

湖南天易集团有限公司

2021 年公开发行公司债券(品种
二)(面向专业投资者)信用评级报告



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

信用评级报告声明

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

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

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

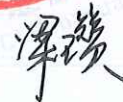
本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

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



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



报告编号：
中鹏信评【2021】第 Z
【176】号 01

分析师

姓名：

谢海琳 何佳欢

电话：

0755-82872123

邮箱：

xiehl@cspengyuan.com

评级日期：

2021 年 3 月 3 日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方法，
该评级方法已披露于中
证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦 3
楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

湖南天易集团有限公司 2021 年公开发行公司债券 (品种二) (面向专业投资者) 信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行主体长期信用等级：AA+

发行规模：不超过 1 亿元(含)

评级展望：稳定

债券期限：3 年

债券偿还方式：本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，
最后一期利息随本金一起支付

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司(以下简称“中证鹏元”)对湖南天易集团有限公司(以下简称“天易集团”或“公司”)本次拟面向专业投资者公开发行总额不超过 1 亿元(含)公司债券(以下简称“本期债券”)的评级结果为 AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司外部运营环境较好，为其发展提供了良好基础，公司土地开发业务可持续性较好，公司在债务置换、股东增资、股权划拨和财政补贴方面获得当地政府的一定支持。同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，未来存在较大的资金压力，有息债务规模较大，债务及流动性压力较大等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2017-2019 年，株洲市高新区(天元区)分别实现地区生产总值 312.0 亿元、374.6 亿元和 462.9 亿元，增速分别为 8.5%、9%和 11.1%，其中汽车制造、轨道交通装备制造等核心产业继续保持高速发展，高新区(天元区)经济实力的持续增长为公司发展提供较好的外部环境。
- 公司土地开发业务可持续性较好，未来收入保障性较好。公司主要负责株洲市高新区七大片区土地开发，截至 2020 年 9 月末存货中尚有账面价值 115.34 亿元的土地开发成本，且截至 2020 年 9 月末，公司未来在土地开发业务上至少尚需投入 156.97 亿元，土地开发业务具有较好的持续性且收入保障性较好。
- 公司在债务置换、股东增资、股权划拨和财政补贴方面获得当地政府的一定支持。2017-2019 年，株洲高新技术产业开发区管理委员会通过债务置换、股东增资、股

权划拨等方式，合计为公司注入资产及资本公积 6.27 亿元。此外，2017-2019 年，公司共收到政府补贴 0.98 亿元。2020 年公司资产整合后，公司 2020 年 9 月末所有者权益较 2019 年末增长 22.31%，资本实力进一步提升。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**公司资产以存货、投资性房地产和在建工程为主，截至 2020 年 9 月末分别占比 43.84%、20.45%、9.85%。其中，存货中土地开发成本占比较大，未来能否结转收入受当地土地政策影响较大；投资性房地产受限比例为 65.38%，抵押比例较高。总受限资产规模达 101.05 亿元，占同期末公司资产总额的 18.86%，受限资产规模较大。
- **公司未来存在较大的资金压力。**截至 2020 年 9 月末，公司主要在建基础设施代建及自营项目尚需投入 80.77 亿元，在土地开发方面，预计 2021-2022 年将合计投入资金 33.64 亿元，公司未来存在较大的资金压力。
- **公司有息债务规模较大，债务压力及流动性压力较大。**截至 2020 年 9 月末，公司有息债务规模为 215.68 亿元，较 2017 年末增长 56.55%，占总负债的比重为 74.22%，其中短期有息债务规模为 72.16 亿元，2020 年 9 月末现金短期债务比为 0.58，2019 年 EBITDA 利息保障倍数为 0.38，债务压力较重。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年9月	2019年	2018年	2017年
总资产	5,358,530.85	3,859,919.90	3,544,354.86	3,479,633.04
所有者权益	2,452,646.23	2,005,205.22	1,924,406.24	1,887,345.32
有息债务	2,156,804.27	1,583,527.56	1,370,356.15	1,377,692.37
资产负债率	54.23%	48.05%	45.71%	45.76%
现金短期债务比	0.58	0.41	0.67	3.19
营业收入	279,420.41	263,426.72	233,743.95	204,213.11
其他收益	3,400.06	5,505.24	2,632.18	0.00
利润总额	22,593.39	37,166.88	36,230.43	34,773.46
综合毛利率	10.94%	15.61%	18.80%	20.08%
EBITDA	-	44,526.53	40,880.07	39,220.35
EBITDA 利息保障倍数	-	0.38	0.37	0.34
经营活动现金流净额	5,028.75	9,120.04	5,047.07	6,248.78
收现比	1.00	1.07	0.76	1.05

资料来源：公司 2017、2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，2018 年数据采用 2019 年期初数，中证鹏元整理

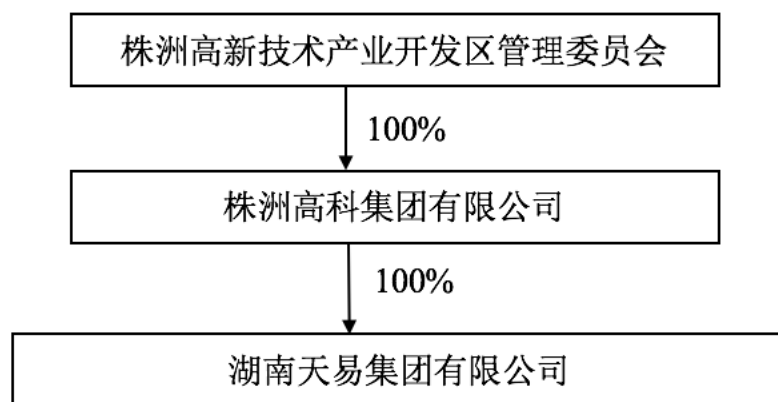
一、发行主体概况

公司前身是湖南天易示范区开发建设有限公司，是经株洲市天元区人民政府《关于成立湖南天易示范区开发建设有限公司的通知》（天政发〔2009〕2号）同意，由株洲市天元区人民政府出资设立的，注册资本1.00亿元，其中实收资本0.34亿元，2009年4月天元区人民政府将其持有的公司全部股权无偿转让给株洲高科集团有限公司（以下简称“株洲高科”），同时增加公司注册资本1.50亿元。2010年4月株洲高新区国有资产管理办公室将栗雨工业园十二宗约805亩土地注入株洲高科，用于置换其所持有的公司股权，公司控股股东变更为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”）。公司于2011年2月24日更名为现名。2019年12月，高新区管委会以货币资金的形式为公司增资3.50亿元。

2020年10月16日，根据高新区管委会出具的《出资人决定》和《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》，高新区管委会将持有的公司100%股权无偿划转至株洲高科。

截至2020年末，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，高新区管委为实际控制人，公司股权结构如图1所示。

图1 截至2020年末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司是株洲市高新区城市开发的重要投融资和建设主体，主要承担株洲市高新区城市基础设施建设、土地开发整理、自主创业园的基础设施建设及运营、神农城景区的维护运营等业务，并有少部分商业地产租赁业务。

截至2020年9月末，纳入公司合并范围的一级子公司共计16家，具体情况详见表1。2020年10月资产整合后，公司减少合并范围一级子公司5家，减少园区开发、资产管理、产业投资等业务，该等业务及收入规模均较小；增加合并范围一级子公司3家，新增新马片区、汽博园片区土地开发业务及汽博园片区工业厂房开发等业务范围，整体业务规模及业务范围明显扩张。

