

咸宁市荣盛投资发展有限公司

2015 年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。

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
PENG YUAN 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>

分析师

姓名：
贺亮明 彭子坤

电话：
0755-82872106

邮箱：
pengzk@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

咸宁市荣盛投资发展有限公司

2015 年公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：14 亿元

评级展望：稳定

债券期限：7 年

增信方式：土地使用权抵押担保

评级日期：2015 年 01 月 27 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对咸宁市荣盛投资发展有限公司（以下简称“咸宁荣盛”或“公司”）本次拟发行总额 14 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。该等级的评定是考虑到咸宁市经济与财政实力有所增强，地方政府对公司支持力度较大，并且国有土地使用权抵押的增信方式有效提升了本期债券的安全性等正面因素，同时我们也关注到了咸宁市地方财政稳定性易受政府性基金收入影响、地方财政收支平衡对上级补助收入的依赖程度较高、咸宁经济开发区经济总量偏小、公司收入易受房地产市场环境影响、代建业务资金回笼情况不佳、资金支出压力较大、资产流动性较弱、公司盈利对政府补助的依赖程度较高、有息债务规模大幅增加导致债务压力加大以及拟抵押土地集中处置存在一定难度、募投项目预期收入存在一定不确定性等风险因素。

正面：

- 咸宁市经济与财政实力有所增强。咸宁市经济发展较快，2013 年咸宁市地区生产总值达到 872.11 亿元，按可比价格计算同比增长 10.6%；2011-2013 年咸宁市全市及市本级一般预算收入复合增长率分别为 28.49%和 27.96%，一般预算收入保持快速增长。
- 地方政府支持力度较大。2011-2013 年，咸宁市国资委将面积为 5,477.75 亩的国有土地使用权注入公司，入账价值合计为 646,329.80 万元；2011-2013 年，湖北咸宁经济开发区财金管理局分别给予公司奖励资金分别为 13,000 万元、15,000 万元和 17,000 万元。

- 土地使用权抵押担保有效提升了本期债券安全性。公司以评估价值 362,174.92 万元国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，有效提升了本期债券的安全性。

关注：

- 地方财政实力稳定性易受政府性基金收入影响。咸宁市地方财政收入中基金收入占比较大，近年政府性基金收入存在波动，地方财政实力的稳定性易受影响。
- 地方财政收支平衡对上级补助收入的依赖程度较高。2013 年，上级补助收入占咸宁市全市及市本级可支配财力的比重分别为 47.19%、36.76%，地方财政收支平衡对上级补助收入的依赖程度较高。
- 湖北咸宁经济开发区经济总量偏小。2012 年，湖北咸宁经济开发区完成规模以上工业总产值 90 亿元，规模以上工业增加值 20 亿元，经济总量偏小。
- 收入易受房地产市场环境影响。2011-2013 年公司土地一级开发收入分别占当年营业收入的 96.89%、96.94%和 78.58%，是公司主要的收入来源，经营易受房地产市场环境影响。
- 代建业务资金回笼情况不佳。近年公司受托建设的基础设施项目规模较大，尚未移交政府，所形成的资产暂不能产生效益，导致代建业务资金回笼情况不佳。
- 资金支出压力较大。截至 2013 年末，公司主要在建项目尚需投入资金 860,174.77 万元，公司在建及拟建的项目较多，建设项目支出较大，存在较大的资金压力。
- 资产流动性较弱。公司资产以土地使用权为主，已抵押和拟抵押规模较大，流动性较弱。
- 盈利对政府补助的依赖程度较高。2011-2013 年，政府补助收入分别占公司利润总额的 36.82%、39.44%、41.48%，公司的盈利能力对政府补助依赖程度高。
- 有息债务规模大幅增加，债务压力加大。公司负债中有息债务规模大幅增加，2013 年末长期借款、应付债券和向咸宁城投的借款合计为 257,149.54 万元，占总负债的比重为 77.71%，存在一定偿债压力。
- 拟抵押土地集中处置存在一定难度。本期债券拟抵押土地面积合计 2,000,966.30 平方米，规模较大，土地资产集中处置存在一定难度。
- 募投项目预期收入存在一定不确定性。本期债券募投项目预期收入主要来源于土地出让，易受土地一级市场、国家调控政策以及房地产市场影响而产生较大波动。

主要财务指标：

项目	2013 年	2012 年	2011 年
总资产（万元）	1,452,565.72	731,409.33	631,556.77
归属于母公司所有者权益合计（万元）	1,118,666.09	582,541.86	528,294.86
资产负债率	22.78%	20.35%	16.35%
流动比率	16.36	9.36	14.08
速动比率	2.85	2.12	1.95
营业收入（万元）	53,231.36	66,710.94	64,285.94
营业外收入（万元）	17,109.62	15,002.15	13,000.00
利润总额（万元）	40,986.99	38,031.58	35,310.37
综合毛利率	55.62%	45.87%	43.85%
总资产回报率	3.75%	5.58%	-
EBITDA（万元）	41,292.89	39,280.20	36,223.85
EBITDA利息保障倍数	8.01	10.35	12.64
经营活动现金流净额（万元）	31,691.19	26,332.22	17,954.68

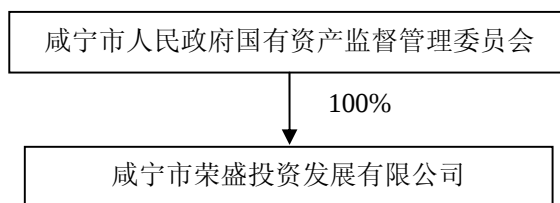
资料来源：公司审计报告

一、发行主体概况

公司前身为咸宁市荣盛农业开发有限公司，系经咸宁市人民政府《关于成立咸宁市荣盛农业开发有限公司的批复》（咸政办函[2007]6号）批准，于2007年3月28日成立的有限公司，公司原注册资本为10,000.00万元，由咸宁市荣盛置业有限责任公司（以下简称“荣盛置业”）以及咸宁温泉开发区房地产综合开发有限公司共同出资组建。2007年，咸宁温泉开发区房地产综合开发有限公司将持有公司1%的股权转让给荣盛置业；2008年，荣盛置业持有的公司股权转让给咸宁市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“咸宁市国资委”）。2012年5月10日，根据咸国资文[2012]22号，公司更名为现名，注册资本增加至30,000万元；2012年12月，公司注册资本增至100,000万元。

截至2013年12月31日，公司注册资本为100,000万元，实收资本为100,000万元，咸宁市国资委为公司控股股东，公司产权及控制关系如图1所示：

图1 截至2013年12月31日公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供

作为咸宁市基础设施建设和投融资主体之一，公司主要负责湖北咸宁经济开发区（以下简称“咸宁经济开发区”或“开发区”）的开发建设，业务主要涉及基础设施建设以及土地一级开发。公司纳入合并范围的子公司4家，具体情况如下表所示。

表1 截至2013年末纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	表决权比例
咸宁市荣盛置业有限责任公司	5,000.00	100.00%	100.00%
咸宁景秀园林绿化工程有限公司	100.00	100.00%	100.00%
湖北桂冠投资控股有限公司	10,000.00	100.00%	100.00%
湖北时泉投资担保有限公司	10,000.00	70.00%	70.00%

资料来源：公司审计报告

截至2013年12月31日，公司资产总额为1,452,565.72万元，归属于母公司所有者权益合计1,118,666.09万元；2013年度公司实现营业收入53,231.36万元，利润总额40,986.99万

元，经营活动现金流净额31,691.19万元。

二、本期债券概况

债券名称：2015 年咸宁市荣盛投资发展有限公司公司债券；

发行总额：14 亿元；

债券期限和利率：7 年期固定利率债券；

还本付息方式：本期债券利息每年付息一次，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；

增信方式：公司以自身合法持有的评估总价为 362,174.92 万元的国有土地使用权为本期债券提供抵押担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为 14 亿元，拟使用情况如下表所示。

表 2 本期债券募集资金拟使用情况（单位：万元）

募集资金投向	项目总投资	拟使用债券资金	使用债券资金占项目总投资比例
咸宁经济开发区公租房(二期)项目	56,120.43	23,500.00	41.87%
咸宁市横沟新城及配套基础设施建设项目	50,986.00	22,500.00	44.13%
咸宁经济开发区环保产业园建设项目	80,881.92	37,500.00	46.36%
咸宁经济开发区三期污水处理厂建设项目	41,300.48	19,000.00	46.00%
咸宁经济开发区 5,000 户棚户区及配套设施项目	80,063.04	37,500.00	46.84%
合计	309,351.87	140,000.00	45.26%

资料来源：公司提供

项目投资情况

（一）咸宁经济开发区公租房（二期）项目

1、项目建设内容

项目位于咸宁市咸安区横沟桥镇，规划总用地面积 222.70 亩（148,467.41 平方米），总建筑面积 287,000.00 平方米，其中新建公租房 5,000 套，共 28 栋，建筑面积 229,600.00 平方米，新建商铺 57,400.00 平方米，配套建设道路、绿化、供电、给排水、消防等附属设施。

2、项目审批情况

项目已取得《关于咸宁经济开发区公租房（二期）项目可行性研究报告的批复》（咸

发改投资[2014]12 号)、《关于咸宁经济开发区公租房(二期)项目环境影响报告书审批意见的函》(咸环保审[2014]100 号)、选字第咸规选 2014001 号以及《关于咸宁经济开发区公租房(二期)项目用地预审的批复》(咸国土预[2014]11 号)等文件的批复。

