

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
2014 年跟踪信用评级报告**



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。

被评债券信用等级的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。

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 2014 年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券剩余规模：12 亿元

债券到期日期：2021 年 4 月 16 日

评级日期：2014 年 06 月 29 日

首次信用评级结果：

本期债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券规模：12 亿元

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“宁乡经开”或“公司”）及其2014年4月16日发行的12亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的2014年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

项目	2013 年	2012 年	2011 年
总资产（万元）	1,200,696.37	811,962.84	515,671.00
所有者权益（万元）	865,195.02	575,578.63	398,237.51
资产负债率	27.94%	29.11%	22.77%
有息债务（万元）	211,520.00	89,030.00	49,180.00
营业收入（万元）	67,338.48	63,771.04	50,658.32
营业利润（万元）	14,835.54	18,922.74	17,735.49
营业外收入（万元）	18,000.00	12,936.34	4,900.07
利润总额（万元）	32,834.54	31,847.84	22,603.96
综合毛利率	30.29%	37.57%	41.53%
总资产回报率	3.36%	4.80%	5.42%
EBITDA（万元）	34,724.12	32,734.36	22,770.41
EBITDA 利息保障倍数	2.74	5.44	4.98
经营活动净现金流净额（万元）	9,247.81	5,922.80	3,214.47

资料来源：公司审计报告

正面：

- 跟踪期内，宁乡县及宁乡经开区经济持续增长，地方财政实力进一步增强；
- 跟踪期内，公司营业收入稳步增长，宁乡经开区待开发面积较大，公司业务来源较有保障；
- 跟踪期内，公司继续得到当地政府的有力支持。

关注：

- 宁乡经开区经济规模偏小，财政实力偏弱；
- 公司土地开发业务收入易受宁乡经开区招商引资情况及房地产市场波动的影响；
- 跟踪期内，公司主要在建、拟建项目投资规模依然较大，持续面临较重的资金压力；
- 公司资产主要为政府注入的土地资产及代建项目投入，流动性较弱；
- 公司基础设施代建投入资金仍未回笼，整体资金面偏紧，对外部融资较为依赖；
- 公司有息债务规模相对较大且持续攀升，面临一定的债务压力。

分析师

姓名：范刚强 陈远新

电话：0755-82870071

邮箱：fangq@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会“发改财金[2014]459号”字，公司于2014年4月16日公开发行12亿元公司债券，票面利率为8.2%。

本期债券起息日为2014年4月16日，按年计息，每年付息一次。本期债券设置本金提前偿付条款，自本期债券存续期的第3年起至第7年分别提前偿还发行总额的20%。本期债券第一次付息日为2015年4月16日。

本期债券募集资金主要用于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等13个项目，截至2014年5月31日募投项目已完成投资10.39亿元。本期债券募投项目建设进展及募集资金使用情况如下表所示。

表1 截至2014年5月31日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	已投资	已使用债券资金
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	19,000.00	0
永佳路工程项目	17,137.06	14,415.00	6,000
三环东路工程项目	16,870.42	2,308.44	0
蓝月谷路建设项目	19,421.77	19,421.77	10,000
茶亭寺路建设项目	17,166.05	3,468.94	0
四期路网谐园北路建设项目	20,528.74	8,258.79	0
宁乡大道北延线建设项目	21,971.70	1,546.87	0
车站路东延线道路工程项目	2,487.86	1,424.68	0
永佳东路道路工程项目	9,383.98	9,383.98	5,000
一环东路（东沩南路至创业大道）道路改造工程项目	1,730.75	498.56	0
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	13,561.44	5,000
五路提质改造建设项目	7,152.27	3152.27	0
发展北路道路工程项目	7,448.25	7,448.25	4,000
合计	252,266.56	103,888.99	30,000

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、股权结构、实际控制人及合并范围均未发生变化，公司主营业务亦未发生重大变更。

截至 2013 年 12 月 31 日，公司总资产 120.07 亿元，所有者权益 86.52 亿元，资产负债率 27.94%。2013 年，公司实现营业收入 6.73 亿元，实现利润总额 3.28 亿元，经营活动现金流净额 0.92 亿元。