表1 截至2020年9月末纳入合并范围的一级子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
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
株洲天易商业经营管理有限公司	1,000.00	100.00%	商业经营管理
株洲天易房地产开发有限公司	15,000.00	100.00%	房地产开发
株洲神农城文化旅游发展有限公司	1,000.00	100.00%	旅游服务
株洲天易物业管理有限公司	3,000.00	100.00%	物业管理
株洲天易建设发展有限公司	52,000.00	100.00%	工程施工
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
湖南动力谷本码科技有限公司	14,900	20.00%	批发业
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
株洲易融瑞旗投资合伙企业（有限合伙）	133,434.00	24.98%	实业投资、投资项目管理及资产管理公司的活动
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
株洲天易土地开发有限公司	10,000.00	100.00%	土地一级开发
株洲天易教育医疗产业投资有限公司	4,000.00	100.00%	教育、医疗投资
湖南天骐建设有限公司	3,000.00	100.00%	工程施工
株洲高科发展有限公司	130,000.00	76.92%	园区开发
株洲高科汽车园投资发展有限公司	97,232.00	51.42%	土地一级开发、园区开发

注：株洲易融瑞旗投资合伙企业（有限合伙）纳入合并报表范围主要系普通合伙人均放弃投资收益分配权所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称：湖南天易集团有限公司2021年公开发行公司债券（品种二）（面向专业投资者）；

发行总额：不超过人民币1亿元（含）；

债券期限和利率：3年，固定利率；

还本付息方式：本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

三、本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还即将到期的公司债券。

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革开放，扎实做好“六稳”工作，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展。2017-2019年，我国国内生产总值（GDP）从82.08万亿元增长至99.09万亿元，各年分别增长6.8%、6.6%、6.1%。经济结构调整成效显著，新经济持续较快发展。近三年，战略性新兴产业增加值分别增长11.0%、8.9%、8.4%，高于同期工业增加值增长率；战略性新兴产业营业收入分别增长17.3%、14.6%、12.7%。

但是我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大。当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，全球动荡源和风险点显著增多。2019年末爆发的COVID-19疫情，更加重了国内外经济风险。恐慌情绪、社会活动管制和收入下降广泛冲击居民消费；传统企业订单减少，制造业投资更加低迷；房企销售回款放缓加剧现金流压力，房地产开发投资意愿和能力下降。疫情在世界范围内蔓延形成对我国经济的第二次冲击，海外订单的减少和产业链停摆造成出口的下降，最终还会传导至内需。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。受此影响，近年财政支出增速高于财政收入增速。2020年，在疫情影响下，财政政策将更加积极有为，财政赤字率预计将进一步升高。

基建投资可发挥“稳定器”作用，但近年并未明显发力。2018-2019年，基础设施建设投资（不含电力）增速均为3.8%，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的2020年新增地方政府债务限额1.85万亿元，同比增长32.95%；其中专项债新增限额1.29万亿，同比增长59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由25%调整为20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2017年至2018年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型；2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境有所改善

2017年至2018年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。2017年5月，财政部、发展改革委等六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供任何形式的担保，并严禁地方政府利用PPP变相举债、承诺回收本金等行为。6月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号），严格规范政府购买服务，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。2018年2月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度，严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融

资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2019年仍延续2018年下半年的政策定调，2019年3月政府工作报告中指出，要妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《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》（财金[2019]10号），表明要切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务，禁止本级政府所属融资平台作为社会资本参与本级PPP项目。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。2019年末爆发COVID-19疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

株洲市总体经济实力较强，经济发展较快，核心产业保持高速发展

株洲市位于湖南省东部，是贯穿南北、连接东西的重要通道。株洲市是南方最大的铁路枢纽，京广、沪昆铁路在这里交汇，是全国五大客货运输特级站之一；106国道、107国道、320国道、京港澳高速、上瑞高速以及连接闽南、赣南、湘南的“三南”公路都在境内穿过；穿城而过的湘江，是长江第二大支流，四季通航，千吨级船舶可通江达海，地理交通十分便利。株洲市辖5县4区和1个国家级高新区、1个“两型社会”建设示范区，总面积11,262平方公里，截至2019年末常住人口402.85万人。

株洲市经济实力较强，近年来保持较快增速。按可比价格计算，2017-2019年株洲市地区生产总值增速分别为8.0%、7.8%和7.9%，2018-2019年地区生产总值分别为2,631.5亿元和3,003.13亿元。从产业结构来看，随着经济结构的调整，株洲市第三产业发展较快，对当地经济贡献逐步增强，三次产业结构由2017年的8.0：48.0：44.0调整为2019年的7.3：

45.2: 47.5，产业结构较为稳定。2019年株洲市人均地区生产总值74,600元，为全国人均生产总值的105.23%。

工业经济方面，2017-2019年株洲市工业增加值同比增速分别为7.0%、7.4%、8.6%，表现较为稳定。株洲市工业主要以轨道交通装备业、汽车制造业和航空、航天器及设备制造业等“三大动力”产业为核心，2017-2019年，三大产业增加值分别同比增长为7.1%、11.51%、29.4%，是株洲市工业经济快速增长的核心动力。计算机通讯和其他电子设备制造业、医药食品等新兴产业也保持较快增长。

固定资产投资方面，2017-2019年株洲市固定资产投资增速分别为13.3%、7%、12.2%，增速有所波动，其中第二产业投资逐年增长且保持较快增速，而第三产业投资则出现一定负增长或仅小幅增长，对固定资产投资增长的拉动较小。此外，国有投资连续三年下滑，非国有投资逐年增长。房地产投资方面，2017-2019年房地产开发投资增速分别为16.1%、27.8%和-0.8%，2019年由正转负，商品房销售面积及销售额同比分别下降20.3%和16.9%，房地产行业景气度有所下滑。

消费方面，近年株洲市社会消费品零售总额增速保持稳定，2017-2019年增速分别为10.7%、9.8%和10.2%。近年株洲市外贸逐年下滑，2017-2019年株洲市进出口总额同比增速分别为29.9%、25.5%和6.8%。

根据株洲市《2020全市经济运行提要》，株洲市2020年全市地区生产总值为3105.8亿元，同比增长4.1%，固定资产投资增长9.7%，高新技术产业增加值增长13.8%。

表2 2017-2019年株洲市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	3,003.13	7.9%	2,631.5	7.8%	-	8.0%
第一产业增加值	220.7	3.3%	185.5	3.6%	204.9	3.9%
第二产业增加值	1,358.7	8.8%	1,149.2	7.1%	1,454.9	6.7%
第三产业增加值	1,423.7	7.3%	1,296.8	9.6%	1,053.6	10.7%
工业增加值	1,057.3	8.6%	-	7.4%	1,281.2	7.0%
固定资产投资	-	12.2%	-	7%	2,657.8	13.3%
社会消费品零售总额	1,174.6	10.2%	1,065.6	9.8%	1,038.9	10.7%
进出口总额（亿美元）	29.3	6.8%	27.5	25.5%	21.9	29.9%
存款余额	3,274.1	3.1%	3,174.8	3.5%	3,068.8	8.5%
贷款余额	2,166.3	17.5%	1,839.3	16.5%	1,578.8	18.2%
人均 GDP（元）		74,600		65,447		67,474
人均 GDP/全国人均 GDP		105.23%		101.24%		113.10%

注：2017年GDP数据未披露。

资料来源：2017-2019 年株洲市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年株洲市实现公共财政收入200.9亿元，同比增长6.1%；实现政府性基金收入297.4亿元，同比增长27.2%。2020年株洲市实现公共财政收入204.6亿元，同比增长1.8%。

