

信用等级公告

联合[2016]056号

宁乡经济技术开发区建设投资有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的 2016 年度 15 亿元企业债券进行了主动评级，确定：

宁乡经济技术开发区建设投资有限公司主体长期信用等级为 AApi，评级展望为“稳定”

宁乡经济技术开发区建设投资有限公司发行的 2016 年度 15 亿元企业债券信用等级为 AApi

特此公告

联合信用评级有限公司
信评委主任：丁华伟

二零一六年一月十八日

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>

宁乡经济技术开发区建设投资有限公司

2016年度15亿元企业债券信用评级报告

评级结果: **AA**

主体长期信用等级: AA_{pi}

评级展望: 稳定

本次债券信用等级: AAA_{pi}

本次债券发行额度: 15亿元

本次债券期限: 7年

偿还方式: 按年付息, 存续期的第3~7年分期
兑付本金的20%

发行目的: 14亿元用于宁乡经济技术开发区
家电产业创新示范园一期建设项
目和宁乡经济技术开发区玉屏山
产业城项目, 1亿元用于补充运营
资金

评级时间: 2016年1月18日

财务数据:

项目	2012年	2013年	2014年
资产总额(亿元)	81.20	120.07	144.03
所有者权益(亿元)	57.56	86.52	92.08
长期债务(亿元)	7.61	15.34	33.06
全部债务(亿元)	8.90	21.15	42.73
营业收入(亿元)	6.37	6.73	9.94
净利润(亿元)	2.71	2.90	2.76
EBITDA(亿元)	3.27	3.47	3.38
经营性净现金流(亿元)	0.59	0.92	0.57
营业利润率(%)	31.99	24.79	13.34
净资产收益率(%)	--	3.35	3.00
资产负债率(%)	29.11	27.94	36.07
全部债务资本化比率(%)	13.40	19.64	31.70
流动比率(倍)	4.57	5.52	6.76
EBITDA/全部债务(倍)	0.37	0.16	0.08
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.22	0.23	0.23

注: 1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。

2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异,
系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币。

评级观点

宁乡经济技术开发区建设投资有限公司(以下简称“公司”)是宁乡经济技术开发区(以下简称“宁乡经开区”)区域内基础设施代建和土地开发业务的唯一主体。联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对公司的评级, 反映了其在政府支持、业务垄断以及项目储备充足等方面所具有的显著优势。同时联合评级也关注到, 公司资产流动性偏弱、土地抵押比率高、往来款对资金形成一定占用等因素对公司信用水平所带来的不利影响。

未来随着宁乡经开区开发进度的逐步推进和招商引资企业不断增多, 公司整体收入水平有望得到提升; 经开区不断增强的财政实力及其对公司持续的支持也有助于支撑公司的整体偿债能力。联合评级对公司的评级展望为稳定。

公司2016年拟发行15亿元企业债券, 本次债券设置提前还本条款, 有效降低了本金集中偿付压力; 募投项目收益对本次债券的安全偿付提供了一定保障; 本次债券由中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“中债增进”)提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保, 中债增进担保实力极强, 显著提升了本次债券的安全性。

基于对公司主体长期信用状况、本次债券偿还能力及担保方担保实力的综合评估, 联合评级认为, 公司本次债券到期不能偿还的风险极低, 安全性极高。

优势

1. 宁乡经开区经济实力和财政实力不断增强, 为公司营造了良好的发展环境。
2. 公司是宁乡经开区开发建设的唯一主体, 业务垄断性强, 同时得到政府在财政补贴等方面的大力支持。
3. 宁乡经开区剩余规划开发面积大, 公

司未来项目储备充足，对其稳定发展形成支撑。

4. 本次债券设置分期偿付条款，有助于降低集中偿付压力；募投项目收益对本次债券的安全偿付提供了一定保障；本次债券由中债增进提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，中债增进担保实力极强，显著提升了本次债券的安全性。

关注

1. 公司建设项目投资规模较大，存在一定的融资压力。

2. 公司存货占比高，存货以土地资产为主，且大部分土地用于抵押，其他应收款对公司资金形成一定的占用，整体资产流动性和资产质量偏弱。

分析师

周旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

蒲雅修

电话：010-85172818

邮箱：puyx@unitedratings.com.cn

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

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由宁乡经济技术开发区建设投资有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本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，未因宁乡经济技术开发区建设投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。联合评级、评级人员与宁乡经济技术开发区建设投资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本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。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对宁乡经济技术开发区建设投资有限公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师： 

联合信用评级有限公司

一、主体概况

宁乡经济技术开发区建设投资有限公司（以下简称“公司”）前身为宁乡科技工业园建设投资开发有限公司，依据宁乡县人民政府《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）于2001年2月22日成立，由宁乡经济技术开发区管理委员会（以下简称“宁乡经开区管委会”）前身宁乡科技工业园管理委员会出资设立的国有独资有限责任公司，注册资本1,000万元。后经历次更名和增资，截至目前，公司注册资本为40,000万元，由宁乡经开区管委会持有公司全部股权。

公司经营范围：城市建设及其他产业投资、房地产开发、土地整理、农田水利建设、建筑材料销售（涉及许可审批的经营项目，凭许可证或审批文件方可经营）。

截至2014年底，公司下设工程部、综合部、财务部、总工室、投融资部和资产经营部6个职能部门（公司组织结构图见附件1-2）；拥有长沙瑞达置业有限公司1家全资子公司。

截至2014年底，公司资产总额144.03亿元，所有者权益92.08亿元；2014年全年实现营业收入9.94亿元，净利润2.76亿元。2014年，公司经营活动现金流量净额为0.57亿元，现金及现金等价物净增加额3.80亿元。

公司注册地址：宁乡县玉潭镇宁乡大道88号；法定代表人：张天日。

二、本次债券及募投项目概况

1. 本次债券概况

公司计划发行15亿元企业债券（以下简称“本次债券”），期限为7年，采用固定利率形式。本次债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本次债券设立提前偿还条款，在存续期内每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第3年至第7年末每年分别偿还本金的20%，当期利息随本金一起支付。

本次债券由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增进”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本次债券投资项目概况

本次债券募集资金总额为15亿元，其中募集资金14亿元用于宁乡经开区家电产业创新示范园一期建设项目（以下简称“示范园一期工程”）和宁乡经开区玉屏山产业城项目（以下简称“玉屏山产业城工程”）共2个项目建设工程（以下简称“本次募投项目”），其余1亿元用于补充运营资金。募集资金使用分配情况见下表：

表1 募集资金使用分配表（单位：亿元、%）

序号	项目名称	总投资	拟使用募集资金	募集资金占投资比例
1	宁乡经济技术开发区家电产业创新示范园一期建设项目	16.19	11.20	69.16
2	宁乡经济技术开发区玉屏山产业城项目	4.21	2.80	66.52
3	补充运营资金	--	1.00	--
合计		20.40	15.00	--

资料来源：公司提供

示范园一期工程项目概况

项目建设地点位于宁乡经开区，发展路以东、永佳路以北、明珠路以南。本项目建设内容包括厂房、仓库、科研楼、办公楼、基础配套设施等，项目建设用地面积约 42.42 万平方米（约 636.23 亩），建筑物占地面积约 28.18 万平方米，总建筑面积约 40.23 万平方米。项目总投资为 16.19 亿元，拟使用本次债券募集资金 11.20 亿元。

项目建设工期预计为 36 个月，全部工程在 2014 年 7 月开工，2017 年 6 月底全面竣工。截至 2015 年 9 月，完成施工前期准备工作，包括项目可研、勘察、设计、招投标、报建报监等，完成给水管道、排水管道、排污管道、综合管线等的铺设、预埋等大部分工作，现准备厂房、仓库、办公楼、科研楼等建筑的建设工作。

