

信用等级公告

联合[2017]1298号

株洲市云龙发展投资控股集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对“长城证券-云龙安置房信托受益权资产支持专项计划”所涉及的基础资产及其现金流、交易结构、原始权益人等多方因素进行综合分析和评估，经本公司信用评级委员会审定，确定：

优先级资产支持证券云龙安置 1~5 的信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监

二零一七年十一月十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

长城证券-云龙安置房信托受益权 资产支持专项计划信用评级报告

评级结果:

资产支持证券	发行金额 (亿元)	存续期限 (年)	级别
云龙安置1	0.60	1	AA
云龙安置2	0.80	2	AA
云龙安置3	1.40	3	AA
云龙安置4	0.80	4	AA
云龙安置5	1.40	5	AA
次级	0.50	5	NR
合计	5.50	--	--

注: 本报告的评级结论为联合评级基于2017年11月10日前获得的评级资料所评定。若后续获得最终确定的评级资料与现有资料不一致, 评级报告的结论可能会相应调整。NR——未予评级。

评级时间: 2017年11月14日

交易概览:

原始权益人/保证人/云龙发展: 株洲市云龙发展投资控股集团有限公司

计划管理人: 长城证券股份有限公司

受托人: 万向信托有限公司

借款人/出质人/新农村建设: 株洲云龙新农村建设投资发展有限公司

托管人: 兴业银行股份有限公司

基础资产: 原始权益人在专项计划设立日转让给计划管理人的原始权益人根据《信托合同》享有的信托受益权

质押财产: 系指借款人享有的响塘-三塔桥安置区(一期一批)、龙头安置区(一期)、龙升安置区(一期一批)、兴隆山安置区(一期)、太平桥安置区(一期)、大丰湖湘文化城安置区(一期)、大丰安置区(一期)、菖塘安置区(一期一批)、云田华强配套安置区(一批)、莲花安置区(一期)、五星榕树花园安置区项目(以下简称“标的”)的拆迁安置房未来销售收入。

还本付息方式: 半年付息, 到期还本

评估基准日: 2017年2月28日

评级观点:

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对长城证券-云龙安置房信托受益权资产支持专项计划(以下简称“本专项计划”)所涉及的基础资产、质押财产、交易结构、法律要素以及相关参与机构等多方因素进行了信用分析, 并对基础资产进行了现金流分析。

本专项计划涉及的信托借款人新农村建设是株洲云龙示范区内主要的保障性住房建设主体, 但自身偿债能力偏弱。本专项计划入池的11个标的项目安置房定向销售于云龙示范区被拆迁户, 价格优势明显, 销售较有保障。根据安置房安置计划, 安置房未来的销售收入将对优先级资产支持证券本息偿还形成一定的保障作用。但联合评级也关注到云龙示范区现阶段经济和财力基础较为薄弱, 安置房回购款项到位情况仍存在一定不确定性。保证人云龙发展为借款人的信托贷款的偿付提供不可撤销的连带保证责任担保。云龙发展整体信用水平较好, 其提供的担保对于信托贷款的偿付具有较强的保障作用; 同时, 质押财产现金流超额覆盖对优先级资产支持证券也有一定的信用提升作用。

综合考虑上述因素, 联合评级评定本专项计划优先级资产支持证券云龙安置1-5的评级结果均为AA。

优势:

1. 株洲市作为长株潭城市群中工业基础最强的城市, 经济发展平稳, 地方综合财力持续增强; 云龙示范区为推动长株潭城市群“两型社会”建设五大示范区之一, 政策支持力度大, 未来发展前景良好。

2. 借款人新农村建设作为云龙示范区安置房主要建设主体, 持有的标的定向销售于云龙示范区被拆迁户, 价格优势明显, 项目需求较有保障, 该销售收入对优先级资产支持证券本息

覆盖程度较高。

3. 保证人云龙发展是株洲市国资委在云龙示范区内唯一的城市开发、国有资产经营管理公司，在土地划拨、政府回购、特许经营权、财政补贴等多方面获得了株洲市政府和云龙示范区管委会的大力支持，整体信用水平较好，对提升本专项计划优先级资产支持证券的信用水平有重要作用。

关注：

1. 株洲云龙示范区处于发展初级阶段，经济和财力基础较为薄弱。本专项计划存续期内，如区域经济发展规划及保障房政策等因素发生变动，预估的拆迁安置房屋面积及房屋套数可能与实际有所偏差，将导致标的资产销售收入预测出现偏差，进而影响对优先级资产支持证券偿付能力的判断。

2. 新农村建设资产负债率较高，自身盈利能力弱，资金压力大，偿债能力偏弱。

3. 本次入池的标的'项目中部分项目建设主体需变更为新农村建设，目前相关变更手续尚在办理中；截至2016年底，部分项目居民已入住，但新农村建设尚未收到回购款。

4. 保证人云龙发展以云龙示范区公益性项目投资为主，自身盈利能力弱；且未来项目投资规模大，对外部融资依赖程度较高。

保证人主要财务数据：

指标	2014年	2015年	2016年	2017年1-6月
资产总额（亿元）	178.32	198.03	213.69	222.72
负债总额（亿元）	99.54	118.44	126.89	128.71
所有者权益（亿元）	78.78	79.59	86.80	94.02
营业收入（亿元）	4.55	4.40	5.99	1.95
净利润（亿元）	1.05	0.82	2.13	0.49
经营活动现金流量净额（亿元）	0.61	8.88	2.12	1.43
流动比率（倍）	1.53	2.24	4.78	6.56
资产负债率（%）	55.82	59.81	59.38	57.79

注：本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2017年1-6月财务报表未经审计。

分析师

杨世龙 yangsl@unitedratings.com.cn

赵哲 zhaoz@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

除因本次评级事项联合评级与委托方构成委托关系外，联合评级、评级人员与委托方不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在联合评级网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的相关资料主要由委托方或发行人提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代委托方、发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级有效期为专项计划项下受评对象存续期；在信用等级有效期内，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



一、资产支持专项计划概要

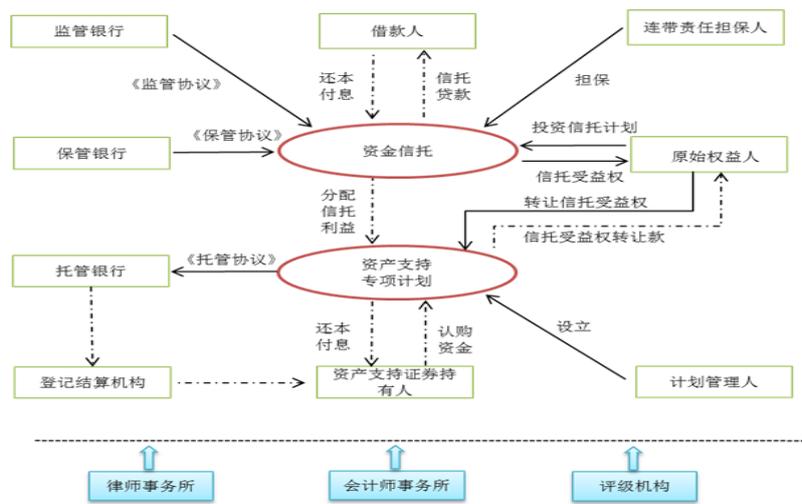
1. 交易概况

长城证券-云龙安置房信托受益权资产支持专项计划（以下简称“本专项计划”）资产支持证券（以下简称“本期资产支持证券”）由长城证券股份有限公司（以下简称“长城证券”或“计划管理人”）设立，所募资金用于向株洲市云龙发展投资控股集团有限公司（以下简称“云龙发展”或“原始权益人”）购买基础资产——即由原始权益人在专项计划成立日转让给计划管理人的原始权益人根据《信托合同》享有的万向信托-云龙1号事务管理类单一资金信托（以下简称“云龙1号单一信托”）的信托受益权；并以基础资产形成的属于本专项计划的全部资产和收益，按约定向本次资产支持证券持有人还本付息。

云龙发展委托万向信托有限公司（以下简称“万向信托”或“信托受托人”）设立云龙1号单一信托，向借款人株洲云龙新农村建设投资发展有限公司（以下简称“新农村建设”或“借款人”）发放信托贷款，借款人以其持有的响塘-三塔桥安置区（一期一批）、龙头安置区（一期）、龙升安置区（一期一批）、兴隆山安置区（一期）、太平桥安置区（一期）、大丰湖湘文化城安置区（一期）、大丰安置区（一期）、菖塘安置区（一期一批）、云田华强配套安置区（一批）、莲花安置区（一期）、五星榕树花园安置区项目（以下简称“标的项目”）的拆迁安置房未来销售收入（以下简称“质押财产”）质押给安置房信托。信托贷款总金额为 5.50 亿元，分 5 期，各期贷款金额分别为 0.60 亿元、0.8 亿元、1.40 亿元、0.80 亿元和 1.90 亿元，贷款本金偿还日分别为 2018 年 2 月 15 前的第 13 个工作日、2019 年 2 月 15 前的第 13 个工作日、2020 年 2 月 15 前的第 13 个工作日、2021 年 2 月 15 前的第 13 个工作日、2022 年 2 月 15 前的第 13 个工作日¹，贷款到期日为最后一期贷款结息日²，贷款利率均为固定利率，在贷款期限内，该利率保持不变。该信托贷款以质押财产收入作为第一还款来源。

本期资产支持证券分为优先级资产支持证券和次级资产支持证券，云龙发展为本专项计划信托贷款的偿付承担无条件不可撤销的连带责任担保。

图 1 交易结构



资料来源：长城证券提供

¹ 最后一期偿还贷款本金 1.8999 亿元，剩余 1.00 万元于贷款到期日偿还。

² 贷款结息日：自贷款起始日起每年 2 月 15 日及 8 月 15 日前的第 13 个工作日。

本期资产支持证券总发行规模预计不超过 5.50 亿元。其中优先级资产支持证券（以下简称为“优先级证券”）总发行规模预计不超过 5.00 亿元，分为五档产品：云龙安置 1、云龙安置 2、云龙安置 3、云龙安置 4 和云龙安置 5，发行规模分别为 0.60 亿元、0.80 亿元、1.40 亿元、0.80 亿元和 1.40 亿元。本期优先级证券均按半年以固定利率支付预期收益，到期偿还本金。本期次级资产支持证券发行规模为 0.50 亿元，全部由云龙发展认购。在本专项计划存续期内每个兑付日³（T 日），当期优先级资产支持证券预期支付额分配完毕后，专项计划账户内剩余资金向次级资产支持证券持有人分配。本期资产支持证券情况详见下表：

表1 资产支持证券概要

资产支持证券		发行金额（亿元）	存续期（年）	偿还方式
优先级	云龙安置 1	0.60	1	半年付息，到期还本
	云龙安置 2	0.80	2	半年付息，到期还本
	云龙安置 3	1.40	3	半年付息，到期还本
	云龙安置 4	0.80	4	半年付息，到期还本
	云龙安置 5	1.40	5	半年付息，到期还本
	小计	5.00	--	--
次级		0.50	5	按约定参与期间分配，到期全部分配
合计		5.50	--	--

资料来源：长城证券提供

本专项计划设有回售和赎回机制。在本专项计划存续期间的第 5 个计息期间期末，任一优先级资产支持证券持有人有权选择是否将所持有的优先级资产支持证券的全部或部分份额回售给新农村建设。回售登记期结束后，若存在成功的回售申报，则新农村建设应当赎回。新农村建设必须于 R⁴-7 日 16:00 前将不低于申报的优先级资产支持证券未偿本金余额之和的现金划付至回售和赎回资金账户。

2. 计划现金流

本专项计划现金流来自于基础资产在专项计划存续期内的信托收益资金，实际还款来源为标的项目的未来销售收入。

（1）专项计划现金流归集

信托存续期间，新农村建设应将质押财产收款账户的资金在质押财产划款日⁵（每个月的第 15 日或 T-15 日）划入其在监管银行开立的监管账户；在监管账户划款日（每个质押财产划款日后的第一个工作日），监管银行根据计划管理人的划款指令将监管账户中资金划入信托账户。在信托分配日（T-5 日），万向信托根据《信托贷款》合同的相关约定将信托利益转入专项计划账户。

截至信托保管银行报告日（T-14 日）16:00，如果信托账户内累计可供分配资金未达到借款人截至该信托保管银行报告日累计应还信托贷款本息及《信托贷款合同》约定的其他费用（如有），则启动担保，保证人应于保证人划款日（T-13 日）将保证范围内应支付的款项支付至信托账户。

³ 兑付日：系指“专项计划文件”规定的“专项计划”兑付之日，在“专项计划终止日”前，为每年度的 2 月 15 日及 8 月 15 日，该日非“工作日”的，延迟至该日后第一个“工作日”。

⁴ R 日：系指投资者回售和原始权益人赎回专项计划份额权益登记日。

⁵ 质押财产划款日：系指“借款人”向“监管账户”划付“质押财产”的日期。就划付至“监管账户”以外的相关质押财产而言，系指专项计划存续期间每个月的第 15 日（该日如非工作日，则顺延至下一个工作日），若该月存在“兑付日”，则为“兑付日”前的第 15 个工作日（T-15 日）。

(2) 专项计划现金流分配

加速清偿事件及违约事件（详见附件3）发生时，专项计划账户项下的资金按照如下顺序进行分配（若同一顺序的多笔款项不能足额分配时，按各项金额的比例支付，且不足部分在下一期支付）：

- 1) 支付专项计划应承担的税收；
- 2) 支付登记托管机构的资产支持证券上市、登记、资金划付等相关费用；
- 3) 支付托管银行的托管费、跟踪评级费、审计费，并在10万元限额内支付其他专项计划费用；
- 4) 同顺序按比例支付应付的云龙安置1资产支持证券、云龙安置2资产支持证券、云龙安置3资产支持证券、云龙安置4资产支持证券、云龙安置5资产支持证券的预期收益；
- 5) 计划管理人分配日后的第一个兑付日为相应档次优先级资产支持证券的预期到期日的，同顺序按比例分配该等档次优先级资产支持证券的本金；
- 6) 支付超过10万元限额的其他专项计划费用；
- 7) 按照剩余收益为上限在优先级资产支持证券的预期到期日对应的兑付日向次级资产支持证券持有人分配期间收益；如该兑付日是专项计划最后一个兑付日的，剩余收益则作为次级资产支持证券持有人的收益支付给次级资产支持证券持有人。

加速清偿事件或违约事件发生后，专项计划账户内的资金将按照以下顺序进行分配（若同一顺序的多笔款项不能足额分配时，按各项应受偿金额的比例支付，且不足部分在下一期支付）：

- 1~2) 与违约事件发生时同；
- 3) 支付托管银行的托管费、跟踪评级费、审计费及其他专项计划费用；
- 4) 同顺序按比例支付优先级资产支持证券的预期收益，直至优先级资产支持证券的预期收益支付完毕；
- 5) 同顺序按比例支付各档优先级资产支持证券的本金，直至优先级资产支持证券的本金支付完毕；
- 6) 如有剩余资金，作为次级资产支持证券持有人的收益支付给次级资产支持证券持有人。

二、交易结构分析

1. 信用支持

(1) 现金流超额覆盖

本期资产支持证券通过优先/次级的偿付次序安排进一步提高了质押财产现金流对优先级资产支持证券本息的超额覆盖，根据大华会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“大华会所”）出具的现金流预测数据来看，专项计划存续期内，质押财产现金流对优先级资产支持证券本息（预期收益率基准区间为（6.0%~9.2%）覆盖比率亦达到1.17倍及以上，对优先级资产支持证券的兑付形成了较好的保障，从而降低了优先级资产支持证券的信用风险。

(2) 保证担保

云龙发展为借款人与万向信托的保障房信托贷款提供无条件不可撤销连带责任保证。根据云龙发展与万向信托签订的《保证合同》，云龙发展的保证范围包括：①新农村建设在《信托贷款合同》项下应向万向信托支付的被担保的主债权本金及对应的利息、罚息、复利、违约金、赔偿金等；②万向信托为实现债权和担保权利所支出的费用，包括但不限于公证、公告、评估、鉴定、拍卖、处置、诉讼费、律师费、调查取证费、差旅费等。保证人的保证期间为24个月，自主合同约定的债务履行期限届满之日起算；如果主合同项下的债务分期履行，则对每期债务而言，保证期间均至最后