作为株洲市下属唯一国家级园区，株洲高新区（天元区）经济快速发展，产业基础较好

株洲高新区成立于1992年5月，1992年12月经国务院批准为国家级高新技术产业开发区。2000年，经科技部批准同意，株洲高新区实行“一区四园”的发展格局。“一区”，即株洲国家高新技术产业开发区，“四园”，即河西示范园、田心高科园、董家墩高科园、金山科技工业园。2000年底，株洲高新区与天元区进行职能归并、效能整合，实行统一的领导体制、财政体制、人事管理和机构设置。经过多年发展，株洲高新区（天元区）逐步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。截至2019年末常住人口34.03万人。

近年来株洲高新区（天元区）经济实力快速增长。2017-2019年，株洲高新区（天元区）分别实现地区生产总值312.0亿元、374.6亿元和462.9亿元，增长率分别为8.5%、9%和11.1%，增速较快，均高于全国平均水平。从产业结构来看，三次产业结构由2017年的3.7：37.1：59.3调整为2019年的2.6：41.6：55.9，第二产业对GDP贡献率由2017年的45.3%提升至2019年的66.1%，第二产业发展速度较快。2019年株洲高新区（天元区）人均地区生产总值136,027元，为全国人均生产总值的191.88%，区域经济水平较好。

株洲高新区（天元区）工业主要以汽车制造业、轨道交通装备制造业等产业为主，株洲高新区（天元区）的工业增加值增速由2017年的7.0%上升至2019年的15.4%，工业经济有所提速。其中高新技术产业（新能源、计算机通讯、电子设备制造等）发展较快，过去三年高新技术产业增加值增速均超过两位数，高新技术企业（含高技术以及高新技术产品企业）由2017年的88家增长至2019年的170家。

固定资产投资方面，2017-2019年，固定资产投资增速分别为10.1%、5%和2.4%，增速下滑明显，其中公有制经济投资增速逐年下滑。此外，房地产投资占全部固定资产投资的45%左右，2017-2018年均保持较快增长，而2019年仅增长0.1%。在消费方面，2017-2019年株洲高新区（天元区）社会消费品零售总额增速分别为10.4%、9.3%、10.1%，整体保持稳定。

表3 2017-2019 年株洲高新区（天元区）主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率

地区生产总值（GDP）	462.9	11.1%	374.6	9%	312.0	8.5%
工业增加值	-	15.4%	-	7.2%	101.4	7.0%
固定资产投资	-	2.4%	-	5%	464.0	10.1%
社会消费品零售总额	142.5	10.1%	129.4	9.3%	146.3	10.4%
人均 GDP（元）		136,027		112,933		95,006
人均 GDP/全国人均 GDP		191.88%		174.70%		159.25%

注：“-”表示未公开数据。

资料来源：2017-2019 年株洲市天元区国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年株洲高新区（天元区）实现一般公共预算收入52亿元；其中税收收入42亿，同比增长7.8%。

五、公司治理与管理

1. 公司治理

公司自成立以来，根据《公司法》等法律、法规和规范性文件的规定，制定了《公司章程》，建立了由董事会、监事会和公司经营管理层组成的公司治理架构。公司不设股东会，由单一股东株洲高科100%控股。控股股东具有修改公司章程、对公司增加或减少注册资本作出决议以及对合并、分立等事项作出决议等职权。

公司董事会是公司经营决策机构，由5名董事组成，董事会设董事长和副董事长各1名，董事会的组成由中共株洲高新技术产业开发区工委决定，并报上级党委备案。董事中的职工代表由集团公司职工民主选举产生。董事会具有决定公司经营计划和投资方案、制定公司章程及修改方案、决定公司内部管理机构设置等职权。

公司设监事会，由5名监事组成，设监事会主席一名。职工代表由公司职工代表大会民主选举产生，非职工监事由株洲高新技术产业开发区管理委员会任命。公司董事会成员、总经理、副总经理和财务负责人不得兼任监事。监事任期每届为三年，任期届满可连选连任。监事会拥有检查公司财务，监督董事、高级管理人员执行公司职务行为的职权。

2. 公司管理

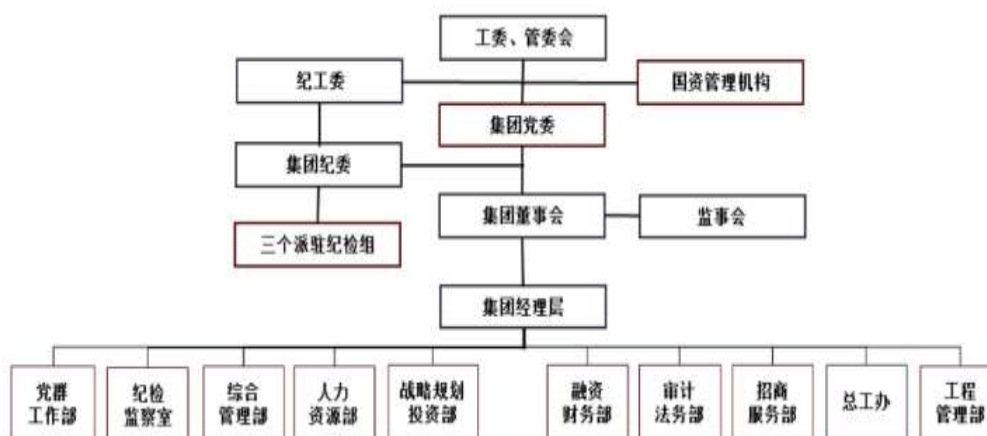
公司根据自身经营管理需要构建了内部组织架构，设立了综合管理部、人力资源部、工程管理部、融资财务部等十个职能部门。公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘，设副总经理若干，并根据公司工作需要可设总会计师、总工程师等职务，上述职务由总经理提名，董事会聘任或者解聘。

公司在货币资金管理、投融资管理、工程项目管理、人力资源管理等方面建立了相对合理的内部控制体系。

在财务管理方面，公司制订了《财务管理制度》，明确了相关财务管理组织机构的职责，并对财务会计监督、费用支出用款的监管做出了明确的规定，规范了财务核算及管理的各项基础工作，制定了严格的定额管理制度。投融资管理方面，公司制定了《投融资管理制度》，规范了公司的投融资管理工作，提高了投融资的工作效率，优化管理资源，降低投融资决策风险。项目管理方面，公司制定了《工程项目管理制度》，在投资项目规划、招标投标管理、进度控制及工程管理各方面都制定规范的制度。

人力资源管理方面，公司制定了《人力资源管理制度》，规定了人事招聘、培训、绩效考核及薪酬体系等相关制度，对员工的录用、培训及薪资福利安排进行了规定，确保招聘流程的公平有序，保护员工的合法权益，并实行以岗定薪、奖金与企业经济效益、员工绩效相挂钩的薪酬激励机制。

图2 截至 2020 年末公司组织架构图



资料来源：公司提供

六、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、城市基础设施建设、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。2017-2019年，公司营业收入规模保持增长，分别为20.42亿元、23.37亿元和26.34亿元。收入主要来自于土地开发及基础设施建设业务，除上述两大主营业务外，公司商品房销售及租赁业务对公司营业收入形成了一定补充。此外，公司还拥有景区运营、园区服务、物业管理等业务，但收入规模均不大。2020年1-9月，受划入子公司影响，公司商品销售收入大幅增长，实现销售收入16.26亿元，主要为大宗商品贸易业务。