3、项目总投资

项目总投资 56,120.43 万元。

(二) 咸宁市横沟新城及配套基础设施建设项目

1、项目建设内容

该项目位于咸宁市咸安区横沟桥镇付桥村,规划土地面积 6,500.00 亩,主要对该项目区域内土地进行平整整治,新建该镇片区基础设施项目,具体包括新建道路 27 公里,以及绿化、给水、电力、燃气、环卫工程等。

2、项目审批情况

项目已取得《关于咸宁市横沟新城及配套基础设施建设项目可行性研究报告的批复》(咸发改投资[2014]24 号)、《关于咸宁市横沟新城及配套基础设施建设项目环境影响报告书审批意见的函》(咸环保审[2014]102 号)、选字第咸规选 2014002 号以及《关于咸宁市横沟新城及配套基础设施建设项目用地预审的批复》(咸国土预[2014]12 号)等文件的批复。

3、项目总投资

项目总投资 50,986.00 万元。

(三) 咸宁经济开发区环保产业园建设项目

1、项目建设内容

项目位于咸宁经济开发区三期地块(317 省道以南,武咸城际铁路以东),规划用地面积 5,000.00 亩,包括新建厂房 11.05 万平方米,孵化器 9.80 万平方米。配套建设道路、停车场、供电、排水、绿化等附属工程。

2、项目审批情况

项目已取得《关于咸宁经济开发区环保产业园建设项目可行性研究报告的批复》(咸发改投资[2014]23 号)、《关于咸宁经济开发区环保产业园建设项目环境影响报告书审批意见的函》(咸环保审[2014]101 号)、选字第咸规选 2014004 号以及《关于咸宁经济开发区环保产业园建设项目用地预审的批复》(咸国土预[2014]13 号)等文件的批复。

3、项目总投资

项目总投资 80,881.92 万元。

(四) 咸宁经济开发区三期污水处理厂建设项目

1、项目建设内容

项目位于咸宁市武广高速铁路以东，横沟桥镇李堡桥村，用地面积 106,667.2 m²，辅助建筑面积为 4,894.00 m²，道路占地面积 32,000.16 m²，绿化面积 37,333.52 m²。建设主体工程包括粗、细格栅及进水泵房、旋流沉砂池、改良型氧化沟、二沉池、絮凝反应池、紫外消毒池、污泥泵房、污泥脱水机房、堆肥仓及 D300-D800 配套污水管网约 59.77 千米；拟建辅助建筑物包括加药间、综合楼、配电中心、仓库、机修车间、食堂、职工宿舍、车库等。近期污水处理规模为 $5 \times 10^4 \text{ m}^3/\text{d}$ ，远期处理规模达到 $10 \times 10^4 \text{ m}^3/\text{d}$ 。

2、项目审批情况

项目已取得《关于咸宁经济开发区三期污水处理厂建设项目可行性研究报告的批复》（咸发改环资[2014]27 号）、《关于咸宁经济开发区三期污水处理厂建设项目环境影响报告书审批意见的函》（咸环保审[2014]103 号）、选字第咸规选 2014005 号以及《关于咸宁经济开发区三期污水处理厂建设项目用地预审的批复》（咸国土预[2014]15 号）等文件的批复。

3、项目总投资

项目总投资 41,300.48 万元。

（五）咸宁经济开发区 5,000 棚户区及配套设施建设项目

1、项目建设内容

项目位于咸宁市咸安区官埠桥镇栗林村、横沟桥镇付桥村、孙祠村，规划总用地面积 999,999.00 平方米（约 1,500.00 亩），净用地面积 200.00 亩，新建棚户区还建房 5,000 户，总建筑面积 300,000.00 平方米，户均建设面积 60.00 平方米；新建道路三条，全长 3,000.00 米，路幅宽 16.00 米。配套建设绿化、供电、排水、变电站、社区等附属工程。

2、项目审批情况

项目已取得《关于咸宁经济开发区 5,000 户棚户区及配套设施项目可行性研究报告的批复》（咸发改投资[2014]30 号）、《关于咸宁经济开发区 5,000 户棚户区及配套设施项目环境影响报告书审批意见的函》（咸环保审[2014]104 号）、选字第咸规选 2014003 号以及《关于咸宁经济开发区 5,000 户棚户区及配套设施项目用地预审的批复》（咸国土预[2014]14 号）等文件的批复。

3、项目总投资

项目总投资 80,063.04 万元。

上述固定资产投资项目投资效益分析

根据《市人民政府关于同意咸宁市荣盛投资发展有限公司投资建设咸宁经济开发区公

租房（二期）项目等五个项目相关请示的函》（咸政函[2014]6 号），上述项目自建设起七年内将产生经营收入合计 493,078.77 万元，扣除土地开发成本及相关费用后，公司可获得的总收益为 406,882.25 万元。咸宁市人民政府同意将上述经营收益全部划归公司所有。

四、区域经济

咸宁市具备较好的交通及自然资源条件，近年经济增速位居湖北省前列，但咸宁市经济整体规模相对较小

咸宁市位于武汉南部 80 公里处，是湖北省的南大门，与湖南、江西接壤，成为武汉、长沙、南昌金三角（长江中游城市集群）中的中心城市，有着独特的区位优势。咸宁是武汉城市圈“两型”社会试点城市之一，现辖一区、一市、四县和一个省级开发区，面积 9,861 平方公里。根据《2013 年咸宁市经济与社会发展统计公报》，截至 2013 年末，咸宁市全市常住人口 248.50 万人。

根据国务院批复的《关于批准武汉城市圈和长株潭城市群为全国资源节约型和环境友好型社会建设综合改革配套实验区的通知》，武汉城市圈“两型”社会试点城市是以武汉市为中心，由包括咸宁市在内的九市构成的区域经济联合体。咸宁市作为武汉城市圈“两型”社会试点城市之一，既是长江经济带及武汉新港建设重要区域之一，也是鄂西生态旅游城市圈城市。咸宁市地处华中腹地、长江黄金水道与京广铁路大动脉交汇地带，水陆空交通便捷。京广铁路、武广高速客运专线、武咸城际铁路、107 国道、京珠高速公路、武咸快速通道以及正在建设的京珠杭瑞联络线（咸通高速）等快速交通和轨道交通构成了咸宁市与外界联系的主要交通网，其他省道等丰富了区域内部交通网密度，是湖北省重要的交通枢纽城市。

咸宁市矿产、生物以及旅游资源较为丰富。咸宁市矿产资源以非金属矿产为主，金属矿产次之。咸宁市已发现矿产 59 种，其中查明资源储量的矿产 44 种，包括能源矿产 4 种、金属矿产 9 种、非金属矿产 21 种。居湖北省第一的有钽、铍、锑、独居石、长石、钠长石、白云母、镁和地热 9 种，居第二位的有金、铌、冶金用白云岩 3 种，居第四位的有煤、钒、锰 3 种。此外，咸宁市也是我国著名的桂花之乡以及全国三大苎麻基地之一。咸宁市旅游资源丰富，景区有九宫山、陆水湖、三国赤壁古战场等，并且咸宁市地热资源丰富，有“中国温泉之乡”的美誉。

近年来，随着咸宁建设“内陆核电新城”、“中国温泉之都”等鄂南经济强市战略的实施，形成了电力能源、棉麻纺织、食品医药、森工造纸、冶金建材、机电制造等多项支柱产业。在各项支柱产业的带动下，咸宁市经济持续快速发展。2013 年，咸宁市地区生产

总值达到872.11亿元，按可比价格计算同比增长10.6%，2011-2013年咸宁市主要经济数据见下表。

表3 2011-2013年咸宁市主要经济发展指标（单位：亿元）

项目	2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	872.11	10.6%	760.99	12.2%	652.10	15.8%
第一产业增加值	162.90	4.8%	145.30	4.7%	118.80	4.0%
第二产业增加值	423.09	13.6%	359.73	16.3%	309.25	22.7%
第三产业增加值	286.12	9.0%	255.96	10.2%	224.05	13.4%
固定资产投资	971.84	28.5%	756.28	34.3%	563.13	40.9%
社会消费品零售总额	320.64	13.8%	281.68	16.3%	242.60	18.6%
外贸出口（亿美元）	2.91	25.3%	2.32	0.1%	2.32	38.1%
存款余额	776.62	20.68%	643.51	20.0%	536.31	23.8%
贷款余额	442.58	23.73%	357.71	30.9%	273.32	21.9%
三次产业结构	18.7: 48.5: 32.8		19.1:47.3:33.6		18.2: 47.4: 34.4	

注：地区生产总值增长率按可比价格计算。

资料来源：2011-2013年咸宁市经济与社会发展统计公报

从湖北省各主要城市的比较来看，近几年咸宁市经济发展速度较快，地区生产总值的增速位列湖北省前列，但整体经济规模处于偏下水平，2011-2013年湖北省主要城市的GDP及增长率情况见下表。