一期债务履行期限届满之日起24个月。

云龙发展承担着株洲市云龙示范区内的一级土地开发、基础设施建设、房地产开发经营等业务。云龙发展资产和收入规模较大，信用资质良好，担保能力较强。

2. 风险及缓释措施

(1) 资金混同风险

若新农村建设信用状况恶化，丧失清偿能力甚至破产，质押财产现金流可能和新农村建设其他资金混同，从而给本专项计划资产造成损失。

根据交易安排，质押财产现金流按月度归集至本专项计划信托账户，质押财产现金流在收款账户停留的时间较短。考虑到云龙发展为新农村建设信托贷款提供无条件不可撤销的连带责任保证，新农村建设出现实际风险乃至面临丧失清偿能力甚至破产情形的可能性不大。总体看，本专项计划资金混同风险较低。

(2) 流动性风险

在本次交易中，标的项目当期收入可能不足以支付当期应付的优先级资产支持证券预期收益及在优先级资产支持证券预期收益支付前必须支付的各项税费，从而产生流动性风险。

标的项目销售价格以政府指导价格为主，具有明显价格优势，且标的项目大多为定向安置，有利于缓解质押财产现金流不足的风险。

此外，根据交易安排，保证人云龙发展为本专项计划项下信托贷款提供无条件不可撤销的连带责任保证。云龙发展整体信用水平较好，其提供的担保对于信托贷款的偿付具有较强的保障作用；

(3) 持续运营风险

新农村建设以保障房建设为主营业务，近年来，由于保障房项目尚未实现销售结转，新农村建设营业利润处于持续亏损状态。本专项计划中新农村建设将质押财产收入作为信托贷款的第一还款来源，可能导致其无法保障持续运营。联合评级将持续关注新农村建设整体运营能力。

(4) 再投资风险

在《标准条款》允许的范围内，专项计划存续期间专项计划账户所收到的资金在闲置期内可用于再投资，这将使专项计划资产面临一定的再投资风险。针对这一风险，本专项计划已经对专项计划资金的投资范围进行了明确限制，仅可投资于银行存款、大额存单、货币市场基金、短期融资券、期限在一年以下（含一年）的商业银行理财计划、质押回购（包括协议式质押回购）以及监管机构认可的其他风险较低、变现能力较强的固定收益类产品。

托管银行根据计划管理人的划款指令调拨资金。合格投资必须在托管银行进行。计划管理人有权要求并指示托管银行进行合格投资。合格投资中相当于当期分配所需的部分应于专项计划账户中的资金根据专项计划文件的约定进行现金流分配之前到期。专项计划资金进行合格投资的全部投资收益构成收入。联合评级认为，交易结构中对再投资品种做出了明确限定，有效控制了再投资风险。

三、基础资产信用分析

本专项计划基础资产为云龙1号单一信托信托受益权，实际现金流来源于信托贷款借款人持有的响塘-三塔桥安置区（一期一批）、龙头安置区（一期）、龙升安置区（一期一批）、兴隆山安置区（一期）、太平桥安置区（一期）、大丰湖湘文化城安置区（一期）、大丰安置区（一期）、菖塘安置区（一期一批）、云田华强配套安置区（一批）、莲花安置区（一期）、五星榕树花园安置房共11个项目的保

障房销售款，因此借款人的经营及财务状况、质押财产现金流实现情况对本专项计划按时还本付息起重要作用。

1. 借款人信用风险分析

(1) 借款人概况

新农村建设系2013年3月22日由株洲云龙示范区管理委员会出资组建的有限公司，初始注册资本为1.00亿元。2015年12月7日，经株洲云龙示范区国有资产监督管理办公室批复，新农村建设出资人由株洲云龙示范区管理委员会变更为云龙发展。截至2016年底，新农村建设注册资本1.00亿元，由云龙发展全资持股，实际控制人为株洲市国资委。

新农村建设经营范围：新农村建设投资（涉及行政许可的凭有效许可证经营）；房地产开发、经营（凭资质经营）。目前新农村建设主营保障性住房建设业务，定位于高性价比的安置房建设，以满足示范区范围内安置户的安置需求。

截至2016年底，新农村建设下设综合管理办、工程技术办、工程管理办、开发经营办、合约管理办、资产管理办等六个部门；拥有在职员工32人。

截至2016年底，新农村建设资产总额14.51亿元，负债合计13.42亿元，所有者权益合计1.09亿元（均为归属于母公司所有者权益）。2016年，新农村建设实现营业收入15.00万元，净利润983.87万元，经营活动产生的现金流量净额为-1.68亿元，现金及现金等价物净增加额为-1.06亿元。

截至2017年6月底，新农村建设资产总额15.07亿元，负债合计13.04亿元，所有者权益合计2.03亿元（均为归属于母公司所有者权益）。2017年1~6月，新农村建设未实现营业收入，净利润-91.05万元，经营活动产生的现金流量净额为5.39亿元，现金及现金等价物净增加额为0.22亿元。

新农村建设注册地址：湖南省株洲市云龙示范区云龙大道88号，法定代表人：李军辉。

(2) 借款人经营环境分析

新农村建设主营保障房建设业务，属于保障房行业。

保障房行业发展分析

中国保障性住房

保障性住房是指政府根据国家政策以及法律法规的规定，为中低收入住房困难家庭所提供的限定标准、限定价格或租金的住房，一般由廉租房、经济适用房、政策性租赁住房、限价房以及棚改房构成。从2003年起，全国局部开始出现房地产过热现象，其主要特征是房地产投资占当地固定资产投资的比例过高，房地产价格上涨过快，从而引发了真正需要住房的中低收入家庭无力购房等一系列问题。

保障性住房行业有一定的公益性，因此并非完全市场化。2011年以来，国家各部门对保障性住房多次出具相关政策，“十二五”期间，我国新建保障性住房4,000万套是之前十年建设规模的两倍。在“十三五”规划中，住建部将保障房重点放在棚户区改造方面，并通过加大货币化安置的方式，帮助解决一些城市楼市库存高的问题。在一系列宏观政策扶持下，近几年中国保障房建设取得了优异的成绩。2011年，全国新开工建设城镇保障性安居工程住房1,043万套（户），基本建成城镇保障性安居工程住房432万套；2012年，全国新开工建设城镇保障性安居工程住房781万套（户），基本建成城镇保障性安居工程住房601万套；2013年，全年新开工建设城镇保障性安居工程住房666万套（户），基本建成城镇保障性安居工程住房544万套；2014年，全年新开工建设城镇保障性安居工程住房740万套（户），基本建成城镇保障性安居工程住房511万套；2015年，全国城镇保障性安居工程开工783万套保障房，基本建成772万套；2016年全国计划新增600万套棚户区改造任务，全年已开工

606万套，完成投资1.48万亿元。

保障性住房作为重点民生工程之一，未来仍将是国家和社会的关注重点。加快建设保障性住房不仅对于改善民生、促进社会和谐稳定发展具有重要的意义，同时政府对于保障性住房的建设支出也可以发挥房地产行业链的乘数效应，带动社会资金投入住房建设，从而促进相关产业发展；另一方面，在中低收入家庭的居住问题得到改善之后，居民的消费信心和能力也会增强，进而带动整体消费水平的提升。

株洲市保障房政策

2013年12月31日，株洲市人民政府办公室《关于进一步加快征地拆迁安置房建设工作的通知》（株政办发[2013]27号）指出：安置房建设实行统一政策，区建为主原则，由各区人民政府统一组织建设；安置留用地实行区级统筹、统一规划；株洲市人民政府将安置房纳入保障性住房建设，根据各区年度征收土地计划逐年下达安置房建设任务计划；安置房税收优惠政策按照湖南省相关规定执行，免去安置房建设产生的各种行政事业性收费和政府性基金市级部分；安置房定价由各区人民政府根据城区统一指导价格，按照综合建设成本核定，不能低于成本价销售，购房户所购安置房超指标面积部分，由各区市场价格确定；建成并投入使用的安置房要在1年之内全部办理分户土地使用证和房屋产权证。

2015年3月2日，株洲市人民政府办公室《关于进一步做好土地征收和房屋拆迁补偿安置工作的通知》（株政办函[2015]14号）指出要提高货币安置方式，将原先规定的1,800元/平方米*45平方米提高到2,800元/平方米*45平方米（政府按照每户每人45平方米进行补助），如市场商品房住宅价格出现较大涨跌，将以年度和项目为单位进行调整；调整购房补助发放方式，购安置房和自购商品房补助由发放现金改为发放购房补助券，各区政府凭被拆迁人购房合同和补助券将购房补助资金及时支付给开发商。

区域经济环境和地方财力

株洲市经济概况

株洲市是湖南省14个地级市（州）之一，属于新兴工业城市，但同时又属于老工业基地，株洲市有影响力的企业基本上是解放初期国家投资兴建的重工业企业。目前株洲市形成了装备制造业、新材料产业和有色金属、陶瓷、生物医药、健康食品产业为主导的工业新体系，以上产业对株洲市经济形成强有力的经济支撑。生态农业、旅游、文化、服饰等产业在近年也得到了较快的增长，为株洲市的经济起到了较好的补充作用。

根据《株洲市2016年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2016年株洲市地区生产总值完成2,512.50亿元，比上年增长7.90%。其中，第一产业增加值197.20亿元，增长3.50%；第二产业增加值1,363.50亿元，增长6.70%，其中工业增加值1,197.40亿元，增长6.70%；第三产业增加值951.80亿元，增长10.70%。2016年，株洲市固定资产投资（不含农户）2,354.80亿元，比上年增长13.50%。其中，全市第一产业完成投资72.00亿元，较上年增长27.70%；第二产业完成投资932.80亿元，较上年下降8.00%，其中工业投资923.10亿元，较上年下降8.50%；第三产业完成投资1,341.00亿元，较上年增长34.50%。分投资方向看，基础设施投资752.10亿元，增长40.90%；民生投资199.00亿元，增长82.60%；生态投资47.80亿元，增长18.30%；高技术产业投资100.60亿元，增长44.50%；战略性新兴产业投资527.60亿元，增长13.50%。全年施工项目3779个，增长10.70%，其中，本年度新开工项目3346个，增长11.60%。全市亿元以上项目443个，比上年增加286个；新开工亿元以上项目262个，比上年增加188个。

根据《株洲市城市总体规划（2006-2020年）（2012年修改）》，2020年株洲城市人口将达到170万，到2030年，市域城镇化水平83%。随着城市的提质扩容，株洲市常住人口不断增加，2016年，常住人口401.63万人，比2011年增加13.55万人，年均增加2.71万人，年均增长6.9%。2016年，株洲市常住人口城镇化率为64.09%，比上年提高了1.99个百分点；相比2011年，株洲市城镇化率提高了6.61个百分点，年均提高1.32个百分点。

长株潭城市群作为“两型社会”建设的国家战略平台，是湖南省新型工业化、新型城市化的引导区，中国中部经济区的核心增长极。而株洲市是“长株潭城市群”中工业基础最强的城市，依托良好的交通环境和雄厚的工业基础，随着株洲市“两型社会”综合配套改革试验区的实施，未来5~10年内，株洲市城市基础设施建设和公用设施投资有望进一步拉动。

云龙示范区经济概况

云龙示范区成立于2009年4月，作为长株潭城市群“两型”社会建设综合配套改革试验五大示范区之一，云龙示范区定位于“富有特色的生态宜居和城乡统筹发展”示范区，将着力于建设“旅游休闲谷、服务创意区、科教研发城”，重点发展旅游休闲产业、文化创意产业、科教研发产业以及金融创新产业。云龙示范区享受国家和省“两型”社会建设赋予的各种政策优惠，并且也得到了湖南省、株洲市在财政、土地、资金等方面的大力支持。

云龙示范区位于株洲城区东北部，其管辖范围由原石峰区的云田乡、龙头铺镇和时代大道以北、田林路以东的区域以及原荷塘区明照乡的大丰村、太平桥村、响塘村和三搭桥村组成，规划总面积105.80平方公里，规划人口50万人。由于云龙示范区包含部分老城区，在发展过程中其承担了改造老城区与发展新兴产业和循环经济的任务。

云龙示范区伴随区内开发建设力度的加大，整体经济增长速度较快。2016年云龙示范区实现GDP23.20亿元，同比增长8.10%。其中第一产3.50亿元，同比增长3.20%；第二产业10.60亿元，同比增长6.10%；第三产业9.10亿元，同比增长12.50%。第一产业、第二产业和第三产业的比重为15.1:45.7:39.2。

2016年，云龙示范区完成投资175.60亿元，同比增长13.50%。其中工业投资完成30.70亿，基础设施投资完成49.40亿，房地产投资完成20.30亿，产业和经营性服务类完成投资75.10亿。全年新入库5,000万以上项目18个，其中工业项目5个，基础设施项目13个。2016年，云龙示范区承担23个市级重点项目，全年完成投资64亿，完成全年进度的155%。

总体看，株洲市作为“长株潭城市群”中工业基础最强的城市，未来经济增长空间大；云龙示范区为推动长株潭城市群“两型社会”建设五大示范区之一，其建设获得了湖南省及株洲市政府的大力支持，整体经济增长速度较快；随着“十三五”规划的进一步开展，基础设施投资力度将加大，云龙发展面临着良好的产业政策及投资环境。

株洲市政府财务状况

随着株洲市经济保持平稳增长，其财政实力持续增强，2014~2016年，株洲市地方综合财力分别为322.20亿元、365.78亿元和386.26亿元，财政实力较强。2016年，株洲市一般公共预算收入为312.80亿元，较上年增长7.70%，增速较为稳定，其中税收收入占比为65.837%。基金预算收入主要来自与土地有关的出让金等收入，2016年株洲市基金预算收入为79.84亿元，受土地市场景气的影响，较去年大幅上升。从收支平衡来看，2016年株洲财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为78.63%，差额大多由基金预算、上级财政补助补充。

截至2016年底，株洲市政府性债务余额621.81亿元，包括政府债务465.12亿元，政府负有担

保责任的债务 49.49 亿元，政府可能承担一定救助责任的债务 107.20 亿元（市本级政府性债务余额为 270.31 亿元，包括政府债务 195.96 亿元，政府负有担保责任的债务 7.87 亿元，政府可能承担一定救助责任的债务 66.48 亿元）。2016 年，湖南省核定株洲市政府债务限额 446.34 亿元。2016 年，株洲市完成存量债务置换 210.85 亿元，2015、2016 年合计完成存量债务置换 291.51 亿元，占清理甄别锁定全市政府存量债务 536.15 亿元的 54.37%。全市通过债券置换，降低了债务成本，每年可节省利息约 14.5 亿元。

表 2 2014~2016 年株洲市财政收支指标（单位：亿元）

项目名称	2014 年	2015 年	2016 年
一般公共预算收入	263.98	290.43	312.80
其中：税收收入	189.26	208.09	205.90
非税收入	74.72	82.34	106.90
基金预算收入	734.43	46.04	79.84
一般公共预算支出	294.21	350.11	397.82
基金预算支出	80.05	28.24	86.40

资料来源：Wind 资讯

云龙区政府财务状况

云龙示范区在成立之初政府财政基础较为薄弱，2015 年云龙示范区财力较上年有所下降，但近几年随着华强园和云龙大道等重大基础设施项目的竣工和招商引资项目的引入，云龙示范区财力有望提升。2016 年，示范区公共财政预算收入为 9.21 亿元，同比增长 12.55%。其中：地方收入 6.8 亿元，同比增长 12.33%。从收入结构看，完成地方税收收入 4.41 亿元，同比增长 7.8%，完成非税收入 2.39 亿元，同比增长 21.75%。民生支出进一步加大，民生投入约 4.9 亿元，占到支出比重的 73%。

总体看，株洲市经济稳定增长，财政实力持续增强；云龙示范区成立较晚，经济总量和一般预算有所增长，符合云龙示范区现阶段处于发展初期的经济特征。

（3）借款人经营分析

2016 年之前，株洲市云龙示范区安置房的主要建设主体为株洲市华强云峰湖片区建设开发有限公司（以下简称“华强公司”）。2016 年 6 月，新农村建设取得房地产暂定资质，株洲市云龙示范区的安置房建设主体逐渐变更为新农村建设，截至 2016 年底，原华强公司下属安置房项目部已纳入新农村建设合并报表范围，建设主体相关变更已获云龙发展批准，但变更手续尚在办理中。

