

宁乡经济技术开发区建设投资有限公司

2014年12亿元公司债券
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
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发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。

本评级机构同意将本信用评级报告作为发行主体申请发行本次债券所必备的法定文件，随其他材料一起提交相关监管部门审查，并依法对其承担责任。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

宁乡经济技术开发区建设投资有限公司

2014年12亿元公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA
 发行规模：12亿元
 评级展望：稳定

发行主体长期信用等级：AA
 债券期限：7年
 评级日期：2014年03月07日



评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对宁乡经济技术开发区建设投资有限公司（以下简称“宁乡经投”或“公司”）本次拟发行的12亿元公司债券（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。该等级是鹏元基于公司的运营环境、经营竞争状况、财务实力和政府支持等因素综合评估确定的。

主要财务指标：

项目	2012年	2011年	2010年
总资产（万元）	811,962.84	515,671.00	319,161.91
所有者权益（万元）	575,578.63	398,237.51	265,120.13
资产负债率	29.11%	22.77%	16.93%
流动比率	4.57	5.36	15.45
速动比率	0.48	0.31	0.95
营业收入（万元）	63,771.04	50,658.32	35,976.66
营业利润（万元）	18,922.74	17,735.49	8,462.25
营业外收入（万元）	12,936.34	4,900.07	5,275.44
利润总额（万元）	31,847.84	22,603.96	13,735.64
综合毛利率	37.57%	41.53%	30.55%
总资产回报率	4.80%	5.42%	-
EBITDA（万元）	32,734.36	22,770.41	13,754.15
EBITDA 利息保障倍数	5.44	4.98	4.75
经营活动现金流净额（万元）	5,922.80	3,214.47	-2,836.85

资料来源：公司提供

正面：

- 宁乡经济开发区经济发展较快，财政实力不断提高；
- 公司代建基础设施业务和土地一级市场开发业务具有较强的区域垄断性，业务来源较有保障；
- 公司是宁乡经济开发区唯一的投融资主体，得到了地方政府有力的支持。

关注：

- 宁乡县财政收入较为依赖上级补助收入及政府性基金收入，财政自给能力较弱；
- 受持续从紧的房地产调控政策影响，宁县政府性基金收入有所下滑；
- 宁乡经济开发区经济规模较小，财政实力不强；
- 公司代建基础设施投入资金尚未回笼，未来所代建基础设施是否回购或经开区管委会能否及时支付回购资金存在一定的不确定性；
- 公司的土地出让业务易受房地产宏观调控政策及政府供地计划的影响；
- 公司资产主要为抵押土地及代建工程投入，流动性较弱，资产质量一般；
- 公司利润对补贴收入存在一定的依赖性；
- 公司经营活动现金流表现一般，对外部融资较为依赖，后续承担的基础设施建设任务较重，面临较大的资金压力；
- 公司大部分土地资产已做抵押，后续融资空间受限。

分析师

姓名：范刚强 李飞宾

电话：0731-84285422

邮箱：fangq@pyrating.cn

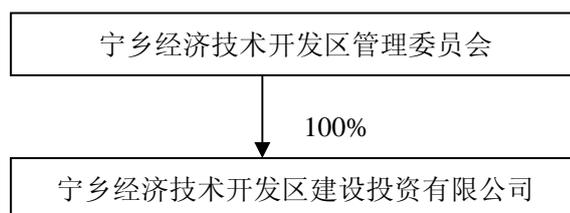
一、发行主体概况

公司前身为宁乡科技工业园建设投资开发有限公司，系经宁乡县人民政府《关于成立宁乡科技工业园建设投资开发有限公司的通知》（宁政函[2000]36号）文件批准设立的国有独资公司，初始注册资本 1,000 万元人民币，股东为宁乡科技工业园管理委员会（宁乡经济技术开发区管理委员会前身）。后经过多次增资，截至 2012 年 12 月 31 日，公司注册资本增至 12,000 万元人民币。

经多次更名，截至 2012 年 12 月 31 日，公司名称为宁乡经济开发区建设投资有限公司，2013 年 5 月 3 日，公司名称变更为现名。

截至 2013 年 6 月 30 日，公司注册资本为 12,000 万元人民币，股东为宁乡经济技术开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）。

图1 截至2013年6月30日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司作为宁乡经济技术开发区（以下简称“经开区”）的投融资主体，接受经开区管委会的委托，对经开区内的土地进行开发、对道路等基础设施进行投资和建设。截至 2012 年 12 月 31 日，纳入公司合并范围的子公司有 1 家（见下表）。

表 1 截至 2012 年 12 月 31 日纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	主要业务	股权比例
长沙瑞达置业有限公司	5,000.00	房地产开发	100%

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2012 年 12 月 31 日，公司资产总额为 811,962.84 万元，所有者权益合计为 575,578.63 万元，资产负债率为 29.11%。2012 年度公司实现主营业务收入 63,771.04 万元，利润总额 31,847.84 万元，经营活动现金流净额 5,922.80 万元。

二、本期债券概况

债券名称：2014 年宁乡经济技术开发区建设投资有限公司公司债券；

发行总额：人民币 12 亿元；

债券期限及利率：本期债券为 7 年期固定利率债券；

还本付息方式：每年付息一次。设置提前还款条款，在债券存续期内的第 3、4、5、6、7 年末分别按照债券发行总额 20%、20%、20%、20%、20% 的比例偿还债券本金。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额 12 亿元，募集资金投向明细如下：

表 2 本期债券募集资金投向情况表（单位：万元）

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
长沙大河西先导区旺宁新村安居工程示范小区公租房项目	97,406.27	40,000.00	41.07%
永佳路工程项目	17,137.06	10,000.00	58.35%
三环东路工程项目	16,870.42	10,000.00	59.28%
蓝月谷路建设项目	19,421.77	10,000.00	51.49%
茶亭寺路建设项目	17,166.05	10,000.00	58.25%
四期路网谱园北路建设项目	20,528.74	10,000.00	48.71%
宁乡大道北延线建设项目	21,971.70	10,000.00	45.51%
车站路东延线道路工程项目	2,487.86	1,000.00	40.20%
永佳东路道路工程项目	9,383.98	5,000.00	53.28%
一环东路（东沩南路至创业大道）道路改造工程建设项目	1,730.75	1,000.00	57.78%
宁乡大道（三环路至高速公路出口段）路面改造工程项目	13,561.44	5,000.00	36.87%
五路提质改造建设项目	7,152.27	4,000.00	55.93%
发展北路道路工程项目	7,448.25	4,000.00	53.70%
合计	252,266.56	120,000.00	47.57%

资料来源：公司提供

（一）长沙大河西先导区旺宁新村安居工程示范小区公租房项目

1、项目概况

该项目位于宁乡经济技术开发区谐园北路以东，规划拟建中的茶亭寺路以西合围处。项目规划总用地面积约 215.40 亩，总建筑面积 411,497.80 平方米，其中公租房 271,515.54 平方米，商业配套 56,679.16 平方米，幼儿园 5,549.10 平方米，地下车库及人防工程 77,754 平方米。