三、地方经济与财政实力

跟踪期内，宁乡县及宁乡经开区工业发展态势较好，经济继续保持较为良好的增长态势

跟踪期内，宁乡县先进装备制造、食品、新材料能源三大主导产业快速发展，三大产业共实现产值 1,011.42 亿元，同比增长 23.1%，对规模工业增长的贡献率为 72.6%。在三大主导产业快速发展的带动下，2013 年宁乡县实现工业增加值 523.47 亿元，同比增长 17.6%，对经济增长的贡献率为 78.4%，工业保持较好的发展态势，推动了整体经济的快速发展。

2013 年宁乡县实现生产总值 835.05 亿元，同比增长 14.1%，继续保持了较高的增长速度，其中实现第一产业增加值 90.73 亿元，同比增长 4.4%；实现第二产业增加值 578.02 亿元，同比增长 16.6%；实现第三产业增加值 166.3 亿元，同比增长 10.3%。2013 年宁乡县实现固定资产投资 608.35 亿元，同比增长 38%，固定资产投资持续高位运行；实现社会消费品零售总额 172.51 亿元，同比增长 13.4%，消费市场继续保持较好的发展态势。

表 2 2012-2013 年宁乡县主要经济指标

项目	2013 年		2012 年	
	金额	增长率	金额	增长率
生产总值（亿元）	835.05	14.1%	732.50	14.0%
第一产业增加值（亿元）	90.73	4.4%	84.85	5.0%
第二产业增加值（亿元）	578.02	16.6%	501.74	16.2%
第三产业增加值（亿元）	166.30	10.3%	145.91	11.5%
工业增加值（亿元）	523.47	17.6%	451.73	17.1%
固定资产投资（亿元）	608.35	38.0%	492.34	29.2%
社会消费品零售总额（亿元）	172.51	13.4%	152.17	13.8%

资料来源：宁乡县统计公报

宁乡经济技术开发区（以下简称“宁乡经开区”或“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。经开区是宁乡县主要的产业集聚地，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，具备一定的工业基础。

跟踪期内，宁乡经开区经济持续快速增长，2013 年经开区实现地区生产总值 225.24 亿元，同比增长 21.57%，继续保持较快的经济增长速度，但受整体经济放缓的影响，增速有所回落；实现工业增加值 195.98 亿元，同比增长 23%；实现全年固定资产投资 145.77 亿元，同比增长 23.01%，继续保持较快的增长速度。

整体来看，跟踪期内宁乡经开区经济保持良好的增长态势，但受起步较晚的影响，宁乡经开区经济总量偏弱。

表 3 2012-2013 年宁乡经开区主要经济指标（单位：亿元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	225.24	21.57%	185.28	33.1%
第一产业增加值	-		-	-
第二产业增加值	200.15	21.72%	163.42	35.73%
第三产业增加值	25.09	14.78%	21.86	16.27%
工业增加值	195.98	23.00%	159.33	36.04%
全年固定资产投资	145.77	23.01%	123.53	39.41%

资料来源：公司提供

跟踪期内，宁乡县财政收入稳步增长，财政实力不断增强

2013 年，宁乡县实现地方财政收入 82.47 亿元，同比增长 13.13%，财政收入稳步增长。

跟踪期内，宁乡县工业保持较好的增长态势，推动了一般预算收入的稳步提升。2013 年宁乡县实现一般预算收入 30.68 亿元，同比增长 25.28%，其中税收收入同比增长 15.72%；非税收入同比增长 57.5%。2013 年宁乡县一般预算收入中税收收入占比为 71.25%，较 2012 年下滑 5.88 个百分点。

2013 年宁乡县实现上级补助收入 26.8 亿元，同比增长 13.42%。宁乡县紧邻长沙先导区，长沙城区的拓展，刺激了宁乡县土地市场的发展。2013 年宁乡县实现政府性基金收入 23.97 亿元，占同期宁乡县财政收入的 29.07%，是地方财政收入的重要来源。但同时我们也关注到，目前国家对房地产的宏观调控政策走向尚不明确，房地产市场观望气氛较为浓重，未来房地产市场存在波动的可能性，可能会影响宁乡县财政收入的稳定性。