新农村建设保障房的建设销售模式：云龙示范区的安置房建设以定向建设方式为主，新农村建设在取得被拆迁户的安置房购置意向后，根据居民的安置房需求意向，定向进行安置房项目开发。保障房建设依据拆迁协议中的购置意向进行开发与销售，从而保证较高的销售/建设比。

新农村建设销售收入确认模式：新农村建设是株洲市云龙示范区内最主要的保障性住房建设主体，新农村建设的安置房建设缺口资金由公司自主负责筹集，地方政府支持新农村建设对项目资产进行盘活，并支持公司融资，以弥补安置房建设的缺口资金。另外，为保证被拆迁户在购房时有足够的资金进行购房，云龙示范区管委会设置安置房专户，安置房专户的资金来源于被拆迁户所得到的拆迁补偿款，该专户的资金保证了被拆迁户在未来购置安置房时有足够资金进行支付。

2014~2015 年，新农村建设安置房项目均处于投资建设阶段，尚未产生营业收入；2016 年，新农村建设产生营业收入 15 万元。

截至 2016 年底，新农村建设共有 11 个安置房在建项目，其中，部分项目建设主体为华强公司下

属的安置房项目部，2016年新农村建设将华强公司下属的安置房项目部纳入合并报表。11个在建项目建筑总面积达31.16万平方米，总投资额为7.39亿元，共建保障房2,338套。所有11个安置房项目均为本次专项计划的入池资产，具体情况参见基础资产分析部分。

未来3年投资计划方面，新农村建设计划投资规模共计30亿元左右，资金来源主要为银行贷款。截至2016年底，已立项13个项目，项目周期在3年，计划总投资额20亿元，其中已落实资金11.04亿元，尚需投资8.96亿元。总体看，新农村建设未来融资需求较大。

总体看，作为株洲市云龙示范区安置房的建设主体，新农村建设安置房建设规模较大，投资需求及资金压力较大，未来随着安置房项目的竣工交付，新农村建设的收入将有所提升。随着未来云龙示范区的进一步发展，对安置房的需求量逐渐增加，预计新农村建设的收入将随之增长。同时联合评级也关注到，新农村建设的项目全部位于株洲市云龙示范区，云龙示范区的经济发展情况、财政收入情况以及居民购房意愿的变化均对新农村建设的未来发展产生重要影响。

（4）借款人财务分析

新农村建设提供的经湖南建业会计师事务所株洲市分所审计的2014~2016年的审计报告，均出具了标准无保留的审计意见。由于新农村建设2013年成立，2013~2014年业务规模较小，随着股东变更及安置房建设主体的确立，2015年，新农村建设业务规模有明显扩张。2016年，新农村建设将华强公司下属的安置房项目部纳入合并报表，财务数据变动较大，财务可比性较差。2017年1~6月，新农村建设合并范围未发生变化。

资产质量

2014~2016年，新农村建设资产总额高速增长，年均复合增长169.21%，主要系其他应收款、存货以及预付款项大幅增加所致。截至2016年底，新农村建设资产总额为14.51亿元，较年初增长43.99%，主要系其他应收款和存货大幅增加所致；其中流动资产占99.27%，非流动资产占0.73%，新农村建设资产结构以非流动资产为主。

2014~2016年，新农村建设流动资产实现高速增长，年均复合增长168.48%。截至2016年底，新农村建设流动资产为14.40亿元，较年初增长43.32%。截至2016年底，新农村建设流动资产以货币资金（占11.23%）、存货（占22.80%）和其他应收款（占56.52%）为主。

2014~2016年，新农村建设货币资金快速稳定增长，年均复合增长25.70%，主要系随着业务规模的扩大，新农村建设取得借款收到的现金大幅增加所致。截至2016年底，新农村建设货币资金为1.62亿元，较年初增长6.71%，其中1.3亿元为银行质押存款。

2014~2016年，新农村建设存货快速增长，主要系随着安置房建设业务展开而导致归在存货项下的开发成本增加所致；新农村建设将华强公司所属的安置房项目部纳入自身报表后，存货数量进一步增加。截至2016年底，新农村建设存货为3.28亿元，较年初增长1.94倍，主要系将安置房项目部的存货纳入当期报表所致。

2014~2016年，新农村建设其他应收款快速稳定增长，年均复合增长257.37%，主要系公司并入云龙发展后与云龙发展有关的公司往来款增加所致。截至2016年底，新农村建设其他应收款为8.14亿元，较年初增长25.13%，主要系与云龙发展及华强公司之间的往来款，回收风险较小。

2014~2016年，新农村建设非流动资产呈快速增长趋势，年均复合增长434.00%倍，主要系在建工程增加所致。截至2016年底，新农村建设非流动资产为1,053.95万元，较年初增长403.05%，以在建工程（占比99.82%）为主，在建工程主要为安置房项目。

截至2017年6月底，新农村建设资产总计15.07亿元，较年初增长3.90%；其中流动资产占比

99.02%，非流动资产占比 0.98%，资产构成较年初变化不大。

总体看，随着安置房项目建设规模的扩大及资金投入的增加，新农村建设资产规模快速增长，以流动资产为主，流动资产中其他应收款占比较大，其他应收款主要为关联方应收账款，回款风险较低，整体资产流动性较好。

负债及所有者权益

负债

2014~2016 年，新农村建设负债总额快速稳定增长，年均复合增长 263.99%。截至 2016 年底，新农村建设负债总额为 13.42 亿元，较年初增长 47.69%，其中，流动负债占比 17.60%，非流动负债占比 82.40%，以非流动负债为主。

2014~2016 年，新农村建设流动负债稳定高速增长，年均复合增长 263.99%，主要系业务规模扩大，预收款项增加所致。

2014 年新农村建设未产生预收账款；2015 年，随着安置房项目大量增加，新农村建设预收款项大幅增加至 0.65 亿元；2016 年，新农村建设预收款大幅增加至 2.29 亿元，该款项主要系 2016 年安置房项目部资产划转时同时并入的安置房款，该款项并入前由安置房项目部设立单独的专户归集，并入后确认为负债项。未来该等安置房款是否优先划入本专项计划尚待进一步明确。

2014~2016 年，新农村建设非流动负债分别为 1.00 亿元、8.44 亿元和 11.06 亿元，非流动负债主要为长期借款，主要系业务规模扩大，从银行获得的借款增加所致。从长期借款到期期限来看，2017 年到期的长期借款为 5.24 亿元，占比 62.01%；2018 年到期的长期借款为 0.80 亿元，占比 9.48%；2020 年到期的长期借款为 2.40 亿元，占比 28.44%，新农村建设短期内需偿还的长期借款较多，还款压力较大。

2014~2016 年，新农村建设全部债务分别为 1.00 亿元、8.44 和 10.84 亿元，主要为长期借款。债务指标方面，2014~2016 年，伴随新农村建设债务规模的扩张，资产负债率呈高速增长态势，三年指标分别为 50.61%、90.19%和 92.51%；2014~2016 年，长期债务资本化比率分别为 50.29%、89.52%和 90.89%，全部债务资本化比率与长期债务资本化比率一致，呈增长趋势。

截至 2017 年 6 月底，新农村建设负债总额为 13.04 亿元，较年初减少 2.83%，其中流动负债占比 54.67%，非流动负债占比 45.33%，非流动负债占比较年初明显下降 37.07 个百分点，主要系长期借款减少、一年内到期的非流动负债增加所致。截至 2017 年 6 月底，新农村建设全部债务为 6.84 亿元，其中短期债务为 1.24 亿元，长期债务为 5.60 亿元；资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 86.52%、73.39%和 77.09%，分别较年初增加 5.99 个百分点、13.80 个百分点和 17.50 个百分点。

总体看，伴随云龙示范区的快速发展，新农村建设资金需求不断增长，近三年负债总额呈大幅增长趋势，债务规模不断扩大，债务负担较重。

所有者权益

2014~2016 年，新农村建设所有者权益波动上升下降，年均复合增加 4.82%，主要系未分配利润减少所致。截至 2016 年底，新农村建设所有者权益为 1.09 亿元，较年初增加 9.96%，均为归属于母公司所有者权益，主要由实收资本构成（92.06%）。

截至 2017 年 6 月底，新农村建设所有者权益总额为 2.03 亿元，较年初增长 86.95%，主要系资本公积增加所致。截至 2017 年 6 月底，新农村建设资本公积总额为 0.95 亿元，均为政府拨款。

总体看，新农村建设所有者权益结构稳定性较好。

盈利能力

2014~2015年，新农村建设由于安置房项目未结项，未确认收入与成本。2016年，新农村建设实现营业收入15.00万元，净利润为983.87万元，主要系营业外收入金额较大所致，新农村建设2016年获得营业外收入为1,022.86万元，营业外收入主要为政府补贴，可持续性一般。2016年，新农村建设营业利润率为82.40%。

期间费用方面，新农村建设将全部借款利息资本化，因而财务费用方面体现为利息收入，在财务报表中呈现负值。2014~2016年，新农村建设费用总额呈稳定减少趋势，年均复合减少65.01%，主要由管理费用减少所致。2016年，新农村建设费用收入比为344.49%。

2017年1~6月，新农村建设未实现营业收入，期间费用为91.05万元，净亏损91.05万元。

总体看，新农村建设以安置房建设为主营业务，2016年之前以项目前期开发投入为主，未实现营业收入；进入2016年以来，随着项目销售的实现，新农村建设开始实现结转收入，但规模仍很小；新农村建设营业外收入占利润总额比重较大，可持续性一般。

现金流分析

经营活动方面，2014~2016年，新农村建设经营活动整体表现为经营活动的现金净流出。2014~2016年，新农村建设经营活动产生的现金流量净额分别为-0.18亿元、-6.94亿元和-2.50亿元，净流出金额持续增加。新农村建设的经营活动现金流入与流出大部分为和母公司及关联方之间的资金往来。2015年新农村建设经营性现金流大幅流出的原因在于新农村建设支付给关联方的现金（21.56亿元）多于收到关联方的现金（15.76亿元）。

筹资活动方面，2014~2016年，新农村建设筹资活动现金流入呈增长趋势，年均复合增长78.89%。其中，2016年取得银行贷款及其他金融机构贷款3.20亿元；2016年，新农村建设筹资活动现金流出主要为偿还债务本息0.80亿元。2014~2016年，新农村建设筹资活动产生的现金流量净额分别为0.99亿元、6.13亿元和2.40亿元，呈现波动增长趋势，年均复合增长55.70%，主要系2015年及2016年取得的借款大幅增加所致。

2017年1~6月，新农村建设经营活动产生的现金流量净额为5.39亿元，主要系收到的关联方款项增加所致；投资活动产生的现金流量净额为-0.57亿元，主要系新农村建设在建的公租房及廉租房项目在竣工结算备案之后将作为固定资产处理所致；筹资活动产生的现金流量净额为-4.59亿元，主要系偿还债务及支付利息支付的资金。

总体来看，新农村建设的经营性现金流长期保持净流出趋势，筹资需求较大。

偿债能力

从短期偿债指标看，由于新农村建设资产结构以流动资产为主，负债以非流动负债为主，故流动比率和速动比率均保持在较高水平。2014~2016年新农村建设流动比率分别为155.21倍、15.44倍和6.09倍，速动比率分别为154.54倍、13.73倍和4.71倍，均呈下降趋势，主要系流动负债的增速较快所致。2014~2015年新农村建设未产生营业收入，长期偿债指标无法获得；2016年新农村建设营业收入为15万元，较新农村建设的负债而言数量很低，故各项长期偿债指标结果较差。

截至2017年6月底，新农村建设无对外担保项目。

截至2017年6月底，新农村建设共获得各家银行授信额度总额为12.04亿元，均已使用完。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码为G10430201002832704），截至2017年8月3日，新农村建设无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体来看，新农村建设短期偿债能力较强，但长期偿债能力存在不确定性；新农村建设的自有

资产较小，对外部资金依赖性高，近三年尚未产生营业收入，对抗外部冲击的能力较弱；同时，新农村建设筹资需求大，债务负担较重，其债务偿还主要依赖云龙示范区财政统一调配和再融资。

2. 质押财产分析

本专项计划的实际还款来源为质押财产所涉响塘-三塔桥安置区（一期一批）、龙头安置区（一期）、龙升安置区（一期一批）、兴隆山安置区（一期）、太平桥安置区（一期）、大丰湖湘文化城安置区（一期）、大丰安置区（一期）、菖塘安置区（一期一批）、云田华强配套安置区（一批）、莲花安置区（一期）、五星榕树花园安置区共 11 个项目的销售收入。

截至 2017 年 6 月底，11 个标的项目均已全部建设完成；其中，部分项目建设主体为华强公司下属的安置房项目部，2016 年新农村建设将华强公司下属的安置房项目部纳入合并报表，但项目相关变更手续尚在办理中。11 个标的项目规划净用地面积共计 226,466.73 平方米，规划总建筑面积共计 311,630.16 平方米，其中住宅 284,092.09 平方米，便民商业设施 14,085.44 平方米，物业及社区用房 3,471.53 平方米，杂物间 9,981.10 平方米。规划安置房 2,338 套。11 个标的项目估算总投资 76,609.26 万元，项目单位面积综合建设成本 2,458 元/平方米。标的项目具体情况见下表：

表3 标的项目情况表（单位：平方米、户、个）

项目	响塘-三塔桥安置区（一期一批）	龙头安置区（一期）	龙升安置区（一期一批）	兴隆山安置区（一期）	太平桥安置区（一期）	大丰湖湘文化城安置区（一期）
净用地面积	23,334.13	33,923.66	6,298.54	6,538.7	10,998.91	9,924.62
总建筑面积	44,980.71	43,214	10,610.49	11,666.88	15,061.32	15,492.16
住宅	40,824.49	39,350.67	9,712.84	10,679.86	13,775.08	13,998.72
便民商业设施	1,362.92	1,503.85	--	485.34	1,102.49	577.86
物业及社区用房	476.80	479.68	127.33	121.34	183.75	164.22
杂物间	2,316.51	1,879.81	770.32	380.34	--	751.37
容积率	1.83	1.22	1.56	1.73	1.45	1.49
建筑密度	40.57%	34.42%	22.27%	42.20%	31.89%	30.64%
绿地率	26.80%	35.50%	32.05%	14.50%	15.70%	32.53%
总户数	284	247	82	90	119	129
停车位（均为地面停车位）	48	108	32	40	33	41

资料来源：新农村发展提供
注：杂物间不计容

表4 标的项目情况表（单位：平方米、户、个）

项目	大丰安置区（一期）	菖塘安置区（一期一批）	云田华强配套安置区（一批）	莲花安置区（一期）	五星榕树花园安置区
净用地面积	10,202.29	31,044.86	18,453.86	21,248.08	54,499.08
总建筑面积	15,354.96	17,226.87	26,689.85	32,893.53	78,439.39
住宅	15,066.96	15,635.11	24,063.57	32,297.84	71,583.79
便民商业设施	--	1,357.48	2,364.72	3,110.96	2,219.83
物业及社区用房	288.00	234.29	261.56	381.56	753.02
杂物间	--	--	--	--	3,882.75
容积率	1.51	0.55	1.45	1.55	1.37
建筑密度	26.50%	29.76%	33.64%	31.00%	27.36%
绿地率	30.50%	37.85%	28.00%	31.00%	27.32%
总户数	146	57	179	331	674

停车位（均为地面停车位）	130	50	103	188	380
--------------	-----	----	-----	-----	-----

资料来源：新农村发展提供
注：杂物间不计容

关于安置房价格制定方面，根据株洲市人民政府办公室 2015 年 3 月《关于进一步做好土地征收和房屋拆迁补偿安置工作的通知》（株政办函【2015】14 号）文件规定：安置房定价由各区人民政府根据城区统一指导价格，按照综合建设成本核定，不能低于成本价销售；购房户所购安置房超指标面积部分，由各区按市场价格确定。

关于周边配套设施建设方面，株洲市云龙示范区尚处于发展初级阶段，基础设施建设相对薄弱。截至 2016 年底，标的项目周边配套设施较差，可能对标的项目现金流回款造成不利影响。

2012~2014 年，云龙示范区安置房成本销售均价如下表所示。目前，云龙示范区附近楼盘市场价格区间为 3,000~5,000 元/平方米。

表5 云龙示范区安置房成本销售定价表（单位：元/平方米）

价格期间	多层	低层联排	备注
2012 年成本销售均价	1,500	1,920	不含土地费
2013 年成本销售均价	1,680	2,230	不含土地费
2014 年成本销售均价	2,250	3,100	含土地费