表 2 示范园一期工程项目审批表

序号	批准文件	批准文号	批文日期
1	建设项目选址意见书	宁开建规〔选〕字第 RZ201402 号	2014.3.5
2	宁乡县环境保护局《关于宁乡经济技术开发区建设投资有限公司家电产业创新示范园一期建设项目环境影响报告表的批复》	宁环复字〔2014〕97 号	2014.3.24
3	宁乡县国土资源局《关于宁乡经济技术开发区家电产业创新示范园一期建设项目用地预审意见》	宁国土预审字〔2014〕47 号	2014.3.28
4	宁乡县能源局《关于宁乡经济技术开发区家电产业创新示范园一期建设项目节能审查的意见》	宁能审〔2014〕21 号	2014.4.22
5	宁乡县发展和改革委员会《关于宁乡经济技术开发区家电产业创新示范园一期建设项目可行性研究报告的批复》	宁发改资〔2014〕67 号	2014.4.29

资料来源：公司提供

本项目建设及建成后的收入来源主要是：厂房、仓库的销售收入；科研楼、办公楼的出租收入。本次债券存续期内，预计收入合计 164,509.54 万元。其中厂房销售收入预计为 58,834.40 万元，仓库销售收入预计 100,430.78 万元，办公楼出租收入预计 2,622.18 万元，科研楼出租收入预计 2,622.18 万元。

玉屏山产业城工程项目概况

玉屏山产业城工程项目位于国家级宁乡经开区谐园北路以西，规划拟建中的茶亭寺路两侧。建设规模及主要建设内容：新建 36 栋 5-8F 的孵化器厂房、2 栋 12F 产学研基地、1 栋 6F 的物管中心以及 1 栋 6F 的物流中心组成。项目建设涵盖场地整形工程、桩基础工程、建筑安装工程、基础设施配套管网工程与道路工程、绿化亮化工程及其他零星工程，项目总建筑面积 17.80 万平方米。项目总投资为 4.21 亿元，拟使用本次债券募集资金 2.80 亿元。

玉屏山产业城工程项目建设工期为 24 个月，项目已于 2014 年 6 月开工。截至 2015 年 9 月，完成立项报告、可行性研究报告、环境影响评价以及方案设计等前期开发工作，完成建设场地交通、供水、供电的三通一平等开工前的准备工作以及完成基础开挖及±0 以下的地下工程施工，正进行主体工程施工及部分室外配套工程建设。

表 3 玉屏山产业城工程项目审批表

序号	批准文件	批准文号	批文日期
1	建设项目选址意见书	宁规〔城区〕选字第（RZ）2014055 号	2014.01.10
2	宁乡县环境保护局《关于宁乡经济技术开发区建设投资有限公司玉屏山产业城项目环境影响报告书的批复》	宁环复字〔2014〕95 号	2014.02.21
3	宁乡县国土资源局《关于宁乡经济技术开发区玉屏山产业城项目用地预审意见》	宁国土预审字〔2014〕37 号	2014.02.27
4	宁乡县能源局《关于宁乡经济技术开发区玉屏山产业城项目节	宁能备〔2014〕150 号	2014.03.12

	能审批备案的批复意见》		
5	宁乡县发展和改革委员会《关于宁乡经济技术开发区玉屏山产业城项目可行性研究报告的批复》	宁发改资（2014）56号	2014.03.24

资料来源：公司提供

玉屏山产业城工程项目建设及建成后的收入来源主要是：项目收入为房屋销售收入和经营（租金）收入。在本次债券存续期内，预计收入合计 63,244.23 万元。其中产学研基地销售收入预计为 14,799.72 万元，商业配套用房销售收入预计为 7,091.90 万元，物流中心销售收入预计 1,842.50 万元，停车位销售收入预计 4,288.00 万元。孵化器出租收入预计 34,686.36 万元，辅助用房出租收入预计 535.75 万元。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636,463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1,322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262,394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502,005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264,335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140,350 亿元，比上年增加 11,140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64,490 亿元，比上年增加 4,292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75,860 亿元，比上年增加 6,849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119,158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151,662 亿元，比上年增加 11,449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22,570 亿元，比上年增加 2,098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129,092 亿元，比上年增加 9,351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M₂ 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8,900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济

社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1,000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、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，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了許多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

(2) 行业政策

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月，四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，

以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上，2012及2013年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。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》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：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。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过PPP模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。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15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年43号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，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）行业关注

基建行业竞争加剧挤压利润空间

中国当前正处于建设高峰期，由于建筑市场发育尚不完善，体制和机制尚未完全理顺，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题都进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序

的建筑市场在中国尚未完全建立，导致整个建筑市场在此竞争环境下，毛利率空间受到挤压。

基建行业建设品质有待提升

城市基础设施建设特别是新型城镇化建设的质量和运行效率不高，仍存在总量不足、标准不高、运行管理粗放等多重问题，难以满足城市运行的功能需要。

流动资金压力大

基建行业具有高负债运营的特点，目前尚未建立竞争有序的市场，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

建筑施工安全意识有待提升

建筑业从业人员中80%以上是农民工，受教育程度低，整体素质不高。建筑业管理和技术人员偏少，特别是专职安全员数量少，年龄偏大、学历偏低，自身安全意识和安全操作能力较低，在风险识别等方面的安全意识有待提升。

代建项目回收结算周期长、受当地政府财政收支影响大

代理政府建设的基础设施，往往受到当地政府的财政状况的影响，工程款结算周期较长，工程回购不及时，大大制约工程施工企业、工程管理企业的发展，进而影响工程进度。

(4) 中国基础设施建设发展展望

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。

2014年全年，全国固定资产投资总额完成512,761万亿元，比上年名义增长15.3%，扣除价格因素，实际增长14.7%。其中，固定资产投资（不含农户）502,005亿元，增长15.7%；农户投资10,756亿元，增长2.0%。东部地区投资206,454亿元，比上年增长15.4%；中部地区投资124,112亿元，增长17.6%；西部地区投资129,171亿元，增长17.2%；东北地区投资46,096亿元，增长2.7%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资11,983亿元，比上年增长33.9%；第二产业投资208,107亿元，增长13.2%；第三产业投资281,915亿元，增长16.8%。

截至2014年，中国城镇化率为54.77%，较上年提高1.04个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

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。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。城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后中国经济增长的动力。

整体看，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，全国基础设施建设将成为社会发展的发展重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

2. 区域经济

宁乡经开区原为 2002 年 11 月由湖南省人民政府批准设立的省级开发区，根据国办函【2010】165 号文件，2010 年 11 月成为国家级经济开发区。宁乡经开区位于国家级长株潭“环境友好型、资源节约型”综合配套改革试验核心区——长沙大河西先导区规划区内，宁乡县城东北部、洩水两岸，近期规划面积 60 平方公里，远期规划面积 150 平方公里，其中建成区面积 20 平方公里。经开区依托长常高速公路、石长铁路、金洲大道和 319 国道线，东距长沙市政府 25 公里、黄花国际机场 45 公里。

根据湖南省编制委员会湘编【2012】3 号文件、长沙市委长发【2013】6 号文件及宁乡县人民政府宁政办发【2013】76 号关于印发《宁乡经济技术开发区职能权限调整实施细则》的通知，宁乡经开区管委会为省委省政府的派出机构，委托长沙市委市政府管理，经济管理事务由经开区管委会负责，社会管理事务由宁乡县负责。经开区享有省辖市相应的经济管理权限，经济管理实行独立运作。市、县各有关职能部门的审批事项充分授权给经开区。

经开区经过近 10 年的发展，形成了食品、机电、新材料和现代服务业的“3+1”产业。2014 年，经开区完成工业总产值 825.29 亿元，实现财政总收入 29.68 亿元。区内有工业企业 290 多家，形成了以加加酱油、华润饮料、康师傅、洋河酒业等为代表的食品产业；以格力电器、楚天科技、中联重科等为代表的机电产业；以日本东洋铝业、松井新材料等为代表的新材料产业；以红星美凯龙、天宁热电等为代表的现代商贸服务业。

根据《宁乡县 2014 年国民经济和社会发展统计公报》，2014 年全年实现地区生产总值（GDP）910.23 亿元，比上年增长 12.4%。其中第一产业实现增加值 101.48 亿元，增长 5.3%；第二产业实现增加值 620.38 亿元，增长 13.7%；第三产业实现增加值 188.37 亿元，增长 11%。按常住人口计算，人均 GDP 达 75079 元。县域经济基本竞争力前移 6 位，跃居全国百强第 50 位，中部第 3 位。

