



# 2021年第一期、2022年第一期、2022年第二期湖南天易集团有限公司公司债券2022年跟踪评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



## 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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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等级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 2021年第一期、2022年第一期、2022年第二期湖南天易集团有限公司公司债券2022年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
21天易 08/21 湖南天易 01	AA+	AA+
22天易 01/22 湖南天易 01	AA+	AA+
22天易 02/22 湖南天易 02	AA+	AA+

## 评级观点

- 中证鹏元维持湖南天易集团有限公司（以下简称“公司”）的主体信用等级为 AA+，维持评级展望为稳定；维持“21 天易 08/21 湖南天易 01”、“22 天易 01/22 湖南天易 01”、“22 天易 02/22 湖南天易 02”的信用等级为 AA+。
- 该评级结果是考虑到：株洲市及株洲高新区（天元区）具有区位及交通优势，近年地区经济持续增长，公司土地开发业务可持续性较好，继续获得较大力度外部支持，株洲高科集团有限公司（以下简称“株洲高科”）提供的保证担保增强了“22 天易 01/22 湖南天易 01”、“22 天易 02/22 湖南天易 02”的安全性。同时中证鹏元也关注到了公司无偿划转资产对其经营、财务产生一定不利影响，公司资产流动性较弱，存在较大的资金压力和偿债压力，以及面临较大的或有负债风险等风险因素。

## 未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且有望持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 评级日期

2022年6月25日

## 联系方式

**项目负责人：**马琳丽  
mall@cspengyuan.com

**项目组成员：**宋晨阳  
songchy@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	494.88	535.67	531.23	385.99
所有者权益	224.28	242.20	246.50	200.52
总债务	177.57	198.56	194.30	158.35
资产负债率	54.68%	54.79%	53.60%	48.05%
现金短期债务比	0.18	0.29	0.32	0.41
营业收入	4.74	33.68	49.38	26.34
其他收益	0.01	1.16	2.69	0.55
利润总额	0.12	3.68	4.59	3.72
销售毛利率	15.11%	21.62%	9.65%	15.61%
EBITDA	-	6.94	6.01	4.45
EBITDA 利息保障倍数	-	0.53	0.33	0.38
经营活动现金流净额	-0.20	18.97	1.03	0.91
收现比	26.49%	86.08%	97.43%	106.65%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **株洲市及株洲高新区（天元区）具有区位及交通优势，近年地区经济持续增长。**株洲市为“长株潭”一体化重要组成部分，作为南方最大的铁路枢纽，区位及交通优势突出，经济实力属湖南省地级市中上水平；株洲高新区（天元区）是株洲市政治中心、“3+5+2”产业核心区和现代城市建设重点区域，具有较好区位及交通优势，经济规模在株洲市区县（市）中排名靠前，株洲市及株洲高新区（天元区）近年地区经济持续增长。
- **公司土地开发业务可持续性较好。**公司土地开发业务收入保持增长，目前待整理土地面积充足。
- **公司继续获得较大力度外部支持。**2021年，公司控股股东株洲高科代回购株洲高科发展有限公司少数股东权益10.00亿元无偿划拨至公司，公司资本公积相应增加；神农大道A段科技资金专项拨款增加公司资本公积0.24亿元；财政补助方面，2021年公司继续获得各项政府补助及税收优惠等合计1.18亿元。
- **保证担保增强了“22天易01/22湖南天易01”、“22天易02/22湖南天易02”的安全性。**经中证鹏元综合评定，株洲高科的主体信用等级为AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保增强了“22天易01/22湖南天易01”、“22天易02/22湖南天易02”的安全性。

## 关注

- **公司无偿划转资产对其经营、财务产生一定不利影响。**根据公司2022年1月公告，公司将100%控股的株洲高科汽车园投资发展有限公司（以下简称“汽车园公司”）无偿划转给控股股东株洲高科，截至2022年3月末，公司总资产规模受划出子公司影响而下降，同时公司业务亦不再涉及汽车博览园的开发、建设和运营等。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产主要以土地及项目开发成本、房产及配套建筑物为主，受限规模较大，资产整体流动性较弱。
- **公司存在较大的资金压力。**公司主要在建基础设施代建及自营项目投资缺口较大；同时在土地开发方面预计投入资金规模较大，且近年公司经营活动现金流净额表现较弱。
- **公司债务偿付压力较大。**公司总债务规模仍较大，债务压力较重，且偿债能力指标表现弱。
- **公司面临较大的或有负债风险。**公司对外担保金额较大，且被担保对象主要为民营企业，且均无反担保措施。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	中等	财务风险状况	有效净资产规模	6
	GDP规模	3		资产负债率	4
	GDP增长率	5		EBITDA利息保障倍数	3
	地区人均GDP/全国人均GDP	4		现金短期债务比	2
	公共财政收入	2		收现比	6
	区域风险状况调整分	0			
经营状况		强			

业务竞争力	6		
业务持续性和稳定性	6		
业务多样性	4		
业务状况等级	强	财务风险状况等级	较小
指示性信用评分			aa
调整因素	无	调整幅度	0
独立信用状况			aa
外部特殊支持调整			1
公司主体信用等级			AA+

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	AA+	2022-3-21	马琳丽、宋晨阳	<a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	AAA (品种一) / AA+ (品种二)	2021-3-3	谢海琳、何佳欢	<a href="#">城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2018V1.0)</a> 、 <a href="#">城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
21 天易 08/21 湖南天易 01	1.00	1.00	2021-11-10	2028-11-26
22 天易 01/22 湖南天易 01	5.00	5.00	2022-1-19	2029-03-14
22 天易 02/22 湖南天易 02	8.00	8.00	2022-3-21	2029-04-22

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2021年11月26日发行7年期1亿元“21天易08/21湖南天易01”，募集资金计划0.86亿元用于天易科技城自主创业园二期工程，0.14亿元用于补充流动资金；于2022年3月14日发行7年期5亿元“22天易01/22湖南天易01”，募集资金计划4.29亿元用于天易科技城自主创业园二期工程，0.71亿元用于补充流动资金；于2022年4月22日发行7年期8亿元“22天易01/22湖南天易01”，募集资金计划6.85亿元用于天易科技城自主创业园二期工程，1.15亿元用于补充流动资金。截至2022年6月7日，募集资金专项账户余额为315,625.70元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变化，截至2022年3月末公司注册资本和实收资本均为18.50亿元，株洲高科持有公司100%股权，为公司控股股东，株洲高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“高新区管委会”）作为株洲高科的控股股东及实际控制人，仍为公司的实际控制人，公司股权结构详见附录二。

根据公司于2021年4月15日发布的《湖南天易集团有限公司关于监事涉嫌重大违法违纪被调查的公告》，公司外部监事龙学工因涉嫌严重违法违纪，接受株洲市天元区监察委员会监察调查。

2021年4月，公司董事之一张耀辉变更为何胜华。

2021年公司合并范围一级子公司减少3家，2022年1-3月公司合并范围一级子公司减少1家，截至2022年3月末公司合并范围内一级子公司共12家，具体情况见附录四。

**表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

### 1、2021年公司合并范围的一级子公司减少情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	减少原因
株洲天易商业经营管理有限公司	100.00%	1,000.00	商业经营管理	注销
株洲天易房地产开发有限公司	100.00%	15,000.00	房地产开发	层级变化
株洲易融瑞旗投资合伙企业（有限合伙）	24.98%	133,434.00	实业投资、投资项目管理及资产管理公司的活动	注销

### 2、2022年1-3月公司合并范围的一级子公司减少情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	减少原因
-------	------	------	------	------

株洲高科汽车园投资发展有限公司	100%	97,232.00	土地一级开发、园区开发	无偿划转
-----------------	------	-----------	-------------	------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升**

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。



2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

**2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势**

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。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》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

## 行业及区域经济环境

株洲市为南方最大的铁路枢纽，拥有“中国电力机车之都”、“中小型航空发动机特色产业基地”等标志性名片，经济实力属湖南省地级市中上水平，国省战略叠加为株洲市发展提供较好机遇，但财政收支矛盾突出、债务化解等多因素制约财政实力提升空间

**区位特征：**株洲市为“长株潭”一体化重要构成部分，作为南方最大的铁路枢纽，区位及交通优势突出，有色金属矿产资源丰富。株洲市为湖南省地级市，位于长沙市东南部40公里处，东接江西省萍乡市，江西吉安市及井冈山市，南连省内衡阳、郴州二市，西接湘潭市，为长株潭城市群的重要构成。