资料来源：新农村建设提供

关于标的项目销售模式方面，云龙示范区管委会授权株洲市云龙发展投资控股集团置业有限公司⁶（以下简称“云龙置业”）进行安置房回购；根据《关于株洲云龙示范区新农村安置房建设项目委托建设回购协议》，新农村建设应在 5 年内向云龙置业分批次提供达到入住条件的安置房屋（即 11 个标的项目），具体销售计划和销售价格见“标的资产现金流预测合理性分析部分”。

总体看，标的项目的计划销售面积及套数基本确定，标的项目由云龙示范区管委会授权云龙置业进行回购。

四、现金流分析及压力测试

1. 预测现金流及合理性分析

大华会所为新农村建设持有的标的项目的销售款现金流进行了预测，并出具了《株洲云龙新农村建设投资发展有限公司云龙保障房单一资金信托现金流预测分析咨询报告书》（以下简称“预测报告”），编号大华咨字【2017】000107号，评估基准日为2017年2月28日。

在进行预测时，大华会所做出了多项假设，主要包括：

- 1) 新农村建设遵循的国家现有法律、法规、政策和所在地经济环境无重大变化；
- 2) 新农村建设遵循的税收制度无重大变化；
- 3) 新农村建设所涉及的国家 and 地区目前的政治、法律、经济政策无重大变化；
- 4) 国家现行外汇汇率、银行信贷利率在正常的范围内波动；
- 5) 新农村建设生产经营计划能如期实现；
- 6) 新农村建设的法人主体及相关的组织机构和会计主体不发生重大变化；
- 7) 针对基础资产的实际状况，假设新农村公司持续经营，拆迁、工程建设能按照计划顺利完成；

⁶ 云龙置业系云龙发展下属子公司

- 8) 新农村建设已签订的主要合同能基本实现，且新农村开发的安置房销售价格保持基本稳定；
9) 新农村高层管理人员无舞弊、违法行为而造成重大不利影响；
10) 无其他不可预见因素和人力不可抗拒因素造成的重大不利影响。

大华会所所做假设基本涵盖了现金流预测所需因素；其根据项目销售计划、销售单价等情况，预测了标的项目的预计销售收入现金流，预测期间为本专项计划存续期间为2017年2月至2022年1月。

销售计划方面，标的项目计划安置面积约284,092平方米，共2,338套。预测依据为株洲云龙示范区征地拆迁安置工作办公室于2015年8月出具的《关于建设株洲云龙示范区新农村安置房建设项目及其安置计划的说明》，详见下表。

销售面积方面，大华会所通过对部分安置小区共计101个拆迁安置户对161套房屋的安置情况统计分析，得出拆迁居民购买安置房享受优惠价格的指标内面积⁷低于总购房面积的70%，由于抽样结果与全样本存在一定的误差，基础资产项下11个子项目亦可能存在差异，出于谨慎性上考虑，预计所有安置户购房时政策指标内面积占可销售总面积比例为80%，超指标部分面积⁸比例为20%。详见下表。

表6 标的项目预测安置计划（单位：%、平方米）

项目	2017年2月-2017年7月	2017年8月-2018年1月	2018年2月-2018年7月	2018年8月-2019年1月	2019年2月-2019年7月	2019年8月-2020年1月	2020年2月-2020年7月	2020年8月-2021年1月	2021年2月-2021年7月	2021年8月-2022年1月
销售比例	8	8	9	9	13	13	8	8	12	12
销售面积	22,727.37	22,727.37	25,568.29	25,568.29	36,931.97	36,931.97	22,727.37	22,727.37	34,091.05	34,091.05
其中：指标内（80%）	18,181.89	18,181.89	20,454.63	20,454.63	29,545.58	29,545.58	18,181.89	18,181.89	27,272.84	27,272.84
超指标（20%）	4,545.47	4,545.47	5,113.66	5,113.66	7,386.39	7,386.39	4,545.47	4,545.47	6,818.21	6,818.21

资料来源：大华会所提供

销售价格方面，对于指标内面积，大华会所参考安置房建设项目单位面积综合建设成本2,458元/m²及株洲云龙示范区2014年安置房成本销售均价定价情况（均值在2,675元/平方米）等资料，指标内面积销售价格（不区分多层及低层）定为2,600元/平方米。对于指标外面积，大华会所参照区附近的类似楼盘进行比较预测，超指标面积部分安置房住宅销售均价2017年为3,200元/m²，且其后房价保持稳定。

基于上述预测过程，大华会所预测，截止预测期2022年1月时点标的项目出售含税收入（应收账款）累计77,273.05万元。具体预测结果见下表。

表7 标的项目预测销售收入情况（单位：万元）

预测期间	2017年2月-2017年7月	2017年8月-2018年1月	2018年2月-2018年7月	2018年8月-2019年1月	2019年2月-2019年7月
销售收入（含税）	6,181.84	6,181.84	6,954.57	6,954.57	10,045.50
预测期间	2019年8月-2020年1月	2020年2月-2020年7月	2020年8月-2021年1月	2021年2月-2021年7月	2021年8月-2022年1月
销售收入（含税）	10,045.50	6,181.84	6,181.84	9,272.77	9,272.77

资料来源：大华会所提供

通过上述预测过程分析，联合评级认为大华会所对销售面积的预测抽样数据较少，实际销售中

⁷ 指标内面积指安置房规划面积之内、按人均45平方米计算可享受优惠价格的安置房面积。

⁸ 超指标面积指安置房规划面积之内，超过指标内面积但超出幅度在每户90平方米之内的比照市场价格销售的安置房面积。

指标内面积和超指标面积占比与预测数据可能存在偏差，另外大华会所未考虑安置房销售可能出现销售剩余的情况以及新农村建设预收的2.29亿元安置房款问题，实际销售现金流入可能低于预测值。同时，考虑到截至2016年底标的项目部分已入住⁹，但新农村建设尚未收到安置房回购款；而且云龙示范区尚处于发展初期，政府财政支持能力有限，标的项目周边配套设施建设较差等情况，联合评级认为现金流预测的未来不确定性因素较多，标的项目销售收入可能会出现波动性，未来实际现金流或偏离预测值。

2. 质押财产现金流分析

根据大华会所提供的2017年2月~2022年1月标的项目产生的现金流，联合评级以预测数据稳定合理为前提，综合考虑信托贷款付息还款安排，以及本专项计划的交易结构设置和分配顺序的安排，采用覆盖比率来衡量优先级资产支持证券的信用风险大小。为了直观的展现质押财产现金流对优先级证券的保障程度，以下覆盖比率分析直接以质押财产现金流覆盖优先级证券的预期支出，反映在各偿还时点质押财产现金流对预期支出的覆盖水平。如果当期覆盖比率小于1，则表示质押财产现金流不能完全覆盖当期预期支出，优先级资产支持证券存在不能按时偿付的风险。

考虑到各档优先级资产支持证券的存续期限不同，其对应的预期收益率也存在一定差异，假定云龙安置1~5的预期收益率区间分别为[6.00%，8.00%]、[6.30%，8.30%]、[6.60%，8.60%]、[6.90%，8.90%]、[7.20%，9.20%]。在不同预期收益率情况下，基础资产的预期现金流对优先级资产支持证券各时点预期本息支出的覆盖水平如下表所示。各期覆盖比率最低值为1.17倍，这表示基础资产的预期现金流能够覆盖预期支出，各期优先级资产支持证券的偿付都较有保障。

表8 标的项目预期现金流与优先级资产支持证券预期支出（单位：万元，倍）

期数	预测现金流入	预期收益率区间	预期支出	覆盖比率
第1年	12,363.69	6.00%~8.00%	9,348~10,348	1.19~1.32
第2年	13,909.15	6.30%~8.30%	10,988~11,868	1.17~1.27
第3年	20,090.99	6.60%~8.60%	16,484~17,204	1.17~1.22
第4年	12,363.69	6.90%~8.90%	9,560~10,000	1.24~1.29
第5年	18,545.53	7.20%~9.20%	15,008~15,288	1.21~1.24

资料来源：联合评级整理

3. 现金流压力测试

联合评级参考大华会所的预测报告书的相关数据，对现金流进行了多重情景模拟，以综合判断本专项计划的现金流入状况以及资产支持证券在各兑付期间的偿还支付风险。本专项计划中影响现金流入的因素主要有销售价格及销售面积两个因素。

销售价格方面，从株洲市房地产行业住宅平均价格变化趋势来看，2010~2013年，株洲市房价保持增长态势；自2014年，株洲房价有所回落，2016年，株洲城区商品房成交均价4,797元/平方米，下降1.65%。从周边开盘项目的成交价格来看，截至2016年底，云龙示范区新增开售住宅楼盘成交均价最低为3,400元/平方米，标的项目仍具备一定价格优势。大华会所预测标的项目中20%为市场价格销售，市场价格确定为3,200元/平方米，且预测期内的市场价格保持不变，出于谨慎考虑，联合评级对销售价格的压力下调区间设为[0，5%]。

销售面积方面，考虑到安置房销售计划因受项目安置工作进程影响而具有一定的不确定性，拆

⁹ 具体入住户数及其占比企业未提供

迁户在签订房屋征收补偿安置协议书之后，存在违约的可能，而使得安置需求面积收缩；由于项目运作公司估计的拆迁安置房屋面积及房屋套数可能与实际有所偏差，对质押财产现金流带来一定的负面影响。综合以上考虑，联合评级选择安置房销售面积调整因子作为本专项计划现金流情景模拟分析的风险调控变量，出于谨慎考虑，将对安置房销售面积压力下调区间设为[5%，10%]。

除了考虑影响质押财产现金流的因素，资产支持证券预期收益率的高低也将直接影响其信用风险大小，联合评级将本次资产支持证券的预期收益率作为压力测试因子之一，参照现行的相关市场利率测试预期收益率设定区间为[6.00%，8.00%]。

在上述风险调整变量压力区间内，联合评级进行了10万次压力情景模拟，测试资产支持证券存续期内各偿还时点质押财产现金流入对当期预期支出的覆盖比率。

最终，各档优先级资产支持证券压力测试结果如下：

表9 各档优先级资产支持证券压力测试覆盖率情景

证券名称	平均覆盖倍数(倍)	标准差	覆盖比率达到100%的概率
云龙安置1	1.1422	0.0261	100.00
云龙安置2	1.1036	0.0252	100.00
云龙安置3	1.0780	0.0247	100.00
云龙安置4	1.1413	0.0261	100.00
云龙安置5	1.1043	0.0253	100.00

资料来源：联合评级整理

在本次压力情景模拟中，质押财产现金流对云龙安置1~5的平均覆盖倍数均大于1倍，且概率均为100.00%，基础资产对优先级资产支持证券的偿付保障能力较好。但联合评级也关注到云龙示范区尚处于发展初期，现阶段经济和财力基础较为薄弱，标的项目已部分入住但截至2016年底尚未收到安置房回购款，在销售计划如期推进的情况下，安置房回购款项到位情况仍存在一定不确定性。

五、担保人信用分析

依据《保证合同》的约定，云龙发展为借款人的信托贷款的偿付提供不可撤销的连带责任保证担保，进而为本专项计划取得信托受益权收益提供保障。

1. 概况

云龙发展原名株洲云龙新城投资有限公司，系2009年5月8日根据《株洲市人民政府关于成立株洲云龙投资控股有限责任公司的通知》（株政函[2009]79号）成立的国有独资公司，出资人为株洲市国资委，初始注册资本为5.00亿元。2009年12月，株洲云龙新城投资有限公司名称变更为现名。截至2016年底，云龙发展实收及注册资本为5.00亿元，株洲市国资委持有100.00%股权，实际控制人为株洲市国资委。

云龙发展经营范围为：云龙示范区城市基础设施的投资、开发建设和经营；云龙示范区土地整理和开发；经营云龙示范区内的国有资产及其他相关业务。截至2016年底，云龙发展主营业务主要为云龙示范区基础设施代建、土地开发、商业房地产建设等业务；云龙发展还拥有云龙示范区范围内的国有资产特许经营权，如：户外广告特许经营权和加油站特许经营权等。

截至2016年底，云龙发展本部设办公室、工程管理部、土地开发部、投融资财务部等7个职能

部门；纳入合并范围的子公司有株洲市华强云峰湖片区建设开发有限公司、株洲市云龙发展集团基础设施投资开发有限公司、湖南云龙酒业有限公司等 11 家全资子公司，以及湖南东方稀土光能有限公司及株洲市云龙管线资源经营云龙发展等 2 家控股子公司；未纳入合并报表的参股子公司 9 家，包括株洲市云龙投资管理有限公司、株洲市云龙测绘有限公司、株洲市云龙恒达市政维护工程有限责任公司等。截至 2016 年底，云龙发展拥有在职员工 148 人；云龙发展高级管理人员均有政府或国企工作经历，具有丰富的管理经验；员工以中青年为主，文化程度较高，能满足云龙发展日常经营需要。

截至 2016 年底，云龙发展资产总额为 213.69 亿元，负债合计 126.89 亿元，所有者权益合计 86.80 亿元，其中归属于母公司的所有者权益为 81.67 亿元。2016 年，云龙发展实现营业收入 5.99 亿元，净利润 2.18 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 2.13 亿元。2016 年，云龙发展经营活动产生的现金流量净额为 2.12 亿元，现金及现金等价物净增加额为 10.31 亿元。

截至 2017 年 6 月底，云龙发展资产总额为 222.72 亿元，负债合计 128.71 亿元，所有者权益合计 94.02 亿元，其中归属于母公司的所有者权益为 82.13 亿元。2017 年 1~6 月，云龙发展实现营业收入 1.95 亿元，净利润 0.49 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 0.50 亿元。2017 年 1~6 月，云龙发展经营活动产生的现金流量净额为 1.43 亿元，现金及现金等价物净增加额为-0.10 亿元。

云龙发展注册地址：湖南省株洲市石峰区云龙示范区云龙路 88 号；法定代表人：谭跃飞。

2. 行业分析

云龙发展主要业务集中于房地产开发，云龙示范区城市基础设施建设与管理，以及土地开发等业务。

(1) 房地产开发行业

行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。

进入 2015 年，在延续 2014 年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足背景下，房地产开工面积增速和投资增速低位徘徊，全国市场区域分化严重；但受益于利好政策逐步出台，地产市场缓慢回暖，考虑到前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求的不足，市场景气度的大幅回升仍有一定压力。2016 年上半年，房地产市场成交大幅回升，在宽松的政策和货币信贷环境下，市场预期向好，成交稳步提升。2016 年 10 月以来，随着北京、天津、南京、武汉等 22 个城市先后发布新楼市调控政策、信贷政策从严，房地产市场景气度迅速降低。

2016 年，全国房地产开发投资 102,581 亿元，较上年名义增长 6.90%（扣除价格因素实际增长 7.50%），其中，住宅投资 68,704 亿元，增长 6.4%，占房地产开发投资的比重为 67.00%。

2016 年，东部地区房地产开发投资 56,233 亿元，较上年增长 5.60%；中部地区投资 23,286 亿元，增长 10.70%；西部地区投资 23,061 亿元，增长 6.20%。

2016 年，房地产开发企业房屋施工面积 75.90 亿平方米，同比增长 3.2%，其中住宅施工面积 52.13 亿平方米，占总施工面积的 68.68%；房屋新开工面积 16.69 亿平方米，同比增长 8.1%，其中，住宅新开工面积 11.59 亿平方米，同比增长 8.7%；竣工面积 10.61 亿平方米，同比增长 6.1%。

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大，自2014年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓。2015年，中国房地产市场在宽松的政策刺激下，总体上步入了复苏通道，但是土地成交量、新开工量、开发投资额等指标继续回落。2016年以来，为控制居高不下的房价，一线城市先后发布新楼市调控政策，信贷政策收缩、首付比例提升。2017年一季度，在因城施策的导向下，各地政府积极深化房地产政策调控。2017年3月起，多城市楼市政策调整密集出台，积极稳定市场预期。本轮调控表现出极强的区域联动性，更加重视利用金融方式深化城市协同，促进市场参与各方回归理性。