2014 年，宁乡县完成固定资产投资 713.52 亿元，比上年增长 20.2%。全年完成投资超过 5,000 万元的在建项目 148 个，全年完成投资 245.8 亿元，占全社会投资总额的 34.4%。全年实现财政总收入 80.56 亿元，比上年增长 13.6%，其中地方财政收入 55.68 亿元，增长 15.1%，公共财政预算收入 35.31 亿元，增长 15.1%，税收收入占财政收入比重达到 80.3%。公共财政预算支出 65.78 亿元，增长 13.3%。

公司是宁乡经开区唯一的投融资主体，承担宁乡经开区基础设施建设、安置房建设、土地整治等职能，业务范围集中在宁乡经开区内，公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受宁乡经开区经济增长、财政收支状况的影响，并与宁乡经开区发展规划密切相关。

综合来看，宁乡经开区经济发展较快，整体经济实力较强。未来随着宁乡经开区城市规划的推进，经开区产业结构不断优化，将为公司发展提供良好的外部环境。

3. 政府财力

2012~2014 年，受税收收入持续增加影响，宁乡经开区地区综合财力持续增长，三年分别为 21.27 亿元、25.02 亿元和 29.68 亿元。

从财政收入结构看，财政收入主要由公共财政预算收入（一般预算收入）、转移支付和税收返还收入和政府性基金收入构成，上述收入占 2014 年地方综合财力比例分别为 66.24%、14.99%和 18.77%。2014 年，宁乡经开区地方一般预算收入 19.66 亿元，其中税收收入 15.57 亿元；政府性基金收入 5.57 亿元，主要为国有土地使用权出让收入。

表4 宁乡经开区2012~2014年财政收入构成情况 (单位: 万元)

项目	2012年	2013年	2014年
(一) 地方一般预算收入	118,958.00	149,017.00	196,578.00
1、税收收入	99,656.00	125,060.00	155,678.00
2、非税收入	19,302.00	23,957.00	40,900.00
(二) 转移支付和税收返还收入	46,141.00	49,948.00	44,494.00
1、一般性转移支付收入	34,308.00	37,123.00	28,637.00
2、专项转移支付收入	11,833.00	12,825.00	15,857.00
3、税收返还收入			
(三) 政府性基金收入	47,645.00	51,229.00	55,713.00
(四) 预算外财政专户收入	--	--	--
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	212,744.00	250,194.00	296,785.00

资料来源: 宁乡经开区财政局

截至 2015 年 3 月底, 宁乡经开区地方政府债务余额 23.17 亿元, 其中直接债务余额 22.62 亿元, 占比较高; 担保债务余额 1.10 亿元。截至 2015 年 3 月底, 地方政府债务率为 78.07%。整体看, 宁乡经开区政府债务水平较重。

表5 宁乡经开区地区综合财力及地方政府债务 (单位: 万元)

地方财力 (2014 年度)	金额	地方债务 (截至 2015 年 3 月)	金额
(一) 地方一般预算收入	196,578	(一) 直接债务余额	226,189
1. 税收收入	155,678	1. 国债转贷资金	
2. 非税收入	40,900	2. 解决地方金融风险专项借款	
(二) 转移支付和税收返还收入	44,494	3. 国内金融机构借款	
1. 一般性转移支付收入	28,637	(1) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	90,050
2. 专项转移支付收入	15,857	4. 债券融资	120,000
3. 税收返还收入		(1) 中央代发地方政府债券	
(三) 政府性基金收入	55,713	5. 国际金额组织贷款	
1. 国有土地使用权出让金	55,713	6. 其他 (粮食企业亏损挂账等)	16,139
2. 国有土地收益基金		(二) 担保债务余额	11,000
3. 农业土地开发资金		1. 政府担保的国内金融机构借款	11,000
4. 新增建设用地有偿使用费		2. 政府担保的融资平台债券融资	
5. 其他基金收入			
(四) 政府性基金转移支付			
(五) 预算外财政专户收入			
(六) 上年结余			
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	296,785	地方政府债务余额=(一)+(二)×50%	231,689
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%			78.07%

资料来源: 宁乡经开区财政局

总体看, 近年来宁乡经开区地区综合财力持续增强, 一般预算收入占财政收入比例高, 税收收入为财政收入增量的主要来源; 宁乡经开区政府债务主要为直接债务, 政府整体债务负担较重。

五、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是宁乡经开区区域内基础设施代建和土地开发业务的唯一主体,其业务范围涵盖经开区基础设施建设、土地整治开发及保障房建设等方面,在政府支持、业务垄断以及项目储备充足等方面所具有的显著优势。截至2014年底,公司注册资本合计4亿元整,宁乡经开区管委会持有100%公司股权,为公司实际控制人。截至2014年底,公司资产总额144.03亿元,所有者权益92.08亿元;2014年全年实现营业收入9.94亿元,利润总额2.99亿元。宁乡经开区目前已开发面积占总规划面积小,宁乡经开区仍将推进各类基础设施建设,公司未来储备业务充足,持续经营能力较强。

总体看,公司作为宁乡经开区基础设施代建和土地开发业务的唯一主体,在区域基建建设方面具有垄断优势。

2. 人员素质

目前公司高管人员包括总经理、副总经理及财务总监合计4人。

公司董事长张天日先生,1973年5月出生,中共党员,行政管理专业硕士研究生,机械工程师职称,先后在宁乡县石油化工总厂、宁乡县轻工业总公司工作,后历任宁乡县城市建设投资开发有限公司办公室主任、副总经理以及公司副总经理、总经理等职位。

公司董事兼总经理林海军先生,1977年1月出生,中共党员,本科学历,建筑工程师、全国一级注册建造师(房建)、全国一级注册建造师(市政)、全国招标师职称,历任宁乡经开区规划建设局综合科科长、公司工程部部长等职,现任公司副总经理一职。

公司财务总监欧丽珍女士,1966年11月出生,中共党员,大学文化,会计师职称,历任宁乡花名食品公司主办会计、宁乡玉潭镇文化超市指挥部主办会计、宁乡经开区管理委员会财政局委派会计处处长等职,现为公司财务中心主任。

截至2014年底,公司共有员工45人,其中本科及以上学历人员占80.00%,大专学历人员占17.78%,高中及中专学历人员占2.22%;从年龄结构看,30岁及以下人员占48.89%,30~50岁员工占51.11%。

总体看,公司高管人员具有丰富的工作经验和政府工作背景;公司员工整体素质较高,年龄结构合理,能够满足日常经营管理需要。

3. 政府支持

近年来,公司在资产注入、财政补贴、资本金注入、土地出让收益返还等方面获得宁乡经开区政府的持续支持,对其整体实力形成有力支撑。

(1) 土地资产注入

2012年,根据宁开管函【2012】127号、宁开管函【2012】129号和宁开管函【2012】130号文件,宁乡经开区管委会将25宗土地注入公司,土地性质为划拨地,用途为商业住宅用地、工业用地等,按评估价值入账,会计核算时体现“存货”和“资本公积”科目,入账总价值为14.40亿元。

2013年,根据宁开管函【2013】137号文件,宁乡经开区管委会将67宗土地注入公司,土地性质全部为划拨地,按评估价值入账,会计核算时体现“存货”和“资本公积”科目,入账总价值为26.06亿元。

(2) 补贴收入

根据《湖南宁乡经济开发区管理委员会关于拨付 2012 年土地出让金返还的通知》、《湖南宁乡经济开发区管理委员会关于拨付 2013 年土地出让金返还的通知》、《宁乡经济技术开发区管理委员会关于拨付宁乡经济技术开发区建设投资有限公司 2014 年基础设施建设项目补助资金的决定》、《宁乡经济技术开发区管理委员会关于拨付宁乡经济技术开发区建设投资有限公司 2014 年土地整理补助资金的决定》等文件，宁乡经开区财政对公司进行专项补助，2012~2014 年期间分别补助 1.29 亿元、1.80 亿元和 2.11 亿元，合计 5.20 亿元。会计核算时在营业外收入反映。

