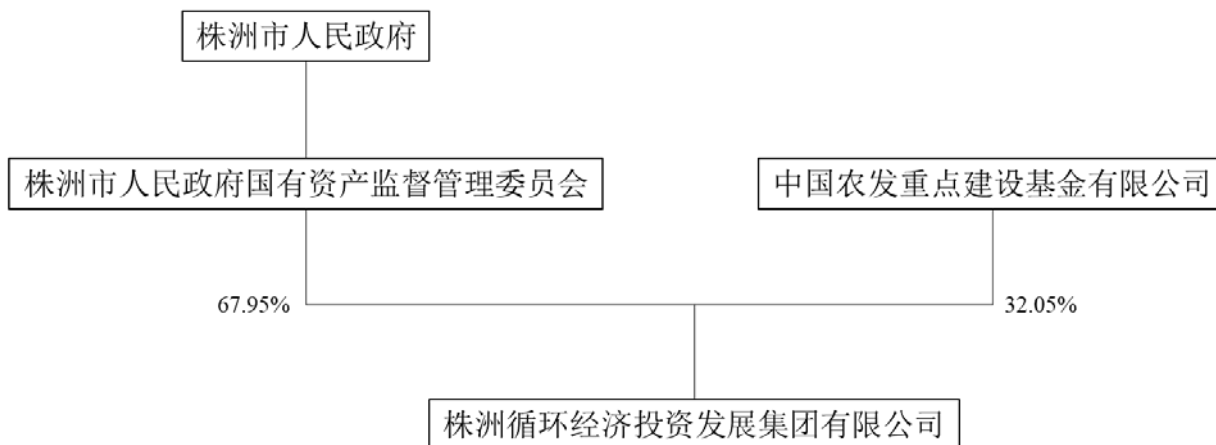
总体看，公司现金类资产对2021年内到期债券的保障能力很弱；公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA对待偿债券本金峰值保障能力很弱，仍面临一定集中兑付压力。

“16株洲循环债/PR株循环”设置了分期偿还条款，有效降低了公司资金集中支付压力。此外，西部（银川）担保有限公司（以下简称“西部担保”）对“21株洲循环债/21株循环”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，西部担保主体长期信用等级为AA⁺，担保实力很强，其担保有效提升了“21株洲循环债/21株循环”本息偿还的安全性。

十一、结论

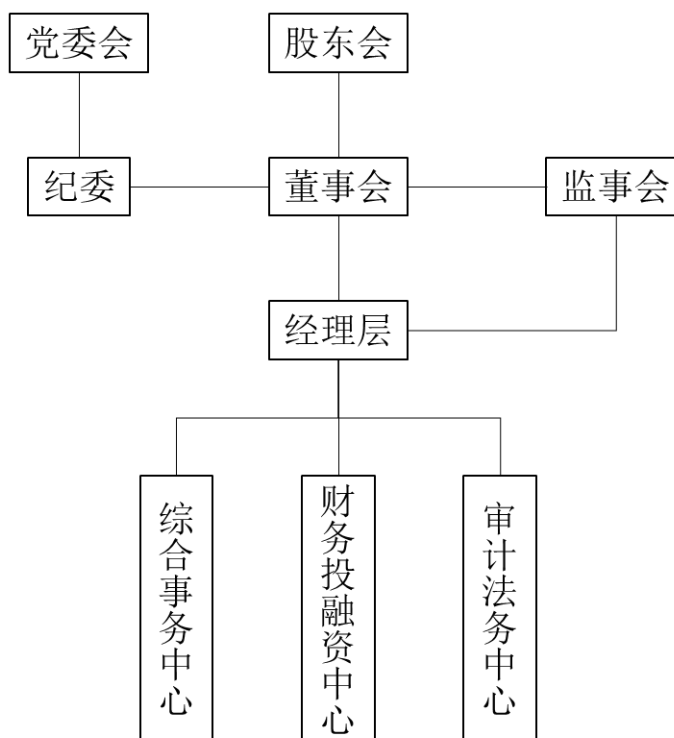
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“21株洲循环债/21株循环”的信用等级为AA⁺，维持“16株洲循环债/PR株循环”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底公司合并范围内子公司情况