行业政策

2016年，财政部、国家税务总局、住房城乡建设部三部门联合发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，明确规定了最新房产契税政策。2016年2月2日，央行联合银监会发文下调不限购城市购房首付比例。《国务院关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》的出台，标志着进一步推进户籍制度改革开始进入全面实施阶段，新型城镇化建设步伐提速，或将为楼市长期持续发展带来利好。2016年9月30日，央行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，一线城市北京加大调控力度，明确完善差别化住房信贷政策，将首套普通自住住房的首付比例提高到35%，非普通自住住房比例上涨到40%（自住型商品住房、两限房等政策性住房除外），二套房比例提高到50%。《通知》对首套房再启“认贷不认房”界定标准，贷款利率下限也重回2009年水平。

2016年“十一假期”，全国一线及重点二线合计21个城市（包括：北京、广州、深圳、上海一线城市以及南京、苏州、武汉、天津、东莞等二线城市）陆续推出房地产调控政策，从限购、限贷和限价三个方面具有不同程度的趋严。一线城市中广州将首套房最低首付比率提至30%，同时提高有一套住房相应购房款未结清购买二套房的首付比率不低于至70%。重点二线城市均对购房进行了限制，同时部分城市上调了购房首付比率。

2017年3月5日在第十二届全国人民代表大会第五次会议上，国务院总理李克强作政府工作报告，提出“坚持住房的居住属性，落实地方政府主体责任。加强房地产市场分类调控，房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地，规范开发、销售、中介等行为，遏制热点城市房价过快上涨。”

总体看，2016年“十一”期间，21个城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧。

行业关注

房地产调控政策再度趋严

进入2016年10月份，我国房地产调控政策再度趋严，全国21个城市陆续出台从限购、限价和限贷三个方面对房地产行业进行调控。不排除此轮调控会有后续政策继续出台的可能性，房地产行业再度面临进入行业紧缩期的可能。

市场格局持续分化

2015年，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作的方式为房地产企业向轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件，如碧桂园、远洋、金地等企业在险资入主后，逐渐强化与这些企业在财务、金融、养老、营销、轻资产运营等层面合作，积极探索新的增长基因。另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

房企利润率普遍下滑

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，地价占比逐渐攀升；地产商所获利润的 60% 需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

综合来看，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。未来几年，预期房地产行业将会持续分化，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

(2) 城市基础设施建设行业

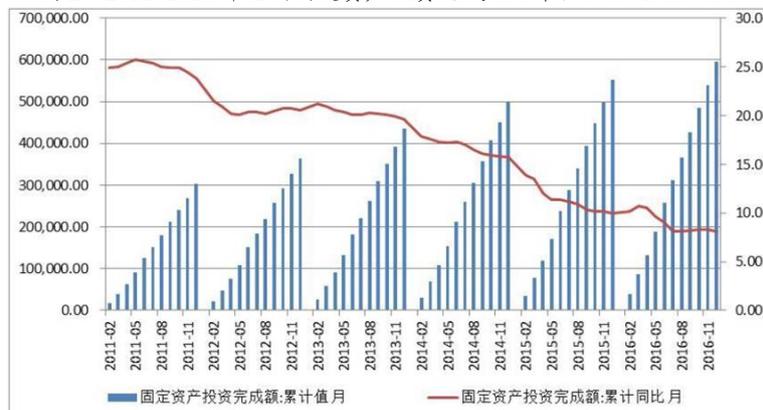
行业概况

城市基础设施建设包括机场、火车、地铁、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

作为周期性行业，城市基础设施建设行业的发展受宏观经济形势影响较大，其中固定资产投资直接驱动行业增长。随着近年来国民经济实力的增强以及中国城镇化进程的加快，全国固定资产投资总额逐年增长。但受全球经济复苏疲软、国内经济结构调整以及房地产周期性调整等因素影响，2010 年以来，全国固定资产投资增速逐年放缓。2015 年，全国固定资产投资完成额 55.16 万亿元，同比增长 10.00%，较上年减少 5.70 个百分点，增速继续放缓。

2016 年，宏观经济形势不容乐观，为有效应对经济放缓压力，各省、区、市的政府工作报告均提出积极发力基建投资。全年国家大力推进固定资产投资，财政政策力度加大，专项建设基金投放、地方债务置换与新增规模显著增加，PPP 项目加速推进，固定资产投资保持良好发展态势。2016 年，全国固定资产投资（不含农户）合计 59.65 万亿元，比上年名义增长 8.1%（扣除价格因素实际增长 8.8%）。分产业看，第一产业投资 1.88 万亿元，比上年增长 21.1%；第二产业投资 23.18 万亿元，比上年增长 3.5%；第三产业投资 34.58 万亿元，比上年增长 10.9%。总体看，固定资产投资保持较快增长，但增速明显下滑。

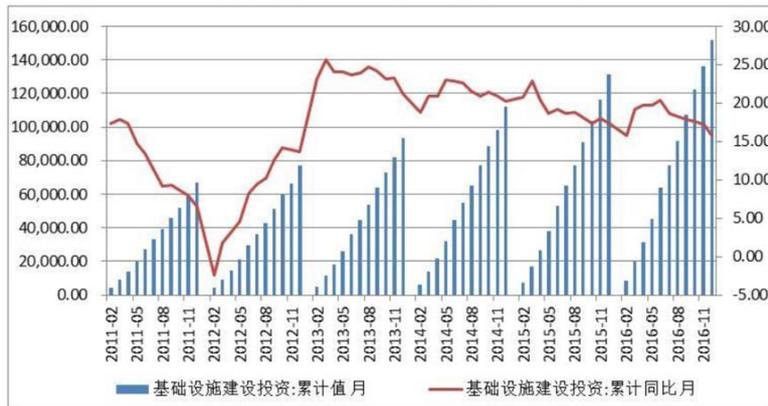
图 2 2011~2016 年全国固定资产投资完成额（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

受全国固定资产投资增速下降影响，2011年国内基础设施建设行业投资增速大幅下降，但2012年以来在保障房、水利建设等基础设施建设的投资支持下，基础设施建设行业整体保持了较高的增速。2015年，全国基础设施建设行业累计完成投资13.13万亿元，同比累计增长了17.29%，增速较上年下降1.18个百分点，但行业投资总额达到一个新的高点。2016年，全国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）合计11.89万亿元，比上年增长17.4%，增速比前11个月份回落1.5个百分点。其中，水利管理业投资增长20.4%，增速提高0.2个百分点；公共设施管理业投资增长22.9%，增速回落0.6个百分点；道路运输业投资增长15.1%，增速回落1.8个百分点。

图3 2011~2016年我国基础设施建设投资情况（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

中国目前正处于城镇化高速发展阶段，城镇化率从1978年的17.9%增长到2015年的56.10%，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件。虽然中国城市基础设施建设发展迅速，但其整体水平还相对落后。另外，城市化进程的不断推进也对城市基础设施的完善程度提出了更高的要求。在这样的背景之下，市政公共事业将迎来一个大规模的建设期，与之相配套的水利水电、能源交通、环保市政等基础设施建设工程也将加快建设步伐。

总体看，近几年受全球经济复苏乏力的影响，我国经济下行压力增大，经济结构调整成为新常态，制造业投资增速的放缓以及房地产产能过剩导致全国固定资产投资增速进一步放缓，进而导致基础设施建设投资增速放缓压力增大。但我国城镇化水平仍有待进一步提高，基础设施建设投资仍有进一步增长的潜力。

行业政策

近年来，我国愈发重视城市基础设施建设。十八大报告指出要推动城乡发展一体化，通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣。同时还加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。

2014年10月初，国务院发布“国发[2014]43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称《43号文》）。《43号文》首先明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明

确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014年10月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351号，以下简称“《351号文》”），《351号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月，财政部、人民银行、银监会发布《对发改办财金[2015]1327号文件的补充说明》，对于主体信用等级为AA的企业，以自身合法拥有的资产进行抵质押或由担保公司提供第三方担保的债券，或项目自身收益确定且回报期较短的债券，不受发债企业数量指标限制；允许企业借新还旧，企业在主体与债项信用等级均满足要求的情况下，可使用不超过40%的募集资金用于偿还银行贷款和补充营运资金；支持PPP项目开展。

2016年4月19日，国家发改委就2016年推进新型城镇化的重点任务和《国家新型城镇化报告》等举行新闻发布会，根据“十三五”规划纲要，中央政府提出到2020年中国常住人口城镇化率目标达到60%，户籍人口城镇化率达到45%，目前户籍人口城镇化率39.9%，未来还要提高5个百分点。发改委规划司司长指出为了提高城镇化率，政府将开展扎实有序推进农民工融入城镇、加快中小城市的培育和特色小镇的发展、全面提升城市功能、辐射带动新农村建设和加快重点领域的改革等五大点共数十条系列政策。

2017年2月，国务院印发《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》（以下简称《规划》），明确了“十三五”时期现代综合交通运输体系发展的指导思想、发展目标和主要任务。《规划》提出，到2020年，基本建成安全、便捷、高效、绿色的现代综合交通运输体系，部分地区和领域率先基本实现交通运输现代化。网络覆盖加密拓展，综合衔接一体高效，运输服务提质升级，智能技术广泛应用，绿色安全水平提升。高速铁路覆盖80%以上的城区常住人口100万以上城市，铁路、高速公路、民航运输机场基本覆盖20万以上人口城市，城市轨道交通运营里程比2015年增长近一倍，油气主干管网快速发展，综合交通网总里程达到540万公里左右。

总体看，近年来政策加大对城市基础设施建设的支持力度，着重强调了城乡一体化、高质量、合理市场分工以及中西部地区的建设发展。在地方政府性债务管理方面，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

（3）土地一级开发

开发模式

由于城市人口增加和社会经济活动不断发展，人们对城市土地的需求不断扩大，而可供城市利用的土地又非常有限。同时，由于具有特定用途的土地非常稀缺，所以，必须科学规划和布局，以合理、高效、经济的开发利用土地。目前土地一级开发主要有以下几种典型模式：

模式一：一、二级联动开发的传统模式，由企业主导。这种模式比较普遍，近期可能存在机会，但长远来看，发展空间越来越窄。政府主导可能会更加关注经济效益、社会效益和生态效益的统一，追求城市高质量、可持续发展。

模式二：完全政府控制模式，以广州市为代表。政府通过严格的计划及规划管理，完全控制熟地开发及市场供应，形成了“统一规划、统一征地、统一开发、统一出让、统一管理”的“五统一”格局。完全由政府组织实施土地一级开发，仅以招标方式确定施工企业。广州市成功的前提在于其

土地开发实施较早，操作难度小、成本低，因此政府有能力承担全部的土地开发资金。

模式三：政府和法定机构协作模式，以上海市和苏州市为代表。由政府相关部门和政府投资成立的开发企业完全垄断土地一级开发，“一个渠道进水、一个水池蓄水、一个龙头出水”，从而达到调控土地市场、配置土地资源、实现土地增值归国家所有的目的。

模式四：政府主导、市场化运作模式，以北京市为代表。政府“抓两头”，即控制土地储备计划和供应计划；“放中间”，即充分利用社会力量实施土地一级开发。其背景在于北京市城市规模巨大，政府无法垄断一级开发市场。

根据国土部 2010 年 9 月 10 日发文明确要求，在 2011 年 3 月底前，土地储备机构必须与其下属和挂靠的从事土地开发相关业务的机构彻底脱钩，各地国土资源部门及所属企事业单位都不得直接从事土地一级市场开发。这意味着由政府主导的市场化运作模式将是我国土地一级开发的主要发展趋势。目前铁岭新城的一级土地开发就是由政府主导的市场化运作模式。这种模式中，政府根据土地市场调查确定土地需求状况，以招拍挂方式将拟开发的土地按照“熟地”出让，提前确定土地使用权受让人，并由土地使用权受让人分期支付土地受让价款用于土地一级开发。政府通过招标等方式确定具备资格的企业，在土地出让合同规定的期限内将出让的土地开发为符合土地受让人要求的条件（熟地），土地开发完成经验收合格后，政府与土地受让人正式移交土地。由政府主导的市场化运作模式在保证政府主导土地一级开发的基础上能有效利用市场资源，减轻政府开发资金压力。

融资模式

土地一级开发是资金密集型行业，在一级开发过程中，征地补偿、房屋拆迁、土地平整、基础设施配套等都需要投入大量资金，而且资金需求量主要集中在征用土地和房屋拆迁等前期。当开发完成的土地不能马上投入市场或者一时转让不出去时，土地就会产生持有成本，积压资金，降低资金流动性。储备机构要继续“吸进”土地，开发企业要实现资金周转，从而形成进一步融资需求。因此，资金是土地一级开发的瓶颈和成功的关键因素之一。现行的土地一级开发融资模式有以下四种：土地储备机构直接安排融资，并承担融资安排中的责任和义务；一级土地开发主体直接融资，土地储备机构本身或委托其他担保机构承担担保责任；土地开发主体自行安排融资并承担融资安排中的责任和义务；一级土地开发主体专门成立项目公司，由项目公司直接进行融资，一级开发主体提供担保责任。

目前土地一级开发资金来源主要集中于银行贷款，未来通过发行债券和基金、信托等方式筹集资金有望渐成趋势。融资能力是对土地一级开发的关键要素，资金获取能力强、融资渠道宽的企业具有一定的竞争优势。

行业关注

开发投入超出专业机构评估确定的基准地价

拆迁成本可能超过专业机构评估确定的基准地价，而超出部分的“熟地”不能入市交易。如果政府不同意分享一级开发的增值收益，则开发上面临亏损风险。而《物权法》通过，进一步加大了拆迁成本。

长期占用大量资金

对于只是用于储备的土地，经土地储备中心验收后，由其用自有资金偿付给开发商，欠款风险加大。如果拆迁工作不顺利，也会推迟整个项目的完工时间。

政府政策的风险

在土地一级开发过程中，地方政府的强势地位是绝对的。虽然开发企业可以通过多种法律文件

进行约束，从而与政府方面的利益紧密捆绑，但仍不能消除地方政府违约发生的风险。

与土地二级市场的“招、拍、挂”及房地产开发而言，土地一级开发的政策不全面，全国性的政策规定比较原则，操作性不强。在地方政府层面，其政策风险因素主要为省、市根据地方情况而改变有关土地利用政策。

一级开发不具备可复制性

一级开发依赖政府支持，各市、区情况差异很大，前景看好的地块基本被瓜分，因此不具备可复制性。即使一级市场完全招拍挂，如果企业不同当地政府长期磨合，进行充分调研，那么，企业在短暂的招标期内也很难做出正确判断，高质量的实施方案更无从谈起。一级开发在征地、拆迁过程中会占用大量资金，资本规模较小的企业，很难同时进行多个一级开发项目。

3. 经营分析

云龙发展是云龙示范区内唯一从事城市开发和经营、国有资产经营管理的国有公司，主要负责株洲市云龙示范区内的土地开发、基础设施建设、房地产开发经营等业务。云龙发展在 2014~2016 年分别实现营业收入 4.55 亿元、4.40 亿元和 5.99 亿元，实现净利润 1.05 亿元、0.82 亿元和 2.13 亿元，呈波动增长趋势，主要系房地产开发及基础设施建设板块的收入增加所致。

从收入构成来看，云龙发展营业收入主要来源于土地开发（以一级土地开发为主）、商品房销售和代建基础设施业务。2014~2016 年，云龙发展土地开发收入分别为 2.75 亿元、2.34 亿元和 2.41 亿元，呈持续下降趋势，主要系土地一级市场和政府土地出让计划影响所致；近三年，土地开发收入占营业收入的比重分别为 60.48%、53.26%和 40.23%，呈下降趋势。近三年，云龙发展代建基础设施项目收入分别为 0.67 亿元、0.51 亿元和 1.34 亿元，呈波动增长趋势，代建基础设施业务与云龙示范区发展规划相适应，其收入随政府整体规划及项目结算进度的变化而变化；近三年，云龙发展代建基础设施项目收入占营业收入的比重分别为 14.77%、11.58%和 22.31%，占比波动下降。云龙发展 2014 年开始商品房销售业务，2014~2016 年商品房销售分别实现收入 0.91 亿元、1.36 亿元和 2.07 亿元，呈增长趋势，主要系商品房销售面积逐年增加所致，近三年销售商品房收入占营业收入的比重分别为 20.01%、30.90%和 34.53%，占比逐渐提高。云龙发展其他业务包括路灯工程、工程结算、烟酒、广告、管道工程及租赁等，该类收入占比较小，均在 5%以下。