毛利率方面，2017-2019年及2020年1-9月公司综合毛利率分别为20.08%、18.80%、15.61%和10.94%，2017-2019年毛利率逐年下降，主要系土地开发业务毛利率逐年下降所致，2020年1-9月毛利率较低主要系大宗商品贸易业务占比较大且毛利率较低所致。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-9月		2019年		2018年		2017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	48,584.45	24.84%	131,368.58	14.25%	108,265.13	23.98%	102,898.42	33.60%
基础设施代建	-	-	112,765.51	16.06%	89,317.77	12.52%	64,816.63	7.41%
商品房销售	44,354.89	17.15%	8,413.53	13.59%	27,219.72	16.09%	31,812.47	6.22%
房屋租赁	11,450.76	94.33%	5,743.61	87.29%	4,614.62	79.05%	2,192.50	74.85%
园区服务	-	-	1,814.44	15.52%	-	-	-	-
物业管理	281.64	-216.23%	999.98	-54.43%	1,157.29	-1.71%	809.01	-46.54%
景区运营	366.71	-225.74%	940.90	-184.17%	1,466.77	-58.51%	1,236.43	-130.61%
商品销售收入	162,564.45	0.11%	356.96	6.52%	-	-	-	-
孵化器服务	-	-	134.35	-259.18%	-	-	-	-
商业招租管理	8.20	100.00%	52.49	100.00%	128.28	100.00%	195.16	83.61%
基金服务	-	-	48.38	100.00%	-	-	-	-
服务收入	1,619.59	-59.83%	-	-	1,308.34	-36.74%	156.29	-114.24%
建安工程	10,189.72	22.72%	-	-	-	-	96.20	12.91%
其他业务	-	-	788.01	44.49%	266.04	0.00%	-	-
合计	279,420.41	10.94%	263,426.72	15.61%	233,743.95	18.80%	204,213.11	20.08%

资料来源：公司2017、2019年审计报告及未经审计的2020年1-9月财务报表，公司提供，中证鹏元整理

公司土地开发业务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、五云峰片区及资产整合后的新马片区和汽博园片区。财综[2016]4号文下发前，公司自筹资金对土地进行前期整理开发，整理完成并经株洲市土储中心同意后，委托株洲市国土局土地矿产交易所进行招拍挂，拍卖所得的土地出让款直接进入株洲市财政局专户，由株洲市财政局将款项的60%作为土地开发成本支付给公司，同时将另外40%作为土地开发收益支付给天元区财政局，天元区财政局再将土地开发收益扣除规费后的净收益直接支付给公司。

财综[2016]4号文下发之后，公司土地开发业务模式发生调整，根据天元区政府与公司签订的《土地委托平整协议》，高新区（天元区）政府委托公司对高新区（天元区）内相应片区的土地进行平整，由公司承担前期费用、平整等所有项目投入和资金；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，2017年起，公司按此模式确认土地开发收入。

新马片区、汽博园片区分别由子公司株洲高科发展集团有限公司（以下简称“高科发展”）和株洲高科汽车园投资发展有限公司（以下简称“汽车园投资”）分别负责开发，土地为母公司株洲高科自有，开发模式为公司根据园区内招商企业需求，自行开发整理并委托政府部门进行招拍挂，土地出让后政府按工业用地6%、商业用地15.6%的比例收取相关费用，其余资金交付公司，母公司不留存收入。

2017-2019年，公司分别实现土地开发收入102,898.42万元、108,265.13万元和131,368.58万元，近三年土地开发收入逐年增长且较为稳定。毛利率方面，2017-2019年土地开发业务毛利率分别为33.60%、23.98%和14.25%，毛利率逐年下滑，主要受政府土地出让价格、拆迁成本等因素影响，从而影响政府确认土地开发业务额外收益的比例。2020年1-9月公司实现土地开发收入4.86亿元，毛利率为24.84%，毛利率水平较高，主要系2020年出让商业土地较多。

公司目前待整理开发土地充足，其中已整理面积为40,411.22亩，尚可出让面积为20,159.69亩，主要集中在五云峰片区和新马片区。

表5 截至2020年9月末公司土地整理区域情况（单位：亩）

片区	规划面积	已整理面积	尚可出让面积
神农城片区	3,957.51	1,304.91	90.11
湘水湾片区	4,390.90	2,457.90	856.73
月塘生态新城	3,302.49	2,664.92	22.78
天易科技城自主创业园	5,503.80	3,317.10	1,697.47
五云峰片区	32,648.40	8,794.50	8,794.50
新马片区	-	18,318.89	6,586.10
汽博园片区	-	3,553.00	2,112.00
合计	49,803.10	40,411.22	20,159.69

注：新马片区及汽博园片区在开发过程中未完全按照原开发计划进行，存在较大差异，因此原先预计的规划面积已无参考性。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021-2022年，公司预计在土地开发整理业务上投入168,200.00万元和168,200.00万元，资金压力较大，且截至2020年9月末，存货中尚有账面价值115.34亿元的土地开发成本，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，存在一定的不波动性。

表6 截至2020年9月末公司土地开发整理情况及规划（单位：万元、亩）

片区	预估总投资	已投资额	有效面积	未来两年投资计划	
				2021年	2022年
神农城片区	240,000.00	193,706.83	1,304.91	-	-
湘水湾片区	490,000.00	530,503.51	2,457.90	-	-
月塘生态新城	390,000.00	373,724.12	2,664.92	-	-
天易科技城自主创业园	650,000.00	387,433.14	3,317.10	51,600.00	51,600.00
五云峰片区	1,500,000.00	355,422.97	8,794.50	66,600.00	66,600.00
新马片区	-	1,265,749.99	18,318.89	-	-
汽博园片区	-	249,579.84	3,553.00	50,000.00	50,000.00
合计	3,270,000.00	3,356,120.40	40,411.22	168,200.00	168,200.00

注：新马片区及汽博园片区在开发过程中未完全按照原开发计划进行，存在较大差异，因此原先预计的总投资额已无参考性。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司基础设施代建收入持续性较好，但未来收入受结算影响可能存在波动，且资金支出压力较大

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）内基础设施建设工程的代建工作。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%。

近年公司主要承担湘水湾片区、神农城片区的基础设施代建工作，毛利率逐年增加，主要系低毛利率的月塘生态新城片区收入占比逐年下滑所致。

表7 2017-2019 年公司基础设施代建业务明细（单位：万元）

项目	2019 年确认成本	2019 年确认收入
月塘生态新城道路代建	5,862.24	6,331.22
神农城、湘水湾道路代建	18,512.54	22,215.04
学校代建	31,813.21	38,175.86
自主创业园道路	38,467.42	46,160.91
6#塔楼	0.00	-117.52
合计	94,655.41	112,765.51
项目	2018 年确认成本	2018 年确认收入
神农城、湘水湾片区道路建设	41,137.33	49,364.79
月塘生态新城片区道路建设	36,993.49	39,952.97
合计	78,130.82	89,317.76
项目	2017 年确认成本	2017 年确认收入
月塘生态新城片区道路建设	60,015.40	64,816.63
合计	60,015.40	64,816.63

注：6#塔楼项目收入为负系往期已交付项目部分工程款退回。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

目前公司在建的基础设施代建项目包括长江西路道路工程和神农城市政配套及道路工程、月塘生态新城片区道路工程、开发片区五所学校和自主创业园道路工程四个项目。

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2020年9月末尚需投资26.18亿元，规模较大，业务持续性较好，但资金支出压力较大。