表 4 2012-2013 年宁乡县财政收支情况（单位：亿元）

项目	2013 年	2012 年
财政收入	82.47	72.90
（一）一般预算收入	30.68	24.49
其中：税收收入	21.86	18.89
非税收入	8.82	5.60
（二）上级补助收入	26.80	23.63
其中：返还性收入	2.28	2.25
一般转移支付	11.94	11.64
专项转移支付	12.57	9.74
（三）基金收入	23.97	23.77
（四）预算外收入	1.02	1.01
一般预算支出	58.06	48.12
一般预算支出/一般预算收入	1.89	1.96

资料来源：宁乡县财政局

跟踪期内，经开区财政收入进一步提升，但整体规模偏弱

2013 年，宁乡经开区财政收入保持增长，当年全区财政收入为 25.02 亿元，同比增长 17.69%，财政实力进一步增强，但财政收入规模相对较小。

经开区主要以工业为主，财政收入中以税收收入为主的一般预算收入占比相对较高。跟踪期内经开区工业发展态势较为良好，推动了以税收收入为主的一般预算收入的稳步增长，2013 年经开区一般预算收入为 14.9 亿元，同比增长 25.21%，其中税收收入同比增长 25.38%。

2013 年经开区实现基金收入 5.12 亿元，全部为国有土地使用权出让收入。土地使用权出让收入易受房地产市场波动的影响，可能会影响经开区财政收入的稳定性。

表 5 2012-2013 年宁乡经开区财政收支情况（单位：亿元）

项目	2013 年	2012 年
财政收入	25.02	21.26
（一）一般预算收入	14.90	11.90
其中：税收收入	12.50	9.97
非税收入	2.40	1.93
（二）转移性收入	5.00	4.61
（三）基金收入	5.12	4.75
一般预算支出	18.62	15.22
一般预算支出/一般预算收入	1.25	1.28

资料来源：宁乡经开区财政局

四、经营与竞争

跟踪期内，公司业务仍主要为土地开发及基础设施代建。公司2013年实现营业收入6.73亿元，同比增长5.59%；综合毛利率为30.29%，较上年降低7.28个百分点。2013年公司业务结构未发生重大变动，其中土地开发及基础设施代建业务收入合计占营业收入的99.47%，仍是公司营业收入的主要来源；房租收入规模较小对公司收入及利润影响不大。2012-2013年公司营业收入及毛利率情况如下表所示。

表 6 2012-2013 年公司营业收入和毛利率情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
土地开发	53,982.59	13.04%	47,645.53	22.07%
基础设施代建	13,000.00	100.00%	11,996.00	100.00%
安置房出售	0.00	-	3,974.41	36.58%
房租收入	355.89	100.00%	0.00	-
工程施工	0.00	-	155.10	-1.79%
合计	67,338.48	30.29%	63,771.04	37.57%

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司土地开发及基础设施代建收入稳步增长，宁乡经开区待开发面积较大，公司后续业务来源较有保障；公司代建项目暂无回购计划，未来投资成本是否能及时收回存在不确定性

公司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”或“管委会”）直属的投融资主体，负责经开区的整体开发，包括基础设施项目建设和土地一级开发。

土地开发方面，跟踪期内公司土地业务模式发生了变更。2013年之前公司所开发土地交当地国土部门通过招拍挂方式出让后，出让金全额返还公司，公司以实际收到的土地出让金返还确认收入。2013年公司按照成本加成方式确认土地开发收入，即当年开发完工的土地经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”）验收后按照成本加15%的金额确认土地开发收入。

2013年，公司整理土地1,043.14亩，经投资评审中心确认的土地投资成本为4.69亿元，公司确认5.4亿元的土地开发收入。业务模式的变更导致公司土地开发业务毛利率有所下滑，2013年公司土地开发业务毛利率为13.04%，较2012年末下滑9.03个百分点。我们关注到，公司土地开发收入占比较高，土地开发业务量易受经开区招商引资情况及当地房地产市场的影响，公司土地开发收入存在波动的可能性。

基础设施代建方面，公司负责经开区范围内所有基础设施建设任务，项目建设完工并经投资评审中心验收后，公司按验收项目成本的一定比例确认代建管理费。根据2009年公司与经开区管委会签订的“委托代建协议书”，2009-2012年按成本的25%确认基础设施代建管理费，2012年之后按投资成本的15%确认代建管理费。2013年公司完成格力工程等12个项目的投资建设，该部分项目经评审中心审验的投资成本为8.67亿元，公司相应确认了1.3亿元的代建管理费。