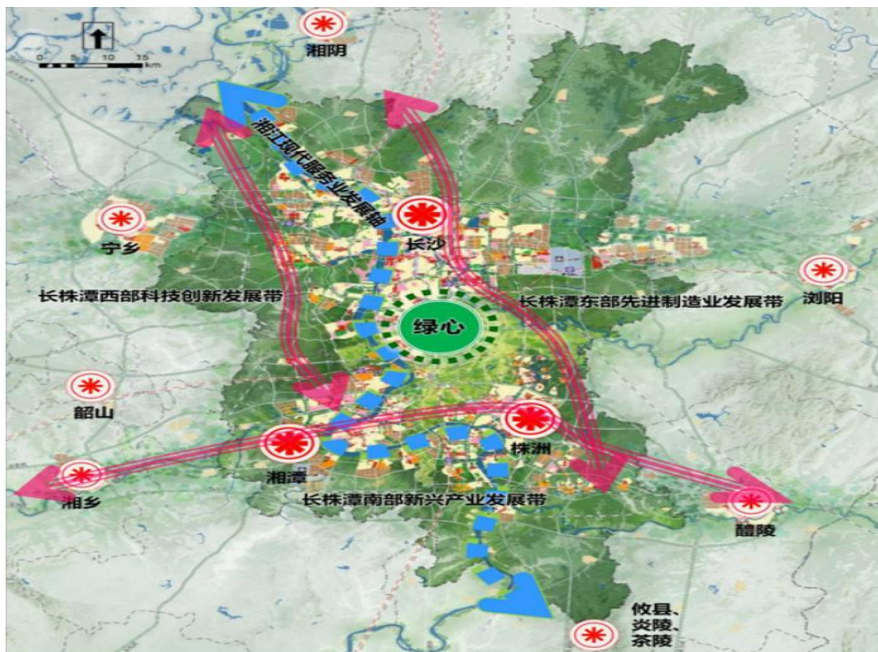


株洲市现辖三县一市五区，设有一个国家级高新区（株洲国家高新技术产业开发区）和一个两型社会建设示范区（株洲经开区），五个省级开发区。株洲市总面积 1.13 万平方公里，2021 年末常住人口为 388.33 万人，较上年减少 1.98 万人。

株洲公路、铁路、航空、水运交通网络体系贯穿南北、连接东西，是中国南方主要的交通枢纽城市。株洲距黄花国际机场仅 37 公里，同时为南方最大的铁路枢纽，拥有铁路双特等站及南方最大的货运编组站，京广、沪昆、长厦 3 条高速铁路与京广、浙赣、湘黔、醴茶、衡茶吉 5 条普通铁路都在这里交汇；湘江流经株洲城区，拥有 9 个 2,000 吨级的码头（包括集装箱货运码头）。

株洲矿产资源丰富。全市已发现矿种 44 种，探明资源储量矿种 20 种。其中，能源矿产 5 种，金属矿产 16 种，非金属矿产 22 种，水气矿产 1 种，是著名的“有色金属之乡”。

**图 1 长株潭一体化发展空间结构示意图**



资料来源：《株洲市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》

**经济发展水平：**株洲经济实力属湖南省地级市中上水平，工业系当地经济的主要增长动力，但近年固定资产投资增速下滑明显，房地产市场景气度不佳。2021 年株洲市地区生产总值达 3,420.3 亿元，增长 8.3%，高于全国和湖南省同期增速，在湖南省地级市处于中上水平。2021 年株洲市三次产业结构由 2019 年的 7.3:45.2:47.5 调整为 7.6:47.6:44.8，其中，第二产业对经济增长的贡献率 54%，工业增加值占 GDP 的比重为 37.1%，为推动株洲经济增长的主要动力。2019-2021 年株洲市固定资产投资增速持续大幅下滑，其中，工业投资增速虽有所下降但仍保持了 15.4% 的增速水平；但民生工程、生态环境及基础设施建设投资增速下滑明显，2021 年增速为负，地方政府债务压力较大一定程度上限制了当地基础设施建设相关投资支出能力。2019 年以来，株洲市房地产开发投资增速乏力，商品房销售面积复合增速为-

8.37%，2021年全年出让土地面积下降10.3%，房地产景气度不佳。株洲市人民政府于2022年4月召开专题会议，拟定了《关于促进房地产业良性循环和健康发展的若干措施（草案）》，提出聚焦解决逾期交房问题，有序供应土地、激活二手房市场，有望助力区域房地产市场平稳发展。

**表2 2021年湖南省地级行政区经济财政指标情况（单位：亿元）**

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
长沙市	13,270.70	7.5%	13.21	1,188.31	1,120.0
岳阳市	4,402.98	8.1%	8.72	171.14	355.1
常德市	4,054.10	7.7%	7.74	202.88	346.23
衡阳市	3,840.31	8.1%	5.78	-	-
<b>株洲市</b>	<b>3,420.26</b>	<b>8.3%</b>	<b>8.76</b>	<b>179.82</b>	<b>339.3</b>
郴州市	2,270.08	8.8%	4.87	160.84	-
湘潭市	2,548.35	7.8%	9.35	126.8	-
邵阳市	2,461.50	8.5%	3.81	118.50	174.7
永州市	2,261.08	7.5%	4.27	144.25	-
益阳市	2,019.27	8.3%	5.24	90.60	-
娄底市	1,825.76	7.7%	4.79	90.77	-
怀化市	1,817.80	8.4%	3.96	113.2	-
湘西土家族苗族自治州	792.11	8.7%	3.18	70.27	-
张家界市	580.29	4.5%	3.83	35.66	-

注：“-”表示数据未公开披露。

资料来源：各市统计局网站和财政局网站等，中证鹏元整理

**表3 株洲市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	3,420.3	8.3	3,105.8	4.1	3,003.13	7.9
固定资产投资	-	3.3%	-	9.7%	-	12.2%
社会消费品零售总额	1,246.9	14.4%	1,090.4	-2.3%	1,174.6	10.2%
进出口总额（亿美元）	230（亿元）	16.2%	29.6	0.9%	29.3	6.8%
人均 GDP（元）		87,852		79,581		74,547
人均 GDP/全国人均 GDP		108.49%		109.85%		105.16%

注：1）人均 GDP 来源于统计公报数据；2）“-”数据未公开披露。

资料来源：2019-2021年株洲市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

**产业情况：**株洲市拥有“中国电力机车之都”、“中小型航空发动机特色产业基地”、“新能源汽车制造基地”等标志性名片，多个工业产品市占率居全国首位，工业增长表现较好。株洲市为国家“一五”、“二五”时期重点建设的八个工业城市之一，工业基础良好，拥有“中国电力机车之都”、“中小型航空发动机特色产业基地”、“新能源汽车制造基地”等标志性名片。近年，株洲市全力打造株洲·中国动力谷，三大优势产业分别为轨道交通、航空动力和先进硬质材料，系全国范围内轨道交通装备产业集群规模最大、产品门类最齐全、产业链最完整的城市，集聚了中车株机、中车株所、中车电机等 300 多

家轨道交通产业企业，拥有中国航发、山河智能等涉航骨干企业近 50 家，先进硬质材料产业集群内有株硬集团、欧科亿等硬质合金企业 279 家，制造业实力较强。近年，株洲市电力机车及硬质合金产品市场占有率居全球首位，动车组、机车车辆电传系统、轻型运动飞机、涡轮桨航空发动机、高端数控刀片等多个产品市场份额居国内第一。2021 年株洲市实现工业增加值 1,269.6 亿元，全年规模工业增加值增长 11.7%，发展表现较好。

**发展规划及机遇：**株洲市计划构建“3+5+2”的产业集群，国省战略叠加为株洲市发展提供了新机遇。株洲向北共建长江经济带、向东对接长三角一体化发展、向南承接粤港澳大湾区产业转移、向西密切成渝双城经济圈协作，随着长株潭一体化、湘赣边开放合作等区域战略深入实施区域空间规划、产业联动发展等相关政策措施，发展机遇较好。发展规划方面，在“十四五”期间，株洲市计划构建涵盖三大动力产业、五大新兴产业（电子信息、新材料、新能源与节能环保、生物医药与大健康、新型功能玻璃）、两大传统产业（服饰、陶瓷）的“3+5+2”产业集群，力争到 2025 年，新增 3 个以上千亿产业集群、3 个产业规模过千亿园区。