该项目预算总投资为 97,406.27 万元，2012 年 10 月份开始动工，截至 2013 年 5 月 31 日已完成投资 8,740 万元。

2、项目审批情况

该项目已经宁乡县发展和改革局《关于审批长沙大河西先导区旺宁新村安居工程示范小区公租房项目可行性研究报告的批复》（宁发改投[2012]13 号）批准。

3、项目收益情况

经开区管委会与公司就该项目签订了 BT 协议，回购总额共计 167,528.00 万元。BT 协议约定：在本期债券存续期内第 1、2 年每年的付息日十个工作日之前分别向公司支付代建偿付资金 1.50 亿元，在存续期内第 3 至 7 年每年的付息日十个工作日之前分别向公司支付代建偿付资金 2.00 亿元，本期债券到期后第一年和第二年内分别向公司支付代建偿付资金 2 亿元和 1.75 亿元。

（二）永佳路工程项目

1、项目概况

该项目起点为宁乡大道，往东经清水塘北、旧木佳小学南、范家大塘，止点是发展路北路，按城市 II 级次干道建设，设计速度为 40 公里/小时，全长 2,009 米，路幅宽 40 米。

该项目预算总投资为 17,137.06 万元，2012 年 6 月份开始动工，截至 2013 年 5 月 31 日已完成投资 3,550 万元。

2、项目审批情况

该项目已经宁乡县发展和改革局《关于审批宁乡经济开发区建设投资有限公司<永佳路工程可行性研究报告>的批复》（宁发改投[2010]40 号）批准。

（三）三环东路工程项目

1、项目概况

该项目是经济开发区道路路网东西走向的一条主干道，按城市 II 级次干道建设，设计速度为 40 公里/小时，全长 1,681.918 米，路幅宽 30 米。

该项目预算总投资为 16,870.42 万元，2012 年 6 月份开始动工，截至 2013 年 5 月 31 日已完成投资 5,515 万元。

2、项目审批情况

该项目已经宁乡县发展和改革局《关于审批宁乡经济开发区建设投资有限公司<三环东路工程可行性研究报告>的批复》（宁发改投[2010]41号）批准。

（四）蓝月谷路建设项目

1、项目概况

该项目北起谐园路北段，经车站路、三环东路、规划路，南止于滨江路，路线全长 2,258 米，路幅宽 24 米，城市二级次干道。

该项目预算总投资为 19,421.77 万元，2012 年 06 月份开始动工，截至 2013 年 5 月 31 日已完成投资 5,290 万元。

2、项目审批情况

该项目已经宁乡县发展和改革局《关于审批宁乡经济开发区建设投资有限公司<蓝月谷路建设项目可行性研究报告>的批复》（宁发改投[2010]42号）批准。

（五）茶亭寺路建设项目

1、项目概况

该项目北起于石长铁路桥南侧，南止于三环东路，沥青砼路面，按城市 II 级次干道建设，设计速度为 40 公里/小时，全长 2,265.091 米，路幅宽 24 米。

该项目预算总投资为 17,166.05 万元，2012 年 06 月份开始动工，截至 2013 年 5 月 31 日已完成投资 4,400 万元。

2、项目审批情况

该项目已经宁乡县发展和改革局《关于审批宁乡经济开发区建设投资有限公司<茶亭寺路建设项目可行性研究报告>的批复》（宁发改投[2010]39号）批准。

（六）四期路网谐园北路建设项目

1、项目概况

该项目西起既有火车站与谐园路交点，止于宁乡县道 X073 改线，按城市 II 级次干道建设，全长 2,479 米，路幅宽 24 米。

该项目预算总投资为 20,528.74 万元，2012 年 6 月份开始动工，截至 2013 年 5 月 31 日已完成投资 8,258.79 万元。

2、项目审批情况

该项目已经宁乡县发展和改革局《关于审批宁乡经济开发区建设投资有限公司<四期路网谐园北路建设项目可行性研究报告>的批复》（宁发改投[2010]025号）批准。

（七）宁乡大道北延线建设项目

1、项目概况

该项目起于已建成的宁乡大道，止于双江口镇电前山，总用地面积 260,399.6 平方米。拟修建一条路幅宽 40 米、长 3,667.6 米的城市二级道路。

该项目预算总投资为 21,971.70 万元，2012 年 10 月份开始动工，截至 2013 年 5 月 31 日已完成投资 3,295.75 万元。

2、项目审批情况

该项目已经宁乡县发展和改革局《关于对湖南宁乡经济开发区宁乡大道北延线建设项目可行性研究报告的批复》（宁发改投[2011]93 号）批准。

（八）车站路东延线道路工程项目

1、项目概况

该项目西起车站路，东至规划中的滨江大道。道路全长 654 米，路幅宽 30 米，建设标准为城市主干道。

该项目预算总投资为 2,487.86 万元，2013 年 1 月份开始动工，截至 2013 年 5 月 31 日已完成投资 375 万元。

2、项目审批情况

该项目已经宁乡县发展和改革局《关于审批湖南宁乡经济开发区车站路东延线道路工程项目可行性研究报告的批复》（宁发改资[2012]71 号）批准。

（九）永佳东路道路工程项目

1、项目概况

该项目起于已建成的永佳路，止于茶亭寺北路。道路全长 1,655.6 米，路幅宽 40 米，建设标准为城市主干道。

该项目预算总投资为 9,383.98 万元，2013 年 1 月份开始动工，截至 2013 年 5 月 31 日已完成投资 550 万元。

2、项目审批情况

该项目已经宁乡县发展和改革局《关于审批湖南宁乡经济开发区永佳东路道路工程项目可行性研究报告的批复》（宁发改投[2012]73 号）批准。

（十）一环东路（东沩南路至创业大道）道路改造工程项目

1、项目概况

该项目西起东沕广场，东至创业大道。建设内容包括路面摊铺、排水工程的疏通与改造、绿化工程、亮化工程及交通设施工程，改造建设里程 880 米，路幅宽 40 米。

该项目预算总投资为 1,730.75 万元，2013 年 3 月份开始动工，截至 2013 年 5 月 31 日已完成投资 145 万元。

2、项目审批情况

该项目已经宁乡县发展和改革局《关于对湖南宁乡经济开发区一环东路（东沕南路至创业大道）道路改造工程项目可行性研究报告的批复》（宁发改投[2011]272 号）批准。

（十一）宁乡大道（三环路至高速公路出口段）路面改造工程项目

1、项目概况

该项目起于三环路，止于高速公路出口年，拟对宁乡大道（三环路至高速公路出口段）路面进行提质改造，道路全长 3,429 米，路幅宽 65 米。

该项目预算总投资为 13,561.44 万元，2012 年 11 月份开始动工，截至 2013 年 5 月 31 日已完成投资 1,712.28 万元。

2、项目审批情况

该项目已经宁乡县发展和改革局《关于审批宁乡大道（三环路至高速公路出口段）路面改造工程项目可行性研究报告的批复》（宁发改投[2012]36 号）批准。

（十二）五路提质改造建设项目

1、项目概况

该项目拟对创业大道、车站路、东升路、发展路、三环路五条道路路面进行提质改造，改造建设里程 7,891 米，行车道改造面积 137.616 平方米，排水管道改造与疏通 5,368 米。

