



湖南天易集团有限公司2021年第一期公 司债券信用评级报告

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.

技术领先，服务全球，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。

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：



湖南天易集团有限公司

2021年第一期公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA+
评级展望	稳定
债券信用等级	AA+
评级日期	2021-11-10

评级观点

- 中证鹏元评定湖南天易集团有限公司（以下简称“公司”）本次拟发行 1 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。
- 上述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，在股东增资、股权划拨和财政补贴等方面获得当地政府和股东的较大支持。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，债务偿付压力大，以及面临一定或有负债风险等风险因素。

债券概况

发行规模：1 亿元

发行期限：7 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

偿还方式：每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第 3 年至第 7 年末每年分别偿还本金的 20%，当期利息随本金一起支付

发行目的：用于天易科技城自主创业园二期工程及补充流动资金

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且将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。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.9	2020	2019	2018
总资产	538.75	531.23	385.99	354.37
所有者权益	241.26	246.50	200.52	192.44
总债务	199.48	194.30	158.35	137.04
资产负债率	55.22%	53.60%	48.05%	45.70%
现金短期债务比	0.98	0.32	0.41	0.67
营业收入	17.18	49.38	26.34	23.37
其他收益	0.09	2.69	0.55	0.26
利润总额	3.37	4.59	3.72	3.62
销售毛利率	26.58%	9.65%	15.61%	18.80%
EBITDA	-	6.01	4.45	4.09
EBITDA 利息保障倍数	-	0.33	0.38	0.37
经营活动现金流净额	13.16	1.03	0.91	0.50
收现比	104.54%	97.43%	106.65%	76.35%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 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

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

优势

- **外部环境较好，为公司提供了良好基础。**株洲市高新区（天元区）逐步形成轨道交通装备、汽车及零部件、通用航空等特色产业集群，高新技术产业、通用设备制造业及电气机械和器材制造业等保持快速发展；近年株洲市及株洲市高新区（天元区）经济持续增长，为公司发展提供良好基础。
- **公司土地开发业务可持续性较好。**公司主要负责株洲市高新区七大片区土地开发，存货中土地开发成本账面价值较大，土地开发业务具有较好的持续性。
- **公司在股东增资、股权划拨和财政补贴等方面获得当地政府和股东的较大支持。**近年株洲高新技术产业开发区管理委员会通过股东增资、股权划拨等方式为公司注入资产。此外，2018-2020年公司持续获得政府补贴。

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。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；同时，公司受限资产规模较大。
- **公司未来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，存在较大的资金压力。
- **公司债务偿付压力大。**近年公司总债务规模较大且持续增长，EBITDA利息保障倍数表现较弱，债务压力大。
- **公司面临一定的或有负债风险。**公司存在一定规模的对外担保，且均无反担保措施，面临一定的或有负债风险。

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

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2021年9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，高新区管委为实际控制人，公司股权结构详见附录二。

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。2020年10月资产整合后，公司减少园区开发、资产管理、产业投资等业务，该等业务及收入规模均较小；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。截至2021年9月末，纳入公司合并范围的一级子公司共计15家，具体情况见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：2021年第一期湖南天易集团有限公司公司债券；

发行规模：1亿元；

债券期限和利率：7年期固定利率债券，在债券存续期的第3个计息年度末附设公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；

还本付息方式：每年付息一次，分次还本，在债券存续期内的第3年至第7年末每年分别偿还本金的20%；当期利息随本金一起支付。

三、本期债券募集资金用途

拟将本期债券募集资金中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，募集资金投向明细如下：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
天易科技城自主创业园二期工程	19.18	0.86	4.48%
补充流动资金	-	0.14	-
合计	-	1.00	-

资料来源：公司提供

1、项目建设内容及进度

天易科技城自主创业园规划区北至西站南路，南至创新大道，西至武广高铁，东至乐山大道，总用地面积3.67平方公里。规划总占地面积约5,500亩，计划总投资120亿元。

天易科技城自主创业园二期工程项目实施主体为公司，项目位于天易科技城自主创业园内，北邻创业大道，南邻健康大道，西至湘芸路，东至温泉路。项目规划总用地面积426,029.00m²（约639.04亩），净用地面积362,328.48m²（约543.49亩），规划总建筑面积751,729.00m²。主要建设标准厂房563,006.00m²，办公用房30,191.00m²，研发基地89,186.00m²，创智空间10,850.00m²，创业孵化中心12,340.00m²，创业服务中心9,873.00m²，配套服务用房9,209.00m²。

项目计划总投资为19.18亿元，截至2020年末，项目已投资0.83亿元。

2、项目批准情况

该项目已取得的主要相关批复文件如下表所示：

表2 募投项目审批核准情况

文件名称	文号/备案号	批准时间
株洲高新技术产业开发区开发建设局《建设用地区划定点（要点）通知书》	-	2016年8月23日
株洲市国土资源局《关于可编程控制器及变频器研发生产基地项目用地预审意见》、《关于通讯及电器专用连接器生产基地项目用地预审意见》、《关于智能网络通信设备研发生产基地项目用地预审意见》	株国土资预审字[2017]71号、株国土资预审字[2017]70号、株国土资预审字[2017]72号	2017年7月24日
株洲市发展和改革委员会《关于天易科技城自主创业园二期工程节能评估的批复》	株发改能评[2018]4号	2018年10月19日
株洲市天元区发展和改革局《关于天易科技城自主创业园二期工程项目备案的通知》	株天发改备[2019]14号	2019年3月4日
株洲市天元区环境保护局《建设项目环境影响登记表》	201943021100000022	2019年3月6日