表4 2011-2013年湖北省各市（州）GDP及增长率（单位：亿元）

排名	市（州）	2013 年		2012 年		2011 年	
		GDP	增长率	GDP	增长率	GDP	增长率
1	武汉市	9,051.27	10.0%	8,003.82	11.4%	6,756.20	12.5%
2	宜昌市	2,818.07	11.5%	2,508.89	12.6%	2,140.69	16.1%
3	襄阳市	2,814.00	11.4%	2,501.96	12.5%	2,132.20	16.0%
4	荆州市	1,334.93	10.4%	1,196.02	11.1%	1,043.12	13.4%
5	黄冈市	1,332.55	10.5%	1,192.88	10.6%	1,045.11	14.0%
6	孝感市	1,238.93	10.8%	1,105.16	12.2%	958.16	14.1%
7	荆门市	1,202.61	10.5%	1,085.26	12.2%	942.59	15.6%
8	黄石市	-	-	1,040.95	12.0%	925.96	15.8%
9	十堰市	1,080.60	10.4%	955.70	8.2%	851.3	11.0%
10	咸宁市	872.11	10.6%	760.99	12.2%	652.1	15.8%
11	随州市	661.94	10.6%	590.52	12.0%	517.99	15.2%
12	鄂州市	630.94	10.5%	560.39	12.1%	490.89	16.0%
13	恩施州	-	-	482.19	11.9%	418.19	13.4%

资料来源：2011-2013年湖北省各市（州）国民经济和社会发展统计公报

咸宁经济开发区招商引资效果显著，特色产业逐步发展壮大，但经济总量以及财政实力较弱

咸宁经济开发区是咸宁市委、咸宁市政府直辖的省级开发区，于2006年7月组建，2008年7月，省政府批准成立高新技术产业园区。根据《湖北咸宁经济开发区三期概念性总体规划》，咸宁经济开发区控制面积为102.13平方公里，其中一期规划面积10.68平方公里，二期规划面积12.25平方公里，三期“武咸工业走廊”规划面积48.1平方公里。根据规划，三期“武咸工业走廊”将规划面积中的15%-20%的面积用于商住用地开发，其余面积主要为工业用地。

自成立以来，咸宁经济开发区的招商引资工作取得了良好的成效，园区内企业个数由2010年末的233个增加至2012年末的275个。大量企业的入驻为咸宁经济开发区的经济提供了发展的基础，园区内特色产业逐步发展壮大，目前，咸宁经济开发区已经形成了六大特色产业：一是食品饮料业，主要企业有红牛、奥瑞金、今麦郎饮品、统一茶饮料、黄鹤楼酒业等；二是纺织服装业，主要企业有洁丽雅家纺、天化麻业、银泉维新、元田制衣等；三是机械制造业，主要企业有三环方向机、北辰汽车转向器、桑德合加环保设备、三胜机械、大地钎具、金力液压、地震仪器、帕沃电器等；四是电子信息业，主要企业有光宝电子、能一郎电池、喜马拉雅微电子、伟盟电子、高泰电子、友邦电子等；五是新材料与节能环保业，主要企业有南玻玻璃、蒲瑞科复合材料、晶博无机材料等；六是医药器业，主要企业有美国捷迈（沃尔克）、惠生药业、中山厚福、绿雪生物、欣和生物等。

咸宁经济开发区整体经济规模以及财政实力相对较弱，2012年，咸宁经济开发区完成规模以上工业总产值90亿元，同比增长35%；规模以上工业增加值20亿元，同比增长18%；固定资产投资94.9亿元，同比增长45%；实现税收总额13.5亿元，同比增长26%；招商引资实际到位资金33.8亿元，同比增长35%。

表 5 2010-2012 年咸宁经济开发区主要经济发展指标

项 目	2012 年	2011 年	2010 年
规模以上工业总产值（亿元）	90	66.9	51.03
规模以上工业增加值（亿元）	20.2	18	15.92
固定资产投资总额（亿元）	94.9	65.4	52.11
税收总额（万元）	134,900	106,875	80,965
招商引资总额（万元）	338,000	236,421	181,000
实际利用外资额（万美元）	4,198	4,116	2,906

资料来源：2010-2012年湖北省开发区综合情况年报表

总体来看，咸宁经济开发区自成立以来，通过加大招商引资力度，形成了六大特色产

业，为经济的发展提供了基础，但目前经济总量偏小，未来该区的招商引资情况尚需持续关注。

五、财政实力

咸宁市地方财政实力有所增强，但整体规模偏小，财政收支平衡对上级补助收入的依赖程度较高，并且政府性基金收入受房地产市场波动的影响不稳定

近年来，咸宁市经济的发展带动了财政收入较快增长，2011-2013年咸宁市全市及市本级可支配财力复合增长率分别为13.45%和13.80%，咸宁市的财政实力有所增强。从地方财政实力的构成来看，一般预算收入、上级补助收入以及政府性基金收入是地方可用财力的主要构成部分，而上级补助收入是咸宁市地方可用财力的主要来源。

一般预算收入是咸宁市地方财力的重要组成部分。2011-2013年，咸宁市全市及市本级一般预算收入复合增长率为28.49%和27.96%。从一般预算收入构成来看，2013年，全市及市本级税收收入占一般预算收入的比重分别为70.05%和72.98%，一般预算收入质量尚可。

上级政府对咸宁市的发展给予较大的财政支持，2013年，上级补助收入占全市及市本级可支配财力的比重分别为47.19%、36.76%，由此可见咸宁市地方财政收支平衡对上级补助收入的依赖程度较高。

2013年，咸宁市全市及市本级地方可用财力中政府性基金收入分别为585,972万元和255,669万元，近年政府性基金收入存在波动，主要系受到房地产市场波动的影响，土地一级市场成交波动所致。整体来看，政府性基金收入的波动将影响咸宁市地方财政收入增长的稳定性。

表 6 2011-2013 年咸宁市全市及市本级财政状况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年		2011 年	
	全市	市本级	全市	市本级	全市	市本级
一、一般预算收入	587,117	245,747	458,229	190,269	355,596	150,081
其中：税收收入	411,261	179,356	320,990	139,801	242,558	105,591
二、上级补助收入	1,053,560	291,413	948,696	266,128	861,739	231,967
其中：一般性转移支付收入	633,506	168,030	474,142	115,141	408,156	100,256
专项转移支付收入	379,276	105,010	434,613	133,500	414,338	114,531
税收返还收入	40,778	18,373	39,941	17,487	39,245	17,181
三、政府性基金收入	585,972	255,669	409,647	148,253	490,772	213,844
四、预算外收入	5,713	0	7,626	1,802	26,236	16,317

地方可用财力（一+二+三+四）	2,232,362	792,829	1,824,198	606,452	1,734,343	612,209
一般预算支出	1,581,420	507,171	1,430,322	490,999	1,270,674	453,077
政府性基金支出	661,376	273,637	469,409	159,801	571,767	228,728
预算外支出	4,312	0	7,626	1,802	26,236	16,317
一般预算收入/一般预算支出	37.13%	48.45%	32.04%	38.75%	27.98%	33.12%

资料来源：咸宁市财政局

从财政支出来看，咸宁市全市一般预算支出也增长较快，2013年，一般预算支出达1,581,420万元，近三年复合增长率为11.56%。2012年，咸宁市全市一般预算收入/一般预算支出为37.13%，表明咸宁市财政自给率较低，财政平衡对上级补助收入依赖程度较高。

截至2013年末咸宁市地方政府债务余额为140.09亿元，债务率（地方政府债务余额/地方综合财力*100%）为60.63%。

我们注意到咸宁市的一般预算收入在湖北省 13 个市（州）排名中位于第 10 位，地方财政收入对上级补助的依赖程度较高，财政自给能力有待提高。

表 7 2011-2013 年湖北省各市（州）一般预算收入及增长率（单位：亿元）

排名	市(州)	2013 年		2012 年		2011 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
1	武汉市	978.52	18.10%	828.58	23.10%	673.26	40.00%
2	宜昌市	206.31	34.62%	153.25	34.50%	113.98	37.10%
3	襄阳市	191.53	36.88%	139.9	43.60%	97.41	60.80%
4	孝感市	89.05	28.13%	69.5	34.80%	51.63	30.80%
5	黄冈市	79.98	27.11%	62.92	21.90%	51.61	17.10%
6	黄石市	78.36	19.38%	65.06	20.80%	53.84	32.40%
7	十堰市	73.53	18.10%	76.9	15.30%	66.7	29.20%
8	荆州市	71.95	26.76%	56.76	28.10%	44.33	32.10%
9	荆门市	59.84	18.10%	50.69	28.70%	39.39	43.78%
10	咸宁市	58.71	28.13%	45.82	28.90%	35.56	32.50%
11	恩施州	50.1	23.80%	40.43	26.80%	31.89	22.20%
12	鄂州市	38.4	16.40%	32.58	23.80%	26.31	40.90%
13	随州市	29.67	29.10%	22.99	34.70%	17.07	48.50%

资料来源：湖北省各市（州）关于历年财政预算执行情况和次年财政预算草案的报告或者 2011-2013 年湖北省各市（州）国民经济和社会发展统计公报

六、经营与竞争

公司是咸宁市从事基础设施建设和地方政府投融资主体之一，目前主要负责咸宁经济开发区内的基础设施建设以及土地开发业务，土地开发以及代建工程（基础设施建设）是

公司收入的主要来源，公司的其他收入主要为房屋租赁、担保业务以及咨询服务收入，收入规模较小。2011-2013 年，公司营业收入分别为 64,285.94 万元、66,710.94 万元和 53,231.36 万元，营业收入有所波动。

表 8 2011-2013 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年		2011 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地开发	41,831.00	44.29%	64,668.60	44.64%	62,284.11	42.05%
代建工程	10,790.19	100.00%	1,365.50	100.00%	2,001.83	100.00%
其他	610.18	48.12%	676.84	54.05%	-	-
合计	53,231.36	55.62%	66,710.94	45.87%	64,285.94	43.85%