该项目预算总投资为 7,152.27 万元，2012 年 12 月份开始动工，截至 2013 年 5 月 31 日已完成投资 1,150 万元。

2、项目审批情况

该项目已经宁乡县发展和改革局《关于审批湖南宁乡经济开发区五路提质改造建设项目可行性研究报告的批复》（宁发改投[2010]123 号）批准。

（十三）发展北路道路工程项目

1、项目概况

该项目起于永佳路连接线，止于茶亭寺北路。道路全长 1,423.785 米，路幅宽 40 米，建设标准为城市主干道。

该项目预算总投资为 7,448.25 万元，2012 年 12 月份开始动工，截至 2013 年 5 月 31 日已完成投资 2,320 万元。

2、项目审批情况

该项目已经宁乡县发展和改革局《关于审批湖南宁乡经济开发区发展北路道路工程项目可行性研究报告的批复》（宁发改投[2012]72 号）批准。

四、区域经济

宁乡县区位优势明显，工业经济快速发展，经济实力逐步提升

宁乡县隶属于长沙市，面积 2,906 平方公里，总人口约 135 万人，下辖 33 个乡镇。宁乡县地处长沙市西北近郊，距长沙市仅 36 公里，距长沙市黄花国际机场 60 公里，通过金州大道或枫林西路等城市主干道半个多小时即可到达长沙市区。

宁乡县是全国闻名的“鱼米之乡”、“生猪之乡”、“茶叶之乡”，先后被列为全国优质米、瘦肉型猪、水产品生产基地，生猪和粮食产量分列全国第五位和第九位，并以此为基础形成了以加加集团、青岛纯生为核心的食品产业；依托于距长沙市区较近的区位优势，在长沙市辐射带动下形成了以三一起重机、长高高压为龙头的装备制造业以及以红宇新材为龙头的新材料产业。

近年来随着宁乡县食品、装备制造及新材料等主导产业的逐步发展壮大，工业经济快速发展，工业增加值由 2006 年 69.58 亿元增长到 2012 年的 451.73 亿元，年复合增长率达 36.58%。工业经济的快速发展，使得第二产业占比逐步提高，三次产业结构从 2006 年的 19.5：52.2：28.3 优化至 2012 年的 11.6:68.5:19.9。2012 年第二产业对经济增长的贡献率达 79%，拉动 GDP 增长 11.1 个百分点。

2012 年宁乡县完成固定资产投资 492.34 亿元，增长 29.20%，固定资产投资对经济的推动作用明显；全年社会消费品零售总额 152.17 亿元，增长 13.8%，消费市场保持快速增长。2012 年底全县存款余额为 278.41 亿元，贷款余额为 184.35 亿元。

表 3 2010-2012 年宁乡县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	732.5	14%	637.95	15.80%	489.58	16.50%
第一产业增加值	84.85	5%	75.26	5.20%	61.54	6.10%
第二产业增加值	501.74	16.20%	434.39	20.10%	321.99	22.60%

第三产业增加值	145.91	11.50%	128.3	9%	106.05	7.80%
工业增加值	451.73	17.10%	389.22	22.30%	282.46	23.80%
固定资产投资	492.34	29.20%	393.35	21.70%	354.74	37.20%
社会消费品零售总额	152.17	13.80%	133.86	15.50%	116.38	17%
存款余额	278.41	16.70%	238.52	24.30%	191.86	22.20%
贷款余额	184.35	26.60%	145.58	31.60%	110.67	18.60%
三次产业结构	11.6:68.5:19.9		11.8:68.1:20.1		12.6:65.8:21.6	

资料来源：宁乡县2010-2012年国民经济和社会发展统计公报

得益于工业的快速发展，宁乡县总体经济发展水平不断提升，2012年宁乡县地方生产总值为732.5亿元，同比增长14%，生产总值位列长沙市各区县第5位。

表4 2010-2012年长沙市下属各区县GDP及增长速度（单位：亿元）

		2012年		2011年		2010年	
		GDP	增长率	GDP	增长率	GDP	增长率
1	雨花区	1,168.84	13.00%	1,030.55	9.40%	827.59	11.90%
2	长沙县	880.09	11.00%	789.95	16.90%	630.01	17.90%
3	浏阳市	811.13	14.40%	702.15	14.30%	556.77	15.80%
4	芙蓉区	798.03	12.80%	698.38	13.70%	585.06	16.00%
5	宁乡县	732.50	14.00%	637.95	15.80%	489.58	16.50%
6	岳麓区	631.61	14.70%	546.67	18.80%	421.09	14.90%
7	开福区	532.17	11.20%	472.45	12.60%	393.39	15.20%
8	天心区	528.06	12.60%	464.63	12.20%	400.62	15.20%
9	望城区	374.88	13.60%	327.43	14.50%	242.95	17.70%
全市		6,399.91	13.00%	5,619.33	14.50%	4,547.06	15.50%

资料来源：长沙统计信息网

经开区为宁乡县主要产业集聚区，未来发展情景看好，但目前经济规模不大

经开区位于国家级长株潭两型社会综合配套改革试验区核心区—长沙大河西先导区规划范围内，是长沙西线工业走廊的重要组成部分。

经开区作为宁乡县主要产业集聚地，宁乡县主要的大型企业如加加集团、青岛纯生、三一起重机、长高高压等均集中于经开区内，工业基础较好，未来发展前景看好。截至2012年末，区内共有规模以上企业233家，当年实现地区生产总值185.28亿元，同比增长33.1%，其中工业增加值159.33亿元，同比增长36.04%，是地区经济发展的主要推动力量，但受起步较晚的影响，目前经济规模不大。

表 5 2010-2012 年经开区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	185.28	33.1%	139.20	27.2%	109.45	26.43%
第一产业增加值	-	-	-	-	-	-
第二产业增加值	163.42	35.73%	120.40	24.88%	96.41	25.16%
第三产业增加值	21.86	16.27%	18.80	44.17%	13.04	36.8%
工业增加值	159.33	36.04%	117.12	27.09%	92.15	28.1%
全年固定资产投资	123.53	39.41%	86.61	59.65%	55.50	43.1%
社会消费品零售总额	1.33	9.92%	1.21	8.04%	1.12	8.63%

资料来源：公司提供

五、地方财政实力

宁乡县近年来财政收入增长快速，但较为依赖上级补助收入及政府性基金收入，财政自给能力较弱。

经济的快速发展，推动了地方财政收入的快速增长，宁乡县财政实力不断增强。从财政总收入来看，2010-2012 年宁乡县财政收入分别为 365,786 万元、728,840 万元和 729,023 万元，近三年复合增长率为 41.17%，财政收入增长较快。

2010-2012 年宁乡县地方一般预算收入分别为 113,831 万元、203,771 万元和 244,886 万元，其中税收收入占比分别为 79.43%、75.21%和 77.13%，税收占比较高，一般预算收入质量较好。但 2010-2012 年一般预算收入占当年财政总收入的 31.12%、27.96%和 33.59%，占比较低。

近年来宁乡县经济的快速发展及距长沙较近的地理区位优势，刺激了当地房地产市场的发展，推动了当地土地市场需求的提升，进而带动了宁乡县政府性基金收入的快速攀升。2012 年宁乡县政府性基金收入为 237,673 万元，占到当年地方财政收入的 32.60%，是地方财政收入的重要来源。但同时我们也关注到，受国家房地产调控的影响，2012 年宁乡县政府性基金收入较 2011 年有所下滑，考虑到国家对房地产行业仍实施较为从紧的调控政策，土地市场未来走向具有较大的不确定性，土地价格仍存在下行的可能性，不排除因此导致宁乡县财政收入的波动。