**财政及债务水平：**株洲市财力有所下降，财政收支矛盾加剧，土地市场景气度影响下，政府性基金收入存在波动。面对疫情冲击、减税降费减收、产业转型阵痛，近年来株洲市一般公共预算收入增长动力不足。受非税收入规模下降影响，2021 年株洲市一般公共预算收入同比下降 3.1%，其中上划中央和省级的比例分别为 32.16%和 8.26%，上划比例较 2020 年上升，综合影响下，同期地方一般公共预算收入下降 12.1%，财政自给率偏低且有所下降，财政收支矛盾加剧，但税收收入占比偏高，质量尚可。

2019 年以来，株洲市房地产市场景气度不佳，2020 年政府性基金收入同比下降。2021 年 1-11 月，全市政府性基金预算收入完成 141.97 亿元，同比下降 19.92%，但全年政府性基金收入逆势上涨。近年来，株洲市面对严峻的债务高风险预警形势，积极推进政府隐性债务化解，通过“六个一批”<sup>1</sup>、“一债一策”、建立市级平滑基金及“政银企”沟通协调机制<sup>2</sup>、推进高息债务置换等方式，稳妥平滑债务风险，紧扣化债目标，推动“控增量、去存量、强管理、守底线”，截止 2021 年 11 月底，全市综合债务率较上年末下降 11 个百分点。

**表4 株洲市主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	179.82	204.60	200.92
税收收入占比	71.24%	62.59%	66.43%
财政自给率	36.90%	43.55%	38.19%
政府性基金收入	339.30	284.07	297.36

<sup>1</sup> 指省委、省政府明确的债务风险缓释措施，主要包括自接自盘（银接银）、替接他盘（银接非银）、延期回售、发新还旧、债务重组、债转股。

<sup>2</sup> 指由市政府牵头相关部门参与，金融机构、企业参加，定期会商研究金融等相关工作机制。



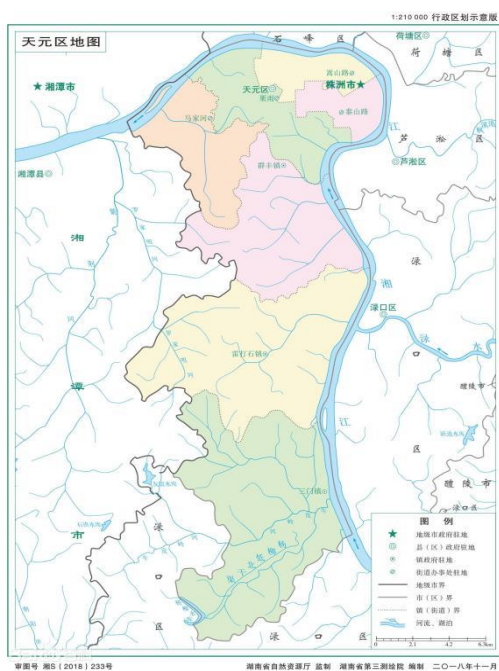
注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：株洲市政府网站，中证鹏元整理

**株洲高新区（天元区）为株洲市政治中心、“3+5+2”产业核心区和现代城市建设的重点区域，具有较好区位及交通优势，经济规模在株洲市区县（市）中排名靠前，第三产业活跃，工业发展良好，财政收入质量及自给能力相对较好，但近年财力规模有所下降**

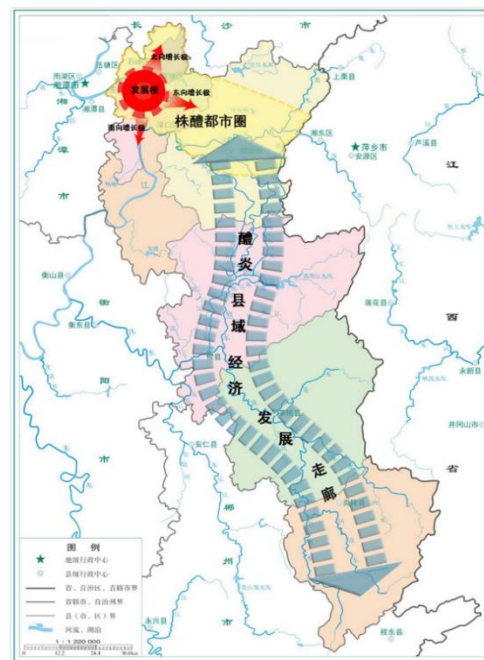
**区位特征：株洲高新区（天元区）位于株洲市河西地区，为株洲市政治中心、“3+5+2”产业核心区和现代城市建设的重点区域。**天元区位于株洲市河西地区，东隔湘江与株洲市河东地区为界，南与渌口区古岳峰镇及堂市乡相邻，西与湘潭县接壤，是株洲市政治中心，2000年底与国家级高新区株洲市高新技术产业开发区进行职能归并、效能整合，统一领导体制、财政体制、人事管理和机构设置，构筑了“株洲新区”，为株洲市“3+5+2”产业<sup>3</sup>核心区和现代城市建设的重点区域。株洲高新区跻身湖南省第三个千亿产业园区，近年在全国高新区的排名坚守在前30位。天元区现辖四个街道、三个镇，总面积328平方公里，境内有株洲西站，京广高铁穿越区境。2021年末株洲高新区（天元区）常住人口由2010年的21.54万人增至48.35万人，近年人口呈持续净流入。

图2 天元区地图



资料来源：公开资料

图3 株洲市“十四五”发展空间布局示意图



资料来源：《株洲市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》

**经济发展水平：株洲高新区（天元区）经济规模在株洲市区县（市）中排名靠前，近年保持相对较**

<sup>3</sup> 包括三大动力产业、五大新兴产业（电子信息、新材料、新能源与节能环保、生物医药与大健康、新型功能玻璃）、两大传统产业（服饰、陶瓷）。

高速增长，第三产业较为活跃，工业产业对经济增长的带动作用增强。2021年株洲高新区（天元区）实现地区生产总值512.6亿元，增长8.3%，规模在株洲市区县（市）中排名第二，人均GDP水平表现相对较好。2021年株洲高新区（天元区）三次产业结构由2019年的2.6:41.6:55.9调整为2.1:44:53.9，第三产业占比较高，与株洲高新区（天元区）的区域定位相符，同期工业增加值对GDP增长贡献率由上年的39.3%提升至45.9%，工业对当地经济增长的带动作用相对较强。近年株洲高新区（天元区）、产业投资增速维持相对较高水平，但固定资产投资增速波动较大，主要受房地产投资规模变动的影响。2021年全区房地产开发投资同比增长17.9%，占全部投资的45.3%。

**表5 2021年株洲市区县（市）经济财政指标情况（单位：亿元）**

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
醴陵市	825.2	9.7%	9.37	30.5	50.99
<b>天元区</b>	<b>512.6</b>	<b>8.3%</b>	<b>10.60</b>	<b>47.79</b>	<b>22.70</b>
攸县	457.16	6.9%	7.30	12.42	-
芦淞区	455.7	7.6%	14.84	3.66	0.00
石峰区	338.0	6.9%	15.28	6.1	0.00
荷塘区	271.0	8.2%	7.86	4.06	2.25
茶陵县	245.2	9.1%	5.02	8.95	10.60
渌口区	164.9	8.4%	6.33	10.05	26.48
炎陵县	98.1	8.8%	6.12	3.83	2.40

注：1）芦淞区、渌口区及炎陵县人均GDP采用当地2021年GDP及2020年第七次人口普查数据计算；2）政府性基金收入采用2020年决算数据；3）“-”表示数据未公开披露。

资料来源：各市统计局网站和财政局网站等，中证鹏元整理

**表6 株洲高新区（天元区）主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	512.6	8.3%	467.3	4.1%	462.9	11.1%
固定资产投资	-	4.5%	-	8.1%	-	2.4%
社会消费品零售总额	-	14.5%	-	-2.4%	142.5	10.1%
进出口总额（亿元）	-	-	115.4	5.8%	-	-
人均GDP（元）	106,018.61		97,698.35		136,027.04	
人均GDP/全国人均GDP	130.93%		134.85%		191.88%	