资料来源：公司审计报告

土地开发收入是公司收入的主要来源，其稳定性易受国家政策调控以及当地房地产市场波动的影响

公司从事土地开发业务，并与湖北咸宁经济开发区管理委员会（以下简称“开发区管委会”）签订了《湖北咸宁经济开发区土地整理投资协议》，公司负责将土地进行整理并达到出让条件，在各年度依法以“招、拍、挂”的方式进行出让，开发区管委会财金管理局将土地出让金地方留存部分全部返还给公司。为进一步明确公司作为咸宁市土地一级开发主体的资格以及土地出让收益的归属，咸宁市政府以及开发区管委会出台了相关文件予以确认。根据《市人民政府办公室关于进一步明确咸宁市荣盛农业开发有限公司土地储备收购等职能的通知》（咸政办发【2012】113 号），公司负责咸宁经济开发区范围内存量土地和规划区内新征土地储备收购、开发经营、基础设施建设，土地出让金地方留存用于咸宁经济开发区基础设施建设；根据《关于明确咸宁经济开发区土地出让金返还用途的通知》（咸开管发【2012】137 号），开发区管委会将土地出让金地方留存部分全部返还给公司，用于咸宁经济开发区基础设施建设。

2011-2013 年公司土地一级开发业务具体情况如下表，公司分别实现土地开发收入 62,284.11 万元、64,668.60 万元和 41,831.00 万元，分别占公司当年营业收入的 96.89%、96.94%和 78.58%，是公司主要的收入来源。由于土地出让受到国家调控政策以及房地产市场波动的影响，并且所出让的土地用途（工业或商住）也会影响公司的土地开发收入，2011-2013 年，公司土地开发收入波动较大，未来的土地开发收入也将受到外部环境的影响，稳定性不高。

表 9 公司从事土地开发相关数据

项目	2013年	2012年	2011年
----	-------	-------	-------

当年完成土地开发投资金额（万元）	23,305.06	35,801.20	36,094.92
当年土地出让面积（亩）	1,570.61	2,667.70	3,834.87
当年土地出让宗数（宗）	31	32	44
公司确认土地开发收入（万元）	41,831.00	64,668.60	62,284.11
当年公司收到财政拨付的土地开发现金流入（万元）	34,095.58	67,934.48	63,119.45

资料来源：公司提供

咸宁经济开发区一、二期规划面积 22.93 平方公里，目前基本开发完成，三期“武咸工业走廊”规划面积 48.1 平方公里的开发已于 2013 年启动，随着开发区基础设施建设的不断完善，未来公司土地开发业务的持续性较好。但我们也关注到，由于土地一级市场受到国家调控政策以及房地产市场波动的影响程度大，未来公司可实现的土地开发收入也将受到外部因素的影响，可能存在较大波动。

综上所述，土地开发收入是公司主要的收入来源，国家房地产调控政策以及房地产市场波动可能会对公司的土地出让业务收入产生一定的影响。

公司作为咸宁经济开发区的建设及投融资主体，承担了区内的基础设施建设的职能，后续面临着较大的资金压力

公司经开发区管委会授权在咸宁经济开发区范围内从事基础设施建设。公司与开发区管理委员会签订《委托代建协议书》，自 2009 年 1 月 10 日起，将咸宁经济开发区所有基础设施工程委托给公司承建，开发区管委会采用“工程项目投资建设与转让回购”的模式对工程项目进行结算验收回购，公司按照工程代建造价的 25% 确认代建管理收入。2011-2013 年，湖北金桂建设工程监理有限责任公司对公司各年完成的项目投资额以及工程代建管理费进行确认说明，近三年确认项目建设投入资金 8,007.30 万元、5,462.00 万元和 43,160.75 万元；公司根据工程造价的 25% 确认的代建收入分别为 2,001.83 万元、1,365.50 万元和 10,790.19 万元。我们注意到，近年开发区管委会未进行项目的回购，项目投资资金主要来自公司自有资金或对外筹集，所形成的资产目前尚不能产生效益，公司资金压力较大。此外，项目委托方开发区管委会可支配财力较弱，未来能否及时将项目回购并支付回购款尚存在一定的不确定性。根据《市人民政府关于同意咸宁市荣盛投资发展有限公司投资建设咸宁经济开发区公租房（二期）项目等五个项目相关请示的函》（咸政函[2014]6 号），咸宁市人民政府同意就本期债券募投项目中的“咸宁市横沟新城及配套基础设施建设项目、咸宁经济开发区环保产业园建设项目、咸宁经济开发区 5,000 户棚户区及配套设施项目”等项目所产生的土地开发收益划转给公司作为项目投资资金平衡，但上述项目所产生的土地开发收益易受土地一级市场波动的影响，未来存在较大的不确定性。

目前公司在建（见附录四）及拟建项目较多，在建及拟建的重大项目预计总投资

1,001,887.58 万元，截至 2013 年末，累计已投入金额为 141,712.82 万元，尚需投入 860,174.77 万元，公司存在较大的资金压力。

表 10 截至 2013 年末公司拟建的重大项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资额	开工日期	计划完工日期
中央商务区	180,000.00	2014.10	2016.12
中小学	23,000.00	2014.12	2016.12
咸宁经济开发区公租房（二期）项目	56,120.43	2014.1	2015.12
咸宁市横沟新城及配套基础设施建设项目	50,986.00	2014.1	2014.12
咸宁经济开发区三期污水处理厂建设项目	41,300.48	2014.1	2016.12
咸宁经济开发区环保产业园建设项目	80,881.92	2014.1	2015.12
咸宁经济开发区 5,000 户棚户区及配套基础设施项目	80,063.04	2014.1	2016.12
合计	512,351.87	-	-

注：咸宁经济开发区公租房（二期）项目、咸宁市横沟新城及配套基础设施建设项目、咸宁经济开发区三期污水处理厂建设项目、咸宁经济开发区环保产业园建设项目、咸宁经济开发区 5,000 户棚户区及配套基础设施项目为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供

根据国家发展和改革委员会发改财金[2013]1013 号文件批准，公司于 2013 年 6 月 5 日发行期限为 7 年的公司债券（以下简称“2013 咸宁荣盛债”）15 亿元，票面利率为 5.8%。截至 2013 年末，募集资金使用情况如下表所示，该期债券的发行在一定程度上缓解了公司的资金压力。

表 11 截至 2013 年末“2013 咸宁荣盛债”募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	计划		实施进度	
	总投资	拟使用募集资金额度	已投资	已使用募集资金
咸宁经济开发区农产品物流园建设项目	162,319.17	75,800.00	36,474.71	34,603.62
咸宁经济开发区三期基础设施建设项目	92,002.52	54,300.00	38,615.25	34,602.71
咸宁经济开发区公共租赁住房建设项目	20,487.00	9,900.00	12,589.26	8,100.00
湖北咸宁长江产业园污水处理厂建设项目	21,902.00	10,000.00	15,201.94	8,173.90
合计	296,710.69	150,000.00	102,881.16	85,480.23

资料来源：公司提供

公司获得了当地政府在土地资产注入以及政府补贴等方面的支持

鉴于公司目前负责建设的基础设施建设具有较强的公益性特点，为保证城市建设的顺利实施，提升公司的融资能力，咸宁市国资委以及开发区管委会给予公司的支持力度较大。

近年当地政府以多次资产注入的方式提升公司实力。2011、2013 年，根据咸国资产权[2011]25 号、咸国资产权[2011]26 号、咸国资产权[2013]9 号等政府文件，咸宁市国资委

将面积为 5,477.75 亩的国有土地使用权注入公司，入账价值合计为 646,329.80 万元，共增加公司的资本公积 646,329.80 万元。注入的土地资产均为出让用地，用途为商业用地、商住用地。

表 12 2011-2013 年公司土地资产注入情况

年份	政府批文	面积（亩）	入账价值（万元）
2011 年	关于同意将咸宁经济开发区 794.89 亩土地资产注入咸宁市荣盛农业开发有限公司的批复（咸国资产权[2011]25 号）	794.89	88,015.04
2011 年	关于同意将咸宁经济开发区 300.05 亩土地资产注入咸宁市荣盛农业开发有限公司的批复（咸国资产权[2011]26 号）	300.05	57,205.91
2013 年	关于同意将位于咸宁市产业园内 54 宗商住用地注入咸宁市荣盛投资发展有限公司的批复（咸国资产权[2013]9 号）	4,382.81	501,108.85
合 计		5,477.75	646,329.80

资料来源：公司提供

当地政府给予公司的财政补贴力度较大。根据咸开管发[2011]130 号、咸开管发[2012]162 号、咸开管发[2013]190 号等政府文件，2011-2013 年，开发区财金管理局分别给予公司奖励资金分别为 13,000 万元、15,000 万元和 17,000 万元。

综合来看，咸宁市国资委以及开发区管委会通过土地注入和财政补贴的形式给予了公司较大支持。

七、财务分析

财务分析基础说明

本财务分析的基础为公司提供的经中审华寅五洲会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2011-2013年审计报告，公司报表按照新会计准则编制。本报告关于公司的财务分析是在此基础上进行的。2012年，公司新增纳入合并范围的子公司2家，分别为咸宁市荣盛置业有限责任公司和咸宁景秀园林绿化工程有限公司；2013年，公司新增纳入合并范围的子公司2家，分别为湖北桂冠投资控股有限公司和湖北时泉投资担保有限公司。