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、项目收益

公司为募投项目的运营主体，可经营功能建筑主要分为标准化厂房、办公用房、研发基地、创智空间、创业孵化中心、创业服务中心、配套服务用房和配套服务用房地下车位，其中：标准化厂房和研发

基地租售比为50%：50%；办公用房、创智空间、创业孵化中心、创业服务中心、配套服务用房全部用于出租。此外，还收取一定物业费用。

表3 债券存续期内收益测算（单位：万元）

序号	项目	第 1-2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	合计
一	项目总收入	0	40,816	39,009	40,207	40,787	41,391	202,210
1	出租收入	0	9,025	12,394	15,160	15,615	16,083	68,277
2	销售收入	0	31,103	25,614	23,786	23,781	23,786	128,070
3	物业收入	0	688	1,001	1,261	1,391	1,522	5,863
二	项目总成本	0	34,810	28,962	27,377	21,663	24,269	137,081
三	利润总额	0	3,226	7,045	9,855	14,360	10,866	45,352

资料来源：《天易科技城自主创业园二期工程可行性研究报告》，中证鹏元整理

本项目在测算出租收入时按第一年60%、第二年80%、第三年95%的出租率逐年递增进行考虑，且每年出租面积考虑5%的空置率。在出租价格方面，按每年3%的幅度递增。债券存续期共7年，其中前两年为建设期。经测算，债券存续期内共计收入202,210万元，其中：出租收入68,277万元，销售收入128,070万元，物业收入5,863万元。总成本为137,081万元；扣除增值税附加税后利润总额45,352万元。整体来看，在债券存续期内该募投项目收入可以覆盖本期债券发行总额，但考虑到受当地经济发展等因素影响，该项目竣工后厂房出租率、出租价格及销售情况能否达到预期存在一定不确定性。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。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，以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，自二季度实现转负为正以来，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长

1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

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。2020年，受疫情影响，经济下行税基规模收缩，叠加减税降费规模加大，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.9%；财政支出保持较高强度，疫情防控等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长2.8%。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设，加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2018年下半年至2019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，城投公司融资环境有所改善。2020年疫情爆发以来，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2018年上半年，国家对城投公司的监管较为严格，城投公司融资环境偏紧；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。2018年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，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。10月，国办发[2018]101号文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。

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。5月，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函[2019]40号）下发地方，以指导地方政府、金融机构开展隐性债务置换。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》，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。

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，

城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，中共中央政治局常务会议提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，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。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》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。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，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

区域经济环境

株洲市总体经济实力较强，经济发展较快，核心产业保持快速发展

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，京沪昆铁路在此交汇，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4县（市）5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。

株洲市经济实力较强，近年来稳步增长。按可比价格计算，2018-2020年地区生产总值分别为2,631.5亿元、3,003.13亿元和3,105.8亿元，增速分别为7.8%、7.9%和4.1%；2021年前三季度地区生产总值为2487.1亿元。2020年株洲市三次产业结构调整为8.2：46.3：45.5，从产业结构来看，株洲市经济以第二、三产业为主，产业结构较为稳定。工业经济方面，2018-2020年株洲市工业增加值同比增速分别为7.4%、8.6%和4.8%；分行业来看，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，其中轨道交通装备业和航天器及设备制造业2020年分别实现5%和17%的增长；有色金属冶炼和压延加工业和计算机、通信和其他电子设备制造业也保持较快增长。

固定资产投资方面，2018-2020年株洲市固定资产投资增速分别为7.0%、12.2%、9.7%，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，对固定资产投资增长贡献较大，总体上固定资产投资对当地经济增速拉动较大。

表4 株洲市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	3,105.8	4.1%	3,003.13	7.9%	2,631.5	7.8%
第一产业增加值	255.7	3.3%	220.7	3.3%	185.5	3.6%
第二产业增加值	1,437.5	4.9%	1,358.7	8.8%	1,149.2	7.1%
第三产业增加值	1,412.6	3.3%	1,423.7	7.3%	1,296.8	9.6%
工业增加值	1,112	4.8%	1,057.3	8.6%	-	7.4%
固定资产投资	-	9.7%	-	12.2%	-	7.0%
社会消费品零售总额	1,090.4	2.3%	1,174.6	10.2%	1,065.6	9.8%
进出口总额（亿美元）	29.6	0.9%	29.3	6.8%	27.5	25.5%
存款余额	3,552.8	8.5%	3,274.1	3.1%	3,174.8	3.5%
贷款余额	2,527.7	16.7%	2,166.3	17.5%	1,839.3	16.5%
人均 GDP（元）		79,581		74,600		65,447
人均 GDP/全国人均 GDP		110.53%		105.23%		101.24%

注：2020年人均GDP以《株洲市第七次全国人口普查公报》中常住人口390.27万人计算。

资料来源：2018-2020年株洲市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年株洲市实现公共财政收入204.6亿元，同比增长1.8%；实现政府性基金收入284.07亿元，下降4.47%。2021年前三季度株洲市实现地方一般公共预算收入145.2亿元。

作为株洲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、田心示范园、董家墩示范园、金山科技示范园。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。

近年来株洲高新区（天元区）经济实力快速增长。2018-2020年，株洲高新区（天元区）分别实现地区生产总值374.6亿元、462.9亿元和467.3亿元，增长率分别为9%、11.1%和4.1%，增速均高于全国平均水平；2021年上半年，株洲高新区（天元区）地区生产总值增长13.7%，分别高于全国、全省、全市1个、2个、0.6个百分点。2018-2020年工业增加值增长率分别为7.2%、15.4%和3.5%，有较大的波动；2020年工业增加值对GDP增长贡献率为39.3%，高新技术产品增加值占地区生产总值比重达35.8%；其他电子设备制造业增长68.3%，全年规模以上工业中，通用设备制造业及电气机械和器材制造业产值均实现大幅增长。从产业结构来看，2020年三次产业比重为2.8：42.3：54.9，其中第三产业对GDP贡献率较高。固定资产投资方面，2018-2020年，固定资产投资增速分别为5%、2.4%和8.1%，增速逐步回升。