注：1）人均GDP=地区生产总值/常住人口，2020年常住人口采用天元区第七次人口普查数据；2）“-”数据未公开披露。

资料来源：2019-2021年天元区国民经济与社会发展统计公报，天元区第七次全国人口普查公报，中证鹏元整理

**产业情况：**株洲高新区（天元区）形成了轨道交通装备、汽车及零部件、通用航空、硬质合金深加工、新能源装备等特色产业集群，近年工业保持良好增长。经过多年发展，株洲高新区（天元区）形成了中低速磁悬浮、电容储能式轻轨车、干线货物机车、动车组、城市轨道交通车辆协调发展的产业集群，成为我国最大的轨道交通装备制造产业基地和技术研发中心；依托中航动力机械研究所和中国南方航空工

业集团建设军民融合产业基地，创造中小型航空发动机、中小微型燃气轮机、航空机械传动等领域居国内领先地位。以北京汽车、南车时代电动、南方宇航等公司为核心的新能源汽车产业集群加速形成，电动汽车传动系统、汽车齿轮、火花塞等关键零部件在国际国内占有重要地位。2021年株洲高新区（天元区）全年工业增加值191.1亿元，增长10.7%，营业收入过亿的工业企业达到65家，其中营业收入过50亿的工业企业3家、过10亿的工业企业10家、过5亿的工业企业13家。

**发展规划及机遇：**近年，天元区机车牵引引擎、航空动力引擎及汽车动力引擎三大动力产业集群实现产值占株洲市规模工业总产值30%以上。株洲高新区着力建设以三大动力产业为支撑的“3+5”产业体系，“3”即轨道交通、航空航天、新能源汽车三大优势产业，“5”即新一代信息技术、新材料、新能源与节能环保、生物医药与大健康、新型功能玻璃五大战略性新兴产业，将天元区打造成具有核心竞争力科技创新高地的引领区、长株潭国家自创区的核心区，计划在未来10年，打造轨道交通、通用航空、新能源汽车三大千亿产业集群，区域未来的发展前景仍有较大的上升空间。

**财政及债务水平：**天元区财力有所下降，但整体质量较好，财政自给率处于相对较高水平；受土地市场景气度影响，2020年政府性基金收入有所下降。减税降费减收、压实财政收入等财政措施下，2021年天元区非税收收入规模下降，税收收入规模较上年保持稳定，综合影响下，区域一般公共预算收入规模及财政自给能力有所下降，税收收入占比提升，主要为契税、增值税及土地增值税，收入质量较好。2019年以来，区域房地产市场景气度波动，2020年政府性基金收入同比大幅下降。

**表7 株洲高新区（天元区）主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	47.79	53.22	52.3
税收收入占比	84.52%	75.29%	80.69%
财政自给率	87.39%	99.74%	87.46%
政府性基金收入	-	22.7	32.2
地方政府债务余额	-	39.98	36.1

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：天元区政府网站，中证鹏元整理

**投融资平台：**截至2021年末，株洲市高新区（天元区）的发债城投平台有3家，其中，株洲高科为一级平台，为河西科技工业园土地开发业务的唯一主体；公司系株洲高科一级子公司，主要负责株洲高新区内部分片区的基建相关业务；株洲高科汽车园投资发展有限公司（以下简称“汽车园公司”）系株洲高科二级子公司，主要负责株洲汽车博览园基建业务。

**表8 2021年末株洲市高新区（天元区）主要城投平台情况（单位：亿元）**

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
株洲高科集团有限公司	株洲高新技术产业开发区管理委员会	392.17	57.85%	83.84	460.22	负责株洲高新区河西科技工业园的开发、建设，是河西科技工业园土地开发业务的唯一主体



公司	株洲高科集团有限公司	246.5	53.60%	49.38	194.3	主要负责开发建设株洲高新区内的神农城片区、湘水湾片区、月塘生态城、天易科技城以及五云峰等片区
株洲高科汽车园投资发展有限公司	湖南天易集团有限公司	17.80	65.21%	1.58	15.07	代建株洲汽车博览园的项目建设及周边道路建设,以及房屋出租业务和物业管理服务业务.

注：1、财务数据为 2020 年末/2020 年度。2、株洲高科汽车园投资发展有限公司总债务数据根据“短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券”估算。

资料来源：Wind，中证鹏元评级报告，公开评级报告，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司作为株洲高新区城市资源开发和运营的投融资和建设主体，主要从事土地一级开发、景区运营、住宅及商业地产开发、租赁以及商业招租管理等业务。2021年公司实现营业收入33.68亿元，同比下降，主要系商品销售收入由全额法计入改为净额法计入致使该业务收入大幅下降。公司收入主要来自于土地开发及房屋销售业务等，租赁业务对公司营业收入形成了一定补充。此外，公司还拥有建安工程、景区运营、园区服务、物业管理等服务，但收入规模均不大。

毛利率方面，2021年公司销售毛利率为21.62%，同比大幅上升，主要系土地开发和商品销售收入毛利率有不同程度提升。

表9 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地开发	219,133.36	23.35%	164,943.44	13.90%
房屋销售	84,315.45	0.005%	79,247.80	9.57%
景区运营	505.45	-204.31%	535.63	-284.55%
租赁业务	21,582.11	89.79%	15,229.79	93.06%
物业管理	226.35	-24.35%	510.31	-93.72%
建安工程	8,308.10	18.44%	13,309.29	16.74%
服务收入	91.97	79.66%	229.64	-94.60%
商品销售收入	75.98	100.00%	216,759.32	0.27%
其他	2,511.96	65.87%	3,012.59	78.80%
<b>合计</b>	<b>336,750.72</b>	<b>21.62%</b>	<b>493,777.82</b>	<b>9.65%</b>

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司土地开发业务收入保持增长，目前待整理土地面积充足，但该业务收入受政府规划及房地产市场影响较大

公司负责开发的区域主要包括神农城片区、湘水湾片区、月塘生态新城、天易科技城自主创业园、五云峰片区等。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；当整理土地达到“招拍挂”条件后，则确认投资总额，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。

2021年公司实现土地开发收入21.91亿元，继续稳定增长。毛利率方面，2021年土地开发业务毛利率为23.35%，毛利率波动主要受土地出让价格、拆迁成本等因素影响。

公司目前待整理开发土地充足，其中已报批面积为54,720.98亩，累计出让面积45,939.94亩，尚可出让面积为17,407.73亩，主要集中在五云峰片区和新马工业园，公司未来土地开发业务持续性较好，但需注意的是，未来土地出让收入规模易受政府规划及当地房地产市场波动影响，存在一定的波动性。2022年，公司预计在土地开发整理业务上投入168,200.00万元，资金压力较大。

根据公司于2022年1月6日发布的《湖南天易集团有限公司关于无偿划拨资产事项的公告》，公司将100%控股的汽车园公司划转给股东株洲高科，汽车园公司主要负责汽车博览园相关业务，该公司划出后，公司业务不再涉及汽车博览园的开发、建设和运营等。

**表10 截至 2022 年 3 月末公司土地整理区域情况（单位：亩）**

片区	规划面积	已报批面积	累计出让面积	尚可出让面积
天台工业园	3,540.00	3,055.00	2,948.00	0.00
金德工业园	1,000.00	1,000.00	1,000.00	0.00
栗雨工业园	20,250.00	13,951.51	11,846.03	2,105.48
新马工业园	30,255.93	19,155.10	14,040.94	5,114.16
神农城片区	3,957.51	4,030.92	3,962.49	68.43
湘水湾片区	4,390.90	5,249.37	5,069.87	179.50
月塘生态新城	3,302.49	3,760.21	3,760.21	0.00
天易科技城自主创业园	5,503.80	4,458.06	3,312.40	1,145.66
五云峰片区	32,648.40	60.81	0.00	8,794.50
<b>合计</b>	<b>104,849.03</b>	<b>54,720.98</b>	<b>45,939.94</b>	<b>17,407.73</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司存续的基础设施项目采用委托代建模式，受政策变化影响公司连续两年未确认代建业务收入，且无新增项目，未来该业务存在较大的波动性**

公司自2009年以来承担着株洲高新区基础设施建设的职责。株洲市政府采用会议纪要的形式明确了公司基础设施建设的业务范围。公司受天元区政府及株洲市城市建设发展集团有限公司、株洲市交通发展集团有限公司、株洲市国有资产投资控股集团有限公司、株洲市土地资产经营有限公司、株洲市湘江建设发展集团有限公司等委托，承担株洲高新区（天元区）内基础设施建设项目的代建工作。各委托方与公司签订代建协议，在项目实施过程中，公司每年年终对具体项目及项目投资额进行汇总，由相关单