表 13 2011-2013 年公司合并范围变动情况

项目	2013 年	2012 年	2011 年
增加家数	2	2	0
减少家数	0	0	0

合并家数	4	2	0
------	---	---	---

资料来源：公司审计报告

资产结构与质量

公司资产规模增长迅速，以土地资产为主的存货占比大，流动性相对较弱

随着公司所从事的基础设施建设力度加大，同时，当地政府给予公司持续的资产注入，公司资产规模迅速扩大。截至 2013 年末，公司总资产为 1,452,565.72 万元，2011-2013 年复合增长率达 51.66%。从资产构成来看，公司资产以流动资产为主，截至 2013 年末，流动资产占比为 89.75%。

表14 公司2011-2013年主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	124,829.49	8.59%	41,720.74	5.70%	20,308.83	3.22%
应收账款	35,367.30	2.43%	16,841.70	2.30%	15,777.12	2.50%
预付款项	4,590.73	0.32%	40,705.97	5.57%	35,176.02	5.57%
其他应收款	62,241.37	4.28%	47,935.98	6.55%	6,698.45	1.06%
存货	1,076,681.46	74.12%	504,577.64	68.99%	483,612.43	76.57%
流动资产合计	1,303,710.36	89.75%	651,782.02	89.11%	561,572.85	88.92%
固定资产	5,921.01	0.41%	54,558.65	7.46%	38,619.59	6.11%
在建工程	141,712.81	9.76%	25,068.66	3.43%	31,364.32	4.97%
非流动资产合计	148,855.36	10.25%	79,627.31	10.89%	69,983.92	11.08%
资产总计	1,452,565.72	100.00%	731,409.33	100.00%	631,556.77	100.00%

资料来源：公司审计报告

公司的流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款以及存货构成。截至2013年末，公司货币资金124,829.49万元，较上年大幅增加，主要原因是公司2013年发行债券募集资金增加所致；公司货币资金以银行存款为主，流动性高。公司应收账款35,367.30万元，其中土地出让款23,557.11万元，代建工程收入款10,790.19万元，该部分应收账款回收风险较小，但其回收的时点受到地方财政状况的影响；债务人湖北金岛房地产开发有限公司欠款1,020万元，欠款时间逾三年，该项应收账款存在一定坏账风险。公司预付款项为4,590.73万元，较上年大幅下降，主要是预付工程款结转至存货或在建工程所致。公司其他应收款62,241.37万元，主要系往来款，其中开发区财金管理局欠款金额为44,811.03万元，占比为72.00%，资金被占用明显，影响资金的使用效率。存货是公司的主要资产，截至2013年末，公司存货为1,076,681.46万元，占总资产的74.12%，其中土地开发成本、土地以及工程成本占比分别为9.23%、85.55%和5.22%。公司存货中的土地开发

成本为公司从事土地一级开发前期投入，土地主要是咸宁市国资委注入的土地资产（明细表见附录五）。工程成本主要是已完工的基础设施项目，根据《关于园区一期道路及基础设施的回购通知》（咸开管发【2013】116号），开发区管委会承诺回购公司园区一期所建的道路和基础设施，公司于2013年将账面价值为50,809.39万元的固定资产调整入存货项目，但该项资产回购时点尚存在不确定性。2013年末公司存货大幅增加，主要系咸宁市国资委注入4,382.81亩土地资产注入所致；2012年末存货大幅增加主要系土地开发投入增加所致。从近年公司确认的土地出让收入可以看到，开发区范围内的土地出让活跃程度不高，相比较之下公司持有的土地资产规模大，处置难度相对较大，因而公司资产流动性相对较弱；且大多数土地资产已抵押或拟抵押，截至2013年12月31日公司已抵押的土地账面价值为398,557.09万元，占有土地资产的比重为43.27%，拟用于为本期债券提供抵押担保的土地资产评估价值为362,174.92万元，资产整体流动性进一步削弱。

公司非流动资产主要包括固定资产和在建工程。2013年末，公司在建工程占总资产的9.76%，主要为公司代建的基础设施项目，该类资产未来完工后将由开发区管委会回购，但回购的时点尚不确定。

总体来看，公司资产增长迅速，以土地资产为主的存货占比大，集中变现存在一定的不确定性，流动性相对较弱。

盈利能力

公司收入以土地开发收入为主，稳定性不高，且公司盈利依赖于地方政府补助

2011-2013年公司收入及利润的主要来源是土地开发业务，另外还有工程建设业务和租赁业务。2011-2013年，公司土地开发收入占营业收入的比例分别为96.89%、96.94%、78.58%，土地整理毛利占毛利总额的比例分别为92.90%、94.34%、62.57%。根据《湖北咸宁经济开发区土地整理投资协议》，公司负责将土地进行整理并达到出让条件，在各年度依法以“招、拍、挂”的方式进行出让，开发区管委会将土地出让金地方留存部分全部返还给公司。由于土地出让受到国家调控政策以及房地产市场波动的影响，并且所出让的土地用途（工业或商住）也会影响公司的土地开发收入，2011-2013年，公司土地开发收入有所波动，未来的土地开发收入也将受到外部环境的影响。

公司受托建设咸宁经济开发区范围内基础设施项目，按照工程实际造价的25%确认工程建设管理费收入，2011-2013年，随着工程项目建设的加快，公司工程建设收入有所增长。截至2013年底，公司在建及拟建的项目投资规模较大，未来公司仍将获得较为可观的工程代建收入。

此外，政府补助收入对公司的利润贡献大，2011-2013 年，政府补助收入分别占公司利润总额的 36.82%、39.44%、41.48%。由此可见，公司的盈利能力对政府补助依赖程度高。

总体来看，公司收入及利润的主要来源是土地开发业务，但易受土地一级市场波动的影响，稳定性不强，且公司盈利对政府补助依赖程度高。

表15 公司2011-2013年主要盈利指标（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
营业收入	53,231.36	66,710.94	64,285.94
营业利润	23,886.48	23,029.43	22,310.37
营业外收入	17,109.62	15,002.15	13,000.00
其中：政府补助收入	17,000.00	15,000.00	13,000.00
利润总额	40,986.99	38,031.58	35,310.37
净利润	34,995.42	32,252.00	29,732.77
综合毛利率	55.62%	45.87%	43.85%
总资产回报率	3.75%	5.58%	-

资料来源：公司审计报告

现金流

公司土地开发和代建业务现金回笼情况不佳，承建的项目较多，未来建设规模较大，公司存在较大的资金压力

2011-2012 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金回笼情况较好，主要是公司从事的土地一级开发业务所形成的现金流入，2013 年公司土地开发和代建业务现金回笼情况不佳，但收到其他保证金、补贴以及往来款等与经营活动有关的现金大幅增加，使得经营活动现金流表现较好。

投资活动方面，近年随着咸宁经济开发区开发力度的加大，公司所承担的基础设施建设也相应增加，投资活动现金流呈现持续流出状态。2011-2013 年公司投资活动产生的现金流量累计净流出 165,113.16 万元，公司当前在建及拟建的基础设施建设投入较大，截至 2013 年末，公司在建及拟建的重大基础设施项目尚需投入 860,174.77 万元，未来面临较大的资金压力。

为缓解公司面临的资金压力，公司主要依靠吸收投资以及发行债券、银行借款等筹资活动来满足资金需求，2011-2013 年，公司筹资活动产生的现金流量累计净流入 203,821.06 万元，其中公司于 2013 年成功发行 15 亿元公司债，预计公司未来的外部筹资力度仍将加大。

表 16 公司 2011-2013 年现金流情况（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
收现比	0.65	1.05	1.01
销售商品、提供劳务收到的现金	34,836.62	69,925.82	65,121.28
经营活动现金流入小计	94,606.66	103,081.25	84,864.54
购买商品、接受劳务支付的现金	23,858.80	48,146.68	50,391.35
经营活动现金流出小计	62,915.48	76,749.03	66,909.86
经营活动产生的现金流量净额	31,691.19	26,332.22	17,954.68
投资活动产生的现金流量净额	-109,362.09	-37,026.81	-18,724.26
筹资活动产生的现金流量净额	160,779.65	32,106.50	10,934.91
现金及现金等价物净增加额	83,108.75	21,411.91	10,165.33

资料来源：公司审计报告

整体来看，公司是咸宁经济开发区的基础设施建设主体，未来建设规模较大，存在较大的资金压力。

财务安全性

公司负债规模增长迅速，有息债务规模较大，债务压力加大

公司负债规模增长迅速，截至 2013 年末，负债总额达 330,892.41 万元，近三年年复合增长率为 79.01%。目前公司负债以非流动负债为主，2013 年末流动负债与非流动负债占比分别为 24.08%和 75.92%。

公司的流动负债主要由应交税费和其他应付款构成。其他应付款主要是与其他单位的往来款以及拆借款项，截至 2013 年末，其他应付款为 39,036.86 万元，其中应付咸宁市城市建设投资开发有限公司（以下简称“咸宁城投”）借款 22,097.82 万元，公司于 2012 年 10 月向咸宁城投借款 2 亿元，借款利率为 8.95%，借款期限至 2014 年 10 月 17 日止。