(3) 土地出让收益返还

2009 年 12 月 26 日，公司与宁乡经开区管委会签订了《土地整理投资协议》，协议约定，土地整理项目前三年（2010~2012 年）原则上是当年开发完工的土地宁乡经开区管委会评审中心验收后，土地整理投资回报按土地整理投资成本加成 25% 确认收入，三年后（2013 年及以后）按照土地整理投资成本加成 15% 确认收入，实际结算根据湖南宁乡经开区管委会投资评审中心年终核定结果执行。公司与管委会于 2013 年 12 月重新签订的《土地整理投资协议》，自 2014 年起土地整理业务按照土地出让金额扣除相关税费后确认土地开发收入。

(4) 增资

根据《宁乡经济技术开发区管理委员会股东决定》，2014 年公司获得来自宁乡经开区管委会的增资 2.80 亿元，该部分资金已经湖南鹏程有限责任会计师事务所湘鹏程验字【2014】第 0012 号验资报告验证。

整体看，宁乡经开区政府对公司的各项政策支持落实情况较好，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）认为，宁乡经开区政府对公司的持续有效支持，是公司可持续发展的重要保障。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据《公司法》等法律、法规的要求，建立了由董事会、监事会和公司管理层组成的公司治理架构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。

公司不设股东会，由宁乡经开区管委会行使股东会相关职权。

公司设立董事会，是公司经营决策机构，对股东负责，决定公司的经营方针和投资计划；审议批准董事会、监事的报告；审议批准公司的年度财务预算方案和预算方案等。公司董事会由 5 人组成，其中职工代表 1 人。董事由股东委派或更换并由股东委派或更换董事会成员中的职工代表由职工代表大会民主选举或更换。董事每届任期三年。董事会设董事长 1 名，由股东从董事会成员中指定。

公司设立监事会，由 5 人组成。由出资人委派 3 名，职工监事 2 名。监事任期每届为三年。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事会主席由股东在监事中指定。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。总经理对董事会负责。

总体看，公司法人治理结构较简单，符合法律要求，公司运作较为规，能够为公司正常经

营提供保障。

2. 管理水平

公司依照《中华人民共和国公司法》制定了完善的公司治理制度，包括《公司章程》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》等。发行人严格遵守国家法律、法规，维护国家利益和社会公众利益，接受政府和社会公众的监督。发行人设立了较完善的财务会计管理、融资管理、投资管理、对外担保、运营监控管理、二级单位绩效管理、内部审计管理、内审工作操作规程以及“三重一大”决策制度体系，针对各业务领域的不同特点制定了严格的内部控制制度和业务流程，对公司重大事项进行决策和管理。

预算管理制度

为规范公司的预算管理，提高公司财务管理水平，建立、健全内部约束机制，确保集团公司战略目标的实现，根据《公司法》、《企业财务通则》、《企业会计准则》、公司章程及相关法律、法规，公司制定了《宁乡经济技术开发区建设投资有限公司预算管理制度》。预算管理制度对预算管理机构职责、全面预算编制内容、全面预算管理程序进行了具体的规定和规范。

财务管理制度

为规范发行人的财务会计行为，加强财务管理，为确保资金安全及预防腐败，确保国有资产保值增值，根据《中华人民共和国会计法》、《企业会计准则》、《会计电算化管理办法》、《会计基础工作规范》、《内部会计控制规范》等国家有关法律、法规及省市有关主管部门文件规定，结合实际情况，发行人制订了专门的《财务管理制度》、《预算管理制度》、《融资管理制度》等，在财务人员职责分工中将融资、会计核算、资金管理等职责相互分离、相互制约。

投资管理制度

公司投资活动分为政府下达给公司作为年度建设任务的政府项目投资和以市场化方式实现利润最大化的对外经营性投资，公司分别制定了《宁乡经济技术开发区建设投资有限公司政府项目投资管理制度》和《宁乡经济技术开发区建设投资有限公司对外投资管理制度》对这两类投资活动进行规范和管控。政府项目投资管理制度对政府项目投资管理的管理职责、审批决策程序、项目实施过程管理、资金管理、监督管理和责任追究等方面进行了具体的规定。对外投资管理制度对经营性投资活动管理的机构和职责、审批决策程序、项目实施过程管理、投资处置、投资评价、考核与监督等方面做出了详细的规范。

融资管理制度

为加强融资管理和财务监控，降低融资成本，有效防范财务风险，根据《公司法》、《担保法》等法律法规、规范性文件及公司章程的规定，公司制定了相关制度。根据集团年度整体资金计划及建设项目资金需求，公司投融资部与各级子公司负责具体融资工作，使融资工作与资金需求实现对接。

担保制度

根据公司融资管理制度，公司对担保活动进行了如下的规定：（1）公司原则上不向非控股二级单位及公司外其他单位提供担保。如确需对其提供担保，由公司投融资部发起任务对被担保人和担保项目进行审查，并将审查结果提交公司董事会审批。（2）公司对下属全资、控股二级单位提供担保按照公司的担保管理制度相关规定执行。（3）各下属全资、控股二级单位之间不允许私自提供担保，确需相互提供担保的，必须由融资申请单位向公司书面上报融资计划和担保申请，同时抄送公司投融资部对其融资及担保的合理性进行审议。（4）公司有业

务需要时，二级单位应当为公司提供担保。（5）除公司下属全资、控股二级单位申请提供担保外，被担保企业须提供相应的为公司所认可的反担保。

总体看，公司管理比较规范，已建立法人治理结构和系统的经营管理制度。随着公司进一步发展，公司的管理制度将进一步完善。

七、经营分析

1. 经营概况

公司作为宁乡经开区重要的国有资产投资与经营主体，营业收入主要来源于土地开发和基础设施代建业务。2012~2014年，公司营业收入分别为6.38亿元、6.73亿元和9.94亿元，其中受基础设施代建收入增加影响，2014年营业收入大幅增长。

毛利率方面，2012~2014年，公司土地出让业务毛利率有所波动，分别为22.07%、13.04%和19.54%，主要系2014年公司土地开发业务模式发生变化：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开区管委会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。根据公司与管委会于2013年12月重新签订的《土地整理投资协议》，自2014年起土地整理业务按照土地出让金额扣除相关税费后确认土地开发收入。上述土地出让收益返还方式发生改变，带动近三年该板块毛利率波动下降。

近三年，公司基础设施代建业务毛利率分别为100%、100%和4.76%，2014年较上年大幅下降主要系2014年公司代建业务模式发生变化。2014年之前，公司按照投资成本的一定比例确认代建管理费，2013年12月公司与经开区管委会重新签订了《基础设施建设合同》，按照合同约定，公司负责经开区范围内所有基础设施建设任务，项目建设完工并经经开区投资评审中心验收出具报告后，公司按验收项目总造价结转成本，按成本的105%确认基础设施代建收入。2012~2014年，受占比较高的土地开发业务毛利率波动下降以及基础设施代建业务收入确认方式改变影响，近三年公司毛利率持续下降，2014年为13.71%，但整体看公司毛利率水平尚可。

表6 2012~2014年公司营业收入分类情况（单位：万元、%）

项目	2012年			2013年			2014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	47,645.53	74.71	22.07	53,982.59	80.17	13.04	55,721.61	56.06	19.54
基础设施代建	11,996.00	18.81	100.00	13,000.00	19.31	100.00	39,636.31	39.88	4.76
安置房出售	3,974.41	6.23	36.58	--	--	--	3,680.97	3.70	13.38
房租收入	--	--	--	355.89	0.52	100.00	354.47	0.36	100.00
工程施工	155.10	0.24	-1.79	--	--	--	--	--	--
合计	63,771.04	100.00	37.57	67,338.48	100.00	30.29	99,393.35	100.00	13.71