2020年株洲高新区（天元区）人均地区生产总值137,320元，为全国人均生产总值的189.55%，区域经济发展水平较好。

表5 株洲高新区（天元区）区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	467.3	4.1%	462.9	11.1%	374.6	9%
第一产业增加值	-	2.7%	-	3%	-	3.1%
第二产业增加值	-	3.8%	-	15.4%	-	7.1%
第三产业增加值	-	4.4%	-	7.3%	-	11.2%
工业增加值	-	3.5%	-	15.4%	-	7.2%
固定资产投资	-	8.1%	-	2.4%	-	5%
社会消费品零售总额	-	-2.4%	142.5	10.1%	129.4	9.3%
人均 GDP（元）		137,320		136,027		112,933
人均 GDP/全国人均 GDP		189.55%		191.88%		174.70%

资料来源：2018-2020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

2020年株洲高新区（天元区）实现一般公共预算收入53.2亿元，其中税收收入40.1亿元，同比增长1.7%，占比75.3%。

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，设立了党群综合部、人力资源与考核部和融资财务部等八个职能部门，具体见附录三。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。

公司在财务管理、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。

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，主要从事土地以及开发、城市基础设施建设、景区运营、住宅即商业地产开发、租赁以及商业招租管理等业务。2018-2020年，公司营业收入规模保持增长，分别为23.37亿元、26.34亿元和49.38亿元。收入主要来自于土地开发、基础设施建设业务和商品房销售业务等，租赁业务对公司营业收入形成了一定补充。此外，公司还拥有景区运营、园区服务、物业管理等服务，但收入规模均不大。2020年，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21.68亿元，主要为大宗商品贸易业务。

毛利率方面，2018-2020年公司销售毛利率分别为18.80%、15.61%和9.65%，2018-2019年毛利率下降，主要系土地开发业务毛利率逐年下降所致，2020年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6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
土地开发	164,943.44	13.90%	131,368.58	14.25%	108,265.13	23.98%
基础设施代建	-	-	112,765.51	16.06%	89,317.77	12.52%
商品房销售	79,247.80	9.57%	8,413.53	13.59%	27,219.72	16.09%
房屋租赁	15,229.79	93.06%	5,743.61	87.29%	4,614.62	79.05%
园区服务	-	-	1,814.44	15.52%	-	-

物业管理	510.31	-93.72%	999.98	-54.43%	1,157.29	-1.71%
景区运营	535.63	-284.55%	940.90	-184.17%	1,466.77	-58.51%
商品销售收入	216,759.32	0.27%	356.96	6.52%	-	-
孵化器服务	-	-	134.35	-259.18%	-	-
商业招租管理	-	-	52.49	100.00%	128.28	100.00%
基金服务	-	-	48.38	100.00%	-	-
服务收入	229.64	-94.60%	-	-	1,308.34	-36.74%
建安工程	13,309.29	16.74%	-	-	-	-
其他业务	2,771.78	80.29%	788.01	44.49%	266.04	0.00%
合计	493,777.82	9.65%	263,426.72	15.61%	233,743.95	18.80%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

近年公司土地开发业务收入持续增长，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。

2018-2020年，公司分别实现土地开发收入108,265.13万元、131,368.58万元和164,943.44万元，近三年土地开发收入逐年增长且较为稳定。毛利率方面，2018-2020年，土地开发业务毛利率分别为23.98%、14.25%和13.90%，毛利率逐年下滑，主要受土地出让价格、拆迁成本等因素影响。

截至2020年末，公司待整理开发土地充足，其中已报批面积为59,479.67亩，累计出让面积43,539.90亩，尚可出让面积为21,051.22亩，主要集中在五云峰片区和新马片区。

表7 截至 2020 年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	13,640.35	11,586.32	1,865.98
新马工业园	30,255.93	18,789.02	11,482.12	4,961.84
汽车博览园	11,190.00	5,966.15	1,745.50	3,177.71
神农城片区	3,957.51	4,030.92	3,940.81	90.11
湘水湾片区	4,390.90	5,094.80	4,653.97	440.83
月塘生态新城	3,302.49	3,572.86	3,550.08	22.78
天易科技城自主创业园	5,503.80	4,330.57	2,633.10	1,697.47
五云峰片区	32,648.40	0.00	0.00	8,794.50
合计	116,039.03	59,479.67	43,539.90	21,051.22

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2021年9月末，存货中尚有账面价值156.50亿元的土地开发成本，公司未来土地开发业务持续性较好。但需要注意的是，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。

公司基础设施代建业务收入受结算影响存在波动，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。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，公司2020年未实现基础设施代建收入；2018-2019年基础设施代建业务毛利率上升，主要系低毛利率的月塘生态新城片区收入占比下滑所致。

表8 2018-2019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

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

截至2020年末，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。

公司主要在建基础设施代建项目截至2020年末尚需投资26.18亿元，规模较大，资金支出压力较大。

表9 截至2020年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	21.81	-	25.18	22.87	代建
月塘生态新城片区道路工程	20.00	21.19	-	22.69	18.33	代建
开发片区学校	24.16	8.42	19.13	3.82	1.00	代建
自主创业园道路工程	11.09	4.16	7.05	4.62	-	代建
合计	73.25	55.58	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波动较大，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包括工业厂房开发和住宅及商业地产开发两部分，2018-2019年收入下滑，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年收入大幅增长，主要系公司在建住宅项目实现销售收入所致。此外，近年商品房销售收入总体毛利率存在波动，主要系不同项目收入占比及毛利率不同所致。