位对项目进行结算，并确认投资额。根据确认的投资额，委托方向公司支付投资成本，并支付一定比例的项目建设收益。

根据2015年株洲市天元区人民政府出具的《关于由株洲西城置业有限公司管理回购神农城、湘水湾片区道路工程的通知》及2015年出具的《关于由株洲西城置业有限公司管理回购月塘生态新城片区道路工程的通知》，为了规范和加强建设工程的管理工作，确保建设工程后期的使用质量，公司承建的工程从2015年开始由株洲西城置业有限公司（以下简称“西城置业”）负责管理与结算，双方根据年度实际完工量确定投资额，并按代建确认成本的120%或108%确认代建金额，其中神农城及湘水湾片区为120%，月塘生态新城为108%。

公司连续两年未确认基础设施代建业务收入，主要原因是前期代建业务已接近尾声，但政府代建业务政策变化，且新的政策未落定，此外公司无新增基础设施项目。

目前公司在建的基础设施代建项目为开发片区五所学校和自主创业园道路工程项目。开发片区学校项目建成后运营管理权均交由教育局，该项目成本投入由公司自主筹备，项目建成后将根据委托代建协议由西城置业按进度支付。公司目前主要在建基础设施代建项目截至2021年末尚需投资22.67亿元，资金支出压力较大。

**表11 截至 2022 年 3 月末公司主要在建基础设施代建项目情况（单位：亿元）**

项目名称	总投资	已投资	累计已确认收入	累计回款金额	项目性质
开发片区学校	24.16	8.42	3.82	1.79	代建
自主创业园道路工程	11.09	4.16	4.62	3.36	代建
<b>合计</b>	<b>35.25</b>	<b>12.58</b>	<b>8.44</b>	<b>5.15</b>	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

#### **公司商品房销售收入有所增长，该业务受当地房地产市场影响，未来收入存在一定的不确定性**

公司商品房销售业务主要由子公司株洲高科房地产开发有限公司负责，包括工业厂房开发和住宅及商业地产开发两部分。2021年收入有所增长，主要来源于万丰上院·西郡、万丰上院·湖韵二期、高科·科创园、常春藤、自主创业园一期工程；此外，当年商品房销售业务总体毛利率受不同项目收入占比及毛利率不同影响较大。

截至2022年3月末，公司主要在建工业厂房开发项目总投资77.38亿元，已投资59.47亿元，尚需投资17.91亿元；住宅及商业地产开发目前主要以住宅、写字楼和商业用房为主，公司使用自有资金到土地市场摘牌获得土地，进行开发和销售，主要在建住宅及商业地产开发项目总投资32.07亿元，已投资22.69亿元，尚需投资9.38亿元，整体来看，资金压力较大。公司未来商品房销售业务具有一定持续性，但是房地产开发行业受国家宏观经济调控的影响较大，株洲市的房地产市场的波动可能会对公司商品房销售业务造成一定影响。

**表12 截至 2022 年 3 月末公司主要在建工业厂房开发项目（单位：亿元）**

项目名称	项目总投资	项目已投资	收入确认方式
自主创业园一期工程	25.90	23.91	租售
自主创业园二期工程*	19.18	4.91	租售
动力谷北片	14.60	14.60	租售
动力谷大二期新马制造园	4.00	2.50	租售
智点新能源汽车	10.17	10.02	租售
高科·科创园	3.53	3.53	租售
<b>合计</b>	<b>77.38</b>	<b>59.47</b>	-

注：自主创业园一期工程统计口径仅为厂房部分，不含相关配套及园区内基础设施工程；标\*项目为“21 天易 08/21 湖南天易 01”、“22 天易 01/22 湖南天易 01”、“22 天易 02/22 湖南天易 02”募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表13 截至 2022 年 3 月末公司主要在建住宅及商业地产开发项目（单位：亿元、万平方米）**

项目名称	项目总投资	项目已投资	是否预售	总建筑面积
神农大厦	4.50	2.14	否	5.59
万丰上院·西郡（1-6 栋）	4.56	3.90	是	12.60
万丰上院·西郡（7-14 栋）	5.81	3.18	是	10.10
常春藤	6.20	4.08	是	12.51
壹号领域二期	4.50	2.70	否	10.00
万丰上院·湖韵二期	6.50	6.69	是	12.69
<b>合计</b>	<b>32.07</b>	<b>22.69</b>	-	<b>63.49</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司房屋租赁业务收入增长，且毛利率水平较高；大宗商品贸易业务收入因采用净额法计入致使收入规模大幅缩减**

房屋租赁业务包含神农太阳城商圈和神农文化艺术休闲街的整体转租及工业厂房租赁两部分业务。2015年10月公司与香港高德置地控股有限公司（以下简称“高德置地”）签订神农太阳城商圈和神农文化艺术休闲街的整体转租协议，自2016年1月1日开始，由高德置地子公司优托邦有限公司负责神农太阳城商圈和神农文化艺术休闲街运营管理。2021年公司房屋租赁业务收入增长，主要系部分工业厂房已过免租期开始收取租金所致。

公司商品销售业务主要为大宗商品贸易业务，由子公司湖南动力谷本码科技有限公司（以下简称“动力谷本码”）负责，动力谷本码成立于2019年12月，主要从事铜、锌、铝等大宗商品贸易业务及液晶显示屏等其他电子产品销售业务，2021年因采用净额法计入，致使该业务收入规模大幅缩减。动力谷本码大宗商品贸易业务模式为代理采购模式，以销定购，库存周转较快。结算模式方面，公司上游采购及下游销售均为支付或收到全款后发货。公司与上游主要供应商进行长期合作，下游客户则多为签订时效为一年的代理采购合同，公司上下游集中度均较高。

**公司继续获得较大力度外部支持**

2021年，公司控股股东株洲高科代回购汽车园公司少数股东权益6.47亿元、代回购株洲高科发展有限公司少数股东权益10.00亿元无偿划拨至公司，公司资本公积相应增加16.47亿元；神农大道A段科技资金专项拨款增加公司资本公积0.24亿元。2022年1-3月，公司无偿划出汽车园公司100%股权，公司资本公积减少16.46亿元。

财政补助方面，2021年公司继续获得各项政府补助及税收优惠等合计1.18亿元。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经湖南建业会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并范围一级子公司减少3家，2022年1-3月公司合并范围一级子公司减少1家，截至2022年3月末公司合并范围内一级子公司共12家，具体情况见附录四。

### 资产结构与质量

公司资产规模有所下降，主要以土地及项目开发成本、房产及配套建筑物为主，受限规模较大，资产整体流动性较弱

受划出子公司影响，公司资产规模总体呈下降趋势，截至2022年3月末，总资产规模494.88亿元。

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.76	1.57%	16.09	3.00%	21.98	4.14%
应收账款	14.47	2.92%	10.84	2.02%	17.50	3.29%
存货	238.07	48.11%	251.84	47.01%	243.05	45.75%
<b>流动资产合计</b>	<b>289.53</b>	<b>58.50%</b>	<b>296.15</b>	<b>55.29%</b>	<b>298.94</b>	<b>56.27%</b>
可供出售金融资产	0.00	0.00%	0.00	0.00%	19.28	3.63%
其他债权投资	28.00	5.66%	26.56	4.96%	0.00	0.00%
其他权益工具投资	2.19	0.44%	2.19	0.41%	0.00	0.00%
投资性房地产	86.74	17.53%	121.65	22.71%	121.74	22.92%
在建工程	60.63	12.25%	60.57	11.31%	56.13	10.57%
无形资产	21.43	4.33%	21.54	4.02%	21.92	4.13%
<b>非流动资产合计</b>	<b>205.35</b>	<b>41.50%</b>	<b>239.52</b>	<b>44.71%</b>	<b>232.29</b>	<b>43.73%</b>
<b>资产总计</b>	<b>494.88</b>	<b>100.00%</b>	<b>535.67</b>	<b>100.00%</b>	<b>531.23</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，中证鹏元整理