资料来源：公司审计报告

整体看，公司营业收入规模逐年上涨，毛利率下降态势明显。

2. 土地开发业务

按照宁乡县的经济社会发展需要及城市总体规划要求，公司在宁乡经开区范围内进行土地一级开发，主要对经开区范围内集体土地征收、拆迁，对经开区旧城改造土地实施成片整理、土地平整等，公司该项业务在经开区范围内具有垄断性。2012~2014年，公司土地开发收入分

别为 4.76 亿元、5.40 亿元和 5.57 亿元，为公司营业收入最主要来源。

为强化公司自身盈利能力，公司与管委会于 2013 年 12 月 26 日重新签订了《土地整理投资协议》，协议约定自 2014 年起，土地整理投资回报按照土地出让扣除相关税费确认。公司的收入分为两个部分：成本部分和溢价部分，前者为土地开发成本全额返还；对于溢价部分，宁乡县人民政府 2008 年 7 月出具了《宁乡县人民政府关于进一步加强土地管理的通知》（宁政发[2008]29 号文件），根据文件宁乡经开区新增工业用地土地净收益（溢价部分扣除相关税费）100% 返还，综合性用地土地净收益（溢价部分扣除相关税费）由财政按 90% 返还。该协议规定，土地整理投资成本以公司实际发生的成本为基础，由宁乡经开区管委会评审中心年底核算确认，在土地依法出让后，经开区管委会在扣除相应基金后，优先支付土地整理投资成本（投资成本在全额收到土地出让金后一个月内支付完毕），再按照约定比例返还投资回报（投资回报在全额收到土地出让金后三个月内支付完毕）。

表 7 2012~2017 年土地开发情况（单位：亿元、平方米）

科目	2012 年	2013 年	2014 年	合计
实际开发面积	550,096.08	695,431.33	527,674.80	1,773,202.21
经投资评审中心确认的土地投资成本	3.71	4.69	4.48	12.88
确认的土地收入	4.76	5.40	5.57	15.73
科目	2015 年	2016 年	2017 年	合计
计划开发面积	700,000	770,000	847,000	2,317,000
计划投资	5.20	5.80	6.40	17.40

资料来源：公司提供

2012~2014 年，公司实际开发土地 177.32 万平方米，土地投资成本共 12.88 亿元。近三年，土地开发收入分别为 4.76 亿元、5.40 亿元和 5.57 亿元，已到位款项分别为 4.76 亿元、3.33 亿元和 5.57 亿元，体现在“销售商品、提供劳务收到的现金”。2015~2017 年，公司计划开发面积分别为 70.00 万平方米、77.00 万平方米、84.70 万平方米，计划投资共计 17.40 亿元。

截至 2014 年底，公司土地储备 6,236.02 亩，账面价值 68.58 亿元，会计核算时将入账成本在存货科目体现。其中，划拨土地 3,705.28 亩、账面价值 42.02 亿元；自行购入土地 2,530.74 亩，账面价值 26.56 亿元。从土地用途来看，工业用地 1,212.68 亩，价值 2.71 亿元；商业、住宅用地 818.90 亩，价值 13.27 亿元；综合用地 4,204.47 亩，价值 52.60 亿元。

宁乡经开区目前建成面积 20 平方公里，根据园区“十二五”规划及宁规纪（2011）43 号批复，经开区范围将扩至 60 平方公里，合计 6,000,300 平方米，具体范围为：东到浏水河下游河畔，西与益阳接壤，北到双江口镇电前山-茅山坝-清水塘附近，南至城郊医院以南浏水河；远期规划面积为 150 平方公里。

整体看，公司未来待开发的土地规模较大，公司该项业务发展可持续性较强，但公司土地开发收入占比高，土地开发业务易受政府土地出让规划、房地产行情以及宁乡经开区招商引资情况影响，未来该板块收入存在一定不确定性。

3. 基础设施板块

公司根据宁乡县人民政府的统一部署，承担宁乡经开区内的所有基础设施建设，宁乡县人民政府根据国家有关法规和政策授权公司为业主单位建设上述项目，由公司负责项目报建、招投标和项目实施。

公司与经开区管委会签订了《委托代建协议书》，约定由公司负责园区内基础设施项目的

投资管理和建设施工，所有前期投入由公司自筹和贷款解决，并在规定时限内将竣工后的项目交付经开区管委会，管委会审计后经经开区财政局按照审计确认金额支付价款。

2013年12月，公司与经开区管委会重新签订了《基础设施建设合同》，按照合同约定，公司负责经开区范围内所有基础设施建设任务，项目建设完工并经经开区投资评审中心验收出具报告后，公司按验收项目总造价结转成本，按成本的105%确认基础设施代建收入。受此影响，2014年之后该板块毛利率较之前年度大幅下降。

财务核算方面，公司基础设施建设投入成本在资产负债表中反映在“在建工程”科目、现金流量表反映在“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”；2014年以前，项目竣工验收后，按验收项目投资额的一定比例（代建管理费）确认“营业收入”，2014年以后，项目竣工并经经开区投资评审中心验收后，按验收项目成本的105%确认“营业收入”并结转成本。

近年来，公司承接了金洲大道、宁乡大道、三环东路、格力工程、华润土地整理、康师傅土地整理等工程。2012~2014年，公司承建并完成的基础设施项目分别为21个、12个和11个，完成总投资额分别为4.80亿元、8.67亿元和3.77亿元，合计总投资17.24亿元。2012和2013年，公司按投资总额的一定比例确认代建管理费，分别确认收入1.20亿元和1.30亿元，对于项目成本部分，未有明确的回购计划。2014年，根据最新签订的《基础设施建设合同》，明确对项目建设成本进行回购，公司按成本加成5%确认收入，该板块当年收入为3.96亿元。基础设施代建业务回款情况方面，2012年代建管理费已于当年到位，2013年代建管理费已于2014年一季度收回，2014年基础设施建设代建资金预计于2015年一季度收回。总体看，政府回款与实际确认收入有一定时间差，但整体回收较为及时。

表8 2012~2014年公司基建工程项目建设情况（单位：个、万元）

年份	完成项目数量	完成总投资
2012年	21	47,984.00
2013年	12	86,666.67
2014年	11	37,748.87
合计	44	172,399.54

资料来源：公司提供

截至2014年底，公司在建的基础设施代建项目总投资17.87亿元，主要包括宁乡大道北延线、蓝月谷路等项目，截至2014年底已投资10.47亿元，2015~2017年预计分别投资4.36亿元、2.52亿元和0.52亿元。

表9 截至2014年底公司重点在建及拟建项目情况（单位：亿元、年）

在建项目					未来计划投资金额		
项目名称	项目概况	总投资	截至2014年底累计投资额	工程周期	2015年	2016年	2017年
宁乡大道北延线	城市二级次干道	2.20	0.45	20.45	1.00	0.75	0.00
茶亭寺路	城市二级次干道	1.72	1.55	90.12	0.17	0.00	0.00
蓝月谷路	城市二级次干道	1.94	1.75	90.21	0.19	0.00	0.00
六路提质改造	创业大等提质改造	1.20	0.8	66.67	0.40	0.00	0.00
谐园北路	城市二级次干道	2.05	1.05	51.22	0.50	0.50	0.00
路网工程建设	城市二级次干道	4.99	3.25	65.13	1.00	0.50	0.24
永佳路	城市二级次干道	1.71	0.94	54.97	0.50	0.27	0.00

金洲西线改造	城市二级次干道	2.06	0.68	33.01	0.60	0.50	0.28
小计		17.87	10.47		4.36	2.52	0.52
拟建项目				未来计划投资金额			
项目名称	项目概况	总投资	工程周期	2015年	2016年	2017年	
玉屏山国际产业城	包括孵化器(厂房)、产学研基地、商业配套用房、物流中心、物管中心、辅助用房等。	4.21	2	1.00	3.21	--	
示范园一期工程	包括厂房、仓库、科研楼、办公楼、基础配套设施等	16.19	3	5.67	7.00	3.52	
玉屏大道	起于三环东路至于石长铁路,全长 2,515 米,路幅宽 29 米	0.98	3	0.30	0.30	0.38	
创业科技中心	综合服务大楼、工人文化宫以及会展中心等。	5.80	3	1.20	1.80	1.80	
永佳西路	东起宁乡大道,西至规划花明北路,线路全长约 17,33 米,路幅宽 40 米	1.00	2	0.30	0.70	0.00	
花明北路	起于石长铁路,止于长益高速,全长 2,500 米,路幅宽 40 米	1.20	3	0.36	0.50	0.34	
合计		29.83	--	8.83	13.51	6.04	