截至2020年末，公司在建工业厂房开发项目总投资128.78亿元，已投资64.87亿元，尚需投资资金63.91亿元，资金压力较大。

表10 截至 2020 年末公司主要在建、拟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	20.63	租售
自主创业园二期工程	19.18	-	租售
动力谷北片	14.60	14.60	租售
动力谷南片	16.40	15.20	租售
动力谷大二期新马制造园	4.00	1.78	租售
智点新能源汽车	10.17	9.56	租售
高科·科创园	3.53	3.10	租售
动力谷二期	35.00	-	租售
合计	128.78	64.87	-

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，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”，现已划出）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年住宅及商业地产开发部分收入主要来自于西郡（1-6栋）及常春藤项目。

目前主要已完工在售项目为神农文化艺术休闲街项目。截至2020年末，剩余可售面积6.98万平方米。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）、西郡（7-14栋）和常春藤项目，合计尚需投资13.77亿元，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11 截至 2020 年末公司主要已完工在售商业地产情况（单位：亿元、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	7.24	10.46	6.98	3.79	3.53

注：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。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表12 截至 2020 年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	尚需投入	是否预售	总建筑面积
神农大厦	4.50	1.63	2.87	否	5.59

七区商业街	5.50	2.79	2.71	否	9.74
西郡（1-6 栋）	4.56	3.08	1.48	是	12.60
西郡（7-14 栋）	5.81	2.36	3.45	是	10.10
常春藤	6.20	2.94	3.26	是	12.51
合计	26.57	12.80	13.77	-	50.54

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

房屋租赁业务主要包括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。近年业务收入逐年增长，且保持较高毛利率；其中，2018年起神农太阳城北投入运营，当年公司租赁业务收入增长较快。2020年，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年动力谷本码实现业务收入21.68亿元，净利润为303.12万元。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。

表13 公司贸易业务前五大供应商（单位：万元）

年份	客户名称	采购金额	占采购总额比重
2020 年	广东奥园奥买家电子商务有限公司	39,731.76	16.09%
	广州中色物联网有限公司	37,330.55	15.11%
	湖南东旭德来电子科技有限公司	17,051.33	6.90%
	浙江至顺实业发展有限公司	14,790.29	5.99%
	深圳江铜南方有限公司	9,815.80	3.97%
	合计	118,719.73	48.06%

资料来源：公司提供

表14 公司贸易业务前五大客户（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	占销售总额比重
2020 年	深圳市前海秋叶原新材料科技有限公司	87,194.55	35.63%
	湖南东旭德来电子科技有限公司	21,928.88	8.96%
	广州恒金电工科技有限公司	19,502.06	7.97%

上海金克金属贸易有限公司	12,656.72	5.17%
广东两洋能源有限公司	10,988.99	4.49%
合计	152,271.20	62.22%

资料来源：公司提供

公司在股东增资、财政补贴等方面得到当地政府和股东的较大支持

公司作为株洲市高新区基础设施建设的重要主体，得到政府和股东在资产注入、股东增资、财政补贴等方面的较大支持。其中，2020年9月28日，经《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》，株洲高科将株洲高科汽车园投资发展有限公司和株洲高科发展有限公司无偿划入公司（合并），分别增加公司股权资产84,932.96万元和203,013.08万元，同时株洲高科将株洲高科汽车园投资发展有限公司股权回购款15,000.00万元无偿划转给公司，由此公司2020年共获得股权资产注入合计302,946.04万元。在财政补贴方面，政府也对公司给予了较大的支持，2018-2020年，公司分别收到政府补助2,642.18万元、5,536.31万元和26,954.54万元，一定程度上提升了公司的盈利水平。

表15 近年来公司获得的外部支持情况（单位：万元）

资产注入		
资产类别	注入时间	价值
债务置换	2017年	15,390.00
股权资产	2018年	3,383.57
货币资金	2019年	34,996.72
股权评估增值	2019年	8,948.08
办公用资产	2019年	14.17
股权资产	2020年	302,946.04
合计	-	365,678.58

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、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年审计报告及未经审计的2021年1-9月财务报表，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；因会计政策变更，根据累计影响数，调整2021年期初数，对可比期间信息不予调整。近年公司合并范围变化情况详见下表。

表16 近年纳入公司合并范围的一级子公司变动情况

项目	2021年1-9月	2020年	2019年	2018年
当期增加数	0	3	1	6
当期新增子公司名称	-	湖南动力谷本码科技有限公司	湖南天易云峰一号私募股权基金合伙企业（有限合伙）	株洲天易土地开发公司
	-	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
当期减少数	1	6	1	0
当期减少子公司名称	株洲天易房地产开发有限公司（仅级次变动，未划出公司合并报表范围）	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股权基金合伙企业（有限合伙）	-	-
-	株洲聚时代私募股权基金合伙企业（有限合伙）	-	-	

资料来源：公司2018-2020年审计报告及公司提供、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年期初数继续追溯调整，详见下表。

表17 公司主要资产情况（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

公司资产规模持续增长，主要以土地及项目开发成本、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，2021年9月末总资产大幅增长至538.75亿元。