表8 截至 2020 年 9 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	尚需投资	累计已确认收入	累计回款金额	项目性质
长江西路道路工程和神农城市政配套及道路工程	18.00	21.05	-	25.18	22.87	代建
月塘生态新城片区道路工程	20.00	21.01	-	22.69	18.33	代建
开发片区学校	24.16	5.03	19.13	3.82	1.00	代建
自主创业园道路工程	11.09	4.04	7.05	4.62	-	代建
合计	73.25	51.13	26.18	56.31	42.20	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司商品房销售收入逐年下滑，该业务易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的主要包括工业厂房开发和住宅及商业地产开发两部分，2017-2019年收入逐年下滑，主要系在售项目进入尾盘，其余商品房项目尚未进入预售阶

段所致。2020年1-9月实现收入4.44亿元，收入大幅增长，主要系公司在建住宅项目实现预售收入所致。此外，近年商品房销售收入总体毛利率波动较大，主要系不同项目收入占比及毛利率不同所致。

工业厂房开发由公司本部、子公司株洲天易建设发展有限公司（以下简称“天易建设”）及新并入子公司高科发展负责开发，其中公司本部负责的厂房项目主要为自主创业园一期及二期项目，主要建设内容为工业厂房及相关配套用房及设施，计划通过厂房租售的方式实现收入。其余工业厂房开发项目均为子公司高科发展负责，截至2020年9月末，主要在建工业厂房开发项目已累计实现8.94亿收入。截至2020年9月末，公司在建工业厂房开发项目总投资100.08亿元，已投资57.33亿元，尚需投资资金42.75亿元，资金压力较大，同时，公司已投入资金规模较大，累计回款金额较小，存在一定销售及出租情况不及预期的风险。

表9 截至2020年9月末公司主要在建工业厂房开发项目（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	尚需投资	累计回款金额	收入确认方式
自主创业园一期工程	259,001.00	187,779.34	71,221.66	33,902.21	租售
自主创业园二期工程	191,785.00	3,089.92	188,695.08	0.00	租售
动力谷北片	146,000.00	140,000.00	6,000.00	23,886.30	租售
动力谷南片	164,000.00	141,800.00	22,200.00	15,208.08	租售
风电产业园	45,000.00	41,000.00	4,000.00	8,340.00	租售
动力谷大二期动力部件园	18,000.00	9,600.00	8,400.00	8,060.66	租售
动力谷大二期新马制造园	40,000.00	9,800.00	30,200.00	-	租售
智点新能源汽车	101,700.00	27,000.00	74,700.00	-	租售
高科·科创园	35,300.00	13,200.00	22,100.00	-	租售
合计	1,000,786.00	573,269.26	427,516.74	89,397.25	-

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。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

住宅及商业地产开发目前由子公司株洲天易房地产开发有限公司（以下简称“天易房开”）及新并入子公司株洲高科房地产开发有限公司（以下简称“高科房开”）和株洲北汽博园开发有限公司（以下简称“汽博园开发公司”）负责运营，主要以住宅、写字楼和商业用房为主。公司使用自有资金通过株洲市土地矿产交易所拍卖获得土地，交由上述子公司进行开发和销售。

住宅及商业地产部分主要收入来源于神农文化艺术休闲街项目及子公司株洲市天元区保障住房开发建设有限公司（以下简称“保障房公司”）¹开发的保障房相关配套商业和子公司天易建设开发的鹭湖智库产业用房项目。此外，新并入子公司汽博园开发公司负责开发的汽博园内公寓、文化广场及展厅等项目均已完工，主要通过租赁形式实现收入。2020年1-9月住宅及商业地产开发部分收入主要来自于高科房开住宅项目西郡（1-6栋）及天易房开住宅项目常春藤。

目前主要已完工在售项目为神农文化艺术休闲街项目，该项目主要是住宅及商业地产，占地44亩。截至2020年9月末，剩余可售面积3.45万平方米。同期主要在建项目商业地产项目神农大厦写字楼及公寓和七区商业街，以及西郡（1-6栋）和常春藤住宅项目，合计尚需投资11.84亿元，未来资金支出压力较大。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10 截至2020年9月末公司主要已完工在售商业地产情况（单位：万元、万平方米）

项目名称	总投资	建筑面积	可售面积	已售面积	累计实现收入
神农文化艺术休闲街B地块	72,961.35	10.46	7.04	3.79	35,328.91

注：1、神农文化艺术休闲街B地块项目已完工，可售面积包含悦湖国际写字楼，该部分目前主要被用来出租，但也可用来售。2、2020年1-9月销售面积为0.20万平方米，仅签订销售意向合同，未计入已实现收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表11 截至2020年9月末公司主要在建住宅及商业地产开发项目（单位：万元、万平方米）

项目名称	项目总投资	项目已投资	尚需投入	累计实现收入（预售）	是否预售	总建筑面积
神农大厦	45,000.00	16,207.17	28,792.83	-	否	5.59
七区商业街	55,000.00	27,911.61	27,088.39	-	否	9.74
西郡（1-6栋）	45,600.00	21,100.00	24,500.00	20,200.00	是	12.60
常春藤	62,000.00	24,000.00	38,000.00	27,000.00	是	12.51
合计	207,600.00	89,218.78	118,381.22	47,200.00	-	15.33

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司房屋租赁业务收入规模逐年增长，且毛利率水平较高；新增大宗商品贸易业务，收入规模较大但对利润贡献较小

房屋租赁业务则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”）

¹ 该公司已划出。

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的运营管理。近年业务收入逐年增长，且保持较高毛利率；其中，2018年起神农太阳城北区投入运营，当年公司租赁业务收入增长较快。2020年1-9月，公司房屋租赁业务规模大幅上升，主要系新并入子公司含商业物业及工业厂房租赁业务收入所致。

公司商品销售业务主要为大宗商品贸易业务，由新并入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，收入规模较大但对利润贡献较小，2020年1-9月动力谷本码实现业务收入16.27亿元，净利润为-240.56万元。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均为长期合作，下游客户则多为签订时效为一年的代理采购合同，因此上下游集中度均较高。

公司在债务置换、股东增资、财政补贴等方面得到当地政府的一定支持

公司作为株洲市高新区基础设施建设的重要主体，得到政府在资产注入、股东增资、财政补贴等方面的较大支持。

2017年政府通过债务置换的方式使公司增加资本公积1.54亿元。2018年12月，根据《株洲高新技术产业开发区管理委员会关于株洲村镇建设开发集团有限公司股权划转的决定》（株高政函[2018]11号），高新区管委会将价值3,383.57万元的村镇集团的100%股权划入公司，全部计入资本公积。

2019年，高新区管委会以货币资金的形式为公司增资34,996.72万元，计入实收资本。同时，因子公司村镇集团持有股权的株洲嵩山置业有限、株洲泰山置业集团有限责任公司进行资产评估，使得村镇集团持有的股权产生8,948.08万元评估增值，该部分计入资本公积。此外，天元区人民政府武装部将14.17万元办公用资产转入公司，也计入资本公积。2017-2019年，政府合计为公司注入资产及资本公积6.27亿元。

2020年10月，株洲高科将3家子公司股权无偿划入公司，公司无偿划出5家子公司股权，目前均已完成工商登记变更。此次变更后，根据公司2020年1-9月财务报表，截至2020年9月末，新并入3家子公司总资产合计规模为180.77亿元，净资产合计规模为54.52亿元，资产整合后，公司净资产规模较2019年末净增加44.74亿元，资本公积较2019年末净增加18.19亿元。