资料来源：公司提供

拟建项目方面，公司未来拟建项目包括玉屏山国际产业城、玉屏大道、花明北路等项目，项目资金来源于自筹和外部融资，预计总投资 29.83 亿元，2015~2017 年预计投资分别为 8.83 亿元、13.51 亿元和 6.04 亿元。

总体看，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的唯一主体，业务来源较有保障。考虑到公司在建、拟建项目尚需持续投资，并且未来储备项目较多、投资规模较大，公司存在一定的投资压力，具有一定的对外融资需求。

4. 安置房出售

保障性住房和安居工程建设方面，公司根据园区建设及入园企业入住情况，建设相应的保障性住房或安置房，并通过出租、销售等方式获取相关收益。公司子公司长沙瑞达置业有限公司为该板块投资建设主体。

2012 年，公司共完成 600 户安置房和 800 套公租房建设。2013~2014 年，完成旺宁新村一期 440 套房屋，已安排入住 167 户，二期五栋房屋主体已完工，共 504 套。

截至 2014 年底，公司在建的安置房项目主要为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，该项目规划总面积 143,600 平方米，主要建设内容为公租房、商业配套、幼儿园、地下车库及人防工程，总投资为 9.74 亿元，截至 2014 年底已投资 5.84 亿元，2015~2016 年预计投资分别为 1.50 亿元和 2.40 亿元，项目收入来源主要为租金收入、BT 回购收入以及商业配套出售收入。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 16.75 亿元，BT 协议约定：在 2015 和 2016 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 2017~2021 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，2022 和 2023 年年内分别向公司支付代建偿付资金 2 亿元和 1.75 亿元。截至目前，该板块收入主要来自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一期工程的出售和出租收入，BT 回购款尚未支付。

公司拟建项目为江南安置小区，总投 1.2 亿元，项目资金来源于自筹和外部融资，项目建设内容包括 4 栋 18 层的安置房，并配套部分商铺及商品房，该项目未来收益来源于出售与商铺出租。

未来，宁乡经开区对于拆迁安置将以货币安置为主，公司安置房建设业务将逐步缩减。

表 10 截至 2014 年底公司重点在建及拟建安置房项目情况 (单位: 亿元)

在建项目					未来计划投资金额		
项目名称	项目概况	总投资	2014 年底累计投资额	工程周期	2015 年	2016 年	2017 年
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	公租房、商业配套等	9.74	5.84	4 年	1.50	2.40	0.00
拟建项目					未来计划投资金额		
项目名称	项目概况	总投资	工程周期		2015 年	2016 年	2017 年
江南安置小区	4 栋 18 层的安置房	1.20	3 年		0.36	0.50	0.34

资料来源: 公司提供

5. 其他业务

公司房租收入占比较小, 主要来自于创业大楼和标准厂房的出租收入。创业大楼可出租面积 8,033 平米, 2014 年实现收入 241.4 万元, 出租比率为 50%; 标准厂房可出租面积 4,708 平米, 2014 年实现收入 113.07 万元, 出租率为 100%。

2012 年, 公司工程施工 155.10 万元, 主要系公司承接部分道路绿化、亮化工程, 后因政府规划将该业务调整至其他公司承接, 导致 2013 和 2014 年该板块无收入。

整体看, 公司其他业务收入规模较小, 波动较大, 对公司的利润影响有限。

6. 未来发展

“十二五”期间, 公司将始终坚持园区“科技兴园、产业强园、和谐促园”战略指导, 以“五年五十亿, 跻身五十强”为总体目标, 按照“依托长沙, 呼应益阳, 北拓西联, 提质内核”发展战略, 新修主干道 30 公里、改造主干道 10 公里, 新建保障性住房 60 万平方米, 奋力推进大规划、大投入、大配套的现代园区大格局。

2015 年是“十二五”规划和“十三五”规划的衔接年, 也是公司转型、经营模式革新的关键之年, 2015 年具体发展规划如下:

土地一级开发方面, 2015 年着重推出船形山 CBD 板块、宁乡大道格力区域板块, 力争对大宗土地出让实现突破; 2015 年将对东升路两厢地块、旺宁新村周边地块、蓝月谷小学周边地块等零星优质用地进行归集, 在做实顺泰公司资产的前提下, 为后期开发储备土地资源。

土地类二级市场开发方面, 2015 年着重推进蓝色港湾和玉屏山产业城两大项目, 以江南小区 A 栋、旺宁新村内街门面为辅, 形成稳步推进的二级市场开发态势。其中计划蓝色港湾完成 15#栋及地下室的建设、玉屏山国际产业城完成建设, 并争取在二级市场上完成 7,000 万的销售业绩。

整体来看, 公司目前业务运营良好, 公司长远发展目标清晰。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

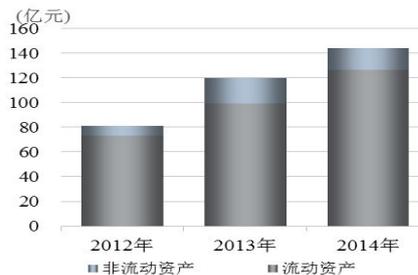
公司提供的 2012~2014 年度财务报表由中审华寅五洲会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告。在 2012~2014 年期间, 公司合并范围没有发生变化, 下设长沙瑞达置业有限公司 1 家全资子公司(注册资本 500 万元)。近三年, 公司合并范围有一定的变化, 不过合并范围规模较小, 整体看公司财务数据可比性较强。

截至 2014 年底，公司资产总额 144.03 亿元，所有者权益 92.08 亿元；2014 年全年实现营业收入 9.94 亿元，净利润 2.76 亿元。2014 年，公司经营活动现金流量净额为 0.57 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.80 亿元。

2. 资产质量

近年来，随着宁乡经开区的不断发展，公司业务规模不断扩大，资产总额逐年增长。2012~2014 年，公司资产总额年均复合增长 33.18%。截至 2014 年底，公司资产总额 144.02 亿元，其中流动资产占比 88.04%，非流动资产占比 11.96%，公司资产结构以流动资产为主。

图 1 截至 2014 年底公司资产构成

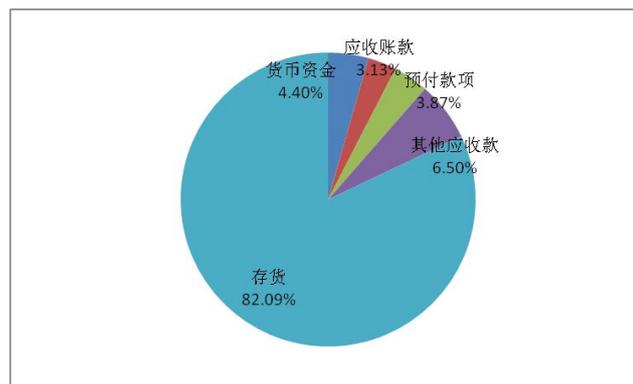


资料来源：公司审计报告

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产大幅增长，年复合增长率为 31.56%。截至 2014 年底，公司流动资产为 126.80 亿元，同比增长 27.59%，增长主要系货币资金、存货和其他应收款的增加。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成，占比分别为 4.40%、3.13%、3.87%、6.50%和 82.09%。

图 2 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金波动上升，年均复合增长 51.48%。截至 2014 年底，公司货币资金 5.59 亿元，较上年末增长 213.39%，主要系借款和财政往来增加所致。截至 2014 年底，公司货币资金主要是银行存款。其中 3.50 亿元货币资金已质押，2.50 亿元于 2017 年底解质押，1.00 亿元将于 2016 年底解质押。公司实际可调用资金为 2.09 亿元。