公司货币规模持续下降，主要系公司偿还债务等所致，截至2021年末为16.09亿元，主要以银行存



款为主，其中3.41亿元使用受限。公司应收账款主要为应收代建项目工程款，应收对象主要为株洲西城置业有限公司（以下简称“西城置业”）等。截至2021年末公司应收账款账面价值为10.84亿元，同比减少部分主要系应收西城置业的代建工程款；其中应收西城置业代建工程款7.61亿元，占比70.20%，集中度高，回收风险较低，但回款时间存在不确定性。存货主要为代建工程项目、房屋项目及土地开发整理项目等的开发成本，其中还包括高新区管委会注入的30.02亿元管线资产，为公益性资产。2021年随着各项业务投入加大，公司存货账面价值小幅增长至251.84亿元，其中13.55亿元已抵押。

2021年公司可供出售金融资产账面价值为0，主要系调整至其他债权投资和其他权益工具投资所致。2021年末公司其他债权投资账面价值为26.56亿元，主要为公司购买的资管计划、基金、信托等理财产品；其他权益工具投资账面价值2.19亿元，主要为对株洲钻石切削刀具股份有限公司、株洲圣冠置业有限公司和湖南云田园林市政建设集团有限公司等的投资。投资性房地产主要为公司拥有的神农太阳城商圈房产等，均按公允价值计量，2021年末账面价值121.65亿元，其中受限部分账面价值69.69亿元，占比较高，且账面价值13.90亿元尚未办妥产权证明；受划出汽车园公司影响，2022年3月末投资性房地产账面价值较上年末大幅减少。在建工程主要为公司在建的神农大剧院艺术中心、神农城生态景观生态隔离带等神农城景区的配套工程，截至2021年末账面价值为60.57亿元。无形资产主要为公司拥有的土地使用权，截至2021年末账面价值21.54亿元，其中账面价值6.05亿元已用于抵押。

整体来看，公司资产规模有所下降，资产中存货、投资性房地产及在建工程占比较大，截至2021年末总受限资产规模达93.08亿元，占同期末公司资产总额的17.38%，资产流动性较弱。

## 收入质量与盈利能力

**公司营业收入同比下降，未来存在一定波动性，且经营收现情况下降，政府补助和投资收益是公司利润的重要来源**

2021年公司营业收入33.68亿元，主要来源于土地开发、房屋销售等，受大宗商品贸易收入以净额计入影响同比下降；同期销售毛利率为21.62%，其中土地开发和商品销售收入毛利率有不同程度提升。从公司经营收现情况来看，2021年公司收现比继续下降。公司主要业务受政府规划、项目结算进度等因素影响较大，未来收入存在波动性。

政府补贴收入及投资收益仍是公司利润的重要来源，其他收益1.16亿元为政府补助收入，是公司利润的良好补充；公司投资收益主要来自其他债权投资持有期间的投资收益等。2021年公司交易性金融资产及投资性房地产产生的公允价值变动对公司利润产生一定侵蚀。

总体来看，公司2021年利润水平有所下降，利润水平尚可。

**表15 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

指标名称	2022年1-3月	2021年	2020年
------	-----------	-------	-------



收现比	26.49%	86.08%	97.43%
营业收入	4.74	33.68	49.38
营业利润	0.11	3.75	4.80
公允价值变动收益	0.00	-0.13	0.11
投资收益	0.19	0.67	1.26
其他收益	0.01	1.16	2.69
利润总额	0.12	3.68	4.59
销售毛利率	15.11%	21.62%	9.65%

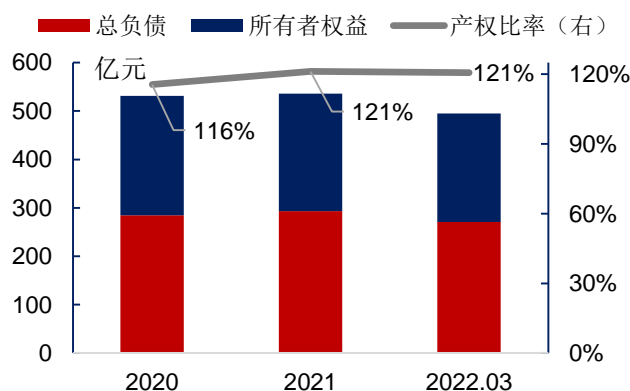
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

### 公司总债务规模仍较大，债务偿付压力较大

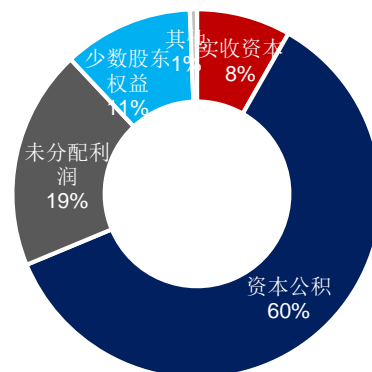
公司负债总体呈下降趋势，2022年3月末公司负债总额270.60亿元，同时公司所有者权益下降至224.28亿元；同期公司产权比率为121%，所有者权益对负债的保障程度较弱。

图 4 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 5 2022 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2021年末，公司短期借款为8.18亿元，包括保证借款、抵押借款和质押借款；应付账款16.56亿元，主要为应付项目工程款。其他应付款主要为与股东株洲高科等的往来款等，2021年末金额为58.27亿元。2021年末公司一年内到期的非流动负债为即将到期的应付债券、长期借款和长期应付款；其他流动负债规模随短期应付债券到期而大幅下降。

截至2021年末，公司长期借款为56.13亿元，包括抵押借款、保证借款和信用借款。公司应付债券规模截至2021年末为75.64亿元，期限以3年和5年居多。截至2021年末长期应付款规模为16.43亿元，其中包含融资租赁借款8.19亿元。

表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

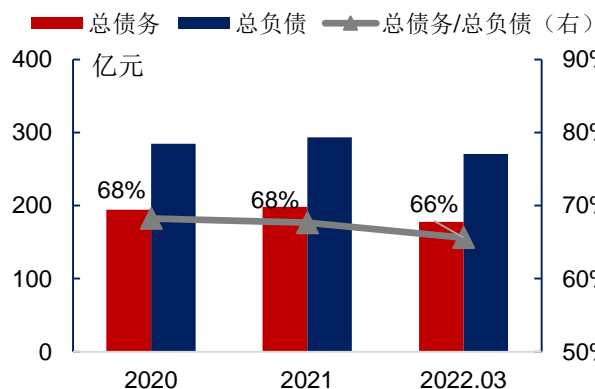
项目	2022 年 3 月	2021 年	2020 年
----	------------	--------	--------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	13.22	4.89%	8.18	2.79%	7.57	2.66%
应付账款	14.78	5.46%	16.56	5.64%	20.12	7.07%
其他应付款	58.16	21.49%	58.27	19.85%	46.01	16.16%
一年内到期的非流动负债	33.27	12.30%	50.41	17.18%	33.72	11.84%
其他流动负债	0.47	0.17%	0.47	0.16%	9.99	3.51%
<b>流动负债合计</b>	<b>130.44</b>	<b>48.20%</b>	<b>142.46</b>	<b>48.54%</b>	<b>128.58</b>	<b>45.16%</b>
长期借款	53.30	19.70%	56.13	19.13%	59.10	20.76%
应付债券	71.12	26.28%	75.64	25.78%	72.68	25.53%
长期应付款	12.99	4.80%	16.43	5.60%	20.50	7.20%
<b>非流动负债合计</b>	<b>140.16</b>	<b>51.80%</b>	<b>151.00</b>	<b>51.46%</b>	<b>156.15</b>	<b>54.84%</b>
<b>负债合计</b>	<b>270.60</b>	<b>100.00%</b>	<b>293.47</b>	<b>100.00%</b>	<b>284.73</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

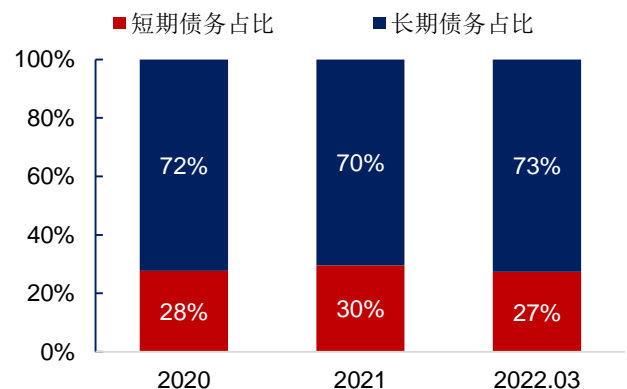
公司总债务规模受划出子公司影响有所下降，截至 2022 年 3 月末规模为 177.57 亿元，占当期负债总额的 66%，总债务中短期债务占比 27%。整体来看公司债务规模较大，偿付压力仍较大。