在财政补贴方面，政府也对公司给予了一定的支持。2017-2019年，公司分别收到政府补助²1,621.44万元、2,642.18万元、5,536.31万元，一定程度上提升了公司的盈利水平。

表12 近年来公司获得的外部支持情况（单位：万元）

1、资产注入		
类别	金额/账面价值	依据文件
债务置换	15,390.00	-
股权资产	3,383.57	株高政函[2018]11号
货币资金	34,996.72	-
股权评估增值	8,948.08	-
办公用资产	14.17	-
合计	62,737.54	-
2、财政补贴		
时间	补贴金额	依据文件
2017年	1,621.44	-
2018年	2,642.18	-
2019年	5,536.31	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告及天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告及未经审计的2020年1-9月财务报表，其中2020年1-9月财务报表对公司2020年10月发生的资产整合进行了追溯调整，公司财务报表均采用新会计准则编制，因2019年发生重大差错更正，对2019年期初数进行追溯调整，2018年数据采用2019年期初数。2017-2019年及2020年1-9月，公司合并范围净增加一级子公司分别为1家、6家、1家和-2家。

表13 近三年一纳入公司合并范围的一级子公司变动情况

项目	2020年1-9月	2019年	2018年	2017年
当年增加数	3	1	6	1

² 含公司代收园区企业补贴，补贴将抵扣园区企业所欠公司租金、税款及物业管理费等。

当年新增子公司名称	湖南动力谷本码科技有限公司 ³	湖南天易云峰一号私募基金合伙企业（有限合伙）	株洲天易土地开发有限公司	湖南天易长鸿教育投资有限公司
	株洲高科发展有限公司	-	株洲天易教育医疗产业投资有限公司	-
	株洲高科汽车园投资发展有限公司	-	湖南天骐建设有限公司	-
	-	-	湖南天易园区运营管理有限公司	-
	-	-	湖南天易资产管理有限公司	-
	-	-	株洲村镇建设开发集团有限公司	-
当年减少数	5	1	0	0
当年减少子公司名称	湖南天易众创孵化器有限公司	株洲市天元区保障住房开发建设有限公司	-	-
	湖南天易园区运营管理有限公司	-	-	-
	湖南天易资产管理有限公司	-	-	-
	株洲村镇建设开发集团有限公司	-	-	-
	湖南天易云峰一号私募基金合伙企业（有限合伙）	-	-	-

资料来源：公司2017-2019年审计报告，公司公告，中证鹏元整理

2019年公司发生重大会计差错更正，对2019年期初数进行追溯调整，详见下表。

表14 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年1月1日		
	调整前	调整后	调整额
其他流动资产	10,449.28	11,091.27	641.98
应交税费	51.35	693.33	641.98
可供出售金融资产	-	102,707.00	102,707.00
长期股权投资	108,778.99	6,071.99	-102,707.00
一年内到期的非流动负债	52,590.00	261,426.40	208,836.40
其他流动负债	-	40,000.00	40,000.00
应付债券	860,966.64	612,130.24	-248,836.40

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

资产结构与质量

³ 公司取得本码科技 24.5% 股权，且公司与株洲动力谷产业投资发展集团有限公司（实际控制人为株洲高科，持有本码科技 24.5% 股权）形成一致行动人，因此由公司对本码科技进行并表。

公司资产规模持续增长，主要以为土地及项目开发成本、神农城商圈房产及配套建筑物为主，已抵押资产规模较大，资产整体流动性较弱

随着公司的经营发展以及对外借款力度加大，公司资产规模持续增长，2019年末公司资产总计385.99亿元，2020年新增合并子公司后，2020年9月末总资产大幅增长至535.85亿元。

表15 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年9月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	421,479.35	7.87%	194,894.61	5.05%	229,956.91	6.49%	482,174.99	13.86%
应收账款	163,034.88	3.04%	155,440.05	4.03%	170,201.02	4.80%	103,996.42	2.99%
存货	2,349,206.86	43.84%	1,573,086.60	40.75%	1,404,924.77	39.65%	1,253,080.26	36.01%
流动资产合计	3,072,957.16	57.35%	2,015,070.12	52.20%	1,885,393.38	53.19%	1,962,288.34	56.39%
可供出售金融资产 ⁴	182,995.58	3.42%	193,938.37	5.02%	102,707.00	2.90%	0.00	0.00%
持有至到期投资	138,085.07	2.58%	117,920.00	3.05%	94,844.00	2.68%	800.00	0.02%
投资性房地产	1,095,679.58	20.45%	667,156.87	17.28%	661,088.72	18.65%	656,967.67	18.88%
在建工程	527,614.02	9.85%	522,709.82	13.54%	492,816.38	13.90%	451,109.29	12.96%
无形资产	220,148.86	4.11%	254,705.47	6.60%	245,816.86	6.94%	249,311.35	7.16%
非流动资产合计	2,285,573.69	42.65%	1,844,849.78	47.80%	1,658,961.48	46.81%	1,517,344.70	43.61%
资产总计	5,358,530.85	100.00%	3,859,919.90	100.00%	3,544,354.86	100.00%	3,479,633.04	100.00%

资料来源：公司 2017、2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司货币资金规模有所波动，主要系公司偿还债务及新增对外融资所致，截至2020年9月末为42.15亿元，主要以银行存款为主，其中7.51亿元使用受限。公司应收账款主要为应收代建项目工程款，应收对象主要为西城置业、株洲市城市建设发展集团有限公司等地方国有企业等。截至2019年末，应收账款账面价值为15.54亿元，近三年有所波动，但仍较2017年末增长49.47%，其中应收西城置业代建工程款14.10亿元，占比90.73%，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、保障房项目及土地开发整理项目的开发成本，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。近年随着公司各项业务投入加大而逐年增长，2017-2019年复合增长率为12.04%，截至2020年9月末，存货账面价值进一步增长至234.92亿元，主要系新增合并子公司土地开发成本（2020年1-9月发生成本）及工业厂房建设开发成本，其中15.32亿元的存货已被用于抵押。

⁴ 2019 年审计报告将部分长期股权投资调至可供出售金融资产，同时对 2018 年进行追溯调整。

非流动资产方面，公司可供出售金融资产规模保持较快增长，其中持有株洲长银天易城中村建设合伙企业（有限合伙）股权价值11.23亿元（持股比例43.74%）、株洲天易信银投资企业（有限合伙）股权2.90亿元（持股比例33.33%）。持有至到期投资主要为公司购买的资管计划、基金、信托等理财产品。投资性房地产主要为公司拥有的神农太阳城商圈房产及新并入赛车场及附属建筑物等，2017-2019年末规模较为稳定，2020年9月末，新增合并子公司后，投资性房地产规模大幅增长至109.57亿元，均按公允价值计量，主要系新增自有办公楼、商业物业、赛车场及配套建筑物，其中用作贷款抵押的受限部分账面价值为71.64亿元，抵押占比较高，且账面价值25.56亿元投资性房地产尚未办妥产权证明。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2019年末账面价值为52.27亿元，三年复合增长率为7.64%，主要系随项目建设投入不断增加所致。2020年9月末，受新增合并子公司影响，增加工矿仓储基地项目及赛车场项目，但规模较小。无形资产主要为公司拥有的土地使用权，截至2020年9月末，公司拥有土地面积69.73万平方米，账面价值合计为21.98亿元，其中土地使用权账面价值的28.12%已用于抵押，流动性受到一定限制。