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券和专项应付款。为匹配建设项目周期，公司适当增加了长期借款规模，截至 2013 年末，公司长期借款 84,100 万元（明细见表 18），到期日集中在 2015 年以后，公司短期支付压力不大。非流动负债中的应付债券为公司发行的“2013 咸宁荣盛债”，该期债券期限为 7 年，发行总规模 15 亿元，票面固定利率 5.80%；每年 6 月 5 日付息一次，并在该债券存续期内的第 3、第 4、第 5、第 6、第 7 个计息年度，每年分别偿付债券发行总额的 20%。专项应付款为污水处理厂工程和公租房的专项资金以及湖北时泉投资担保有限公司的专项扶持资金。公司负债中有息债务规模较大，长期借款、应付债券和向咸宁城投的借款合计为 257,149.54 万元，占总负债的比重为 77.71%，存在一定偿债压力。

表 17 公司 2011-2013 年主要负债构成情况（单位：万元）

项 目	2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应交税费	37,963.72	11.47%	29,124.36	19.56%	19,569.49	18.95%
其他应付款	39,036.86	11.80%	39,780.82	26.72%	19,532.27	18.92%
流动负债合计	79,674.87	24.08%	69,599.48	46.75%	39,893.91	38.63%
长期借款	84,100.00	25.42%	76,700.00	51.52%	61,800.00	59.85%
应付债券	153,049.54	46.25%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
专项应付款	14,068.00	4.25%	2,568.00	1.73%	1,568.00	1.52%
非流动负债合计	251,217.54	75.92%	79,268.00	53.25%	63,368.00	61.37%
负债合计	330,892.41	100.00%	148,867.48	100.00%	103,261.91	100.00%

资料来源：公司审计报告

表 18 截至 2013 年末公司长期借款明细

银行名称	借款种类	期限	利率	金额（万元）
中国农业发展银行咸宁市分行	抵押借款	2011.5.27—2017.5.26	6.80%	10,500
中国农业发展银行咸宁市分行	信用借款	2007.5.24—2015.5.23	7.20%	6,000
交通银行股份有限公司咸宁市分行	信用借款	2012.11.27—2015.6.24	基准利率	4,600
中国农业发展银行咸宁市分行	抵押借款	2012.12.27—2015.12.24	6.15%	20,000
中国农业发展银行咸宁市分行	信用借款	2009.1.16—2019.1.15	5.94%	15,000
交通银行股份有限公司咸宁市分行	抵押借款	2012.12.28—2021.12.28	基准利率	9,000
武汉农业商业银行	抵押借款	2012.11.14—2015.11.6	6.77%	4,000
建行咸宁分行潜山支行	信用借款	2013.6.25—2019.6.24	基准利率	15,000
合计	-	-	-	84,100

资料来源：公司审计报告

由于公司股东咸宁市国资委持续的土地资产注入，使得公司资产负债率维持在较低水平，截至 2013 年末为 22.78%。2013 年流动比率以及速动比率表现较好，公司短期偿债压力不大；EBITDA 持续提升，但近年公司利息支出规模增长较快，EBITDA 利息保障倍数逐年下降，公司盈利对利息的偿还能力有所下降。同时我们也注意到，公司后续面临着较大的投资资金压力，外部融资需求将加大，预计债务水平仍将持续上升。

表 19 公司 2011-2013 年偿债能力指标

项目	2013 年	2012 年	2011 年
资产负债率	22.78%	20.35%	16.35%
流动比率	16.36	9.36	14.08
速动比率	2.85	2.12	1.95
EBITDA（万元）	41,292.89	39,280.20	36,223.85

EBITDA 利息保障倍数	8.01	10.35	12.64
---------------	------	-------	-------

资料来源：公司审计报告

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

（1）本期债券募投项目产生的收入：根据《市人民政府关于同意咸宁市荣盛投资发展有限公司投资建设咸宁经济开发区公租房（二期）项目等五个项目相关请示的函》（咸政函[2014]6 号），咸宁市横沟新城及配套基础设施建设项目建成后剩余可出让土地 4,385.58 亩，其中商住用地 2,280.50 亩，工业用地 2,105.08 亩，预计出让总收入 174,642.39 万元，预计土地出让收益为 130,981.79 万元；咸宁经济开发区环保产业园建设项目建成后剩余出让工业用地 4,183.66 亩，预计出让总收入为 66,143.68 万元，预计土地出让收益为 49,607.76 万元；咸宁经济开发区 5,000 户棚户区及配套设施项目建成后剩余可出让商住用地 1,300 亩，预计出让总收入为 104,000 万元，预计土地出让收益为 78,000.00 万元。咸宁市人民政府同意上述项目土地出让收益划转给公司。我们关注到，上述项目收益有赖于未来的土地出让情况，其易受土地一级市场、国家调控政策以及房地产市场影响而产生较大波动，预期出让收入的实现尚存在一定的不确定性。

（2）公司经营性业务收入：截至 2013 年末，公司代建的基础设施项目尚需投入 860,174.77 万元，未来可形成较大规模的工程代建收入；公司与开发区管委会协议进行土地一级开发，未来可供开发的土地规模较大，业务的持续性较好；我们也关注到，公司自筹资金投入基础设施项目使公司面临较大的资金压力，土地一级开发业务易受土地一级市场影响而产生较大波动。

（3）地方政府对公司的支持：2011、2013 年咸宁市国资委将评估价值合计为 646,329.80 万元的国有土地使用权注入公司，2011-2013 年开发区财金管理局分别给予公司 13,000 万元、15,000 万元和 17,000 万元作为财政补贴，但咸宁市以及咸宁经济开发区经济和财政状况变化将在一定程度上影响政府对公司的支持力度；

（4）公司拥有较大规模的土地资产：截至 2013 年末，公司拥有的土地面积为 553.42 万平方米，账面价值为 921,107.98 万元，必要时，公司可以处置土地以获得资金，但土地资产价值易受土地一级市场影响而产生较大波动，且集中处置存在一定的难度；并且在公司的土地资产中拟用于为本期债券抵押的土地资产评估价值 362,174.92 万元，大量土地资产抵押使得资产的流动性降低。

总体而言，我们认为本期债券募投项目产生的收益、政府对公司的支持以及公司土地

资产可对本期债券偿还起到较好的保障作用，但我们也关注到：咸宁市财政收入规模不大，本期债券募投项目预期的收入、公司土地开发业务、土地资产价值易受土地一级市场影响而产生较大波动，土地资产集中处置存在一定难度。

（二）本期债券保障措施分析

国有土地使用权抵押担保有效提升了本期债券的信用水平

公司与本期债券抵押权代理人及抵押资产监管人中国建设银行股份有限公司咸宁潜山支行（以下简称“建行潜山支行”）签订了《资产抵押协议》以及《抵押资产监管协议》，约定以公司合法拥有的国有土地使用权对本期债券提供抵押担保，担保范围包括担保范围为本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金及实现抵押权的费用。

（1）抵押资产概况

抵押资产基本情况如下：

表 20 抵押的土地资产的基本情况

土地权证编号	土地性质	土地用途	面积（平方米）	评估价值（万元）
咸国用（2013）第511号	出让	商住	26,666.70	4,826.67
咸国用（2013）第512号	出让	商住	33,333.00	6,033.27
咸国用（2013）第513号	出让	商住	33,333.00	6,033.27
咸国用（2013）第514号	出让	商住	33,333.00	6,033.27
咸国用（2013）第515号	出让	商住	66,666.00	12,066.55
咸国用（2013）第516号	出让	商住	66,666.00	12,066.55
咸国用（2013）第517号	出让	商住	106,666.00	19,306.55
咸国用（2013）第518号	出让	商住	133,333.00	24,133.27
咸国用（2013）第519号	出让	商住	30,000.00	5,430.00
咸国用（2013）第520号	出让	商住	86,666.70	15,686.67
咸国用（2013）第521号	出让	商住	113,333.30	20,513.33
咸国用（2013）第522号	出让	商住	120,000.00	21,720.00
咸国用（2013）第523号	出让	商住	65,091.80	11,781.62
咸国用（2013）第524号	出让	商住	133,334.20	24,133.49
咸国用（2013）第525号	出让	商住	41,898.10	7,583.56
咸国用（2013）第526号	出让	商住	30,000.00	5,430.00
咸国用（2013）第527号	出让	商住	20,000.00	3,620.00
咸国用（2013）第528号	出让	商住	33,333.30	6,033.33
咸国用（2013）第529号	出让	商住	26,666.70	4,826.67

咸国用（2013）第530号	出让	商住	100,645.70	18,216.87
咸国用（2013）第531号	出让	商住	80,000.00	14,480.00
咸国用（2013）第532号	出让	商住	40,000.00	7,240.00
咸国用（2013）第533号	出让	商住	46,666.70	8,446.67
咸国用（2013）第534号	出让	商住	16,666.70	3,016.67
咸国用（2013）第535号	出让	商住	20,000.00	3,620.00
咸国用（2013）第536号	出让	商住	26,666.70	4,826.67
咸国用（2013）第537号	出让	商住	13,333.30	2,413.33
咸国用（2013）第538号	出让	商住	13,333.30	2,413.33
咸国用（2013）第539号	出让	商住	20,000.00	3,620.00
咸国用（2013）第540号	出让	商住	20,000.00	3,620.00
咸国用（2013）第541号	出让	商住	33,333.30	6,033.33
咸国用（2013）第542号	出让	商住	13,333.30	2,413.33
咸国用（2013）第543号	出让	商住	20,000.00	3,620.00
咸国用（2013）第544号	出让	商住	26,666.70	4,826.67
咸国用（2013）第545号	出让	商住	26,666.70	4,826.67
咸国用（2013）第546号	出让	商住	33,333.30	6,033.33
咸国用（2013）第547号	出让	商住	33,333.30	6,033.33
咸国用（2013）第548号	出让	商住	13,333.30	2,413.33
咸国用（2013）第549号	出让	商住	33,333.30	6,033.33
咸国用（2013）第550号	出让	商住	43,333.30	7,843.33
咸国用（2013）第551号	出让	商住	53,333.30	9,653.33
咸国用（2013）第552号	出让	商住	53,333.30	9,653.33
咸国用（2013）第553号	出让	商住	20,000.00	3,620.00
合计	-	-	2,000,966.30	362,174.92