图 6 2020 年 6 月末公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 7 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从公司偿债能力指标来看，2022 年 3 月末公司资产负债率为 54.68%，同比变化不大。短期偿债能力方面，2022 年 3 月末公司现金短期债务比持续下滑至 0.18，现金对短期债务的覆盖能力减弱。2021 年公司 EBITDA 利息保障倍数为 0.53，略有上升，但 EBITDA 对利息的保障程度仍较差，公司债务压力较重。

表 17 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年 3 月	2021 年	2020 年
资产负债率	54.68%	54.79%	53.60%
现金短期债务比	0.18	0.29	0.32
EBITDA 利息保障倍数	-	0.53	0.33

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、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2019年1月1日至报告查询日（2022年6月7日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

### 或有事项分析

截至2022年3月末，公司对外担保金额为19.14亿元，担保对象大部分为民营企业，且均无反担保措施，公司面临较大的或有负债风险。

**表18 截至 2022 年 3 月末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保金额	企业性质
株洲岱勒新材料有限责任公司	2,540.00	民营企业
湖南海量信息科技股份有限公司	200.00	民营企业
湖南鑫荷实业发展有限公司	90.00	民营企业
株洲三特环保节能有限公司	2,000.00	民营企业
株洲利德再生资源回收有限公司	1,400.00	民营企业
株洲田龙铁道电气股份有限公司	2,200.00	民营企业
株洲市湘威实业有限公司	770.00	民营企业
湖南北辰通风设备有限公司	730.00	民营企业
株洲菲斯罗克光电科技股份有限公司	700.00	民营企业
湖南澳普利发门窗系统有限公司	770.00	民营企业
株洲南电科技有限公司	360.00	民营企业
株洲华越轨道科技有限公司	260.00	民营企业
湖南睿博机电产品开发有限公司	235.00	民营企业
株洲市石峰区罗世家具厂	140.00	民营企业
株洲福瑞新材料有限责任公司	550.00	民营企业
株洲东润兴达科技发展有限公司	450.00	民营企业
株洲浩优进出口贸易有限责任公司	450.00	民营企业
湖南中菱电梯物联科技有限公司	380.00	民营企业
湖南诚合鑫科技有限公司	430.00	民营企业
株洲市众瑞传热技术有限责任公司	450.00	民营企业
湖南海联粮油科学技术有限公司	590.00	民营企业
湖南省湘粤超普装饰建材有限公司	370.00	民营企业
株洲三江电子科技有限公司	260.00	民营企业
株洲普赛斯测控技术有限公司	20.00	民营企业
株洲思瑞普硬质合金有限公司	730.00	民营企业

湖南光大掘进工具有限公司	550.00	民营企业
株洲天成自动化技术有限责任公司	869.00	民营企业
湖南省现代惠农农业有限公司	260.00	民营企业
湖南龙盛环保有限公司	380.00	民营企业
湖南飞腾新材料科技有限公司	420.00	民营企业
湖南英博利智能科技有限公司	900.00	民营企业
株洲卓然新材料有限公司	900.00	民营企业
株洲高科集团有限公司	120,000.00	地方国企
株洲高科汽车园投资发展有限公司	50,000.00	地方国企
<b>合计</b>	<b>191,354.00</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 八、抗风险能力分析

株洲市及株洲高新区（天元区）具有区位及交通优势，株洲市为“长株潭”一体化重要组成部分、南方最大的铁路枢纽，株洲高新区（天元区）是株洲市政治中心、“3+5+2”产业核心区和现代城市建设重点区域，近年地区经济均持续增长，公司作为株洲高新区城市资源开发和运营的投融资和建设主体，主要从事土地一级开发、景区运营、住宅及商业地产开发、租赁以及商业招租管理等业务，业务具有较好的持续性，同时有望持续获得较大力度外部支持。但是公司存货主要以土地及项目开发成本、房产及配套建筑物为主，资产整体流动性较弱，主要在建项目投资缺口较大，随着项目的推进，公司存在资金压力和债务偿付压力，且对外担保使得公司面临较大的或有负债风险、划出子公司对其经营、财务产生一定不利影响。整体来看，公司抗风险能力良好。

## 九、债券偿还保障分析

**株洲高科提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保增强了“22天易01/22湖南天易01”、“22天易02/22湖南天易02”的安全性**

株洲高科为“22天易01/22湖南天易01”、“22天易02/22湖南天易02”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证的范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。承担保证责任的期间为债券的存续期及债券到期之日起两年，债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。经债券发行的主管部门和债券持有人会议批准，债券的利率、期限、还本付息方式等发生变更时，公司应立即告知担保人，但无需另经担保人同意，担保人继续承担担保协议项下的保证责任。债券到期之前，担保人发生合并、分立、减资、解散、停产、进入破产程序以及其他足以影响债券持有人权益的重大事项时，公司应在一定期限内提供新的担保，公司不提供新的担保时，债券持有人有权要求公司、担保人提前兑付债券本息。

株洲高科前身为株洲高新技术产业发展有限公司，成立于1999年3月，系由株洲高新区管委会出资设立的国有独资公司，2001年12月更名为现名。初始注册资本为1,000.00万元，期间经历多次注资及资本公积转增注册资本，2009年4月注册资本变更为3.50亿元。2009年5月及6月，引进两位新股东中融国际信托有限公司（以下简称“中融信托”）和中信信托有限责任公司（以下简称“中信信托”），株洲高科注册资本增至4.85亿元。2011年7月，株洲高新区管委会回购了中融信托所持股份；2011年10月，资本公积转增注册资本，增资后注册资本为10.00亿元。2012年9月，株洲高新区管委会完成对中信信托的股权回购，回购完成后株洲高新区管委会对株洲高科持股100%。2014年6月，株洲高新区管委会以现金形式向其增资2.00亿元，同时株洲高科资本公积转增实收资本8.00亿元，增资后注册资本为20.00亿元。2021年8月30日，株洲高新区管理委员会将持有的株洲高科股权的10%无偿划转至湖南省国有投资经营有限公司。截至2021年9月末，株洲高科注册资本和实收资本均为20.00亿元，株洲高新区管委会持有90%股权，为株洲高科控股股东及实际控制人。

根据《株洲高新技术产业开发区管理委员会关于同意<株洲高科集团有限公司重组整合实施方案>的批复》（株高政函〔2020〕16号），株洲高新区管委会以2020年9月30日公司账面价值无偿划转给株洲高科，本次股权划转后，株洲高科持有公司100%股权。

与公司重组整合完成后，株洲高科成为株洲高新区唯一的区属国有企业，定位为以园区开发为基础，以园区服务和产业发展为核心，以城乡发展为拓展空间的产城融合发展商与国有资本运营商。2020年整合前，株洲高科收入以土地开发和房屋销售为主，2018-2019年公司营业收入分别为23.32亿元及33.81亿元。2020年与公司完成重组，新增有色金属及小型数据链终端产品贸易业务，对营业总收入贡献力度很大。毛利率方面，2018-2019年销售毛利率有所下降，2020年新增的贸易业务毛利率很低，随着其收入占比提升，亦拉低了整体销售毛利率水平。

**表19 株洲高科营业收入及毛利率构成（单位：亿元）**

项目	2021年1-3月		2020年		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
土地开发	3.87	36.38%	37.31	23.05%	24.60	14.68%	14.48	21.39%
房屋销售	0.99	16.61%	8.71	7.52%	5.77	5.20%	5.34	-0.77%
商品销售	6.16	2.82%	33.19	2.83%	0.00	-	0.00	-
物业管理	0.29	-11.83%	1.14	-6.07%	0.80	-6.65%	0.64	-4.14%
建设工程	0.01	60.01%	0.28	56.87%	0.27	64.29%	0.47	63.09%
服务类收入	0.18	68.90%	1.00	36.37%	2.06	25.78%	1.54	18.82%
其他	0.89	86.59%	2.21	80.44%	0.30	39.54%	0.86	33.83%
<b>合计</b>	<b>12.39</b>	<b>21.08%</b>	<b>83.84</b>	<b>14.82%</b>	<b>33.81</b>	<b>13.86%</b>	<b>23.32</b>	<b>16.76%</b>