另外，宁乡县在上级财政转移方面获得了国家和省级财政的大力支持。2010-2012 年宁乡县上级补助收入分别为 164,819 万元、207,673 万元和 236,331 万元，分别占当年财政总收入的 45.06%、28.49%和 32.42%，对财政总收入的贡献较大。

表 6 2010-2012 年宁乡县财政收入情况（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
地方财政收入	729,023	728,840	365,786
（一）一般预算收入	244,886	203,771	113,831
其中：税收收入	188,873	153,259	90,421
非税收入	56,013	50,512	23,410
（二）上级补助收入	236,331	207,673	164,819
其中：返还性收入	22,472	21,643	14,642
一般转移支付	116,436	89,904	59,294
专项转移支付	97,423	96,126	90,883
（三）基金收入	237,673	297,332	53,326
（四）预算外收入	10133	20,064	33,810

资料来源：宁乡县财政局、宁乡经济技术开发区财政局

2012 年宁乡县财政一般预算收入在长沙市各区县中排名第 7 位。

表 7 2010-2012 年长沙市下属各区、县一般预算收入及增长速度（单位：亿元）

各区、县	2012 年		2011 年		2010 年	
	一般预算收入	增长率	一般预算收入	增长率	一般预算收入	增长率
长沙县	53.50	27.50%	41.95	45.50%	28.83	44.70%
雨花区	32.51	21.10%	26.86	31.90%	20.37	29.60%
芙蓉区	30.13	29.30%	23.30	24.60%	18.70	19.40%
开福区	26.74	18.50%	22.57	38.70%	16.27	21.00%
天心区	25.86	24.80%	20.72	28.10%	16.18	22.80%
浏阳市	24.73	39.70%	17.71	33.40%	13.27	16.00%
宁乡县	24.49	20.20%	20.38	79.00%	11.38	32.80%
望城区	22.86	34.90%	16.94	58.20%	10.71	35.00%
岳麓区	18.58	29.50%	14.35	24.10%	11.56	28.30%

资料来源：长沙统计信息网

近三年，在宁乡县财政总收入保持快速增长的同时，其财政支出也保持着几乎相同的速度增长，2010-2012 年一般预算支出分别为 244,179 万元、363,528 万元和 481,217 万元，分别为当年一般预算收入的 2.15 倍、1.78 倍和 1.97 倍，一般预算支出远超一般预算收入，两者之间的缺口较大，财政自给能力不强。

表 8 2010-2012 年宁乡县财政支出情况（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
地方财政支出	740,632	675,509	339,732
（一）一般预算支出	481,217	363,528	244,179

(二) 基金支出	248,770	291,917	61,743
(三) 预算外支出	10,645	20,064	33,810
一般预算支出/一般预算收入	1.97	1.78	2.15

资料来源：宁乡县财政局

经开区税收收入占比较高，财政收入不断增长，但整体规模较小

经开区财政收入主要源于税收收入，2010-2012 年税收收入分别为 62,985 万元、79,538 万元和 99,658 万元，分别占到经开区财政收入的 48.88%、47.64% 和 46.88%，财政收入质量较好，但目前财政收入规模较小。

经开区规划主要以工业用地为主，同时受制于开发程度不高，配套设施不全，土地市场发展较为缓慢，2010-2012 年政府性基金收入分别为 31,841 万元、41,330 万元和 47,465 万元，分别占当年经开区财政收入的 24.72%、24.76% 和 22.33%。考虑到经开区较宁乡县城更为靠近长沙市区，未来经开区基础设施的逐步完善和长沙市城区的扩张，预计未来经开区土地市场将有较好的发展机会。

表 9 2010-2012 年宁乡经开区财政收入情况（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
地方财政收入	212,566	166,956	128,800
(一) 一般预算收入	118,960	95,418	74,749
其中：税收收入	99,658	79,538	62,958
非税收入	19,302	15,880	11,791
(二) 上级补助收入	46,141	30,208	22,210
其中：返还性收入	-	-	-
一般转移支付	34,308	29,990	22,210
专项转移支付	11,833	218	-
(三) 基金收入	47,465	41,330	31,841
(四) 预算外收入	-	-	-
地方财政支出	199,684	160,092	125,540
(一) 一般预算支出	152,219	118,762	93,699
(二) 基金支出	47,465	41,330	31,841
(三) 预算外支出	-	-	-
一般预算支出/一般预算收入	1.28	1.24	1.25

资料来源：宁乡经济技术开发区财政局

六、经营与竞争

公司作为宁乡经开区城市基础设施的投融资主体，主要业务有：一、代建基础设施；二、土地开发；三、工程施工业务。从收入情况来看，代建基础设施、土地开发是公司主营业务收入的主要来源，安置房出售及施工收入规模较小，对公司收入和利润贡献不大。公司2010-2012年主营业务收入构成情况如下表所示：

表 10 公司 2010-2012 年主营业务收入构成和毛利率情况（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年		2010 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地开发	47,645.53	22.07%	41,349.52	28.36%	31,840.92	21.53%
基础设施代建	11,996.00	100.00%	9,308.81	100.00%	4,135.74	100.00%
工程施工	155.10	-1.79%	-	-	-	-
安置房出售	3,974.41	36.58%	-	-	-	-
合 计	63,771.04	37.57%	50,658.32	41.53%	35,976.66	30.55%

资料来源：公司提供

土地开发业务在经开区内处于相对垄断的地位，业务来源较有保障，但易受国家宏观调控的影响

公司负责经开区内的土地开发，其运作模式为：公司根据经开区管委会的规划，对拟出让土地进行报批、前期拆迁和平整等工作，然后根据经开区的实际情况，一部分土地直接交由国土部门进行公开招拍挂；另一部分土地在缴纳部分出让金之后将土地证办理至公司名下或直接由经开区管委会无偿划拨至公司，优先用于办理抵押融资，待需要时再交由国土部门进行公开招拍挂，土地出让金区级留成部分全额返还公司（宁开管发[2009]14 号文、宁开管发[2012]14 号文），公司以实际收到的土地出让金返还确认收入。目前经开区的土地开发均由公司负责，在其所负责区域有着相对垄断地位，业务来源较有保障。

2010-2012 年，公司累计交付国土部门出让土地面积 2,610.66 亩，其中工业用地 1,770.33 亩；商业用地 840.33 亩，成交价格合计 98,426.85 万元，累计确认收入 120,835.97 万元¹。截至 2012 年 12 月 31 日，公司拥有存量整治土地 5,610.92 亩，未来随着该部分土地的出让，有望为公司带来较为丰厚的收入。但我们也关注到，土地市场易受房地产市场需求的影响，近几年国家对房地产持续实施较为从紧的调控政策，后续土地市场价格存在下行的风险，届时将会影响公司开发土地的出让价格，进而影响到公司的土地开发收入。另外公司开发的土地出让需取得政府的同意，且政府供地计划易受当地土地市场价格波动的影响，不排除未来土地市场价格的下滑导致政府收紧土地供给量进而影响公司土地开发收入的可能性。