截至2013年末，公司主要在建、拟建项目投资额合计31.05亿元，已完成投资7.65亿元，未来随着该部分项目的陆续完工，有望为公司带来持续的代建管理费收入。但我们也关注到，公司代建的基础设施项目目前仅确认了代建管理费，项目投资成本暂无明确的回购计划，截至2013年末公司基础设施项目累计投入31.47亿元，为2013年宁乡经开区财政收入的1.26倍，该部分投资成本是否能及时收回存在较大的不确定性。

表7 截至2013年底公司主要在建、拟建项目明细（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资
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	19,000.00
永佳路	17,137.06	9,415.00
加加酱油建设项目	9,789.78	5,432.00
谐园北路	20,528.74	8,258.79
三环东路	16,870.42	2,308.44
发展北路	7,448.25	2,320.32
路网工程建设	49,922.13	23,500.00
玉屏山国际产业城	42,095.61	6,257.48
玉屏大道	9,826.40	0.00
沙河干渠改造工程	4,500.00	0.00
花明北路	12,000.00	0.00
滨江路	5,843.60	0.00
明珠路	7,088.52	0.00
永佳西路	10,000.00	0.00
合计	310,456.78	76,492.03

资料来源：公司提供

宁乡经开区规划面积60平方公里，目前已开发20平方公里，待开发面积较大，后续土地开发及基础设施项目较多，公司作为经开区基础设施项目投资的唯一主体，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。

随着开发区城市开发的加快，当地政府持续通过注入资产及拨付财政补贴等方式给予

公司较大的支持

近几年，随着经济的快速发展，宁乡经开区正处于城市开发的快速发展阶段，作为经开区整体开发的主体，公司承担了较重的开发任务。为支持公司的发展，保证经开区城市开发的顺利进行，经开区管委会继续通过资产注入及财政补贴的方式给予公司较大的支持。

2013年，经开区管委会分两批向公司注入67宗商住用地（见附录四），面积合计2,147.64亩，土地使用权类型均为划拨地，评估价值合计26.06亿元，计入资本公积。土地资产的注入大幅提升了公司的资产规模，进一步提高了公司的对外融资能力。

另外，为支持公司基础设施开发建设工作，经开区财政局在财政补贴方面给予了公司较大支持，2013年经开区财政局拨付公司1.8亿元的财政补贴，在一定程度上缓解了公司的资金压力。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审华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2013年度审计报告，其中2012年数据来源于2013年审计报告年初数，财务报表按照新会计准则编制。

财务分析

资产结构与质量

跟踪期内，公司资产规模大幅提升，但资产主要为土地资产及代建项目投入，资产流动性较弱

跟踪期内，随着政府土地资产的注入及代建项目投入的增加，公司资产规模大幅增长，截至2013年末公司资产总计为120.07亿元，同比增长47.88%。从资产结构来看，公司资产仍主要为流动资产，2013年末公司流动资产占比为82.77%。

表8 2012-2013年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	17,821.25	1.48%	24,339.39	3.00%

应收账款	20,672.75	1.72%	443.74	0.05%
其他应收款	33,776.57	2.81%	51,449.35	6.34%
存货	921,567.35	76.75%	656,419.54	80.84%
流动资产合计	993,837.91	82.77%	732,652.03	90.23%
在建工程	182,112.28	15.17%	55,131.80	6.79%
非流动资产合计	206,858.45	17.23%	79,310.81	9.77%
资产总计	1,200,696.37	100.00%	811,962.84	100.00%

资料来源：公司审计报告

截至 2013 年末公司货币资金为 1.78 亿元，主要为银行存款。截至 2013 年底公司应收账款为 2.07 亿元，全部为应收经开区管委会的土地开发款；其他应收款为 3.38 亿元，主要为与长沙顺泰投资管理有限公司等单开之间的往来款，大部分在一年以内。2013 年底，公司存货为 92.16 亿元，其中土地开发成本为 2.37 亿元；代建工程成本 16.81 亿元，与 2012 年相比无变化，主要是当年承建的基础设施项目纳入在建工程项目核算所致；政府注入的存量土地资产合计 72.04 亿元。2013 年末公司土地开发成本中存量土地资产面积合计 6,550.55 亩，其中工业用地账面价值占 4.77%；已抵押土地价值 60.22 亿元，占比 83.58%，公司存货中土地资产已大部分抵押，资产流动性较弱。