从毛利率情况来看，云龙发展土地开发按实际投入发生额确认成本，收入按政府规定土地出让金比例确认，毛利率较高¹⁰，2014~2016 年土地开发毛利率分别为 61.72%、42.39%和 62.41%。云龙发展代建基础设施业务以投资收益确认收入，故近三年毛利率均为 100%。2014~2016 年，云龙发展销售商品房毛利率分别为 7.41%、22.58%和 20.41%，2015 年毛利率提升较大，主要由于 2014 年商品房的销售中不包括商铺的销售，而 2015 年商铺销售增加，商铺的毛利率相较于一般商品房毛利率较高。云龙发展其他业务收入占比较小，对整体毛利率的贡献较小，但其他业务收入近年来波动较大。综上，近三年，云龙发展综合毛利率分别为 54.43%、43.94%和 55.79%，呈波动增长趋势，处于较高水平。

¹⁰ 根据《关于支持云龙发展（集团）发展的若干意见》（株云龙管发[2011]22 号），云龙发展建设基础设施项目的配套土地，将按照土地出让价格的 67%计算综合开发成本返还给公司，剩余部分中的 19%按照相关规定计提费用后，其余部分也返还给公司。合计返还公司的收益占土地出让金的 93.73%。

表 10 近年云龙发展营业收入及毛利率情况 (单位: 万元、%)

业务板块	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发收入	27,517.80	60.48	61.72	23,427.20	53.26	42.39	24,101.95	40.23	62.41
销售商品房收入	9,103.02	20.01	7.41	13,593.85	30.90	22.58	20,685.57	34.53	20.41
代建基础设施业务	6,718.55	14.77	100.00	5,091.90	11.58	100.00	13,368.66	22.31	100.00
工程结算	1,452.00	3.19	4.82	355.08	0.81	33.50	211.65	0.35	10.53
管道工程及租赁	155.87	0.34	51.72	154.86	0.35	68.81	244.80	0.41	59.88
广告	133.81	0.29	-5.58	241.83	0.55	65.01	107.99	0.18	45.06
烟酒	234.11	0.51	31.73	141.00	0.32	46.39	129.28	0.22	16.43
路灯工程收入	168.03	0.37	100.00	379.57	0.86	49.36	414.38	0.69	48.47
边角料收入	3.70	0.01	100.00	--	--	--	--	--	--
房屋租金	14.09	0.03	0.00	399.37	0.91	100.00	402.35	0.67	84.69
管理服务费	--	--	--	7.70	0.02	100.00	245.11	0.41	5.14
其他收入	--	--	--	193.90	0.44	100.00	--	--	--
合计	45,500.98	100.00	54.43	43,986.24	100.00	43.94	59,911.73	100.00	55.79

资料来源: 2014~2016 年数据来自云龙发展审计报告

2017 年 1~6 月, 云龙发展实现营业收入 1.95 亿元, 同比减少 0.04%, 变化较小; 从收入构成来看, 销售商品房收入、土地开发收入和代建基础设施业务收入仍为主要收入来源, 其中, 销售商品房收入占比较 2016 年提升至 57.35%, 其他两项收入占比有所下降, 分别为 19.40% 和 10.75%; 工程结算收入占比为 8.10%, 管道工程及租赁、广告等其他收入与占比均较小。2017 年 1~6 月, 云龙发展综合毛利率较 2016 年下降至 40.10%, 主要系销售商品房毛利率较 2016 年下降 3.91 个百分点至 16.50% 所致。

总体看, 受土地开发收入持续增长影响, 2016 年云龙发展营业收入有所增长。近年来云龙发展毛利率呈波动增长趋势, 主要系土地开发以及商品房销售的毛利润波动增长所致。

(1) 土地开发

云龙发展的土地开发业务以一级土地开发为主, 土地开发进度和规划由云龙发展向开发区管委会提出计划申请, 得到管委会批复后由云龙发展执行。株洲市国资委赋予云龙发展土地一级开发职能, 其运作模式为: 根据云龙管委会关于授权云龙发展履行《湖南华强文化科技产业基地项目合作协议书》相关权利与义务的决定(株云龙管发[2010]40 号文件), 授予云龙发展全权负责华强项目 5,500 亩配套商住建设用地的一级开发, 由云龙发展筹集资金进行土地整治, 达到净地条件后, 由当地土地收储中心按照招拍挂程序进行转让, 土地出让所得除政策性提留外全部归云龙发展用作履行华强合作合同相关义务及配套用地开发建设的资金来源。根据云龙管委会《关于支持云龙发展(集团)发展的若干意见》(株云龙管发[2011]22 号), 云龙发展实际可按 93.73% 比例获得土地出让金的返还。

截至 2016 年底, 云龙发展在开发的土地项目包括龙母河配套用地和华强配套用地, 合计面积 7,331.00 亩, 合计总投资 29.32 亿元, 截至 2016 年底, 合计已完成投资 14.59 亿元, 剩余资金通过自有资金、银行贷款、发行债券等多种渠道进行筹集。

表 11 截至 2016 年底云龙发展在建土地开发项目情况 (单位: 亩、万元)

项目名称	面积	总投资	已完成投资	土地性质
龙母河配套地	4,183.00	167,320.00	68,559.52	商住用地
华强配套用地	3,148.00	125,927.00	77,291.55	商住用地
合计	7,331.00	293,247.00	145,851.07	--

资料来源: 云龙发展提供

土地出让方面, 2015 年, 云龙发展出让 3 宗土地, 出让面积合计 337.39 亩, 成交价款为 2.93 亿元。由于 2015 年临时政策调整, 云龙示范区管委会按照 80% 的比例返还云龙发展土地出让金, 云龙发展确认收入 2.34 亿元, 资金已全部到位。2016 年, 云龙发展出让 7 宗土地, 出让面积合计 161.69 亩, 成交价款 3.38 亿元, 实际收到土地出让金返还 2.79 亿元。

表 12 2015~2016 年云龙发展土地出让情况 (单位: 万元、亩)

成交时间	地块座落	出让单价	实际出让面积	成交价款
2015 年	龙头铺镇龙头社区	90.33	114.53	10,346.00
	云田镇云田社区	88.54	92.04	8,149.00
	云田镇云田社区	82.47	130.82	10,789.00
2016 年	龙头铺镇兴隆山社区	87.39	28.40	2,482.00
	学林办事处响塘社区	107.60	100.76	10,842.00
	学林办事处交通社区	629.6	7.19	4526.8
	学林办事处龙头社区	629.9	5.06	3187.33
	学林办事处龙升社区	629.0	7.5	4718.13
	学林办事处三搭桥社区	629.8	5.68	3577.22
	学林办事处交通社区	629.6	7.1	4470.2
合计	--	--	491.98	58,617.48

资料来源: 云龙发展提供

2017~2020 年, 云龙发展计划报批土地合计 4,280 亩, 征拆面积达到 3,731 亩, 出让面积达到 966 亩。

表 13 2017~2020 年土地出让情况预测 (单位: 亩)

年份	报批面积	征拆面积	出让面积	自主摘牌面积
2017 年	1,050.00	780.00	180.00	160.00
2018 年	1,000.00	865.00	216.00	192.00
2019 年	1,100.00	936.00	259.00	230.00
2020 年	1,130.00	1,150.00	311.00	276.00
合计	4,280.00	3,731.00	966.00	858.00

资料来源: 云龙发展提供

总体看, 云龙发展土地出让规模较大, 未来随着云龙示范区的经济发展, 对土地开发需求的增加, 土地出让收入有望为云龙发展收入的增长提供有力支持。联合评级也关注到, 土地出让受不同地块的差异性而导致开发成本相差较大; 同时土地出让易受宏观经济政策和地方政府优惠政策变动影响, 未来云龙示范区土地出让规模与利润都具有一定的不确定性。

(2) 基础设施建设

云龙发展基础设施建设主要为道路建设。自成立以来, 云龙发展先后代理建设 (含在建) 了云龙大道、茶马公路、云田互通、株长公路改建、华强园区、玉龙路、华强路、云水路、云峰大道、

兴龙支路、长龙支路、华强水系、云瑞路、玉龙支路等示范区内的多条道路。2014~2016 年，累计完成投资额 32.39 亿元。

基础设施建设的运营模式：根据框架协议，株洲市财政根据云龙发展项目投资情况，每年拨入不少于 5,000 万元的项目资金用于支持项目的建设；同时云龙发展与云龙管委会签订了《道路等基础设施工程项目政府回购协议书》，回购金额为根据政府各年出具的投资项目回购确认书确认的项目实际投资额+投资收益，投资收益为项目实际投资额的 10%，云龙管委会于每年 12 月 31 日前支付云龙发展当年实际投资额的投资收益；每年的项目实际投资额本金在当年确认后的第 4 年开始支付，支付期限原则上不超过 5 年，每年支付额度原则上不少于项目投资额的 20%，具体支付次数和各次支付的金额依据云龙发展向云龙管委会提出的支付申请来确定；特殊情况，经云龙发展和云龙管委会双方协商确定。

截至 2016 年底，云龙发展主要的在建项目有红楠大道延伸段项目、华强项目、华强文化产业基地项目，计划总投资额 77.93 亿元，已完成投资 23.52 亿元，剩余资金通过自有资金、银行贷款、发行债券等多种渠道进行筹集。截至 2016 年底，云龙发展拟建项目主要有株洲市一江四港白石港龙母河磐龙湖片区水利和基础设施建设工程，总投资额 33.29 亿元；预计未来三年云龙发展主要在建和拟建项目将全部投资完成；未来云龙发展项目支出规模较大。伴随云龙发展建设任务规模的扩大，云龙发展未来投资压力也将会进一步加大。

表 14 截至 2016 年底云龙发展主要拟建项目投资计划（单位：万元）

项目名称	计划总投资（万元）	计划完工时间
株洲市一江四港白石港龙母河磐龙湖片区水利建设工程	174,233.06	2018.12
株洲市一江四港白石港龙母河磐龙湖片区基础设施建设工程	158,637.00	2018.12
合计	332,870.06	--

资料来源：云龙发展提供

总体看，随着云龙示范区的发展，云龙发展在基础设施代建方面的业务增长潜力较大。云龙发展的基础设施代建采用政府回购模式，对当地政府财力依赖较大，回款速度存在一定的不确定性，云龙发展的资金压力较大。

（3）房地产开发

云龙发展于 2014 年开始房地产销售业务。截至 2016 年底，云龙发展在售的商业房地产项目为磐龙世纪城，项目归属于云龙发展全资控股子公司株洲市云龙发展投资控股集团置业有限公司。磐龙世纪城项目于 2014 年正式开工建设，2014 年开始销售，计划于 2018 年底全部完工，项目建设期为 5 年，预计总投资 33.14 亿元，截至 2016 年末已累计投资 18.33 亿元，尚需投资 14.84 亿元；磐龙世纪城占地面积 908 亩，总建筑面积 114.15 万平方米，其中高端商务区面积 605,614 平方米，其中可销售部分为：员工住宅 409,480 平方米、创业写字楼 28,407 平方米、商业 29,784 平方米、地下车位 2,432 个。商品房总建筑面积 535,841 平方米，其中可销售部分为：转型安置房 394,319 平方米、配套商业 25,070 平方米、地下车位 3,236 个，可整体对外出租部分为幼儿园。

截至 2016 年底，磐龙世纪城项目已累计开工面积 53.30 万平方米，目前完成整体投资约 30%。截至 2016 年底，商品房签约面积 241,338 平方米，签约金额 7.5 亿元，商铺签约面积 5,260 平方米，签约金额为 0.29 亿元。

从房地产板块的土地储备情况上看，2015~2016 年，云龙发展未新购置用于商品房开发的土地；原因在于前期储备的土地较为充足。截至 2016 年底，云龙发展土地储备合计 599.87 万平方米。整

体看，云龙发展土地储备较为充足。

表 15 2014~2016 年云龙发展房地产板块经营情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年
房地产开发完成投资（万元）	28,600.00	18,900.00	23,000.00
房屋施工面积（万平方米）	56.30	32.74	36.30
房屋竣工面积（万平方米）	3.84	23.56	--
房屋销售面积（万平方米）	8.65	10.30	14.10
新增土地储备情况（万平方米）	31.94	--	--
平均价格（万元/平方米）	0.29	0.31	0.31
实际销售额（万元）	24,900.00	22,300.00	25,700.00
净利润（万元）	-690.00	1,231.00	1,533.00

资料来源：云龙发展提供

注：房地产开发完成投资包含土地一级开发项目投资

总体看，作为云龙发展未来转型的战略方向，近年来云龙发展在商品房开发方面的支出与收入均出现较大增加。考虑到到株洲市，人口密度较小，经济发展程度不高，商业房地产市场发展潜力有限，云龙发展在商业房地产开发方面竞争力相对于市场上的大中型房地产企业较低，云龙发展向云龙示范区以外区域扩展潜力有限。

未来发展

根据云龙发展规划，云龙发展将逐步建设成为集基础设施建设投资、土地一级开发、房产经营、园区开发、“两型”产业、文化创意于一体综合性企业集团。

在土地开发业务方面，云龙发展土地开发业务收入占总收入比重呈逐年下降趋势，主要原因在于云龙发展近些年着力发展房地产开发业务，使得商品房销售收入在总收入中所占比重快速增加，导致土地开发收入占总收入比重下降。由于云龙发展主要土地开发范围为云龙示范区（面积 100 平方公里），潜在可开发土地数量有限，且随着前期土地开发的完成，未来可用于开发的新增土地会逐渐减少。

在基础设施代建业务方面，云龙发展根据云龙管委会每年下达的建设任务制定相应投融资计划，考虑到云龙示范区目前正处于快速发展时期，云龙发展未来承接项目有望进一步扩大，将为云龙发展收入增长提供有力支撑。但与此同时，伴随云龙发展建设任务规模的扩大，云龙发展未来投资面临的资金压力也将会进一步加大。

在房地产开发业务方面，云龙发展目前在售的商品房项目为磐龙世纪城项目。但云龙发展还承担示范区内安置房建设项目，且未来 5 年内将逐步使安置房市场化，如果可以按照预计方案实现安置房市场化，将继续提高房地产业务在云龙发展业务中的比重。

总体看，云龙发展的业务相对集中，主营业务关联性较强，业务之间可以形成良好的互补；未来业务将集中于房地产开发与基础设施建设业务，同时利用自身优势实现多元化经营。云龙发展在云龙示范区内具有一定的垄断优势，受区域存经济及政策影响较大。由于云龙发展主营业务对资金需求较大，面临一定的融资压力。

4. 财务分析

云龙发展提供的 2014~2016 年合并财务报表由大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。2017 年 1~6 月财务报表未经审计。

从报表合并范围变化看，2014年云龙发展纳入合并报表范围的子公司共11家；2015年，子公司湖南云润投资置业有限公司因清算注销，不再纳入云龙发展合并报表，同时云龙发展取得新农村建设的100%股权，纳入合并报表范围。2016年，云龙发展合并范围内新增1家全资子公司—株洲市云龙发展集团土地开发有限公司；截至2016年底，云龙发展纳入合并范围全资子公司11家，控股子公司2家。上述合并报表范围的变化未对云龙发展主营业务产生影响，云龙发展财务数据可比性较强。截至2017年6月底，云龙发展的合并范围较2016年底未发生变化。

(1) 资产质量

2014~2016年，云龙发展资产总额快速稳定增长，年均复合增长9.47%。截至2016年底，云龙发展资产总额为213.69亿元，较年初增加7.91%；其中流动资产占71.48%，非流动资产占28.52%，云龙发展资产结构以流动资产为主。

流动资产

2014~2016年，云龙发展流动资产实现快速稳定增长，年均复合增长41.46%，主要系货币资金和存货增长所致。截至2016年底，云龙发展流动资产为152.75亿元，较年初增加90.41%。云龙发展流动资产以货币资金（占24.43%）、存货（占54.49%）和预付款项（占10.93%）为主。

2014~2016年，云龙发展货币资金快速稳定增长，年均复合增长36.52%，主要系取得借款和发行债券收到的现金增加所致。截至2016年底，云龙发展货币资金为37.33亿元，较年初增加19.79%。云龙发展受限货币资金合计9.89亿元，为从银行取得借款质押的银行定期存款，受限的货币资金占2016年底货币资金总额的26.49%，货币资金的流动性受到一定限制。