¹公司土地出让确认收入金额大于成交价格，主要由于收到以前年度交付国土部门出让土地的土地出让金返还。

表 11 2010-2012 年公司土地业务开展情况

项目	2012 年	2011 年	2010 年
出让土地面积 (亩)	956.26	993.10	661.30
工业用地出让面积 (亩)	672.23	700.50	397.60
工业用地出让单价 (万元/亩)	20.00	18.10	16.20
工业用地出让成交价格 (万元)	13,444.60	12,679.05	6,441.12
商业用地出让面积 (亩)	284.03	292.60	263.70
商业用地出让单价 (万元/亩)	120.00	74.00	38.40
商业用地出让成交价格 (万元)	34,083.60	21,652.4	10,126.08
土地出让成交价格合计 (万元)	47,528.20	34,331.45	16,567.20
公司确认收入 (万元)	47,645.53	41,349.52	31,840.92
存量土地面积 (亩)	5,610.92	5,367.18	5,360.28
其中：商业用地 (亩)	3,693.06	2,643.94	2,414.56
工业用地 (亩)	1,917.86	2,723.24	2,945.72
其中：未办证土地 (亩)	1,265.11	977.52	2,246.49

注：为办证土地包含在存量土地面积中。

资料来源：公司提供

综上，土地开发业务在经开区处于相对垄断的地位，业务来源较有保障，但易受国家宏观调控的影响。

公司承担经开区所有基础设施项目的代建，业务来源较有保障，但后续开发任务较重，面临较大的资金压力

经开区管委会与公司于 2009 年 1 月签订了“委托代建协议书”，协议约定：经开区管委会委托公司作为承建单位负责经开区范围内所有基础设施项目的投融资建设，公司按照工程代建造价的 25% 确认代建管理费收入，工程完工之后移交给经开区管委会使用。具体来说，公司将代建工程投入计入存货，每年根据湖南宁乡经济开发区管理委员会投资评审中心（以下简称“投资评审中心”）出具的工程投资额的 25% 确认代建管理费收入。

根据投资评审中心提供的公司工程投资确认说明，经投资评审中心审定的 2010-2012 年公司“宁乡经济开发区园区建设项目²”验收完工合格的工程投资分别为 16,542.96 万元、37,235.22 万元和 47,984.00 万元，公司分别确认代建管理费收入 4,135.74 万元、9,308.81 万元和 11,996.00 万元。

经开区规划面积 60 平方公里（规划至 2020 年完成），目前仅完成开发 20 平方公里，待

² 该项目包含经开区所有基础设施子项目，项目数量达上千个，且根据经开区开发进程会不断增添新项目进来。

开发面积较大,配套基础设施建设项目较多,公司作为经开区基础设施项目投资的唯一主体,后续代建业务来源较有保障,但同时也面临着较重的开发任务,存在较大的资金压力。

我们关注到,公司每年收到经开区管委会税收返还款仅能覆盖公司确认的代建管理费收入,代建项目暂未回购,考虑到目前经开区管委会并未明确是否对代建项目进行回购,且经开区管委会能支配的财政收入已经大部分支付给公司,未来经开区管委会是否对该部分代建基础设施项目进行回购或能否及时支付回购资金存在较大的不确定性。

公司作为经开区建设开发的唯一主体,得到当地政府的大力支持

公司是宁乡县政府批准成立由宁乡经开区管委会出资成立的国有独资公司。近年来,公司作为经开区开发基础设施建设及土地开发的唯一主体,在经开区开发建设中发挥着重大作用,经开区管委会在资源、政策、资金等方面也给予了公司大力的支持。

根据“宁开管发[2009]14号文”、“宁开管发[2012]14号文”,管委会明确将经开区所实现的区级财政收入中税收分成收入、基础设施配套收入(原土地出让金返还收入)、耕地占用税和契税返还收入全部拨给公司,用于园区土地开发、道路建设、绿化、亮化等基础设施建设投入,公司根据实际情况分别将其确认为基础设施代建管理费收入、土地出让收入及政府补助收入,2010-2012年公司累计确认2.31亿元政府补助收入。

另外,为提升公司对外融资能力,经开区管委会自公司成立以来累计向公司注入2,837.70亩土地,评估价值达28.10亿元,计入资本公积。

综上,公司作为经开区开发建设的唯一主体,受到了其股东经开区管委会的大力支持,未来随着经开区开发的推进,公司将承担更多的建设任务,也有望获得经开区管委会的持续支持。

七、财务分析

(一) 财务分析基础说明

以下我们的分析基于公司提供的经华寅五洲会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2010-2012年审计报告,公司的财务报表按照新会计准则编制。截至2012年底纳入公司合并报表范围的子公司为1家,见表1。

(二) 财务状况

资产结构与质量

受益于经开区管委会不断向公司注入土地资产，公司资产规模增长较快，资产主要为基础设施代建投入及已抵押的土地资产，流动性较弱，资产质量一般

近年来，受益于经开区政府不断向公司注入土地资产，公司资产规模增长较快，2012年末，公司总资产811,962.84万元，2010-2012年总资产复合增长率为59.50%。从资产构成来看，公司资产以流动资产为主，2010-2012年末流动资产占总资产的比例分别为86.49%、86.78%和90.23%。

表12 公司2010-2012年主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2012年		2011年		2010年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动资产合计	732,652.03	90.23%	447,477.63	86.78%	276,030.78	86.49%
货币资金	24,339.39	3.00%	3,888.17	0.75%	5,033.55	1.58%
其他应收款	51,449.35	6.34%	22,149.80	4.30%	11,963.37	3.75%
存货	656,419.54	80.84%	421,424.56	81.72%	259,012.51	81.15%
非流动资产合计	79,310.81	9.77%	68,193.37	13.22%	43,131.13	13.51%
在建工程	55,131.80	6.79%	43,082.92	8.35%	38,450.99	12.05%
资产总计	811,962.84	100.00%	515,671.00	100.00%	319,161.91	100.00%

资料来源：公司提供

公司流动资产主要是由货币资金、其他应收款和存货构成。2012年末，公司货币资金24,339.39万元，主要为银行存款，不存在资金使用受限的情形。2012年底，公司其他应收账款51,449.35万元，主要为和经开区管委会、长沙湘润房地产开发有限公司等之间的往来款，其中应收股东经开区管委会33,249.90万元，占其他应收款总额的64.63%，存在一定的股东占款情况，在一定程度上会影响公司的资金使用效率。公司存货656,419.54万元，占公司总资产的80.84%，主要为公司代建的基础设施的开发成本、土地开发成本及工程施工成本，其中代建工程开发成本168,053.37万元；土地开发成本48,608.92万元；工程施工成本2,276.99万元，主要为公司承接的外部工程项目投入。公司的土地开发成本中有存量土地资产4,345.81亩，账面价值（评估值入账）合计459,837.44万元，商住和综合用地账面价值占50.12%；已抵押土地面积3,508.60亩，占比80.74%；划拨地面积1,320.53亩，占比30.39%（见附录四），考虑到公司存货中土地资产已大部分抵押，资产流动性较弱。