2013 年，公司将格力工程项目、永佳路等 12 个代建项目纳入在建工程核算，另外公司投资建设了投资服务中心大楼，以上项目投资规模较大，在建工程增加较多，截至 2013 年末公司在建工程为 18.21 亿元，较 2012 年增加 12.7 亿元。我们关注到，截至 2013 年末公司存货及在建工程中的代建项目投资额合计 31.47 亿元¹，未来该部分投资成本是否能及时收回，存在不确定性。

总体来看，随着政府土地资产注入及代建项目投入的增加，公司资产规模大幅提升，但资产主要为土地资产及代建项目投入，资产流动性较弱。

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入稳步增长，但利润对补贴收入存在一定的依赖性

公司营业收入主要来源于土地开发及基础设施代建管理费收入，跟踪期内经开区招商引资情况较好，公司土地开发及基础设施代建收入稳步增长，2013 年公司实现营业收入 6.73 亿元，同比增长 5.59%。

跟踪期内，公司土地开发业务模式发生了变更，收入确认方式由原来的出让金返还变更

¹ 该投资额已扣除在建项目中标准化厂房项目及自用的创业服务中心大楼。

为成本加成，土地开发业务毛利率有所下滑，但相对较为稳定。受土地开发业务毛利率下滑的影响，公司综合毛利率也随之下降，2013 年公司综合毛利率为 30.29%，较 2012 年下滑 7.28 个百分点。

受综合毛利率下滑的影响，公司营业利润规模也有所下降，2013 年公司实现营业利润 1.48 亿元。另外，为支持公司发展，2013 年经开区财政局拨付公司 1.8 亿元的财政补贴，为公司当年同期利润总额的 54.82%，公司利润总额对财政补贴依赖性较大。

表 9 2012-2013 年公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
营业收入	67,338.48	63,771.04
营业利润	14,835.54	18,922.74
营业外收入	18,000.00	12,936.34
利润总额	32,834.54	31,847.84
净利润	29,023.75	27,113.91
综合毛利率	30.29%	37.57%
期间费用率	3.87%	2.60%
总资产报酬率	3.36%	4.80%

资料来源：公司审计报告

现金流

跟踪期内，公司基础设施代建投入资金仍未回笼，整体资金面偏紧，项目建设对外部融资较为依赖；公司主要在建、拟建项目投资规模较大，后续仍将面临较重的资金压力

截至 2013 年末，公司代建基础设施项目累计投资 31.47 亿元，投资成本暂未收回，受此影响公司基础设施代建及土地开发回笼资金仍难以覆盖开发支出，资金缺口主要依靠往来款及对外融资解决。2013 年随着代建项目、土地开发支出的增加及创业服务中心项目的投资建设，公司资金支出规模较大，经营及投资活动现金净流出合计 11.62 亿元，整体资金面偏紧，项目资金缺口主要依靠外部融资来解决，2013 年公司筹资活动现金净流入为 10.97 亿元。

截至 2013 年底，公司主要在建、拟建项目计划总投资 31.05 亿元，投资规模较大，后续公司仍将面临较重的资金压力。

表 10 2012-2013 年公司现金流量表（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
收现比	0.53	1.49

销售商品、提供劳务收到的现金	35,727.51	95,254.08
经营活动净现金流	9,247.81	5,922.80
投资活动净现金流	-125,426.20	-11,916.87
筹资活动净现金流	109,660.24	26,445.29
现金净增加额	-6,518.14	20,451.22

资料来源：公司审计报告

财务安全性

公司有息债务规模相对较大且持续攀升，面临一定的债务压力

2013年末公司负债总额为33.55亿元，同比增长41.93%。从债务结构上看，长期债务持续增加，2013年底占比为46.37%，较2012年末提升14.18个百分点。

截至2013年末公司其他应付款为11.42亿元，主要为与宁乡经济开发区国有资产投资有限责任公司等外部单位之间的往来款，和2012年底相比增加3.98亿元。2013年末，公司短期借款为2.98亿元、一年内到期的非流动负债为2.84亿元、长期借款为15.34亿元，有息债务总额为21.15亿元，较2012年增加12.25亿元，有息债务规模相对较大且持续攀升，公司面临一定的债务压力。