2014~2016年，云龙发展存货稳定增长，年均复合增长85.73%，主要系随着房地产业务展开而导致归在存货项下的开发成本增加所致。截至2016年底，云龙发展存货为83.24亿元，较年初增加205.39%，主要系上一年度记在无形资产下的132宗土地按照净值转入存货所致。存货中，受限土地合计账面价值11.46亿元。存货中受限资产占存货账面价值的比例为13.76%，存货变现能力尚可。

2014~2016年，伴随云龙示范区内工程的推进和结算，云龙发展预付款项波动下降，年均复合减少6.13%。云龙发展预付账款主要是预付建设方的工程款等。截至2016年底，云龙发展预付账款为16.70亿元，较年初增加40.29%，主要系新增安置房及房地产项目加速开发，预付工程款和拆迁款相应增加所致。

非流动资产

2014~2016年，云龙发展非流动资产波动下降，年均复合减少22.70%，主要系长期应收款和无形资产减少所致。截至2016年底，云龙发展非流动资产为60.94亿元，较年初减少48.27%。其中以长期应收款（占35.96%）和在建工程（占32.02%）为主。2014~2016年，云龙发展长期应收款波动下降，年均复合减少14.89%。云龙发展承接的基础设施建设项目在完成结转时转入该科目，并于项目完工第四年政府开始支付回购资金时开始逐年冲减。截至2016年底，云龙发展长期应收款为21.91亿元，较年初减少37.99%。主要系云龙大道、盘龙路、欧洲小镇F道路及华强等项目回购成本结转减少所致。2014~2016年，云龙发展在建工程快速稳定增长，年均复合增长18.17%。截至2016年底，云龙发展在建工程为19.51亿元，较年初减少17.51%，主要系云龙发展前期大量在建工程完工（基础设施代建项目由政府由云龙示范区管委会回购，转入长期应收款科目），新开工项目减少所致。截至2016年底，云龙发展受限资产总额为21.34亿元，受限资产占资产总额的比重为9.99%，受限资产主要由货币资金和存货（土地使用权）构成。

截至2017年6月底，云龙发展资产总额为222.72亿元，较年初增长4.23%；其中流动资产占比

69.94%，非流动资产占比 30.06%，非流动资产占比略有提升；云龙发展资产构成较年初变化不大。截至 2017 年 6 月底，云龙发展受限资产总额为 19.76 亿元，占资产总额的 8.88%，受限资产占比不大，其中受限货币资金为 4.48 亿元，受限土地使用权为 15.28 亿元。

总体看，近年来云龙发展资产规模持续增长，流动资产占比较高。云龙发展流动资产以货币资金和存货为主，非流动资产以长期应收款和在建工程为主，云龙发展受限资产占比较低，资产质量尚可。

（2）负债及所有者权益

负债

2014~2016 年，云龙发展负债总额快速稳定增长，年均复合增长 12.91%。截至 2016 年底，云龙发展负债总额为 126.89 亿元，较年初增长 7.13%。其中流动负债占比 25.20%；非流动负债占比 74.80%，非流动负债占比较大且呈波动上升趋势。

2014~2016 年，云龙发展流动负债波动下降，年均复合减少 19.91%。截至 2016 年底，云龙发展流动负债为 31.98 亿元，较年初减少 10.84%，主要系其他应付款减少所致。云龙发展流动负债主要以预收款项（占 25.89%）、其他应付款（占 13.24%）和一年内到期的非流动负债（占 49.76%）为主。

2014~2016 年，云龙发展预收账款波动增长，年均复合增长 31.52%。截至 2016 年底，云龙发展预收账款 8.28 亿元，较年初增长 6.71%，主要系随着房地产开发项目的增加，预收房款和安置房定金增加所致。

2014~2016 年，云龙发展其他应付款持续减少，年均复合减少 34.49%。截至 2016 年底，云龙发展其他应付款为 4.23 亿元，较年初减少 46.97%，主要为尚未完工的项目保证金及与子公司之间未结算的往来款项。

2014~2016 年，云龙发展一年内到期的非流动负债分别为 21.30 亿元、14.06 亿元和 15.91 亿元，主要系一年内即将到期的长期借款。

2014~2016 年，云龙发展非流动负债波动增长，年均复合增长 38.22%，主要是长期借款、应付债券和长期应付款增加所致。截至 2016 年底，云龙发展非流动负债 94.91 亿元，较年初增长 14.94%，主要以长期借款（占 49.96%）和应付债券（占 45.26%）为主。

2014~2016 年，伴随市政代建工程及土地开发项目投入需求的增加，云龙发展长期借款呈波动增长趋势，年均复合增长 10.33%。截至 2016 年底，云龙发展长期借款为 47.42 亿元，较年初减少 14.74%，主要系抵押借款及质押借款减少所致。其中，抵押借款 39.94 亿元、保证借款 3.00 亿元、质押借款 4.49 亿元。上述借款中 2017 年到期的借款占比 46.22%，2018 年到期的占比 31.76%，2019 年到期的借款占比 9.21%，2020 年~2024 年到期的借款占比 7.89%。整体来看云龙发展债务期限较集中，近年还款压力较大。

2014~2016 年，云龙发展应付债券持续增长，年均复合增长 102.41%。截至 2016 年底，云龙发展应付债券为 42.96 亿元，较年初增长 121.43%。2014 年，云龙发展发行 3.00 亿元中小企业私募债，实际到款 0.49 亿元。2015 年，云龙发展收到 2014 年发行的中小企业私募债余款 2.51 亿元和新发行企业私募债 8.40 亿元，偿付“12 株云龙债”2.00 亿元。2016 年，云龙发展发行磐龙世纪城项目收益债 4.50 亿元；发行 16 云龙（公司债）10.00 亿元；偿付“12 株云龙债”2.00 亿元；偿付中小企业私募债 5.00 亿元。

2014~2016 年，云龙发展全部债务规模持续增长，年均复合增长 19.30%。截至 2016 年底，云龙发展全部债务 110.29 亿元，其中短期债务 15.91 亿元，长期债务 94.38 亿元，云龙发展债务以长期

债务为主。2014~2016年，云龙发展资产负债率分别为55.82%、59.81%和59.38%，全部债务资本化比率近三年分别为49.59%、55.71%和55.96%，均呈持续上升趋势；长期债务资本化比率分别为38.56%、50.84%和52.09%，呈持续上升趋势。

截至2017年6月底，云龙发展负债总额为128.71亿元，较年初增长1.43%；其中流动负债占比18.46%，非流动负债占比81.54%，非流动负债占比较年初略有提升；负债构成方面，一年内到期的非流动负债占流动负债比重由年初的49.76%下降至29.61%，长期借款占非流动负债比重由年初的49.96%提升至60.37%，其他负债构成较年初变化不大。

截至2017年6月底，云龙发展全部债务为111.34亿元，较年初略有提升；其中短期债务7.04亿元，长期债务104.31亿元，以长期债务为主。截至2017年6月底，云龙发展资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为57.79%、54.22%和52.59%，分别较年初减少1.59个百分点、减少1.74个百分点和增加0.50个百分点，变化不大。

总体看，近年来云龙发展负债总额持续增长，非流动负债占比较高；流动负债中其他应付款和一年内到期的非流动负债占比较高，非流动负债以长期借款和应付债券为主。近年来云龙发展债务规模持续增长，以长期债务为主，债务负担有所加重。

所有者权益

2014~2016年，云龙发展所有者权益稳定增长，年均复合增长4.97%，主要系资本公积和未分配利润增加所致。截至2016年底，云龙发展所有者权益为86.80亿元，较年初增长9.06%，其中归属于母公司所有者权益为81.67亿元。归属于母公司所有者权益中，资本公积占74.96%、未分配利润占12.69%、实收资本占5.76%、盈余公积占0.69%。

2014~2016年，云龙发展资本公积保持稳定增长。2014年，根据株洲市国资委《关于将株云龙国用2014第W0013号等25宗土地使用权资产注入株洲市云龙发展投资发展控股集团有限公司的批复》（【2014】80号），将株云龙国用2014第W0013号等25宗土地（评估值为12.66亿元）使用权资产注入云龙发展增加资本公积。截至2016年底，云龙发展资本公积为65.06亿元，与年初持平。

截至2017年6月底，云龙发展所有者权益总额为94.02亿元，较年初增长8.31%，主要系未分配利润增加所致，云龙发展所有者权益构成较年初变化不大。

总体看，近年来云龙发展所有者权益持续增长，所有者权益中资本公积占比较高，所有者权益稳定性一般。

(3) 盈利能力

2014~2016年，云龙发展分别实现营业收入4.55亿元、4.40亿元和5.99亿元，营业收入在2016年大幅增加，主要系土地开发收入、代建基础设施项目及开发商品房收入增加所致。2014~2016年，云龙发展营业成本分别为2.08亿元、2.47亿元和2.65亿元，呈持续增长趋势，主要系商品房销售业务规模扩大，营业成本增加所致。2014~2016年，云龙发展分别实现净利润1.05亿元、0.82亿元和2.13亿元，呈逐年波动增长趋势，年均复合增加42.46%，主要系利润率较高的一级土地开发、基础设施代建业务增加所致。

期间费用方面，2014~2016年，云龙发展费用总额呈波动下降趋势，年均复合减少37.12%，主要系管理费用减少所致。2016年，云龙发展费用总额为0.71亿元，其中管理费用、销售费用和财务费用占比分别为97.89%、4.81%和-2.70%。近三年，云龙发展管理费用呈波动下降趋势，年均复合减少37.27%，主要系折旧费用和无形资产摊销减少所致；云龙发展将全部借款利息资本化，故无计入财务费用的利息支出，近三年云龙发展财务费用均为负值，年均复合增加44.12%，主要系银行

存款增加导致利息收入增加所致。2014~2016年，云龙发展费用收入比分别为39.43%、40.61%和11.84%，呈波动下降趋势，云龙发展的费用控制能力有所提升。

2014~2016年，云龙发展营业外收入分别为0.67亿元、1.35亿元和0.11亿元，主要为云龙发展获得的财政补贴，营业外收入占利润总额的比重分别为14.69%、30.67%和13.41%，呈波动下降趋势。但云龙发展2016年利润总额较2015年大幅增加，表明云龙发展逐步摆脱对政府补助的依赖。盈利指标方面，2014~2016年，云龙发展营业利润率波动上升，分别为52.09%、40.90%和52.56%，主要由一级土地开发、基础设施代建等高利润率业务占比增加所致。近三年云龙发展总资本收益率分别为0.76%、0.49%和1.13%，呈波动上升趋势；总资产收益率分别为0.63%、0.44%和1.06%，呈波动增长趋势；净资产收益率分别为1.46%、1.04%和2.56%，呈波动增长趋势。云龙发展整体盈利能力趋于加强。

2017年1~6月，云龙发展实现营业收入1.95亿元，同比减少0.04%；营业成本1.17亿元，同比减少6.17%；期间费用同比提升116.21%至0.36亿元，主要系房产销售广告费用增加以及无形资产摊销增加所致；净利润为0.50亿元，同比增加3.68%，主要系营业外收入大幅增加所致。2017年1~6月，云龙发展的营业利润率为34.35%。

总体看，近年来云龙发展营业收入有所上升，营业利润率呈上升趋势，整体仍保持在较高水平；云龙发展费用控制能力有所提升，利润总额对政府补助的依赖较弱，盈利能力呈加强趋势。

（4）现金流分析

经营活动方面，2014~2016年，云龙发展经营活动现金流入分别为16.66亿元、22.10亿元和14.54亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金较为稳定，分别为4.54亿元、5.33亿元和5.88亿元；收到其他与经营活动有关的现金波动下降，分别为12.12亿元、16.78亿元和8.67亿元，包括政府补助、往来款等。2014~2016年云龙发展经营活动现金流出分别为16.06亿元、13.23亿元和12.43亿元，主要以购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金为主，其中，云龙发展购买商品、接受劳务支付的现金分别为3.88亿元、3.71亿元和3.84亿元，支付其他与经营活动有关的现金分别为11.66亿元、9.13亿元和8.12亿元，主要为往来款、保证金等。2014~2016年云龙发展经营活动现金流量净额分别为0.61亿元、8.88亿元和2.12亿元。2014~2016年云龙发展现金收入比分别为99.84%、121.06%和98.12%，主要系云龙发展将尚未确认收入的商品房预收款计入销售商品、提供劳务收到的现金科目中所致。

投资活动方面，2014~2016年，云龙发展投资活动产生的现金流入分别为80.00万元、1.64亿元和0.32亿元，2015年大幅增长主要系2015年云龙发展将新农村建设纳入合并范围导致收到其他与投资活动有关的现金增加1.52亿元所致。2014~2016年，云龙发展投资活动产生的现金流出分别为15.57亿元、5.83亿元和19.32亿元，以支付其他与投资活动相关的现金为主，该科目主要核算云龙发展为云龙示范区管委会代建基础设施等业务所支出的征拆和建设工程款。2014~2016年，云龙发展投资活动产生的现金流净额分别为-15.56亿元、-4.19亿元和-19.00亿元。

筹资活动方面，2014~2016年，云龙发展筹资活动产生的现金流入规模稳定增长，分别为33.73亿元、51.70亿元和68.40亿元，以取得借款收到的现金为主；筹资活动产生的现金流出规模波动下降，近三年分别为22.94亿元、43.44亿元和41.22亿元，主要为偿还债务本金和利息。2014~2016年，云龙发展筹资活动产生的现金流量净额分别为10.79亿元、8.26亿元和27.19亿元，呈现波动增长趋势。

2017年1~6月，云龙发展经营活动现金流量净额为1.43亿元，同比增加155.86%，主要系收到

其他与经营活动有关的现金同比大幅增加所致；投资活动产生的现金流净额为 7.85 亿元，同比减少 5.64%，主要系支付其他与投资活动有关的现金大幅增加所致；筹资活动产生的现金流量净额为 6.32 亿元，同比减少 59.59%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。

总体来看，云龙发展经营活动产生的现金流量净额呈增加趋势，盈利变现能力较好；投资活动产生的现金流量净额呈持续净流出状态，净流出额波动增长；筹资活动产生的现金流量净额波动增长，筹资需求仍较大。

（5）偿债能力

从短期偿债指标看，2014~2016 年云龙发展流动比率分别为 1.53 倍、2.24 倍和 4.78 倍；速动比率分别为 1.05 倍、1.48 倍和 2.17 倍，均呈持续增长趋势，云龙发展短期偿债能力较高。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年，云龙发展 EBITDA 分别为 2.43 亿元、2.27 亿元和 2.63 亿元，呈波动增长趋势；近三年云龙发展 EBITDA 全部债务比分别为 0.03 倍、0.02 倍和 0.02 倍，较为稳定；EBITDA 利息倍数分别为 0.76 倍、0.47 倍和 0.40 倍，云龙发展长期偿债能力指标较弱，但考虑到随着云龙发展基础设施建设项目政府回购款陆续到位及在建商品房项目的逐渐销售，云龙发展整体偿债能力尚可。

截至 2017 年 6 月底，云龙发展提供对外担保金额为 2.60 亿元，被担保企业为株洲云龙城乡建设置业有限公司，被担保企业运营正常，云龙发展或有负债风险较小。

截至 2017 年 6 月底，云龙发展共获得各家银行授信额度总额为 64.42 亿元，尚未使用额度 17.94 亿元，云龙发展间接融资渠道较为畅通。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码为 G1043020400161550N），截至 2017 年 8 月 3 日，云龙发展无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

整体看，基于对云龙发展自身经营和财务风险，以及株洲市及云龙示范区区域发展及财力水平的综合分析，并考虑到云龙管委会政府对于云龙发展的各项支持，云龙发展对本次专项计划的担保能力较强；考虑到借款人是云龙发展的全资子公司，云龙发展对本次专项计划的支持力度较大。此外，本专项计划拟发行规模 5.50 亿元，以云龙发展 2016 年底财务数据为基础，云龙发展净资产 86.80 亿元对本次资产支持证券本金的覆盖倍数为 15.78 倍，云龙发展对于本专项计划的优先级资产支持证券的偿付可以起到很好的保障作用，对本次专项计划的担保履约能力良好。