公司非流动性资产主要是在建工程，2012年底在建工程55,131.80万元，主要为经开区的路网工程项目投入，该部分在建工程未来是否回购存在一定的不确定性。

总体上看，公司资产规模呈较快上升态势，但资产主要为抵押土地及代建工程投入，流动性较弱，资产质量一般。

盈利能力

公司收入稳步提升，但利润对补贴收入存在一定的依赖性

从收入结构看，公司收入主要来源于代建市政基础设施和土地开发业务，2012年，这两项业务收入合计占主营业务收入的比重为93.52%。同时，公司所从事的基础设施建设及土地开发业务均具有较强的垄断性，未来收入来源较有保障。

考虑到公司工业用地出让价格较低，部分地块土地出让价格低于土地成本，为弥补公司部分工业用地出让亏损，经开区管委会2010-2012年累计向公司拨入19,127.10万元土地出让金返还补贴。另外2010年和2012年公司分别收到645.31万元的税收返还补贴和3,283.00万元的公租房财政补贴。财政补贴的拨入在一定程度上增厚公司的利润水平。

另外，公司期间费用率水平尚可，但受资产规模快速增长的影响，总资产回报率有所下降，2012年公司总资产回报率仅为4.80%。

表 13 公司 2010-2012 年主要盈利指标（单位：万元）

	2012 年	2011 年	2010 年
营业收入	63,771.04	50,658.32	35,976.66
营业利润	18,922.74	17,735.49	8,462.25
营业外收入	12,936.34	4,900.07	5,275.44
利润总额	31,847.84	22,603.96	13,735.64
净利润	27,113.91	18,170.08	11,620.08
综合毛利率	37.57%	41.53%	30.55%
期间费用率	2.60%	1.13%	1.43%
总资产回报率	4.80%	5.42%	-

资料来源：公司提供

总体上看，公司收入稳步提升，但利润较为依赖补贴收入。

现金流

公司经营活动现金流表现一般，且基础设施代建投入资金暂未回笼，投资活动主要依靠融资活动，后续面临基础设施建设任务较重，面临较大的资金压力

2010-2012年公司收现比分别为1.13、1.44及1.49，收现比较高，主要是由于公司代建基础设施业务仅确认代建管理费收入所致，基础设施建设投入资金暂未回笼。2010-2012年经营活动累计现金净流入6,300.42万元，投资活动累计流出23,487.48万元，筹资活动累计流入40,481.59万元，投资资金主要来源于融资活动。

考虑到经开区目前仅完成开发 20 平方公里，后续开发面积较大，配套基础设施建设项目较多，在目前公司土地资产大部分都已抵押的情况下，后续融资受限，公司面临较重的资金压力。

综上，公司经营活动现金流表现一般，且基础设施代建投入资金暂未回笼，投资活动主要依靠融资活动，后续面临基础设施建设任务较重，面临较大的资金压力。

表 14 公司 2010-2012 年现金流量情况（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
收现比	1.49	1.44	1.13
销售商品、提供劳务收到的现金	95,254.08	73,030.22	40,617.11
经营活动净现金流	5,922.80	3,214.47	-2,836.85
投资活动净现金流	-11,916.87	-9,604.07	-1,966.54
筹资活动净现金流	26,445.29	5,244.23	8,792.07
现金净增加额	20,451.22	-1,145.38	3,988.68

数据来源：公司提供

资本结构与财务安全性

公司债务偿还相对较为集中，存在一定的债务偿付压力

近年来公司债务规模增长较快，2010-2012 年公司负债规模分别为 54,041.77 万元、117,433.49 万元和 236,384.21 万元，近三年复合增长率为 109.14%，但债务规模相对不大，资产负债率不高，2012 年公司资产负债率为 29.11%。从债务结构来看，公司负债主要为非流动负债。

2012 年末，公司应付账款为 28,586.34 万元，主要为应付工程款；其他应付款为 74,352.39 万元，主要为应付经宁乡县土地储备中心的 12,230.50 万元土地储备金及宁乡经开区经国投总公司、宁乡县城市建设投资开发有限公司等单位的往来款；此外，公司还有预收款项 40,525.43 万元，主要为预收股东经开区管委会 40,491.86 万元未结算的工程管理费及预收土地出让款。

2012 年底，公司短期借款为 12,930.00 万元、长期借款为 76,100.00 万元，有息债务余额为 89,030.00 万元，考虑到长期借款中分别有 12,000.00 万元和 28,000.00 万元于 2013 年和 2014 年到期，2013-2014 年合计需偿还有息债务 52,930.00 万元，债务偿还相对较为集中，存在一定的债务偿付压力。同时我们也关注到，2012 年末，公司信托融资合计 29,000.00 万元，占有息债务余额的 32.57%，目前公司账面上可供抵押的土地资产不多，融资能力受限，

后续如无新增土地资产，在面临较重的资金压力下，公司有可能会加大高成本资金的使用比例。

表 15 公司 2010-2012 年负债结构（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动负债合计	160,282.65	67.81%	83,483.49	71.09%	17,866.77	33.06%
短期借款	12,930.00	5.47%	15,630.00	13.31%	10,280.00	19.02%
应付账款	28,586.34	12.09%	11,649.13	9.92%	1,095.06	2.03%
预收款项	40,525.43	17.14%	18,266.83	15.56%	798.10	1.48%
其他应付款	74,352.39	31.45%	30,345.67	25.84%	5,924.63	10.96%
非流动负债合计	76,101.56	32.19%	33,950.00	28.91%	36,175.00	66.94%
长期借款	76,100.00	32.19%	33,550.00	28.57%	36,175.00	66.94%
负债总额	236,384.21	100.00%	117,433.49	100.00%	54,041.77	100.00%

数据来源：公司提供

从偿债能力来看，公司债务规模增长速度较快，但受近几年市政府土地资产的注入不断增加的影响，公司资产负债率一直保持在较低水平。考虑到公司承担的基础设施建设任务较重，资金需求量较大，融资规模仍将会持续增加，若后续代建基础设施回购现金回笼情况未能改善，且随着有息债务规模的不断增加，公司的偿债保障能力将会受到冲击。

表 16 公司 2010-2012 年偿债能力指标

项目	2012 年	2011 年	2010 年
资产负债率	29.11%	22.77%	16.93%
流动比率	4.57	5.36	15.45
速动比率	0.48	0.31	0.95
EBITDA（万元）	32,734.36	22,770.41	13,754.15
EBITDA 利息保障倍数	5.44	4.98	4.75

数据来源：公司提供

综上，公司资产负债率不高，但债务偿还较为集中，存在一定的债务偿付压力。

八、本期债券条款分析

（一）本期债券偿还计划

本期债券拟发行规模为人民币 12 亿元，在存续期内每年付息一次，分次还本。公司将于债券存续期的第 3 年至第 7 年分别按照 20%、20%、20%、20%、20%的比例分期偿还债券本金。

（二）本期债券偿债资金来源与主要偿债风险

本期债券偿债资金主要来源于募投项目中“长沙大河西先导区旺宁新村安居工程示范小区公租房项目” 代建收益和公司日常经营产生的现金流等。

公司本期债券募投项目投资额合计 252,266.56 万元，其中公司与宁乡经济技术开发区管理委员会就“长沙大河西先导区旺宁新村安居工程示范小区公租房项目”（以下简称“旺宁新村安居工程项目”）签订了 BT 合同，该项目计划投资额为 97,406.27 万元，代建总价款合计 16,725.80 万元；其余项目暂未签订 BT 合同且项目自身难以产生收益。公司本期债券偿债资金主要来源于旺宁新村安居工程项目的代建收入。但我们关注到宁乡经济技术开发区财政收入规模较小，代建收入是否能按时收到资金存在较大的不确定性。