表 11 2012-2013 年公司负债构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	29,750.00	8.87%	12,930.00	5.47%
其他应付款	114,153.67	34.02%	74,352.39	31.45%
一年内到期的非流动负债	28,380.00	8.46%	0.00	0.00%
流动负债合计	179,929.73	53.63%	160,282.65	67.81%
长期借款	153,390.00	45.72%	76,100.00	32.19%
非流动负债合计	155,571.61	46.37%	76,101.56	32.19%
负债合计	335,501.34	100.00%	236,384.21	100.00%

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，受资产增加较多的影响，公司资产负债率有所下滑，流动比率有所提高。由于公司资产中存货规模较大，速动比率较低，速动资产对短期债务的保障能力较弱。跟踪期内，公司有息债务规模增长幅度较大，EBITDA利息保障倍数大幅下滑，公司利润对债务利息保障能力有所减弱。考虑到公司目前承担的开发任务较重，资金需求量较大，后续融资规模仍将会持续增加，未来随着有息债务规模的不断增加，公司的偿债能力有可能会持续弱化。

表 12 2012-2013 年公司主要偿债能力指标

项目	2013 年	2012 年
资产负债率	27.94%	29.11%
流动比率	5.52	4.57
速动比率	0.40	0.48
EBITDA（万元）	34,724.12	32,734.36
EBITDA 利息保障倍数	2.74	5.44

资料来源：公司审计报告

六、其他重要事项

截至2014年1月28日，公司对外担保合计3.85亿元，金额相对不大，对公司影响较小。

表 13 截至 2014 年 1 月 28 日公司对外担保明细（单位：万元）

担保对象	担保余额	担保期限
长沙顺泰投资管理有限公司	30,000	2014.1.26-2017.1.25
长沙天宁热电有限公司	3,000	2013.9.21-2014.9.20
长沙天宁热电有限公司	1,000	2013.10.10-2014.10.10
宁乡县职业中专学校	500	2014.1.28-2015.1.28
长沙天宁热地有限公司	4,000	2014.2.18-2015.2.17
合计	38,500	-

资料来源：公司审计报告

七、评级结论

跟踪期内，宁乡经开区经济总量稳步增长，财政收入有所提高，公司面临较好的发展环境；公司作为宁乡经开区的整体开发主体，业务来源较有保障，随着宁乡经开区经济的快速发展，公司营业收入稳步提升，且持续获得当地政府在财政补贴及资产注入方面的大力支持。

同时我们也关注到，公司代建的基础设施项目投入资金暂未回笼，随着经开区城市开发的推进，公司对代建项目的垫资规模快速增长，快速推高了公司的有息债务规模，同时后续开发项目尚需投入规模依然较大，公司面临较重的债务偿付压力及项目建设资金压力。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
货币资金	17,821.25	24,339.39	3,888.17
应收账款	20,672.75	443.74	15.10
预付款项	0.00	0.00	0.00
其他应收款	33,776.57	51,449.35	22,149.80
存货	921,567.35	656,419.54	421,424.56
流动资产合计	993,837.91	732,652.03	447,477.63
长期股权投资	8,489.00	7,039.00	7,154.00
固定资产	16,257.17	17,140.01	17,956.44
在建工程	182,112.28	55,131.80	43,082.92
非流动资产合计	206,858.45	79,310.81	68,193.37
资产总计	1,200,696.37	811,962.84	515,671.00
短期借款	29,750.00	12,930.00	15,630.00
应付账款	10,088.90	28,586.34	11,649.13
预收款项	61.79	40,525.43	18,266.83
应付职工薪酬	0.00	1.25	0.00
应交税费	-2,504.61	3,887.24	7,591.86
其他应付款	114,153.67	74,352.39	30,345.67
一年内到期的非流动负债	28,380.00	0.00	0.00
流动负债合计	179,929.73	160,282.65	83,483.49
长期借款	153,390.00	76,100.00	33,550.00
专项应付款	2,181.61	1.56	400.00
非流动负债合计	155,571.61	76,101.56	33,950.00
负债合计	335,501.34	236,384.21	117,433.49
实收资本	12,000.00	12,000.00	12,000.00
资本公积	748,634.17	488,041.53	337,814.32
盈余公积	10,083.13	7,140.00	4,842.32
未分配利润	94,477.72	68,397.11	43,580.87
归属母公司所有者权益合计	865,195.02	575,578.63	398,237.51
所有者权益合计	865,195.02	575,578.63	398,237.51
负债和股东权益总计	1,200,696.37	811,962.84	515,671.00