整体来看，近年公司资产规模稳步增长，但资产中存货、投资性房地产及在建工程占比较大，截至2020年9月末总受限资产规模达101.05亿元，占同期末公司资产总额的18.86%，受限资产规模较大，资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入规模保持逐年增长，但未来存在一定波动性，政府补助和公允价值变动损益一定程度补充了公司利润

2017-2019年公司营业收入规模保持增长，收入主要来自于土地出让和基础设施代建业务，两项业务合计占比分别为82.13%、84.53%和92.68%，占比逐年提升。但主要业务受政府规划影响较大，收入规模可能存在一定波动性。公司商品房销售及租赁业务是公司营业收入的良好补充，其中随着自主创业园一期入驻企业的增多，未来该项目租售收入及园区服务收入有望进一步增长，而商品房开发项目受当地房地产市场景气度影响较大，未来收入存在波动性。

2017-2019年公司综合毛利率逐年下滑，主要系土地开发业务收益加成比例下降所致。

2020年1-9月，公司已实现营业收入27.94亿元，占2019年全年的106.07%，主要来源于土地开发、商品房销售及大宗商品贸易业务，其中大宗商品贸易业务占比较大但毛利率较低，拉低当期公司综合毛利率。

公允价值变动收益、政府补贴收入及投资收益一定程度上补充了公司利润，其中公允价值变动收益为当年投资性房地产评估价值增值部分，该部分收益易受到未来房地产价格影响而存在一定波动风险；其他收益主要为政府补助收入，2017-2019年公司分别获得政府补助1,621.44万元、2,642.18万元和5,536.31万元，是公司利润的良好补充。公司投资收益主要来自权益法核算的长期股权投资收益和理财产品收益。总体来看，近三年公司利润总额逐年增长且较为稳定，利润水平尚可。

表16 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-9月	2019年	2018年	2017年
营业收入	279,420.41	263,426.72	233,743.95	204,213.11
公允价值变动收益	0.00	5,044.26	4,121.04	7,869.61
其他收益	3,400.06	5,505.24	2,632.18	0.00
投资收益	9,867.38	2,818.23	855.56	634.31
营业利润	24,417.23	37,913.63	36,684.50	33,593.62
利润总额	22,593.39	37,166.88	36,230.43	34,773.46
综合毛利率	10.94%	15.61%	18.80%	20.08%

资料来源：公司2017、2019年审计报告及未经审计的2020年1-9月财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金表现偏弱，投资支出规模较大，未来资金压力较大

公司经营活动现金流入主要来自土地开发、基础设施代建及商品房销售业务，其中土地开发和商品房销售业务分别按照当年实际收到的财政返还金额和实际收到购房款确认收入，但基础设施代建业务结算周期较长，且易受委托方资金安排影响。2017-2019年，公司收现比分别为1.05、0.76、1.07，虽有所波动，但收现能力尚可。经营活动现金流出主要为土地开发、在建项目投入、与其他单位的往来款项等，由于公司土地开发及在建项目投入规模较大，近年公司经营活动现金流仅保持小幅净流入，2017-2019年分别为6,248.78万元、5,047.07万元和9,120.04万元，经营活动现金流表现偏弱。

投资活动方面，近年公司对外股权投资、片区开发及项目建设投资规模均较大，2017-2019年投资活动现金净流出规模分别为283,742.78万元、124,112.95万元和154,001.74万元，根据公司土地开发整理规划及自主创业园一期、二期的建设规划，公司未来投资活动现金流预计将保持净流出。

公司主要靠股东投资、银行借款、发行债券等方式筹集资金，以满足公司经营和投资环节的资金需求，公司筹资力度有一定波动，2017年公司筹资力度较大，账面可用资金较多，因此2018年公司减少了对外筹资规模，2019年保持小幅筹资活动净流入。总体来看，

近三年公司经营活动现金流净额较小，公司项目建设资金主要来源于对外筹资，未来有较多土地开发、基础设施建设及房地产开发项目，资金需求仍较大，公司面临较大的资金压力。

表17 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2020年1-9月	2019年	2018年	2017年
收现比	1.00	1.07	0.76	1.05
销售商品、提供劳务收到的现金	278,475.00	280,956.93	178,464.00	213,499.70
收到其他与经营活动有关的现金	562,335.73	51,535.31	92,266.31	20,594.78
购买商品、接受劳务支付的现金	396,175.55	275,890.29	242,021.70	191,956.10
支付其他与经营活动有关的现金	423,399.42	32,783.39	11,870.82	23,339.44
经营活动现金流量净额	5,028.75	9,120.04	5,047.07	6,248.78
投资活动现金流量净额	13,341.11	-154,001.74	-124,112.95	-283,742.78
筹资活动现金流量净额	194,413.96	74,219.40	-165,152.20	273,197.41
现金及现金等价物净增加额	212,783.82	-70,662.31	-284,218.08	-4,296.58

资料来源：公司 2017、2019 年审计报告及及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，债务压力较重

近年来，随着公司各项业务的逐步推进，公司对项目建设的资金需求不断增加，负债总额不断上升，2017-2019年负债总额复合增长率为7.93%，同时受新增合并子公司影响，2020年9月末负债总额进一步上升至290.59亿元，同时所有者权益也大幅增长至245.26亿元。受债务快速扩张影响，公司产权比率有所上升，2020年9月末为118.48%，所有者权益对负债的保障程度有所下滑。

表18 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年9月	2019年	2018年	2017年
负债总额	2,905,884.62	1,854,714.68	1,619,948.62	1,592,287.72
所有者权益	2,452,646.23	2,005,205.22	1,924,406.24	1,887,345.32
产权比率	118.48%	92.50%	84.18%	84.37%

资料来源：公司 2017、2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

截至2020年9月末，公司短期借款为19.00亿元，主要为抵、质押借款。其他应付款主要为应付利息、公司与株洲市天元区财政局往来款及部分应付工程款，近三年逐年增长，新增合并子公司后往来款规模大幅增长，2020年9月末其他应付款规模增长至34.33亿元。截至2019年末，公司一年内到期的非流动负债为32.72亿元，近三年逐年增长，复合增长

率为47.06%，为即将到期的长期借款和应付债券。其他流动负债全部为短期应付债券，2020年1-9月规模增长较大。

长期借款主要为抵押借款、信用借款及少量保证借款，近三年逐年上升，复合增长率为23.04%，2020年9月末进一步增长至52.34亿元。公司应付债券规模有所波动，截至2019年末规模为63.21亿元，包含10只存续债券，其中2018年之前发行债券期限普遍在5-7年，2018年之后发行的债券期限均为3-5年。2020年9月末，应付债券规模增至83.55亿元，除公司本部新增发行成功15亿元私募债券外，还新增合并子公司汽车园投资发行的汽车园私募债（“18汽车园”和“20汽车园01”，期限分别为5年及3年）及汽博园开发公司发行的项目收益债（“16株汽博园项目NPB01”和“18株汽博园项目NPB01”，期限均为7年）。长期应付款主要为融资租赁借款和向株洲高新技术土地储备中心及天元区政府的借款，截至2019年末，长期应付款规模为17.78亿元，近三年逐年下滑，主要系对融资租赁借款的偿还。