表18 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2021年9月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	173,787.73	3.23%	219,847.93	4.14%	194,894.61	5.05%	229,956.91	6.49%
应收账款	179,924.38	3.34%	174,985.41	3.29%	155,440.05	4.03%	170,201.02	4.80%
存货	2,466,742.11	45.79%	2,430,451.20	45.75%	1,573,086.60	40.75%	1,404,924.77	39.65%
流动资产合计	3,005,378.70	55.78%	2,989,440.56	56.27%	2,015,070.12	52.20%	1,884,751.40	53.19%
可供出售金融资产	0.00	0.00%	192,786.65	3.63%	193,938.37	5.02%	0.00	0.00%
持有到期投资	0.00	0.00%	72,290.00	1.36%	117,920.00	3.05%	94,844.00	2.68%
其他债权投资	283,033.00	5.25%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
投资性房地产	1,217,439.45	22.60%	1,217,407.00	22.92%	667,156.87	17.28%	661,088.72	18.66%
在建工程	566,266.40	10.51%	561,292.66	10.57%	522,709.82	13.54%	492,816.38	13.91%
无形资产	216,316.12	4.02%	219,191.31	4.13%	254,705.47	6.60%	245,816.86	6.94%
非流动资产合计	2,382,080.28	44.22%	2,322,907.18	43.73%	1,844,849.78	47.80%	1,658,961.48	46.81%
资产总计	5,387,458.98	100.00%	5,312,347.74	100.00%	3,859,919.90	100.00%	3,543,712.88	100.00%

资料来源：公司2019-2020年审计报告及未经审计的2021年1-9月财务报表，中证鹏元整理

近年来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2021年9月末为17.38亿元，主要以银行存款为主，其中2.97亿元使用受限。公司应收账款主要为应收代建项目工程款，截至2021年9月末，应收账款账面价值为17.99亿元，近年有所波动，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，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不断增长，2018-2020年复合增长率为20.05%，截至2020年末，公司存货账面价值为243.05亿元，主要系新增合并子公司土地开发成本及工业厂房建设开发成本；2021年9月末公司存货账面价值为246.67亿元，其中9.19亿元的存货已被用于抵押。

非流动资产方面，2018-2019年公司可供出售金融资产规模保持较快增长，2020年基本维持稳定；2021年9月末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。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。2021年9月末公司其他债权投资账面价值为28.30亿元。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，2018-2019年规模较为稳定，2020年新增合并子公司后，投资性房地产规模大幅增长至121.74亿元，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，2021年9月末公司

投资性房地产规模基本维持不变，其中用作贷款抵押的受限部分账面价值为71.19亿元，且账面价值4.67亿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2021年9月末账面价值为56.63亿元。无形资产主要为公司拥有的土地使用权，截至2021年9月末，其中账面价值6.10亿元的土地使用权已用于抵押，流动性受到一定限制。

整体来看，近年公司资产规模快速增长，但资产中存货、投资性房地产及在建工程占比较大，截至2021年9月末总受限资产规模达89.83亿元，占同期末公司资产总额的16.67%，资产流动性较弱。

收入质量与盈利能力

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是公司利润的重要来源

2018-2020年公司营业收入规模保持增长，2018-2019年公司收入主要来自于土地开发和基础设施代建业务，两项业务合计占比分别为84.53%和92.68%；2020年公司实现营业收入49.38亿元，同比增长87.44%，主要来源于土地开发、商品房销售及大宗商品贸易业务。从公司经营收现情况来看，近年逐渐改善，整体表现较好。公司主要业务受政府规划、项目结算进度等因素影响较大，收入规模存在一定波动性，2020年公司未实现基础设施代建业务收入；营业收入主要来自于土地开发、商品房销售、商品销售和房屋租赁业务，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。

2018-2020年公司销售毛利率逐年下滑，主要系土地开发业务收益加成比例下降和毛利率较低的商品销售业务收入占比较大所致。

公允价值变动收益、政府补贴收入及投资收益是公司利润的重要来源，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，2018-2020年公司分别获得政府补助2,642.18万元、5,536.31万元、26,954.54万元，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，2018-2020年公司利润总额逐年增长且较为稳定，利润水平尚可。

表19 公司主要盈利指标（单位：万元）

指标名称	2021年1-9月	2020年	2019年	2018年
营业收入	171,755.61	493,777.82	263,426.72	233,743.95
公允价值变动收益	0.00	1,081.23	5,044.26	4,121.04
投资收益	7,741.37	12,622.24	2,818.23	855.56
收现比	104.54%	97.43%	106.65%	76.35%

营业利润	34,341.74	48,037.80	37,913.63	36,684.50
其他收益	912.80	26,894.66	5,505.24	2,632.18
利润总额	33,729.03	45,882.61	37,166.88	36,230.43
销售毛利率	26.58%	9.65%	15.61%	18.80%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

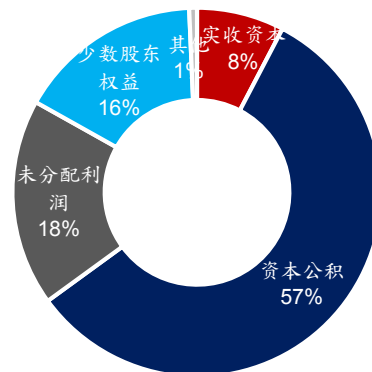
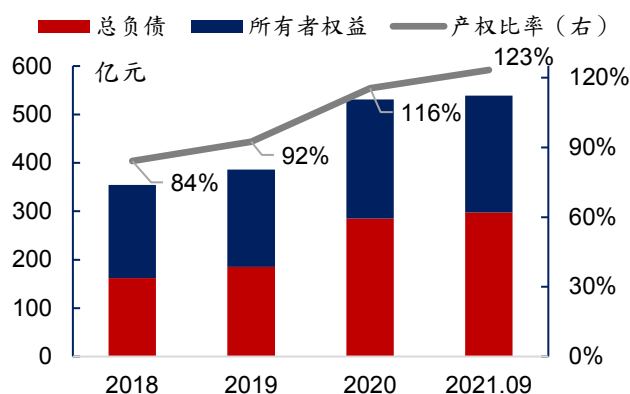
资本结构与偿债能力