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
一、营业收入	67,338.48	63,771.04	50,658.32
其中：主营业务收入	67,338.48	63,771.04	50,658.32
二、营业总成本	53,251.25	45,030.39	33,032.61
营业成本	46,941.38	39,809.76	29,621.27
其中：主营业务成本	46,941.38	39,809.76	29,621.27
营业税金及附加	3,703.61	3,562.49	2,836.87
管理费用	1,670.40	1,698.42	572.42
财务费用	935.86	-40.28	2.04
加：投资收益	748.31	182.09	109.77
三、营业利润	14,835.54	18,922.74	17,735.49
加：营业外收入	18,000.00	12,936.34	4,900.07
减：营业外支出	1.00	11.25	31.60
四、利润总额	32,834.54	31,847.84	22,603.96
减：所得税费用	3,810.78	4,733.93	4,433.87
五、净利润	29,023.75	27,113.91	18,170.08

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 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	35,727.51	95,254.08	73,030.22
收到其他与经营活动有关的现金	108,711.67	65,925.09	24,421.05
经营活动现金流入小计	144,439.18	161,179.17	97,451.26
购买商品、接受劳务支付的现金	80,469.84	106,408.33	71,737.97
支付给职工以及为职工支付的现金	212.38	590.89	158.32
支付的各项税费	14,057.53	12,013.12	12,689.63
支付其他与经营活动有关的现金	40,451.61	36,244.04	9,650.89
经营活动现金流出小计	135,191.37	155,256.37	94,236.80
经营活动产生的现金流量净额	9,247.81	5,922.80	3,214.47
二、投资活动产生的现金流量	-	-	-
收回投资收到的现金	400.00	20.00	360.00
取得投资收益收到的现金	148.31	182.09	109.77
投资活动现金流入小计	548.31	202.09	469.77
购置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	124,724.51	12,118.96	4,683.85
投资支付的现金	1,250.00	0.00	5,390.00
投资活动现金流出小计	125,974.51	12,118.96	10,073.85
投资活动产生的现金流量净额	-125,426.20	-11,916.87	-9,604.07
三、筹资活动产生的现金流量	-	-	-
吸收投资收到的现金	0.00	3,000.00	7,000.00
取得借款收到的现金	157,600.00	51,580.00	16,630.00
收到其他与筹资活动有关的现金	2,198.45	252.76	400.00
筹资活动现金流入小计	159,798.45	54,832.76	24,030.00
偿还债务支付的现金	35,110.00	15,730.00	13,905.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	12,682.56	9,006.27	4,880.77
支付其他与筹资活动有关的现金	2,345.64	3,651.20	0.00
筹资活动现金流出小计	50,138.20	28,387.47	18,785.77
筹资活动产生的现金流量净额	109,660.24	26,445.29	5,244.23
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	-6,518.14	20,451.22	-1,145.38

附录三-2 合并现金流量补充表（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
净利润	29,023.75	27,113.91	18,170.08
加：固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	891.49	886.52	166.45
财务费用	998.09	0.00	0.00
投资损失	-748.31	-182.09	-109.77
存货的减少	4,863.57	-83,666.40	-74,612.83
经营性应收项目的减少	-2,556.23	-37,926.59	-10,180.18
经营性应付项目的增加	-23,224.56	99,697.45	69,780.71
经营活动产生的现金流量净额	9,247.81	5,922.80	3,214.47
现金的期末余额	17,821.25	24,339.39	3,888.17
减：现金的期初余额	24,339.39	3,888.17	5,033.55
现金及现金等价物净增加额	-6,518.14	20,451.22	-1,145.38