2010-2012 年，公司营业收入分别为 35,976.66 万元、50,658.32 万元和 63,771.04 万元；净利润分别为 11,620.08 万元，18,170.08 万元和 27,113.91 万元；经营活动产生的现金流量净额分别为-2,836.85 万元、3,214.47 万元和 5,922.80 万元。公司收入及利润尚可，但受代建基础设施建设投入较大及基础设施建设投资成本暂未回笼的影响，目前公司经营活动现金流对公司债务保障程度不强。

另外，在紧急情况下公司也可通过流动资产变现来补充偿债资金，截至 2013 年底，公司名下拥有土地资产 45.98 亿元，若发生紧急情况，公司可以出让其名下土地资产，以保证本期债券的本息按期足额偿付。但我们关注到，公司土地出让自主决策权较弱，且大部分土地已设置抵押，土地是否能及时变现存在较大的不确定性。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项 目	2012 年	2011 年	2010 年
货币资金	24,339.39	3,888.17	5,033.55
应收账款	443.74	15.10	18.20
其他应收款	51,449.35	22,149.80	11,963.37
存货	656,419.54	421,424.56	259,012.51
流动资产合计	732,652.03	447,477.63	276,030.78
长期股权投资	7,039.00	7,154.00	2,124.00
固定资产	17,140.01	17,956.44	2,556.14
在建工程	55,131.80	43,082.92	38,450.99
非流动资产合计	79,310.81	68,193.37	43,131.13
资 产 总 计	811,962.84	515,671.00	319,161.91
短期借款	12,930.00	15,630.00	10,280.00
应付账款	28,586.34	11,649.13	1,095.06
预收款项	40,525.43	18,266.83	798.10
应付职工薪酬	1.25	0.00	0.00
应交税费	3,887.24	7,591.86	-231.01
其他应付款	74,352.39	30,345.67	5,924.63
流动负债合计	160,282.65	83,483.49	17,866.77
长期借款	76,100.00	33,550.00	36,175.00
专项应付款	1.56	400.00	0.00
非流动负债合计	76,101.56	33,950.00	36,175.00
负 债 合 计	236,384.21	117,433.49	54,041.77
实收资本（股本）	12,000.00	12,000.00	5,000.00
资本公积	488,041.53	337,814.32	229,867.03
盈余公积	7,140.00	4,842.32	3,025.31
未分配利润	68,397.11	43,580.87	27,227.80
归属于母公司所有者权益合计	575,578.63	398,237.51	265,120.13
所有者权益合计	575,578.63	398,237.51	265,120.13
负债和所有者权益总计	811,962.84	515,671.00	319,161.91

附录二 合并利润表（单位：万元）

项 目	2012 年	2011 年	2010 年
一、营业收入	63,771.04	50,658.32	35,976.66
二、营业总成本	45,030.39	33,032.61	27,514.41
主营业务成本	39,809.76	29,621.27	24,985.15
营业税金及附加	3,562.49	2,836.87	2,014.69
管理费用	1,698.42	572.42	503.95
财务费用	-40.28	2.04	10.63
加：投资收益（损失以“-”号填列）	182.09	109.77	0.00
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	18,922.74	17,735.49	8,462.25
加：营业外收入	12,936.34	4,900.07	5,275.44
减：营业外支出	11.25	31.60	2.05
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	31,847.84	22,603.96	13,735.64
减：所得税费用	4,733.93	4,433.87	2,115.56
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	27,113.91	18,170.08	11,620.08
六、归属于母公司所有者的净利润	27,113.91	18,170.08	11,620.08

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项 目	2012 年	2011 年	2010 年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	95,254.08	73,030.22	40,617.11
收到其他与经营活动有关的现金	65,925.09	24,421.05	5,732.55
经营活动现金流入小计	161,179.17	97,451.26	46,349.66
购买商品、接受劳务支付的现金	106,408.33	71,737.97	19,012.74
支付给职工以及为职工支付的现金	590.89	158.32	27.28
支付的各项税费	12,013.12	12,689.63	5,026.69
支付其他与经营活动有关的现金	36,244.04	9,650.89	25,119.80
经营活动现金流出小计	155,256.37	94,236.80	49,186.51
经营活动产生的现金流量净额	5,922.80	3,214.47	-2,836.85
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	20.00	360.00	-
取得投资收益收到的现金	182.09	109.77	-
投资活动现金流入小计	202.09	469.77	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	12,118.96	4,683.85	1,966.54
投资支付的现金	-	5,390.00	-
投资活动现金流出小计	12,118.96	10,073.85	1,966.54
投资活动产生的现金流量净额	-11,916.87	-9,604.07	-1,966.54
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	3,000.00	7,000.00	-
取得借款收到的现金	51,580.00	16,630.00	36,880.00
收到其他与筹资活动有关的现金	252.76	400.00	-
筹资活动现金流入小计	54,832.76	24,030.00	36,880.00
偿还债务支付的现金	15,730.00	13,905.00	24,155.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	9,006.27	4,880.77	3,932.93
支付其他与筹资活动有关的现金	3,651.20	-	-
筹资活动现金流出小计	28,387.47	18,785.77	28,087.93
筹资活动产生的现金流量净额	26,445.29	5,244.23	8,792.07
四、汇率变动对现金的影响	-	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	20,451.22	-1,145.38	3,988.68

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2012年	2011年	2010年
净利润	27,113.91	18,170.08	11,620.08
加：固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	886.52	166.45	18.51
投资损失	-182.09	-109.77	-
存货的减少	-83,666.40	-74,612.83	-27,224.64
经营性应收项目的减少	-37,926.59	-10,180.18	-2,057.90
经营性应付项目的增加	99,697.45	69,780.71	14,807.11
经营活动产生的现金流量净额	5,922.80	3,214.47	-2,836.85
现金的期末余额	24,339.39	3,888.17	5,033.55
减：现金的期初余额	3,888.17	5,033.55	1,044.86
现金及现金等价物净增加额	20,451.22	-1,145.38	3,988.68