2012~2014 年，公司应收账款逐年增长，年均复合增长 845.63%。截至 2014 年底，公司应收账款 3.97 亿元，较上年末增长 91.94%，主要系应收宁乡经开区管委会的项目款增长所

致。其中款项账龄在 1 年以内。截至 2014 年底，公司应收账款中宁乡开发区管委会占比 99.89%，集中度较高。

表 11 截至 2014 年底公司应收账款构成（单位：万元）

单位名称	欠款金额	欠款时间	款项性质
宁乡经济技术开发区管理委员会	39,636.31	2014	项目款
湖南省送变电建设公司	35.79	2014	项目款
宁乡中湘软包装有限公司	8.00	2014	项目款
合计	39,680.10	--	--

资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 26.59%。截至 2014 年底，公司其他应收款为 8.25 亿元，较上年末增长 144.11%，主要系往来款项增长所致。其中 6.62 亿元的其他应收款均为与宁乡经开区及其下属单位的应收款（资金往来由政府部门指令安排），其余少量款项为公司与部门民营施工企业发生的往来款。

表 12 截至 2014 年底公司其他应收款前五名（单位：万元、%）

单位名称	欠款金额	款项性质	占比
宁乡经济技术开发区管理委员会	65,679.34	往来款项	79.66
党校地块旧城改造小组	8,890.15	往来款项	10.78
长沙湘润房地产开发有限公司	2,729.71	往来款项	3.31
宁乡经济技术开发区财政局	551.14	往来款项	0.67
任朝辉	500.00	往来款项	0.61
合计	78,350.34	--	95.02

资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司应收宁乡经开区及其下属相关机构款项共计 10.59 亿元，其中应收宁乡经开区管委会基础设施代建收入 3.96 亿元，应收宁乡经开区管委会和宁乡经开区财政局的往来款 6.62 亿元。为确保公司上述应收政府款项资金的有效兑付，保障公司的正常运营和正当利益，宁乡县人民政府出具《关于宁乡经济技术开发区建设投资有限公司应收政府款项资金兑付的通知》（宁政函【2015】019 号），计划于三年内将所有款项兑付完毕。根据该说明，2015~2017 年宁乡经开区管委会分别偿还应收款项 3.20 亿元、3.00 亿元和 4.39 亿元，合计 10.59 亿元。偿还资金主要来源于宁乡经开区内新增建设用地的出让净收益。宁乡经开区管委会计划将 973.15 亩综合用地陆续进行出让，并以土地出让净收益偿付公司应收政府款项。2015~2017 年，经开区管委会预计分别出让土地 289.84 亩、251.24 亩、432.07 亩。参考市场价格，保守估计上述土地价格为 150 万元/亩，以上土地挂牌出让总收入预计为 14.60 亿元，按总收入的 8%扣除土地开发成本，以及 12%扣除法律规定上缴国家的以后，土地净收益合计 11.17 亿元，2015~2017 年土地净收益分别为 3.48 亿元、3.01 亿元和 5.18 亿元，能够覆盖当年偿付公司应收政府的款项。若土地市场发生波动，相关土地未按照计划出让，宁乡经开区管委会将根据实际情况，安排其他资金拨付，以确保对公司欠款的支付。

2014 年，公司新增预付款项 4.91 亿元，全部系公司对经开区内招商引资企业进行先期项目建设所支付的项目款，单笔预付款项最大的为对湖南湘荣建筑工程有限公司宁乡区创业服务中心项目部，金额为 1.53 亿元。其余预付款单笔金额均较小。

2012~2014 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 25.93%。截至 2014 年底，公司存货为 104.09 亿元，主要由工程施工成本（22.29 亿元）、土地开发成本（13.22 亿元）和土地

资产（68.58 亿元）构成。工程施工和土地开发成本即为公司在宁乡经开区范围内进行土地整理的相关业务成本，在结转收入之前先以存货入账。公司土地类资产包含 157 宗地块。从宗地性质看，划拨地 110 宗，3,705.28 亩，账面价值 42.02 亿元，出让地 2,530.74 亩，账面价值 26.56 亿元；从宗地用途看，主要为商业用地、商住用地、工业用地和综合用地等。截至 2014 年底，公司土地资产共 68.58 亿元，其中已用于抵质押的土地资产 57.89 亿元，占土地总资产的 84.41%，抵押率高，一定程度上影响了公司土地资产变现。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长 47.38%。截至 2014 年底，公司非流动资产 17.22 亿元，较上年末下降 16.74%，主要系在建工程减少所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 4.93%）、长期股权投资（占 11.61%）、固定资产（占 9.98%）和在建工程（占 73.46%）构成。

2014 年，公司新增长期股权投资 2.00 亿元，系公司对长沙格湘家电产业园投资有限公司的投资，公司股权占比 22.22%。

2012~2014 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 0.18%。截止 2014 年底，公司固定资产净额 1.72 亿元，较上年末增长 5.80%，主要系房屋、建筑物增长所致。其中以房屋及建筑物为主（1.66 亿元）。

2012~2014 年，公司在建工程波动增长，年均复合增长 51.51%。截至 2014 年底，公司在建工程为 12.66 亿元，较上年末下降 30.51%，主要系基础设施建设结转成本导致在建工程减少所致。公司在建工程中的项目主要为经开区内的基础设施建设项目以及针对不同招商引资企业进行的先期厂房或其他项目建设。2014 年，公司在建工程有较大额度减少系部分基础设施建设项目完工交付，结转成本。

总体来看，公司资产以流动资产为主，存货占比大且存货中的土地资产抵押率高，资产流动性较弱；往来借款对公司资金形成一定的占用，公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 26.48%。公司所有者权益的增长主要系实收资本、资本公积和未分配利润的增加。截至 2014 年底，公司所有者权益 92.08 亿元，主要由实收资本（占比 4.34%）、资本公积（占比 81.30%）、未分配利润（占比 12.96%）和盈余公积（占比 1.40%）构成。公司实收资本增长系 2014 年宁乡经开区管委会对公司增资至 4.00 亿元所致，已经湖南鹏程有限责任公司会计师事务所出具湖鹏程验字【2014】第 0012 号验资报告验证。公司资本公积在 2012~2013 年大幅增长 53.40%，主要系公司收到划拨入账土地所致，该部分土地资产已经北京北方亚事资产评估有限责任公司出具北方亚事评报字【2013】第 255 号评估报告认定。

总体来看，公司近年来所有者权益快速增长主要系获得来自经开区管委会的各方面支持，公司所有者权益整体较为稳定。

负债

随着公司业务的扩张，公司负债规模也随之增长。2012~2014 年，公司负债年均复合增长 48.24%。截至 2014 年底，公司负债合计 51.95 亿元，较上年末增长 54.84%，主要系非流动资产增长所致。其中流动负债占 36.11%，非流动负债占 63.89%，公司负债结构以非流动

负债为主。

近三年，公司流动负债规模逐年增长，年均复合增长 8.18%。截至 2014 年底，流动负债合计 18.76 亿元，较上年末增长 4.26%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要为短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债。

2012~2014 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 45.94%。截止 2014 年底，公司短期借款 2.75 亿元，较上年末下降 7.43%。其中抵押借款 1.65 亿元，质押借款 1.10 亿元。抵押资产为公司土地资产，质押资产为定期存单。

2012~2014 年，公司预收账款大幅波动下降，年均复合下降 50.49%。近三年，公司预收账款分别为 4.05 亿元、61.79 万元和 0.99 亿元，2012 年主要系预收经开区管委会的工程款和土地款，导致当年预收账款规模较大。截至 2014 年底，预收账款 0.99 亿元，较上年末增长 159.76 倍主要系预收土地定金所致。账龄在 1 年以内的占比 99.69%。截至 2014 年底，公司预收账款主要为预收湖南湘粮食品科技有限公司、隔离暖通制冷设备有限公司、长沙商业物流有限公司的预收土地定金。