附录四 2013 年公司新增土地资产明细（单位：亩、万元）

土地证号	面积	入账价值	土地类型	土地用途	是否抵押
宁（1）国用（2013）第 014 号	14.90	1,889.10	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 015 号	24.31	3,082.50	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 016 号	29.65	3,759.70	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 017 号	20.60	2,612.17	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 147 号	29.68	3,583.84	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 148 号	30.31	3,659.00	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 149 号	27.65	3,338.58	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 161 号	38.61	4,896.11	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 162 号	24.70	3,132.29	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 163 号	28.06	3,558.24	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 175 号	32.59	4,132.86	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 179 号	17.04	2,057.44	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 180 号	28.96	3,672.70	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 181 号	37.82	4,795.97	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 182 号	32.05	4,064.02	划拨	商业住宅	未抵押
宁（1）国用（2013）第 183 号	32.99	4,183.05	划拨	商业住宅	未抵押
宁（1）国用（2013）第 184 号	34.41	4,363.13	划拨	商业住宅	未抵押
宁（1）国用（2013）第 185 号	30.09	3,815.53	划拨	商业住宅	未抵押
宁（1）国用（2013）第 186 号	28.23	3,580.04	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 442 号	42.75	5,160.81	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 443 号	40.52	4,892.49	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 444 号	30.08	3,813.87	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 445 号	28.54	3,618.73	划拨	商业住宅	未抵押
宁（1）国用（2013）第 446 号	32.97	4,181.01	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 447 号	25.81	3,116.08	划拨	商业住宅	未抵押
宁（1）国用（2013）第 448 号	24.37	2,941.74	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 449 号	34.24	4,134.43	划拨	商业住宅	未抵押
宁（1）国用（2013）第 450 号	23.93	2,888.98	划拨	商业住宅	未抵押
宁（1）国用（2013）第 451 号	36.49	4,405.33	划拨	商业住宅	未抵押
宁（1）国用（2013）第 452 号	37.37	4,738.44	划拨	商业住宅	未抵押
宁（1）国用（2013）第 453 号	34.77	4,408.37	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 454 号	34.06	4,318.98	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 455 号	31.09	3,942.48	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 456 号	28.23	3,408.52	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 457 号	29.59	3,572.21	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 458 号	38.70	4,671.97	划拨	商业住宅	已抵押

宁（1）国用（2013）第 459 号	39.90	4,817.36	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 460 号	38.86	4,691.58	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 461 号	39.64	4,785.85	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 462 号	37.80	4,563.30	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 463 号	32.90	3,971.95	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 695 号	33.54	4,096.30	划拨	商业住宅	未抵押
宁（1）国用（2013）第 696 号	23.24	2,837.80	划拨	商业住宅	未抵押
宁（1）国用（2013）第 697 号	35.56	4,342.53	划拨	商业住宅	未抵押
宁（1）国用（2013）第 698 号	39.09	4,774.72	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 699 号	45.94	5,610.37	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 700 号	19.17	2,341.68	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 701 号	31.09	3,796.93	划拨	商业住宅	未抵押
宁（1）国用（2013）第 702 号	48.73	5,951.75	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 703 号	42.07	5,138.50	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 704 号	34.19	4,176.04	划拨	商业住宅	未抵押
宁（1）国用（2013）第 705 号	26.17	3,196.02	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 706 号	50.89	6,215.70	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 707 号	38.70	4,726.23	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 708 号	43.66	5,331.78	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 709 号	46.49	5,677.81	划拨	商业住宅	未抵押
宁（1）国用（2013）第 714 号	26.21	2,771.28	划拨	商业住宅	未抵押
宁（1）国用（2013）第 715 号	23.66	2,502.11	划拨	商业住宅	未抵押
宁（1）国用（2013）第 716 号	29.53	3,122.45	划拨	商业住宅	未抵押
宁（1）国用（2013）第 717 号	24.90	3,040.75	划拨	商业住宅	未抵押
宁（1）国用（2013）第 718 号	45.47	4,807.21	划拨	商业住宅	未抵押
宁（1）国用（2013）第 719 号	9.46	989.35	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 720 号	29.12	3,078.50	划拨	商业住宅	未抵押
宁（1）国用（2013）第 721 号	33.44	3,535.48	划拨	商业住宅	未抵押
宁（1）国用（2013）第 723 号	15.13	1,581.52	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 724 号	25.45	2,660.57	划拨	商业住宅	已抵押
宁（1）国用（2013）第 725 号	41.48	5,065.99	划拨	商业住宅	已抵押
合计	2,147.64	260,590.12	-	-	-

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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}$
	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。