六、法律风险分析

本专项计划法律意见书由北京盈科（长沙）律师事务所根据《中华人民共和国证券法》、《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》、《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务信息披露指引》、《证券公司客户资产管理业务管理办法》、《资产支持专项计划备案管理办法》及配套规则和本法律意见书出具日正式颁布实施的其他中国法律的规定出具。

北京盈科（长沙）律师事务所出具的法律意见书显示，本专项计划的管理人、托管银行、保证人均具备相应的主体资格并取得了合法有效的内部授权。

本专项计划相关的《计划说明书》、《标准条款》、《认购协议》、《风险提示书》、《托管协议》、《信托受益权转让合同》、《监管协议》、《保证合同》等文件的约定不违反现行有效的法律和行政法规的强制性规定，不违反《管理规定》、《信息披露指引》的规定，在专项计划文件约定的相关生效条件全部满足后，专项计划文件构成对相关当事人的合法的、有效的和有约束力的义务，专项计划文件的相关当事人可按照该等文件的条款主张权利，除非该等权利主张受到破产、重整、和解或其

他类似法律的限制。

基础资产系原始权益人合法所有的财产，基础资产上未设定抵押权、质权或其他权利负担且可合法转让，且不属于《资产证券化业务基础资产负面清单指引》列明的不适宜采用资产证券化业务形式、或者不符合资产证券化业务监管要求的基础资产。《信托受益权转让协议》关于基础资产转让的约定未违反法律、行政法规的强制性规定，未损害社会公共利益及国家、集体或者第三人利益，该等约定合法、有效。

本专项计划不存在可能影响资产支持证券投资者利益的其他重大事项。

联合评级认为本专项计划的设立符合各项法律法规，各参与方均具有参与资产支持专项计划的相应法律资格，基础资产真实，并且其转让合法、有效。本专项计划不存在可能影响资产支持证券投资者利益的其他重大事项。

七、其他参与方尽职能力分析

1. 计划管理人尽职能力分析

本专项计划管理人长城证券是1995年11月经中国人民银行总行批准、在原深圳长城证券部和海南汇通国际信托投资公司所属证券机构合并基础上，设立的一家全国性专业证券公司，是我国最早成立的证券公司之一。

截至2016年底，长城证券合并报表总资产436.29 亿元，较年初减少58.03 亿元，减幅11.74%，主要是货币资金、融出资金、结算备付金和可供出售金融资产减少引起。长城证券扣除客户保证金后资产总额为274.75 亿元，较年初减少15.59 亿元，减幅5.37%。从资产结构看，2016 年底货币资金和结算备付金合计163.64 亿元，占37.51%；以公允价值计量且其变动计入当期损益和可供出售金融资产合计128.52 亿元，占29.46%。公司的资产主要为流动性较强、风险相对较小的资产，整体资产质量较好。截至2016年底，公司合并报表负债总额为297.68 亿元，同比减少57.55 亿元，主要是客户保证金减少导致。公司扣除客户保证金后负债金额136.14 亿元，同比减少15.10 亿元，合并报表资产负债率为49.55%，较年初降低2.54%，主要是2016年长城证券减少了外部融资，降低了负债率。从负债结构看，扣除客户保证金后的负债主要包括：卖出回购金融资产67.54 亿、应付短期融资款3.15 亿元。截至2016年底，归属于母公司的股东权益为137.67 亿元，较年初减少0.41%，基本持平。截至2016年底，母公司净资本为111.41 亿元，净资本与净资产的比例为81.59%，各项财务及业务风险监管指标均符合《证券公司风险控制指标管理办法》的有关规定。2002年，经中国证监会核准，长城证券获得受托投资管理业务资格。长城证券资产管理业务类型主要包括集合资产管理业务、定向资产管理业务及公募产品（筹），目前以集合资产管理业务与定向资产管理业务为主要发展方向。2016 年，长城证券受托资产管理业务净收入3.10 亿元，同比增长25.48%。2016年，长城证券受托管理资产规模快速增长，达2,868.99 亿元，同比增长45.34%。其中，主动资管产品规模702.02 亿元，通道业务规模2,166.97 亿元。主动管理占比快速提升，业务收入结构愈加合理。。长城证券定向资管业务投向全面涵盖了委托贷款、银证信合作产品、银行信贷资产转让、银行及商业票据资产（含电子票据资产收益权）转让、国内信用证（福费廷）资产转让、国内保理（应收账款）资产转让、股票质押式回购、存单质押等通道类业务。

长城证券建立包括风险控制委员会、风险控制与安全运营委员会、风控合规管理部、各业务部门及管理支持部门风控经理的四级风险管理体系，上述四个层面形成自上而下垂直型风险控制机构，负责对各项业务的事前、事中、事后风险进行统一管理。

总体来看，长城证券拥有丰富的资产管理业务相关经验，本专项计划因计划管理人丧失履约能力而使本期资产支持证券发生违约的风险很小。

2. 信托受托人尽职能力分析

万向信托有限公司（以下简称“万向信托”）成立于2012年8月18日，是一家经中国银监会批准设立的金融机构，初始注册资本6.50亿元，总部设在杭州，是原浙江省工商信托投资股份有限公司经重新登记后派生分立的一家新设信托公司。后经股权变更与增资，截至2016年底，万向信托注册资本为13.39亿元，现有股东为中国万向控股有限公司、浙江烟草投资管理有限责任公司、浙江省邮政公司、巨化集团公司、浙江省金融控股有限公司；中国万向控股有限公司为实际控制人。

万向信托在北京、深圳、上海、广州、南京等地均设有业务部，服务对象覆盖全国核心城市；万向信托目前设置了信托业务部、投资银行部、资产管理部、研究中心等13个部门，覆盖了信托业务的前、中、后台。截至2016年底，万向信托拥有在职员工204人。

截至2016年底，万向信托总资产28.91亿元，其中流动资产9.88亿元，非流动资产12.03亿元；总负债9.45亿元；所有者权益19.45亿元。2016年实现营业收入10.47亿元，净利润5.16亿元。

万向信托自成立以来，致力于信托主业，2016年，万向信托新发行979个信托项目，并从传统投融资业务向资产管理和财富管理业务方向转型，发行了房地产、证券、基础设施等一系列信托产品。截至2016年底，万向信托合计管理信托资产1,521.41亿元，其中，主动管理型信托资产合计320.03亿元，被动管理型信托资产合计1,201.39亿元。

万向信托采取各种措施积极加强全面风险管理。业务流程方面，万向信托通过信托业务系统、协同管理平台、财务系统等对信托业务、风险管理及日常运营进行全流程IT化管理，对全工作流程进行节点切分并实行严密控制和管理，减少和规避人为操作风险，确保万向信托业务操作、风险管理、日常运营的规范性、合规性和高效性。信用风险管理方面，万向信托建立的各项管理制度和流程范围包括了尽职调查、产品设计、法律文件、期间管理、信息披露、关联交易等各个方面，涵盖了信托和固有业务的多种资金运用方式和多个投融资领域，涉及每项业务的开发、管理和终止各个环节；针对不同业务类别和风险表现形态，在事前、事中、事后实施有效的合规风险管理手段，并根据实际需要适时对风险管理体系进行调整，内控制度与流程基本实现了对万向信托开展的所有业务类型、每项业务所有过程的全覆盖。2016年，未发生因万向信托自身责任导致信托资产损失的情况。

总体看，万向信托股东实力较强，管理层拥有较为丰富的信托经营经验、良好的经营业绩以及较为健全的风险管理体系，本专项计划因受托机构尽职能力或意愿而引发风险的可能性较小。

3. 托管人尽职能力分析

本专项计划的托管人是兴业银行股份有限公司（以下简称“兴业银行”）。兴业银行成立于1988年8月，是经国务院、中国人民银行批准成立的首批股份制商业银行之一，总行设在福建省福州市，2007年2月5日正式在上海证券交易所挂牌上市（股票代码：601166），注册资本190.52亿元。

目前，兴业银行已在全国各主要城市设立了119家分行、1,787家分支机构，先后成立兴业国际信托、兴业金融租赁、兴业基金、兴业消费金融、兴业研究、兴业数字金融等机构，形成以银行为主体，涵盖信托、租赁、基金、消费金融、期货、资产管理、研究咨询、数字金融等在内的现代金融服务集团。

截至2016年底，兴业银行资产总额60,858.95亿元，较年初增长14.85%；资本净额达到4,569.58亿元，一级资本充足率和核心一级资本充足率分别达到9.23%和8.55%；资本充足率达到12.02%。2016

年，兴业银行实现归属于母公司股东的净利润538.50亿元，同比增长7.26%；加权平均净资产收益率17.28%，同比下降1.61个百分点，总资产收益率0.95%，同比下降0.09个百分点；不良贷款比率1.65%，较年初上升0.19个百分点；拨备计提充足，期末拨贷比达3.48%，拨备覆盖率达210.51%。

自2005年资产托管业务起步至今，兴业银行资产托管业务已合作信托公司、证券公司、保险资产管理公司、基金公司、商业银行等各类金融机构达200余家，托管的业务品种涵盖了证券投资基金、基金公司特定客户资产、证券公司集合资产管理计划、证券公司定向资产管理计划、证券公司资产管理计划、保险资金、单一及集合资金信托计划、合格境内机构投资者资产（QDII）、商业银行理财产品、产业投资基金、私募股权基金、直投资基金、资产证券化资金、基本养老保险个人账户基金、账户监管类资产等多个业务门类。

截至2016年底，兴业银行在线托管产品21,457只，资产托管业务规模94,423.07亿元，较期初增加22,283.59亿元，增长30.89%；2016年实现资产托管中间业务收入43.45亿元，同比增长0.67%。

总体看，兴业银行资本规模大，经营状况良好，并拥有丰富的资金托管经验，本专项计划因托管银行丧失履约能力而使本期资产支持证券发生违约的风险很小。

八、结论

联合评级对本专项计划所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及相关参与机构等多方因素进行了信用分析，并对基础资产进行了现金流分析。

本专项计划涉及的信托借款人新农村建设是株洲云龙示范区内主要的保障性住房建设主体，在区域垄断经营及政府支持等方面具有明显优势，但同时其资产负债率较高，自身盈利能力弱，资金压力较大。本专项计划11个标的项目安置房定向销售于云龙示范区被拆迁户，价格优势明显，销售较有保障。根据安置房安置计划，本专项计划存续期内，安置房未来的销售收入将对本专项计划优先级资产支持证券本息偿还形成一定的保障作用。但联合评级也关注到云龙示范区现阶段经济和财力基础较为薄弱，安置房回购款项到位情况仍存在一定不确定性。

保证人云龙发展为借款人的信托贷款的偿付提供不可撤销的连带保证责任担保。云龙发展是云龙示范区内唯一的城市开发、国有资产经营管理公司，在土地划拨、政府回购、特许经营权、财政补贴等多方面获得了株洲市政府和云龙示范区管委会的大力支持，整体信用水平较好，其提供的担保对于信托借款的偿付具有较强的保障作用；同时，本专项计划质押财产现金流的超额覆盖对优先级资产支持证券也有一定的信用提升作用。

综合考虑上述因素，联合评级评定本专项计划优先级资产支持证券云龙安置1~5的评级结果均为AA。

附件 1 株洲市云龙发展投资控股集团有限公司 主要财务指标

指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
存货 (亿元)	24.13	27.26	83.24	87.57
流动资产 (亿元)	76.34	80.22	152.75	155.77
非流动资产 (亿元)	101.98	117.81	60.94	66.95
资产总额 (亿元)	178.32	198.03	213.69	222.72
其他应付款 (亿元)	9.87	7.99	4.24	4.68
一年内到期的非流动负债 (亿元)	21.30	14.06	15.91	7.04
流动负债 (亿元)	49.86	35.87	31.98	23.76
长期借款 (亿元)	38.96	55.62	47.42	63.35
应付债券 (亿元)	10.49	19.40	42.96	37.46
非流动负债 (亿元)	49.68	82.57	94.91	104.94
负债总额 (亿元)	99.54	118.44	126.89	128.71
所有者权益 (亿元)	78.78	79.59	86.80	94.02
营业收入 (亿元)	4.55	4.40	5.99	1.95
营业成本 (亿元)	2.08	2.47	2.65	1.17
净利润 (亿元)	1.05	0.82	2.13	0.49
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	0.61	8.88	2.12	1.43
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-15.56	-4.19	-19.00	-7.85
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	10.79	8.26	27.19	6.32
现金及现金等价物净增加额 (亿元)	-4.17	12.94	10.31	-0.10
流动比率 (倍)	1.53	2.24	4.78	6.56
速动比率 (倍)	1.05	1.48	2.17	2.87
资产负债率 (%)	55.82	59.81	59.38	57.79
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.76	0.47	0.40	--
净资产收益率 (%)	1.46	1.04	2.56	--
营业利润率 (%)	52.09	40.90	52.56	34.55
费用收入比 (%)	39.43	40.61	11.84	18.58

注：本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2017 年 1~6 月财务报表未经审计。

附件 2 触发事件定义

加速清偿事件：加速清偿事件分为发生即自动生效的加速清偿事件和发生后需经宣布生效的加速清偿事件。

发生即自动生效的加速清偿事件系指以下任一事件：

(a) 根据专项计划文件的约定，需要更换计划管理人或托管银行，且在90个自然日内仍无法找到合格的继任或后备机构；

(b) 发生与“借款人”有关的丧失清偿能力事件；

发生后需经计划管理人宣布生效的加速清偿事件系指以下任一事件：

(a) “借款人”被其他债权人因重大债务纠纷起诉（仲裁）或被法院（仲裁机构）作出查封、冻结、扣押财产的裁决或被法院作出强制执行的裁决；

(b) 原始权益人或借款人未能履行或遵守其在专项计划文件项下的任何主要义务，并且计划管理人合理地认为该等行为无法补救或在计划管理人发出要求其补救的书面通知后30天内未能得到补救；

(c) 原始权益人或借款人在专项计划文件中提供的任何陈述、保证在提供时便有重大不实或误导成分。

(d) 发生对原始权益人、借款人或者基础资产、《回购协议》有重大不利影响的事件。

(e) 其他计划管理人认为可能损害资产支持证券投资者权益的事件。

违约事件：系指以下任一事件：

(a) 在“担保启动事件”发生后的“保证人划款日”，“保证人”未按照“《保证合同》”的条款与条件承担保证责任，导致“信托账户”内可供分配的资金未达到“借款人”应还信托贷款本息及“《信托贷款合同》”约定的其他费用(如有)；或 (b) 发生“借款人”或/和“担保人”发生“丧失清偿能力事件”。

发生违约事件的，自计划管理人发出通知之日起，借款人应在每次收到质押财产现金流的1个工作日内将已收到的全部资金划入信托账户，不再经过监管账户，该行为不视为信托还款。在之后最近的一个信托分配日，万向信托根据《信托合同》相关约定，将扣除信托费用后的所有收入转入专项计划账户

附件3 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+其他流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 资产支持专项计划资产支持证券信用等级的设置及含义

资产支持专项计划资产支持证券信用等级的设置采用三等九级制，一等为投资级；二等为投机级；三等为倒闭级。具体每个等级的含义如下表：

受益凭证信用等级的设置及含义

等 级	含 义	
投资级	AAA 级	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 级	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 级	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 级	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。
投机级	BB 级	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	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 级	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 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
倒闭级	C 级	不能偿还债务。

注：AA~CCC 级可用“+”、“-”号微调，最高等级为 AAA 级。

长城证券-云龙安置房信托受益权 资产支持专项计划跟踪评级安排

联合评级承诺，在有效期内，联合评级将根据计划管理人及资产服务机构提供的跟踪评级资料进行定期跟踪，根据相关规定，联合评级将保证在资产支持证券存续期间，在《年度资产管理报告》发布之日两个月内向计划管理人提供一份专项计划的《跟踪评级报告》，并由计划管理人对外进行公告。

本资产支持专项计划如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，联合评级将进行不定期跟踪评级，联合评级将在计划管理人及资产服务机构提供相关资料后两个月内公布跟踪评级结果及跟踪评级报告。

联合评级将根据实际情况，对长城证券-云龙安置房信托受益权资产支持专项计划进行不定期跟踪评级，并随时据实对优先级资产支持证券进行信用等级调整。如计划管理人及资产服务机构不能及时提供上述定期和不定期跟踪评级资料，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至计划管理人及资产服务机构提供相关资料。

联合信用评级有限公司

二零一七年十一月十四日