资料来源：公司提供

开元资产评估有限公司对拟用于提供抵押担保的 43 幅土地进行了评估，并出具了开元评报字【2015】010 号和开元评报字【2015】011 号土地估价报告，以 2014 年 12 月 25 日为评估基准日，采用市场法并以市场法评估计算出最终评估结果，认定上述土地的评估总价为 362,174.92 万元。

（2）抵押资产有关的法律手续

公司同意以其合法拥有的 43 宗国有土地使用权作为本期债券的抵押资产，公司出具了承诺函，承诺本次用于抵押的土地使用权全部为公司合法取得的出让地，权属合法、完整、有效、不存在任何权利方面的争议和瑕疵。根据咸宁市国土资源局出具的《关于咸宁市荣盛投资发展有限公司土地使用权抵押的意见》，用于本期债券抵押担保的国有土地使用权均系公司所有，土地用途为商服和居住，取得方式为出让，公司合法、完整、有效地

拥有上述资产，可为本期债券全体债权人设定抵押登记。公司已与中国建设银行股份有限公司咸宁潜山支行（以下简称“建行潜山支行”）签订了《资产抵押协议》以及《抵押资产监管协议》。

（3）抵押登记

在本期债券发行完毕后十五个工作日内，公司应在咸宁市土地管理部门完成抵押资产的抵押登记手续。抵押登记所需费用由公司承担。

（4）抵押资产的评估及监管

在本期债券存续期间，公司应聘请经建行潜山支行认可的具备相应资质的资产评估机构对抵押资产的价值进行评估。评估工作应当在本期债券发行日之前三十个工作日内完成。

公司应在募集说明书约定的本期债券存续期内每年的 4 月 30 日前聘请资产评估机构对抵押资产进行跟踪评估、出具相应的资产评估文件，并提交给建行潜山支行。公司聘请的资产评估机构不具有相应资质或明显不具备相应的专业能力的，建行潜山支行有权要求甲方另行聘请具备相应资质及专业能力的评估机构重新评估。

在本期债券存续期间，建行潜山支行有合理的理由认为需要对抵押资产的价值进行重新评估的，公司应当聘请经建行潜山支行认可的具备相应资质的资产评估机构对抵押资产的价值进行评估并出具资产评估报告。下列情形可以构成合理的理由：1、抵押资产部分被征用；2、抵押资产市场行情发生显著贬值；3、其他可能导致抵押资产价值发生显著贬值的情形。乙方因上述原因要求对抵押资产价值进行重新评估的，应当向甲方发出书面通知。

为确保抵押资产的安全，保障本期债券全体债券持有人的合法权益，公司同意将抵押资产交由建行潜山支行监管。

（5）抵押比例

在本期债券存续期间，抵押资产的价值与本期债券未偿还本金及当期利息的比率（以下简称“抵押比率”）不得低于 1.5，目前抵押比率为 2.4（以 8%发行利率测算）。

（6）抵押资产的替代、追加和释放

本期债券履行期尚未届满时，抵押资产发生被征用等情形，公司因此获得的相关补偿，均视同为抵押资产，建行潜山支行代理本期债券全体债券持有人享有优先受偿权；如上述补偿不足以覆盖抵押资产价值时，公司应就差额部分提供同等价值的其他资产以设定新的担保；

本期债券履行期尚未届满时，抵押资产发生贬值等情形，导致抵押比率低于 1.5 的，

公司应就抵押资产减少部分提供同等价值的担保；

本期债券存续期间，在抵押比率不低于 1.6 的前提下，公司可以向建行潜山支行申请解除部分抵押资产的抵押。

公司以自身合法拥有的 362,174.92 万元的国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，有效提升了本期债券的信用水平，但我们也关注到，拟抵押的土地资产规模大，土地资产集中处置存在一定难度。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
货币资金	124,829.49	41,720.74	20,308.83
应收账款	35,367.30	16,841.70	15,777.12
预付款项	4,590.73	40,705.97	35,176.02
其他应收款	62,241.37	47,935.98	6,698.45
存货	1,076,681.46	504,577.64	483,612.43
流动资产合计	1,303,710.36	651,782.02	561,572.85
长期股权投资	1,200.00	0.00	0.00
固定资产	5,921.01	54,558.65	38,619.59
在建工程	141,712.81	25,068.66	31,364.32
长期待摊费用	21.54	0.00	0.00
非流动资产合计	148,855.36	79,627.31	69,983.92
资产总计	1,452,565.72	731,409.33	631,556.77
应付账款	2,673.49	686.80	792.15
预收款项	1.50	7.50	0.00
应付职工薪酬	-0.70	0.00	0.00
应交税费	37,963.72	29,124.36	19,569.49
其他应付款	39,036.86	39,780.82	19,532.27
流动负债合计	79,674.87	69,599.48	39,893.91
长期借款	84,100.00	76,700.00	61,800.00
应付债券	153,049.54	0.00	0.00
专项应付款	14,068.00	2,568.00	1,568.00
非流动负债合计	251,217.54	79,268.00	63,368.00
负债合计	330,892.41	148,867.48	103,261.91
实收资本	100,000.00	100,000.00	10,000.00
资本公积	879,762.52	378,653.67	446,658.67
盈余公积	13,869.32	10,397.49	7,163.62
未分配利润	125,034.25	93,490.70	64,472.57
归属于母公司所有者权益合计	1,118,666.09	582,541.86	528,294.86
少数股东权益	3,007.23	0.00	0.00
所有者权益合计	1,121,673.31	582,541.86	528,294.86
负债和股东权益总计	1,452,565.72	731,409.33	631,556.77

资料来源：公司审计报告

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
一、营业收入	53,231.36	66,710.94	64,285.94
其中：主营业务收入	52,621.19	66,034.10	64,285.94
其他业务收入	610.18	676.84	0.00
二、营业总成本	29,344.88	43,681.51	41,975.57
营业成本	23,621.59	36,112.20	36,094.92
其中：主营业务成本	23,305.06	35,801.20	36,094.92
营业税金及附加	3,014.69	3,735.51	3,600.01
管理费用	3,420.20	3,932.54	2,323.63
财务费用	-711.59	-98.73	-42.98
三、营业利润	23,886.48	23,029.43	22,310.37
加：营业外收入	17,109.62	15,002.15	13,000.00
减：营业外支出	9.10	0.00	0.00
四、利润总额	40,986.99	38,031.58	35,310.37
减：所得税费用	5,991.57	5,779.58	5,577.59
五、净利润	34,995.42	32,252.00	29,732.77
归属于母公司所有者的净利润	35,015.38	32,252.00	29,732.77

资料来源：公司审计报告

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
销售商品、提供劳务收到的现金	34,836.62	69,925.82	65,121.28
收到其他与经营活动有关的现金	59,770.04	33,155.42	19,743.25
经营活动现金流入小计	94,606.66	103,081.25	84,864.54
购买商品、接受劳务支付的现金	23,858.80	48,146.68	50,391.35
支付给职工以及为职工支付的现金	577.30	327.49	108.26
支付的各项税费	216.13	37.66	0.00
支付其他与经营活动有关的现金	38,263.25	28,237.21	16,410.25
经营活动现金流出小计	62,915.48	76,749.03	66,909.86
经营活动产生的现金流量净额	31,691.19	26,332.22	17,954.68
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	3,431.97	1,894.62
投资活动现金流入小计	0.00	3,431.97	1,894.62
购置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	103,962.09	40,458.78	20,618.88
投资支付的现金	5,400.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	109,362.09	40,458.78	20,618.88
投资活动产生的现金流量净额	-109,362.09	-37,026.81	-18,724.26
吸收投资收到的现金	147,899.50	20,000.00	0.00
取得借款收到的现金	31,000.00	29,700.00	18,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	12,088.00	1,000.00	0.00
筹资活动现金流入小计	190,987.50	50,700.00	18,000.00
偿还债务支付的现金	23,600.00	14,800.00	4,200.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	5,157.25	3,793.50	2,865.09
支付其他与筹资活动有关的现金	1,450.59	0.00	0.00
筹资活动现金流出小计	30,207.85	18,593.50	7,065.09
筹资活动产生的现金流量净额	160,779.65	32,106.50	10,934.91
现金及现金等价物净增加额	83,108.75	21,411.91	10,165.33
加：期初现金及现金等价物余额	41,720.74	20,308.83	10,143.51
期末现金及现金等价物余额	124,829.49	41,720.74	20,308.83

资料来源：公司审计报告

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
净利润	34,995.42	32,252.00	29,732.77
加：固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	297.28	1,248.62	913.48
长期待摊费用摊销	8.61	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	8.53	0.00	0.00
财务费用	5,157.25	3,793.50	2,865.09
存货的减少	-22,135.54	-20,965.21	-158,220.95
经营性应收项目的减少	-32,836.99	-41,867.05	-16,838.48
经营性应付项目的增加	46,196.62	51,870.36	159,502.76
经营活动产生的现金流量净额	31,691.19	26,332.22	17,954.68
现金的期末余额	124,829.49	41,720.74	20,308.83
减：现金的期初余额	41,720.74	20,308.83	10,143.51
现金及现金等价物净增加额	83,108.75	21,411.91	10,165.33