附录四 截至 2012 年 12 月 31 日公司土地资产明细表（单位：亩、万元）

土地证号	面积	入账价值	土地性质	土地用途	是否抵押
宁（1）国用（2005）第 017 号	30.60	1,597.09	出让	综合	是
宁（1）国用（2005）第 018 号	22.82	1,270.17	出让	综合	是
宁（1）国用(2005)第 020 号	43.02	2,245.80	出让	综合	否
宁（1）预国用（2007）第 360 号	9.23	455.75	国有出让	工业	否
宁（1）预国用（2007）第 370 号	111.93	2,868.68	国有出让	工业	否
宁（1）预国用（2007）第 373 号	47.27	788.00	国有出让	工业	否
宁（1）预国用（2007）第 374 号	58.24	1,300.74	国有出让	工业	是
宁（1）预国用（2007）第 375 号	129.60	2,488.00	国有出让	工业	否
宁（1）预国用（2007）第 432 号	36.78	3,471.76	国有出让	综合	是
宁（1）预国用（2007）第 595 号	1.05	276.49	国有出让	工业	否
宁（1）预国用（2007）第 598 号	101.96	1,842.00	国有出让	工业	是
宁（1）预国用（2007）第 601 号	75.58	1,365.00	国有出让	工业	是
宁（1）国用(2008)第 0205 号	63.95	1,236.00	出让	工业	是
宁（1）国用（2008）第 0206 号	26.82	579.28	出让	工业	否
宁（1）预国用（2009）第 0171 号	111.51	2,599.00	出让	工业	是
宁（1）国用（2009）第 0172 号	66.29	1,514.00	出让	工业	是
宁（1）预国用（2009）第 0173 号	57.86	1,263.00	出让	工业	是
宁（1）国用（2010）第 153 号	80.16	16,608.25	出让	综合	是
宁（1）国用（2010）第 154 号	110.08	18,516.04	出让	综合	是
宁（1）国用（2010）第 156 号	108.87	22,558.02	出让	商住	是
宁（1）预国用（2010）第 157 号	51.94	3,605.00	出让	商住	是
宁（1）国用（2010）第 159 号	111.75	18,797.06	出让	商住	是
宁（1）国用（2010）第 169 号	58.36	1,458.99	出让	工业	是
宁（1）国用（2010）第 181 号	72.55	15,864.08	出让	综合	是
宁（1）国用（2010）第 259 号	82.80	2,069.92	出让	工业	是
宁（1）国用(2010)第 367 号	60.54	12,543.89	出让	综合	否
宁（1）国用(2010)第 368 号	15.62	3,236.36	出让	综合	否
宁（1）国用（2010）第 369 号	63.03	13,059.82	出让	综合	是
宁（1）国用（2010）第 370	99.98	16,815.90	出让	综合	是
宁（1）国用（2010）第 371	143.89	24,202.43	出让	综合	是
宁（1）国用（2010）第 372	91.27	2,281.65	出让	工业	否
宁（1）国用(2010)第 373 号	99.97	2,499.15	出让	工业	是
宁（1）国用(2010)第 374 号	33.80	845.02	出让	工业	是
宁（1）国用(2010)第 375 号	85.31	2,132.81	出让	工业	是

宁(1)国用(2010)第376号	21.85	546.30	出让	工业	是
宁(1)国用(2010)第377号	3.04	582.60	出让	工业	否
宁(1)国用(2010)第417号	59.34	13,055.20	出让	综合	是
宁(1)国用(2010)第418号	25.41	3,388.60	出让	商业住宅	否
宁(1)国用(2010)第419号	10.77	1,579.09	出让	综合	否
宁(1)国用(2011)第384号	47.14	7,067.00	出让	综合	是
宁(1)国用(2011)第389号	92.07	23,632.22	出让	综合	是
宁(1)国用(2012)第332号	141.37	6,691.66	划拨	综合	否
宁(1)国用(2012)第440号	46.23	5,061.17	划拨	综合	是
宁(1)国用(2012)第441号	37.54	4,109.07	划拨	综合	是
宁(1)国用(2012)第442号	30.00	3,283.74	划拨	综合	是
宁(1)国用(2012)第443号	26.59	2,910.81	划拨	综合	是
宁(1)国用(2012)第444号	27.69	3,030.87	划拨	综合	是
宁(1)国用(2012)第445号	26.09	2,855.63	划拨	综合	是
宁(1)国用(2012)第446号	25.45	2,785.98	划拨	综合	是
宁(1)国用(2012)第447号	24.18	2,646.68	划拨	综合	是
宁(1)国用(2012)第448号	22.88	2,504.27	划拨	综合	是
宁(1)国用(2012)第449号	13.75	1,505.27	划拨	综合	是
宁(1)国用(2012)第450号	33.36	3,651.56	划拨	综合	是
宁(1)国用(2012)第451号	35.82	3,921.50	划拨	综合	是
宁(1)国用(2012)第452号	36.16	3,958.29	划拨	综合	是
宁(1)国用(2012)第453号	34.40	3,543.68	划拨	综合	否
宁(1)国用(2012)第454号	33.45	3,444.94	划拨	综合	是
宁(1)国用(2012)第455号	21.36	2,199.83	划拨	综合	是
宁(1)国用(2012)第456号	19.36	1,994.22	划拨	综合	是
宁(1)国用(2012)第457号	15.85	1,632.76	划拨	综合	是
宁(1)国用(2012)第054号	61.94	8,134.84	出让	商业住宅	是
宁(1)国用(2012)第090号	51.06	9,932.08	出让	商业住宅	是
宁(1)国用(2012)第091号	64.00	12,146.38	出让	住宅	是
宁(1)国用(2012)第163号	20.46	17,036.99	出让	商业住宅	是
宁(1)国用(2012)第164号	33.06	6,049.00	出让	商业住宅	是
宁(1)国用(2012)第206号	14.87	1,710.44	出让	商住	是
宁(1)国用(2012)第207号	11.05	1,352.00	出让	商住	是
宁(1)国用(2012)第208号	21.05	3,157.74	出让	商住	是
宁(1)国用(2012)第209号	92.14	3,372.00	出让	工业	是
宁(1)国用(2012)第211号	16.49	3,135.00	出让	商业住宅	是
宁(1)国用(2012)第212号	15.14	2,539.00	出让	商业住宅	是
宁(1)国用(2012)第291号	23.72	2,975.00	划拨	综合	是
宁(1)国用(2012)第292号	21.64	2,713.00	划拨	综合	是

宁(1)国用(2012)第293号	21.75	2,728.00	划拨	综合	是
宁(1)国用(2012)第294号	19.30	2,420.00	划拨	综合	是
宁(1)国用(2012)第295号	22.28	2,794.00	划拨	综合	是
宁(1)国用(2012)第296号	21.48	2,693.00	划拨	综合	是
宁(1)国用(2012)第297号	118.06	13,927.67	划拨	综合	是
宁(1)国用(2012)第298号	65.49	7,136.39	划拨	综合	是
宁(1)国用(2012)第299号	28.58	3,591.32	划拨	综合	否
宁(1)国用(2012)第300号	19.15	2,179.20	划拨	综合	是
宁(1)国用(2012)第301号	57.32	7,203.30	划拨	综合	否
宁(1)国用(2012)第563号	107.70	10,791.00	划拨	综合	是
宁(1)国用(2012)第564号	34.83	3,490.00	划拨	综合	是
宁(1)国用(2012)第565号	107.70	10,792.00	划拨	综合	是

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{期初所有者权益} + \text{期末所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / [(\text{年初总资产} + \text{年末总资产}) / 2]$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	财务费用率	$\text{财务费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
营运效率	总资产周转率（次）	$\text{营业收入} / [(\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2]$
	固定资产周转率（次）	$\text{营业收入} / [(\text{期初固定资产总额} + \text{期末固定资产总额}) / 2]$
	应收账款周转率	$\text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2]$
	存货周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2]$
	净营业周期（天）	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	现金流流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$

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

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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,将在本期债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级。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等级。

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发行主体有关的信息,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等级。

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等级,必要时,可公布信用等级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。