公司总债务规模较大，债务压力较重，债务偿付压力大

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，2018-2019年负债总额增长率为14.49%，随后主要受新增合并子公司影响，公司负债总额持续上升，2021年9月末负债总额为297.49亿元，同期所有者权益为241.26亿元。受债务快速扩张影响，公司产权比率持续上升，2021年9月末为123.31%，所有者权益对负债的保障程度有所下滑。

图 1 公司资本结构

图 2 2021 年 9 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2021 年 1-9 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

截至2021年9月末，公司短期借款为9.19亿元，包括抵、质押借款和保证借款。截至2021年9月末公司应付票据为1.60亿元。应付账款主要为应付工程款和资产购置款，近年持续增长，截至2021年9月末，公司应付账款金额为20.21亿元。截至2021年9月末，公司合同负债为9.25亿元，主要系预收售房款，来自于常春藤、自主创业园、西郡——万丰上院等项目。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，近年持续增长，截至2021年9月末，公司其他应付款金额为49.23亿元。截至2021年9月末，公司一年内到期的非流动负债为8.51亿元，主要为即将到期的长期借款、长期应付款和应付债券。其他流动负债主要为短期应付债券，2020年规模增长较大，随着债券兑付2021年9月末规模下降至0.83亿元。

长期借款主要为抵押借款、信用借款及保证借款，近年持续增长，2021年9月末增长至71.12亿元。公司应付债券规模截至2021年9月末为99.41亿元，期限以3年及5年居多。长期应付款主要为融资租赁借款和向天元区政府及株洲市天元区财政局的借款，截至2021年9月末，长期应付款规模为24.32亿元。

表20 公司主要负债构成情况（单位：万元）

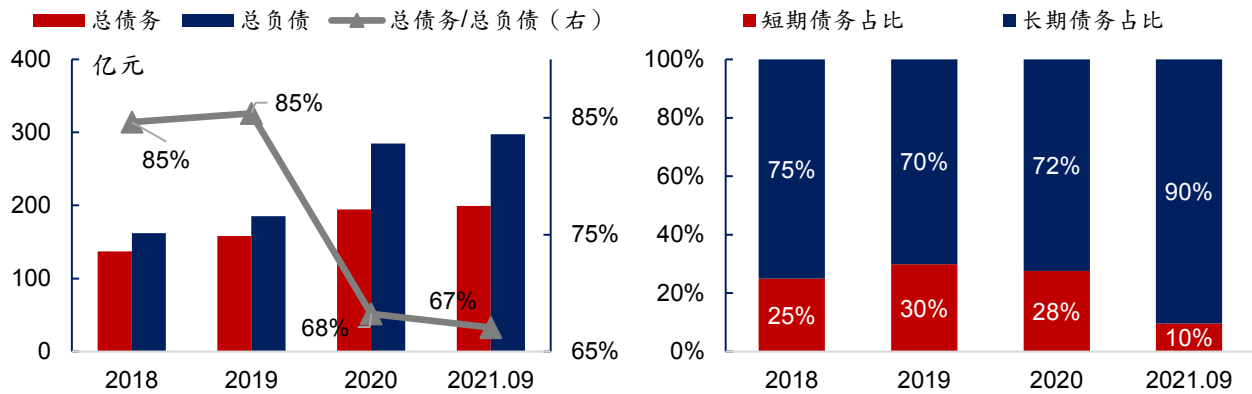
项目	2021年9月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	91,850.00	3.09%	75,745.00	2.66%	67,920.00	3.66%	40,000.00	2.47%
应付票据	16,000.00	0.54%	23,984.00	0.84%	45,000.00	2.43%	0.00	0.00%
应付账款	202,105.64	6.79%	201,248.71	7.07%	16,612.27	0.90%	34,703.12	2.14%
合同负债	92,520.30	3.11%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他应付款	492,253.56	16.55%	460,068.42	16.16%	124,777.36	6.73%	61,019.84	3.77%
一年内到期的非流动负债	85,100.49	2.86%	337,169.98	11.84%	327,241.74	17.64%	261,426.40	16.14%
其他流动负债	8,280.20	0.28%	99,900.49	3.51%	32,844.34	1.77%	40,000.00	2.47%
流动负债合计	992,126.53	33.35%	1,285,842.57	45.16%	620,012.27	33.43%	449,213.17	27.73%
长期借款	711,226.00	23.91%	591,031.00	20.76%	420,703.15	22.68%	327,312.54	20.21%
应付债券	994,100.07	33.42%	726,849.50	25.53%	632,098.88	34.08%	612,130.24	37.79%
长期应付款	243,194.51	8.17%	204,996.76	7.20%	177,824.89	9.59%	229,177.86	14.15%
非流动负债合计	1,982,740.58	66.65%	1,561,496.58	54.84%	1,234,702.41	66.57%	1,170,735.45	72.27%
负债合计	2,974,867.11	100.00%	2,847,339.15	100.00%	1,854,714.68	100.00%	1,619,948.62	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

公司总债务规模增长较快，截至2021年9月末规模为199.48亿元，较2018年末增长45.56%，占当期负债总额的67.05%，其中短期债务规模为19.30亿元。