表19 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年9月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	189,965.00	6.54%	67,920.00	3.66%	40,000.00	2.47%	0.00	0.00%
应付票据	14,000.00	0.48%	45,000.00	2.43%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他应付款	343,281.70	11.81%	124,777.36	6.73%	61,019.84	3.77%	53,333.23	3.35%
一年内到期的非流动负债	384,916.15	13.25%	327,241.74	17.64%	261,426.40	16.14%	151,305.00	9.50%
其他流动负债	132,766.67	4.57%	32,844.34	1.77%	40,000.00	2.47%	30.00	0.00%
流动负债合计	1,302,789.83	44.83%	620,012.27	33.43%	449,213.17	27.73%	245,735.47	15.43%
长期借款	523,427.00	18.01%	420,703.15	22.68%	327,312.54	20.21%	277,880.00	17.45%
应付债券	835,469.83	28.75%	632,098.88	34.08%	612,130.24	37.79%	794,550.02	49.90%
长期应付款	206,658.07	7.11%	177,824.89	9.59%	229,177.86	14.15%	272,157.82	17.09%
非流动负债合计	1,603,094.78	55.17%	1,234,702.41	66.57%	1,170,735.45	72.27%	1,346,552.25	84.57%
负债合计	2,905,884.62	100.00%	1,854,714.68	100.00%	1,619,948.62	100.00%	1,592,287.72	100.00%
其中：有息债务	2,156,804.27	74.22%	1,583,527.56	85.38%	1,370,356.15	84.59%	1,377,692.37	86.52%

资料来源：公司2017、2019年审计报告及未经审计的2020年1-9月财务报表，中证鹏元整理

公司有息债务增长较快，截至2020年9月末规模为215.68亿元，较2017年末增长56.55%，占当期负债总额的74.22%，其中短期有息债务规模为72.16亿元。根据公司提供的有息债务偿还计划，未来三年公司需偿还的本金规模较大，中短期面临较大的流动性压力。

表20 公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2021年	2022年	2023年
本金	534,391.38	444,092.24	509,370.04

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从公司偿债能力指标来看，由于公司负债规模增速更快，公司资产负债率从2017年末的45.76%上升至2020年9月末的54.23%。短期偿债能力方面，2017年以来公司现金短期债务比逐年下滑，2020年9月末虽有所上升，但现金对短期债务的覆盖能力仍一般。随着公司利润总额逐年递增，EBITDA也持续增长，2019年为44,526.53万元，但公司有息债务规模仍较大，利息支出保持较高水平，2019年公司EBITDA利息保障倍数为0.38，EBITDA对利息的保障程度仍较低，公司债务压力较重。

表22 公司偿债能力指标

指标名称	2020年9月	2019年	2018年	2017年
资产负债率	54.23%	48.05%	45.71%	45.76%
现金短期债务比	0.58	0.41	0.67	3.19
EBITDA	-	44,526.53	40,880.07	39,220.35
EBITDA 利息保障倍数	-	0.38	0.37	0.34
有息债务/EBITDA	-	35.56	33.52	35.13

资料来源：公司2017、2019年审计报告及未经审计的2020年1-9月财务报表，2018年数据采用2019年期初数，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

首先，公司的营业收入及经营性活动现金流是本期债券按期偿付的基础。2017-2019年，公司营业收入分别为20.42亿元、23.37亿元和26.34亿元，收现比分别为1.05、0.76和1.07，经营活动现金流量净额分别为0.62亿元、0.50亿元和0.91亿元。公司作为株洲高新区城市资源开发和运营的投融资主体和建设主体，授权从事土地一级开发业务、城市基础设施建设业务，且截至2020年9月末公司存货中的土地开发成本账面价值达115.34亿元，未来收入具有保障，自身经营状况尚可。但需要关注的是，受政策调控和株洲高新区发展规划影响，公司商品房销售业务及土地开发业务的收入未来存在一定的不确定性。此外，公司在建项目尚需投入资金较大，经营活动存在较大的资金压力。

其次，资产变现是本期债券按时还本付息的有益补充。截至2020年9月末，投资性房地产中的商业物业及无形资产中的土地使用权账面价值分别为109.57亿元和21.98亿元，其

中未受限部分规模分别为37.93亿元和15.80亿元，必要时通过资产出让或者用于抵押进行融资的方式，能够为公司提供一定的流动性支持。但需注意公司账面价值25.56亿元投资性房地产尚未办妥产权证明，该部分资产变现也存在一定困难。

九、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，公司本部（2017年1月1日至报告查询日（2021年2月24日））、控股股东株洲高科（2017年1月1日至报告查询日（2021年2月1日））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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）对外担保事项

公司对外担保规模较小

截至2020年9月末，公司对外担保金额为13,000.00万元，占当期净资产的比重为0.53%。公司担保对象为株洲市下属国有企业，无反担保措施。截至报告出具日，该笔对外担保已到期。

表21 截至2020年9月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
醴陵市渌江投资控股集团有限公司	13,000.00	2021/2/21	否
合计	13,000.00		

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年9月	2019年	2018年	2017年
货币资金	421,479.35	194,894.61	229,956.91	482,174.99
存货	2,349,206.86	1,573,086.60	1,404,924.77	1,253,080.26
流动资产合计	3,072,957.16	2,015,070.12	1,884,751.40	1,962,288.34
投资性房地产	1,095,679.58	667,156.87	661,088.72	656,967.67
非流动资产合计	2,285,573.69	1,844,849.78	1,658,961.48	1,517,344.70
资产总计	5,358,530.85	3,859,919.90	3,543,712.88	3,479,633.04
短期借款	189,965.00	67,920.00	40,000.00	0.00
其他应付款	343,281.70	124,777.36	61,019.84	53,333.23
一年内到期的非流动负债	384,916.15	327,241.74	52,590.00	151,305.00
流动负债合计	1,302,789.83	620,012.27	199,734.79	245,735.47
长期借款	523,427.00	420,703.15	327,312.54	277,880.00
应付债券	835,469.83	632,098.88	860,966.64	794,550.02
长期应付款	206,658.07	177,824.89	229,177.86	272,157.82
非流动负债合计	1,603,094.78	1,234,702.41	1,419,571.85	1,346,552.25
负债合计	2,905,884.62	1,854,714.68	1,619,306.64	1,592,287.72
有息债务	2,156,804.27	1,583,527.56	1,370,356.15	1,377,692.37
所有者权益	2,452,646.23	2,005,205.22	1,924,406.24	1,887,345.32
营业收入	279,420.41	263,426.72	233,743.95	204,213.11
其他收益	3,400.06	5,505.24	2,632.18	0.00
营业利润	24,417.23	37,913.63	36,684.50	33,593.62
利润总额	22,593.39	37,166.88	36,230.43	34,773.46
经营活动产生的现金流量净额	5,028.75	9,120.04	5,047.07	6,248.78
投资活动产生的现金流量净额	13,341.11	-154,001.74	-124,112.95	-283,742.78
筹资活动产生的现金流量净额	194,413.96	74,219.40	-165,152.20	273,197.41
财务指标	2020年9月	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	10.94%	15.61%	18.80%	20.08%
收现比	1.00	1.07	0.76	1.05
产权比率	118.48%	92.50%	84.18%	84.37%
资产负债率	54.23%	48.05%	45.71%	45.76%
现金短期债务比	0.58	0.41	0.67	3.19
EBITDA（万元）	-	44,526.53	40,880.07	39,220.35
EBITDA 利息保障倍数	-	0.38	0.37	0.34
有息债务/EBITDA	-	35.56	33.52	35.13

资料来源：公司 2017、2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-9 月财务报表，2018 年数据采用 2019 年年初数，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
产权比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据
有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务+其他流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款有息部分

附录三 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

三、展望符号及定义

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

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。