注：其他含租赁等业务收入。

资料来源：株洲高科提供，中证鹏元整理

截至2021年6月末，株洲高科资产总额为963.82亿元，所有者权益合计为382.94亿元，资产负债率为

60.27%。2020年度，株洲高科实现营业收入83.84亿元，利润总额8.07亿元，经营活动产生的现金流净额为-24.89亿元。

**表20 株洲高科主要财务指标（单位：亿元）**

项目	2021年6月	2020年	2019年	2018年
总资产	963.82	930.50	481.19	460.14
所有者权益	382.94	392.17	184.06	180.71
总债务	500.98	460.19	240.56	234.88
资产负债率	60.27%	57.85%	61.75%	60.73%
现金短期债务比	1.02	0.43	0.65	3.41
营业收入	21.36	83.84	33.81	23.32
其他收益	0.11	3.22	1.32	1.14
利润总额	3.08	8.07	3.58	2.83
销售毛利率	27.24%	14.82%	13.86%	16.76%
EBITDA	-	10.22	4.70	3.64
EBITDA 利息保障倍数	-	0.29	0.31	0.23
经营活动现金流净额	8.28	-24.89	9.60	-4.76
收现比	107.34%	96.04%	111.78%	109.52%

资料来源：株洲高科 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，株洲高科主体信用等级为AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能增强了“22天易01/22湖南天易01”、“22天易02/22湖南天易02”的安全性。

## 十、结论

综上，中证鹏元公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持“21天易08/21湖南天易01”、“22天易01/22湖南天易01”、“22天易02/22湖南天易02”的信用等级为AA+。

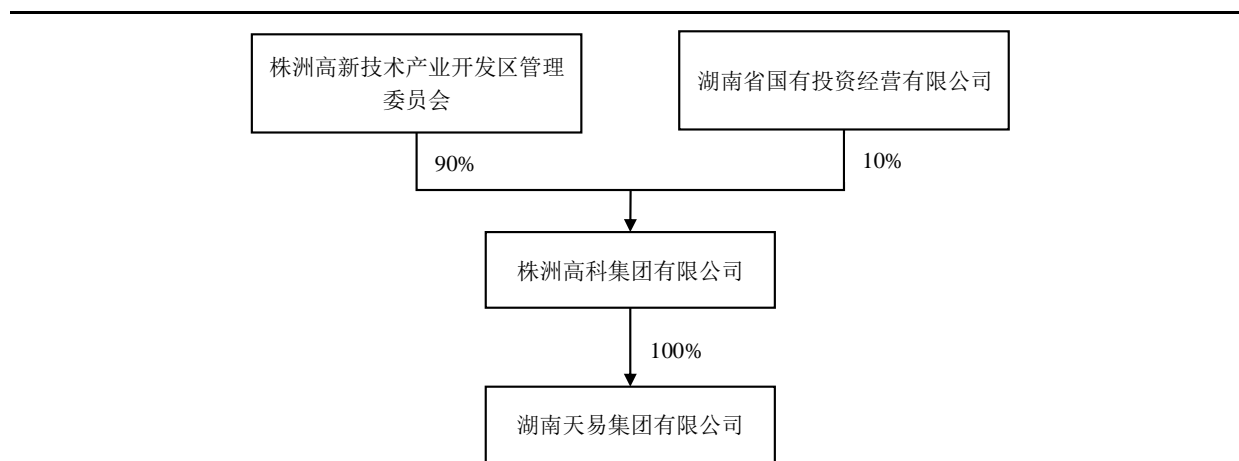


## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	7.76	16.09	21.98	19.49
应收账款	14.47	10.84	17.50	15.54
其他应收款	21.19	8.57	8.26	5.85
存货	238.07	251.84	243.05	157.31
流动资产合计	289.53	296.15	298.94	201.51
投资性房地产	86.74	121.65	121.74	66.72
在建工程	60.63	60.57	56.13	52.27
无形资产	21.43	21.54	21.92	25.47
非流动资产合计	205.35	239.52	232.29	184.48
资产总计	494.88	535.67	531.23	385.99
短期借款	13.22	8.18	7.57	6.79
应付账款	14.78	16.56	20.12	1.66
其他应付款	58.16	58.27	46.01	12.48
一年内到期的非流动负债	33.27	50.41	33.72	32.72
流动负债合计	130.44	142.46	128.58	62.00
长期借款	53.30	56.13	59.10	42.07
应付债券	71.12	75.64	72.68	63.21
长期应付款	12.99	16.43	20.50	17.78
非流动负债合计	140.16	151.00	156.15	123.47
负债合计	270.60	293.47	284.73	185.47
总债务	177.57	198.56	194.30	158.35
营业收入	4.74	33.68	49.38	26.34
所有者权益	224.28	242.20	246.50	200.52
营业利润	0.11	3.75	4.80	3.79
其他收益	0.01	1.16	2.69	0.55
利润总额	0.12	3.68	4.59	3.72
经营活动产生的现金流量净额	-0.20	18.97	1.03	0.91
投资活动产生的现金流量净额	-1.31	-4.29	8.97	-15.40
筹资活动产生的现金流量净额	-3.44	-19.07	-6.29	7.42
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	15.11%	21.62%	9.65%	15.61%
收现比	26.49%	86.08%	97.43%	106.65%
资产负债率	54.68%	54.79%	53.60%	48.05%
现金短期债务比	0.18	0.29	0.32	0.41
EBITDA（亿元）	-	6.94	6.01	4.45
EBITDA 利息保障倍数	-	0.53	0.33	0.38

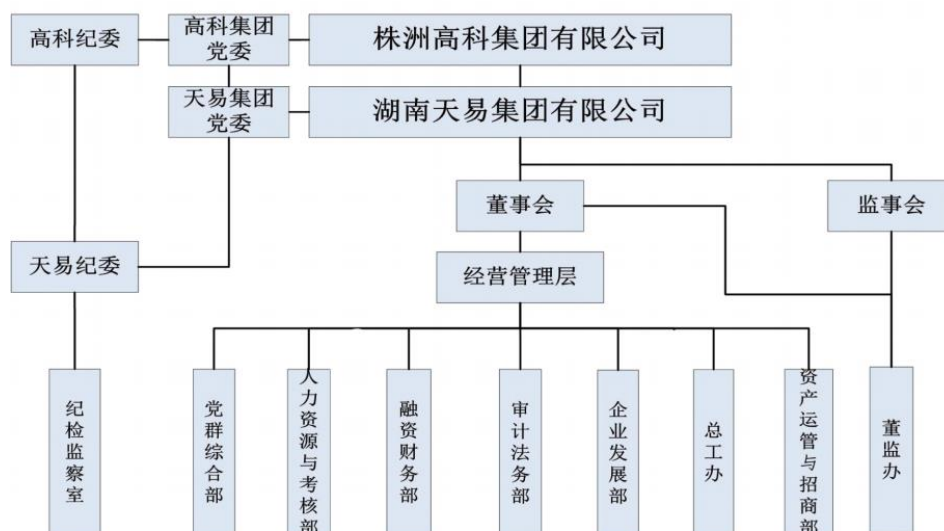
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录四 2022年3月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

序号	公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
1	株洲神农城开发建设有限公司	50,000.00	60.00%	公共设施投资管理
2	株洲神农城文化旅游发展有限公司	1,000.00	100.00%	旅游服务
3	株洲天易物业管理有限公司	3,000.00	100.00%	物业管理
4	株洲天易建设发展有限公司	52,000.00	100.00%	工程施工
5	株洲天易开元发展投资有限责任公司	43,000.00	100.00%	城市基础和公用设施的投资和运营
6	湖南动力谷本码科技有限公司	20,000.00	24.50%	批发业
7	湖南天易阳光私募股权基金管理有限公司	1,000.00	100.00%	受托管理股权投资企业资产；从事投资管理及相关咨询服务
8	湖南天易长鸿教育投资有限公司	9,000.00	70.00%	教育行业投资、教育管理、企业管理服务、场地租赁
9	株洲高新土地开发有限公司	10,000.00	100.00%	土地一级开发
10	株洲高易资产经营有限公司	4,000.00	100.00%	实业投资；市场营销策划；土地整治服务；房地产服务
11	湖南天骐建设有限公司	3,000.00	100.00%	工程施工
12	株洲高科发展有限公司	130,000.00	100.00%	园区开发

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

## 附录六 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。