图 3 公司债务占负债比重

图 4 公司长短期债务结构



资料来源: 公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表, 中证鹏元整理

资料来源: 公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表, 中证鹏元整理

从公司偿债能力指标来看, 公司资产负债率从2018年末的45.71%上升至2021年9月末的55.22%。短期偿债能力方面, 2018-2020年公司现金短期债务比逐年下滑, 2021年9月该指标上升至0.98, 公司现金对短期债务的覆盖能力有所提升。随着公司利润总额逐年递增, EBITDA也持续增长, 2020年为60,140.07万元, 但公司总债务规模不断攀升, 利息支出保持较高水平, 2020年公司EBITDA利息保障倍数为0.33, EBITDA对利息的保障程度仍较低, 公司债务偿付压力大。

表21 公司偿债能力指标

指标名称	2021年9月	2020年	2019年	2018年
资产负债率	55.22%	53.60%	48.05%	45.70%
现金短期债务比	0.98	0.32	0.41	0.67
EBITDA 利息保障倍数	-	0.33	0.38	0.37

资料来源: 公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表, 中证鹏元整理

八、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2018年1月1日至报告查询日(2021年10月25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; 公司公开发行的各项债务融资工具均按时偿付利息, 无逾期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2021年6月末, 公司对外担保金额为15.21亿元, 占当期所有者权益的比重为6.32%。其中12.00亿元是公司为株洲高科提供的担保; 3.21亿元是子公司株洲天易建设发展有限公司和株洲高科发展有限公司, 为株洲岱勒新材料有限责任公司、株洲田龙铁道电气股份有限公司、株洲利德再生资源回收有限公司等40多家民营企业提供的担保, 以上均无反担保措施, 公司面临一定的或有负债风险。

九、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。2018-2020年，公司营业收入分别为23.37亿元、26.34亿元和49.38亿元，收现比分别为76.35%、106.65%和97.43%，经营活动现金流量净额分别为0.50亿元、0.91亿元和1.03亿元。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2021年9月末公司存货中的土地开发成本账面价值达156.50亿元，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等因素影响，公司土地开发业务、基础设施代建业务及商品房销售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，面临较大的资金压力。

其次，资产变现是本期债券按时还本付息的有益补充。投资性房地产中的商业物业及无形资产中的土地使用权是资产变现的主要来源，截至2021年9月末，公司投资性房地产和无形资产中未受限规模分别为50.55亿元和15.53亿元，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。但极端情形下资产集中变现难度较大，且变现价值存在不确定性。

十、结论

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA+。

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。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。

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。

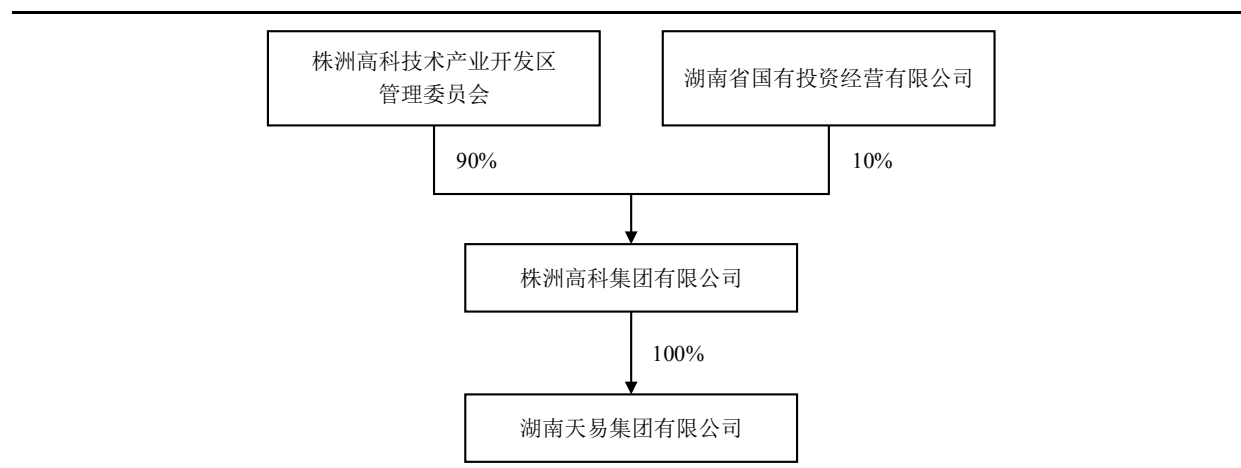
本评级机构将及时在本评级机构网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。