子公司名称	注册资本 (万元)	业务性质	持股比例 (%)		表决权比例 (%)	取得方式
			直接	间接		
株洲循环经济资源经营有限公司	4500.00	土地开发与经营	100.00	--	100.00	投资设立
株洲清水塘循环经济工业区置业有限责任公司	5000.00	房地产开发与销售、工程施工等	100.00	--	100.00	非同一控制下的企业合并
株洲轨道交通产业发展股份有限公司	50000.00	基础设施建设	82.00	--	82.00	非同一控制下的企业合并
株洲绿色九郎文化旅游发展有限公司	10000.00	旅游服务	100.00	--	100.00	投资设立
株洲市北城物业管理有限公司	100.00	物业管理	100.00	--	100.00	投资设立
株洲循环经济投资发展集团资产管理有限公司	339740.00	基础设施、环保、轨道交通、文化旅游产业投资	58.87	19.05	77.92	投资设立
株洲田心教育管理有限公司	1000.00	教育管理与教育咨询	100.00	--	100.00	投资设立
株洲欣石峰产业投资运营有限公司	100000.00	产业园投资及管理	100.00	--	100.00	投资设立

资料来源：联合资信根据公司审计报告和提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	33.95	10.39	6.53
资产总额(亿元)	241.84	259.37	262.88
所有者权益(亿元)	78.91	99.37	102.82
短期债务(亿元)	14.30	20.25	29.59
长期债务(亿元)	124.92	115.89	99.41
全部债务(亿元)	139.22	136.14	129.00
营业收入(亿元)	17.46	10.62	15.87
利润总额(亿元)	1.83	1.95	1.17
EBITDA(亿元)	4.86	4.57	3.47
经营性净现金流(亿元)	4.37	2.06	2.31
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.78	0.41	0.54
存货周转次数(次)	0.23	0.11	0.20
总资产周转次数(次)	0.07	0.04	0.06
现金收入比(%)	60.39	82.80	40.70
营业利润率(%)	17.90	29.37	10.82
总资本收益率(%)	2.14	1.76	1.32
净资产收益率(%)	2.31	1.88	1.13
长期债务资本化比率(%)	61.29	53.84	49.16
全部债务资本化比率(%)	63.83	57.80	55.64
资产负债率(%)	67.37	61.69	60.88
流动比率(%)	1197.00	562.71	389.27
速动比率(%)	834.99	347.37	245.81
经营现金流动负债比(%)	25.12	6.20	4.84
现金短期债务比(倍)	2.37	0.51	0.22
EBITDA 利息倍数(倍)	0.83	0.74	0.69
全部债务/EBITDA(倍)	28.67	29.79	37.15

注：已将其他应付款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

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	20.69	6.99	5.38
资产总额(亿元)	218.70	227.68	234.95
所有者权益(亿元)	53.00	73.31	75.36
短期债务(亿元)	14.30	14.17	25.82
长期债务(亿元)	114.33	104.31	86.21
全部债务(亿元)	128.63	118.49	112.03
营业收入(亿元)	16.93	9.06	9.34
利润总额(亿元)	2.04	1.70	1.25
EBITDA(亿元)	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	1.24	0.19	12.74
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.76	0.36	0.35
存货周转次数(次)	0.32	0.14	0.15
总资产周转次数(次)	0.08	0.04	0.04
现金收入比(%)	60.73	77.93	25.73
营业利润率(%)	18.11	28.60	15.60
总资本收益率(%)	1.12	0.89	0.67
净资产收益率(%)	3.85	2.32	1.65
长期债务资本化比率(%)	68.33	58.73	53.36
全部债务资本化比率(%)	70.82	61.78	59.78
资产负债率(%)	75.77	67.80	67.92
流动比率(%)	492.96	360.30	245.41
速动比率(%)	374.00	250.04	169.04
经营现金流动负债比(%)	3.43	0.43	18.56
现金短期债务比(倍)	1.45	0.49	0.21
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--

注：已将其他应付款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；因未取得相关数据，公司本部EBITDA及相关指标无法计算

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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-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 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 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 4-3 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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。