资料来源：公司审计报告

附录四 截至2013年12月31日公司在建工程情况（单位：万元）

工程名称	已投资金额
还建点设施建设工程	13,636.52
自来水工程	495.68
园区绿化工程	6,203.02
道路及管线工程	10.00
路灯	200.00
电网工程	69.22
贺泉路、贺胜路等道路排水工程	4.65
浮山河改造、双泉河改造及浮山河旁污水管道铺设工程	631.68
一期道路（园区道路）工程	11,853.82
马安基地道路工程	8.63
能一郎、浦瑞科、友邦电子等排水工程	27.16
单立柱高架广告牌	15.59
污水处理厂	15,201.94
龙潭路市政工程	112.42
美多简易公路及排水工程	43.83
道路给水工程	95.98
官埠河工程	24.00
三期电力设施安装工程	9.45
仪长线 597-600#桩处管道改线工程	260.00
三期横二路（兴达路桥）工程	120.00
青龙路二期道路及市政基础设施工程	5,000.00
桂花天街工程	10.00
公共租赁住房建设项目	12,589.26
农产品物流园建设项目	36,474.71
三期基础设施建设项目	38,615.25
合 计	141,712.81

资料来源：公司审计报告

附录五 截至2013年12月31日公司土地资产情况

序号	土地权证编号	取得方式	土地用途	面积(m ²)	账面价值(万元)	是否抵押
1	咸国用(2013)第511号	出让	商住	26,666.70	4,666.67	否
2	咸国用(2013)第512号	出让	商住	33,333.00	5,833.28	否
3	咸国用(2013)第513号	出让	商住	33,333.00	5,833.28	否
4	咸国用(2013)第514号	出让	商住	33,333.00	5,833.28	否
5	咸国用(2013)第515号	出让	商住	66,666.00	11,666.55	否
6	咸国用(2013)第516号	出让	商住	66,666.00	11,666.55	否
7	咸国用(2013)第517号	出让	商住	106,666.00	18,666.55	否
8	咸国用(2013)第518号	出让	商住	133,333.00	23,333.28	否
9	咸国用(2013)第519号	出让	商住	30,000.00	5,250.00	否
10	咸国用(2013)第520号	出让	商住	86,666.70	15,166.67	否
11	咸国用(2013)第521号	出让	商住	113,333.30	19,833.33	否
12	咸国用(2013)第522号	出让	商住	120,000.00	21,000.00	否
13	咸国用(2013)第523号	出让	商住	65,091.80	11,391.07	否
14	咸国用(2013)第524号	出让	商住	133,334.20	23,333.49	否
15	咸国用(2013)第525号	出让	商住	41,898.10	7,332.17	否
16	咸国用(2013)第526号	出让	商住	30,000.00	5,250.00	否
17	咸国用(2013)第527号	出让	商住	20,000.00	3,500.00	否
18	咸国用(2013)第528号	出让	商住	33,333.30	5,833.33	否
19	咸国用(2013)第529号	出让	商住	26,666.70	4,666.67	否
20	咸国用(2013)第530号	出让	商住	100,645.70	17,613.00	否
21	咸国用(2013)第531号	出让	商住	80,000.00	14,000.00	否
22	咸国用(2013)第532号	出让	商住	40,000.00	7,000.00	否
23	咸国用(2013)第533号	出让	商住	46,666.70	8,166.67	否
24	咸国用(2013)第534号	出让	商住	16,666.70	2,916.67	否
25	咸国用(2013)第535号	出让	商住	20,000.00	3,500.00	否
26	咸国用(2013)第536号	出让	商住	26,666.70	4,666.67	否
27	咸国用(2013)第537号	出让	商住	13,333.30	2,333.33	否
28	咸国用(2013)第538号	出让	商住	13,333.30	2,333.33	否
29	咸国用(2013)第539号	出让	商住	20,000.00	3,500.00	否
30	咸国用(2013)第540号	出让	商住	20,000.00	3,500.00	否
31	咸国用(2013)第541号	出让	商住	33,333.30	5,833.33	否
32	咸国用(2013)第542号	出让	商住	13,333.30	2,333.33	否
33	咸国用(2013)第543号	出让	商住	20,000.00	3,500.00	否

34	咸国用（2013）第 544 号	出让	商住	26,666.70	4,666.67	否
35	咸国用（2013）第 545 号	出让	商住	26,666.70	4,666.67	否
36	咸国用（2013）第 546 号	出让	商住	33,333.30	5,833.33	否
37	咸国用（2013）第 547 号	出让	商住	33,333.30	5,833.33	否
38	咸国用（2013）第 548 号	出让	商住	13,333.30	2,333.33	否
39	咸国用（2013）第 549 号	出让	商住	33,333.30	5,833.33	否
40	咸国用（2013）第 550 号	出让	商住	43,333.30	7,583.33	否
41	咸国用（2013）第 551 号	出让	商住	53,333.30	9,333.33	否
42	咸国用（2013）第 552 号	出让	商住	53,333.30	9,333.33	否
43	咸国用（2013）第 553 号	出让	商住	20,000.00	3,500.00	否
44	咸国用（2009）第 218 号	出让	商住	133,333.34	24,760.00	否
45	咸国用（2009）第 217 号	出让	工业	108,369.10	13,166.85	否
46	咸国用（2012）第 012 号	划拨	住宅	119,774.80	12,636.24	是
47	咸国用（2011）第 505 号	出让	商业	41,563.80	4,214.57	是
48	咸国用（2011）第 504 号	出让	商业	275,584.18	29,652.86	是
49	咸国用（2011）第 502 号	出让	商业	33,346.10	3,824.80	是
50	咸国用（2012）第 517 号	出让	商业	26,666.73	5,042.68	是
51	咸国用（2012）第 516 号	出让	商住	6,666.67	1,324.67	是
52	咸国用（2012）第 500 号	出让	商住	74,525.48	11,372.59	是
53	咸国用（2012）第 501 号	出让	商住	68,925.90	10,518.09	是
54	咸国用（2012）第 502 号	出让	商住	87,954.38	13,421.84	是
55	咸国用（2012）第 503 号	出让	商住	114,575.36	17,266.51	否
56	咸国用（2012）第 504 号	出让	商住	123,723.20	22,542.37	否
57	咸国用（2012）第 505 号	出让	商住	116,176.32	21,167.33	否
58	咸国用（2012）第 506 号	出让	商住	34,844.97	6,299.97	是
59	咸国用（2012）第 508 号	出让	商住	114,804.72	17,519.20	是
60	咸国用（2012）第 509 号	出让	商住	109,012.00	16,635.23	是
61	咸国用（2012）第 510 号	出让	商住	109,055.00	16,641.79	否
62	咸国用（2012）第 511 号	出让	商住	111,177.54	16,965.69	是
63	咸国用（2012）第 512 号	出让	商住	64,252.31	9,804.90	是
64	咸国用（2012）第 513 号	出让	商住	132,645.00	25,229.08	否
65	咸国用（2012）第 514 号	出让	商住	33,654.90	6,434.82	是
66	咸国用（2012）第 515 号	出让	商住	13,276.37	2,671.21	否
67	咸国用（2012）第 524 号	出让	商住	62,179.80	10,091.78	是
68	咸国用（2012）第 523 号	出让	商住	66,671.00	9,647.29	是
69	咸国用（2012）第 519 号	出让	商业	85,773.70	12,814.59	是
70	咸国用（2012）第 520 号	出让	商业	47,800.90	7,294.42	是
71	咸国用（2012）第 518 号	出让	商业	21,316.54	3,225.19	是

72	咸国用（2012）第 521 号	出让	商业	43,333.30	6,894.33	是
73	咸国用（2012）第 522 号	出让	商业	23,333.30	3,712.33	是
74	咸国用（2012）第 527 号	出让	商住	158,701.66	49,594.27	是
75	咸国用（2012）第 525 号	出让	商住	32,294.00	3,426.34	是
76	咸国用（2012）第 526 号	出让	商住	16,953.70	4,185.30	是
77	咸国用(2013)第 500 号	出让	商住	58,579.50	9,724.20	是
78	咸国用(2013)第 501 号	出让	商住	72,280.50	11,492.60	否
79	咸国用(2013)第 503 号	出让	商住	159,789.16	26,365.21	是
80	咸国用(2013)第 502 号	出让	商住	146,666.70	23,026.67	是
81	咸国用(2013)第 504 号	出让	商住	20,666.90	3,265.37	是
82	咸国用(2013)第 505 号	出让	商住	18,845.40	3,147.18	否
83	咸国用(2013)第 506 号	出让	商住	159,167.45	26,421.80	是
84	咸国用(2013)第 507 号	出让	商住	14,001.20	2,324.20	否
85	咸国用(2013)第 508 号	出让	商住	26,000.90	4,316.15	否
86	咸国用(2013)第 509 号	出让	商住	46,123.30	7,656.47	否
87	咸国用(2013)第 510 号	出让	商住	198,801.50	33,199.85	是
合计		-	-	5,534,154.88	921,107.98	-

注：第1-43宗土地拟用于本期债券抵押。

资料来源：公司提供

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	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+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	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
	长期有息债务	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

三、展望符号及定义

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

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在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。