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）	2021年9月	2020年	2019年	2018年
货币资金	173,787.73	219,847.93	194,894.61	229,956.91
存货	2,466,742.11	2,430,451.20	1,573,086.60	1,404,924.77
流动资产合计	3,005,378.70	2,989,440.56	2,015,070.12	1,884,751.40
投资性房地产	1,217,439.45	1,217,407.00	667,156.87	661,088.72
在建工程	566,266.40	561,292.66	522,709.82	492,816.38
非流动资产合计	2,382,080.28	2,322,907.18	1,844,849.78	1,658,961.48
资产总计	5,387,458.98	5,312,347.74	3,859,919.90	3,543,712.88
短期借款	91,850.00	75,745.00	67,920.00	40,000.00
其他应付款	492,253.56	460,068.42	124,777.36	61,019.84
一年内到期的非流动负债	85,100.49	337,169.98	327,241.74	52,590.00
流动负债合计	992,126.53	1,285,842.57	620,012.27	199,734.79
长期借款	711,226.00	591,031.00	420,703.15	327,312.54
应付债券	994,100.07	726,849.50	632,098.88	860,966.64
长期应付款	243,194.51	187,824.60	177,824.89	229,177.86
非流动负债合计	1,982,740.58	1,561,496.58	1,234,702.41	1,419,571.85
负债合计	2,974,867.11	2,847,339.15	1,854,714.68	1,619,306.64
总债务	1,994,771.53	1,942,977.19	1,583,527.56	1,370,356.15
所有者权益	2,412,591.86	2,465,008.60	2,005,205.22	1,924,406.24
营业收入	171,755.61	493,777.82	263,426.72	233,743.95
公允价值变动收益	0.00	1,081.23	5,044.26	4,121.04
其他收益	912.80	26,894.66	5,505.24	2,632.18
营业利润	34,341.74	48,037.80	37,913.63	36,684.50
利润总额	33,729.03	45,882.61	37,166.88	36,230.43
经营活动产生的现金流量净额	131,567.96	10,282.93	9,120.04	5,047.07
投资活动产生的现金流量净额	-155,624.82	89,691.83	-154,001.74	-124,112.95
筹资活动产生的现金流量净额	-2,604.26	-62,868.66	74,219.40	-165,152.20
财务指标	2021年9月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	26.58%	9.65%	15.61%	18.80%
收现比	104.54%	97.43%	106.65%	76.35%
资产负债率	55.22%	53.60%	48.05%	45.71%
现金短期债务比	0.98	0.32	0.41	0.67
EBITDA（万元）	-	60,140.07	44,526.53	40,880.08
EBITDA 利息保障倍数	-	0.33	0.38	0.37

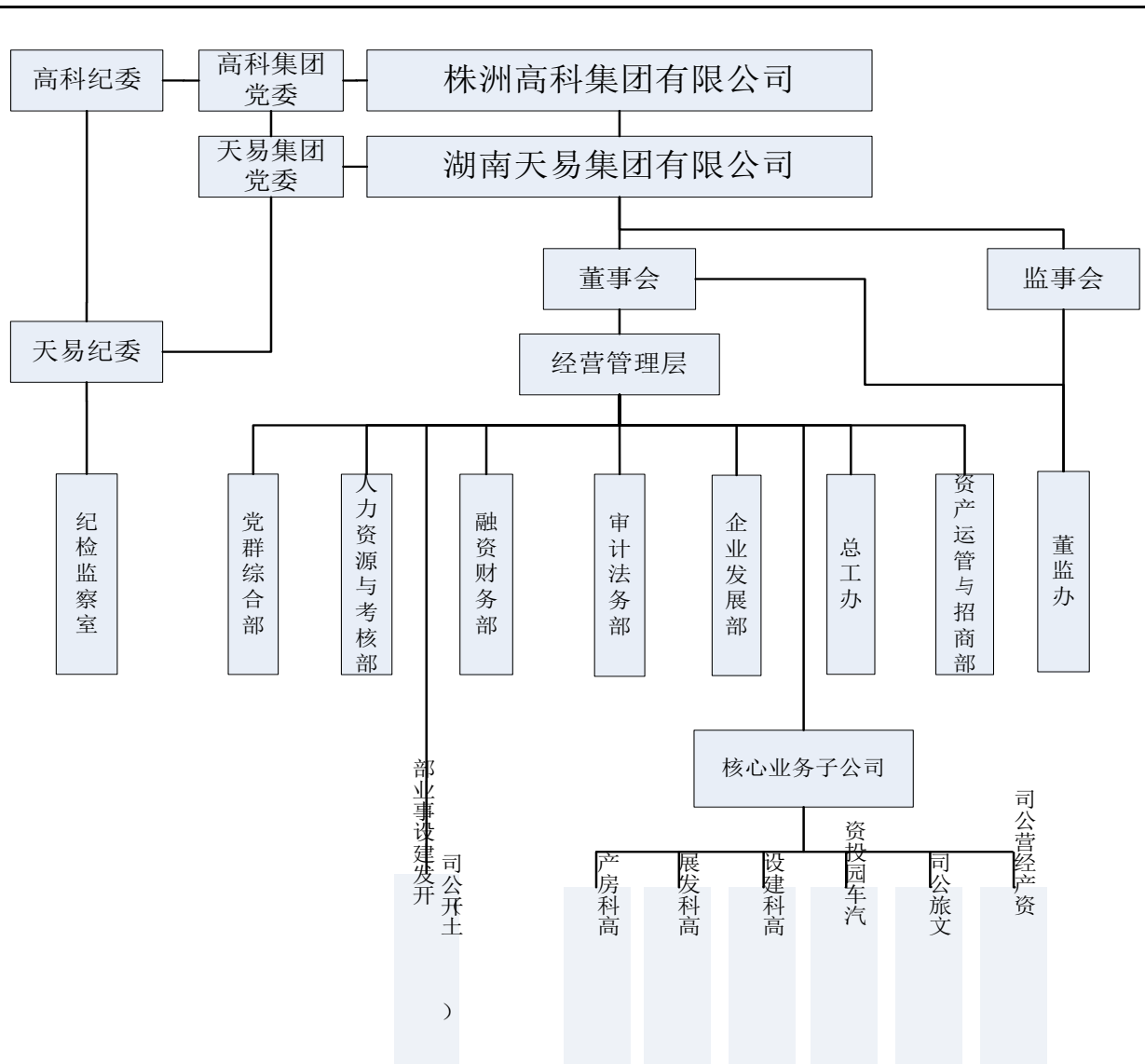
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，2018 年数据采用 2019 年期初数，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2021年9月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（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	20,000.00	24.5%	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

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。