2012~2014 年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降 13.41%。截至 2014 年底，公司其他应付款 5.57 亿元，较上年末下降 51.17%，主要系公司支付往来款、工程质保金等款项所致。公司其他应付款的性质均为往来借款。公司其他应付款应付的前五名合计占其他应付款总额的 68.34%，集中度较高。

2012~2014 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 108.83%。截至 2014 年底，公司非流动负债 33.19 亿元，较上年末增长 113.34%，主要系长期借款和应付债券增加所致。其中长期借款占 63.45%，应付债券占 36.16%。

2012~2014 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 66.36%。截至 2014 年底，公司长期借款 21.06 亿元，较上年末增长 37.30%，主要系抵质押借款增长所致。公司长期借款全部为公司土地资产抵押。

2014 年，公司新增应付债券 12.00 亿元，主要系公司于 2014 年新发行的债券“14 宁经开债”（批准文号：发改财金【2014】459 号）。

2012~2014 年，受到宁乡经开区快速发展的影响，公司有息债务逐年快速增长，年均复合增长 119.09%。2012 年~2013 年，公司债务全部为单一融资形式的抵质押借款，分别为 8.90 亿元和 21.15 亿元；2014 年公司 有息债务为 42.73 亿元，较上年末增长 102.03%，主要系公司发行了 12 亿元债券导致债务规模快速增加所致。截至 2014 年底，公司短期债务 9.67 亿元，长期债务 33.06 亿元。

从债务指标来看，截至 2014 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 36.07%、26.42%和 31.70%。公司债务负担逐渐增加，整体较低。

总体来看，公司债务结构以长期债务为主，受经开区建设推动，公司外部筹资规模快速扩大，其整体债务负担逐年上升，但仍处于适宜水平。

4. 盈利能力

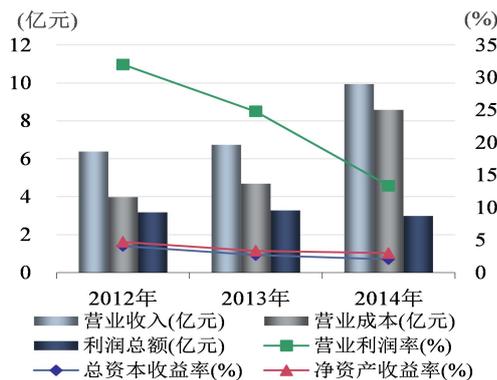
2012~2014 年，公司分别实现主营业务收入 6.38 亿元、6.73 亿元和 9.94 亿元，以土地开发和基础设施代建业务的收入为主，安置房及房租收入为辅。公司于 2014 年度产生的基础设施代建业务收入较上年有较大幅度增长，主要系公司调整入账方式所致，在基础设施代建项目完工移交后将相关的成本和收入一并入账（导致公司在建工程科目的减少），而 2013

年及之前年度，公司仅将代建发生的管理费收入入账，并未将相关的成本入账。

从期间费用来看，公司的期间费用主要为管理费用支出，近三年期间费用率逐年上升。2012~2014年，公司费用总额分别为0.17亿元、0.26亿元和0.48亿元，占比较大的是管理费用。同期，公司费用收入比分别为2.60%、3.87%和4.80%，公司期间费用的控制能力较好。

2012~2014年，公司分别获得政府补助收入1.29亿元、1.80亿元和2.11亿元，其中各年度补贴中以土地整理补贴为主，分别为0.96亿元、1.80亿元和1.23亿元。同期公司实现利润总额3.18亿元、3.28亿元和2.99亿元，公司利润总额对政府补贴依赖性较大。

图3 2012~2014年公司营业收入及盈利情况



资料来源：公司审计报告

从各项盈利指标来看，2012~2014年，公司营业利润率分别为31.99%、24.79%和13.34%，逐年下降。2014年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为2.52%、2.49%和3.09%，均较上年下降，公司盈利能力下降。公司盈利能力较弱。

总体来看，随着宁乡经开区的不断发展，公司土地开发业务和代建业务收入有望持续增长，且未来增长空间较大；公司盈利能力较弱，政府补助对利润总额形成良好支撑。

5. 现金流

经营活动方面，2012~2014年，公司经营活动现金流入量分别为16.12亿元、14.44亿元和64.67亿元，其中公司收到的其他与经营活动有关的现金分别为6.59亿元、10.87亿元和56.92亿元，主要为补贴收入、往来款、银行存款利息收入、工程履约保证金等。2014年收到其他与经营活动有关的现金大幅增加主要系收往来款增加所致。2012~2014年，公司经营活动现金流出量分别为15.53亿元、13.52亿元和64.10亿元，主要系购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金。公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为10.64亿元、8.05亿元和20.84亿元，远超其销售商品、提供劳务收到的现金，可看出公司目前在加大投资力度进行建设但并未及时确认为收入。公司支付的其他与经营活动有关的现金分别为3.62亿元、4.05亿元和40.32亿元，主要往来款、工程履约保证金、运营支出及其他等往来款项，2014年大幅增加主要系往来款增加影响；公司经营活动产生的现金流净额分别为0.59亿元、0.92亿元和0.57亿元。从收现质量来看，近三年的现金收入比分别为149.37%、53.06%和77.98%，从指标看，近年来公司收现质量一般，并且波动较大。

图 4 2012~2014 年公司现金流情况



资料来源：公司审计报告

投资活动方面，2012~2014 年，公司的投资活动现金流入规模较小。在流出方面，主要体现为构建固定资产、无形资产等支付的现金，分别为 1.21 亿元、12.47 亿元和 5.11 亿元，2013 年大量流出主要系在建工程投入较大所致；2014 年公司发生投资支付的现金 2.00 亿元，系新增对长沙格湘家电产业园投资有限公司的投资，体现在长期股权投资科目。

筹资活动方面，2012~2014 年，公司筹资活动现金流入量分别为 5.48 亿元、15.98 亿元和 32.25 亿元，主要系取得借款和发债收到的现金；2012~2014 年筹资活动现金流出分别为 2.84 亿元、5.01 亿元和 21.96 亿元，2012 年和 2013 年主要为偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金，2014 年则主要体现为支付的其他与筹资活动有关的现金，系偿还偿还“14 宁经开债”募投项目工程款、拆借款、金融机构借款等款项。2012~2014 年，公司筹资活动现金流净额分别为 2.64 亿元、10.97 亿元和 10.29 亿元。

总体来看，公司经营活动的收现质量目前处于较低水平，投资需求逐年递增，经营和投资活动需要外部资金进行平衡，公司有一定的外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年，公司流动比率持续上升，速动比率波动上升，2014 年公司的流动比率和速动比率分别为 6.76 倍和 1.21 倍，均较上年有所增加。公司近三年的经营现金流流动负债比分别为 3.70%、5.14%和 3.02%，经营活动现金流有所波动且对流动负债的保障能力较弱。2012~2014 年，公司现金短期债务比分别为 1.88 倍、0.31 倍和 0.58 倍。总体来看，公司短期偿债能力较较差。

从长期偿债能力指标看，2012~2014 年，公司资产负债率分别为 29.11%、27.94%和 36.07%，波动上升。同期公司 EBITDA 分别为 3.27 亿元、3.28 亿元和 2.99 亿元，波动下降，年均复合增长 1.67%。2014 年，公司的 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占比 8.77%）和利润总额（占比 88.28%）构成。2014 年，公司的 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 11.40 倍和 0.08 倍。EBITDA 对利息的保护能力较强，对全部债务的保护能力较弱。考虑到公司的区域地位以及经开区政府对公司在土地资产注入、土地出让收益返还、财政补贴等方面的支持，整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2014 年底，公司合计对外担保 5.50 亿元，担保比率 5.97%，为对长沙市地区内热电、建筑、加工及投资等企业的担保。截至目前，被担保企业经营情况正常。整体看，公司或有负债风险较小。

截至 2014 年底，公司共获得银行授信总额 30.41 亿元，已使用授信额度 27.77 亿元，公司

间接融资渠道有待拓宽。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1043012400039800U），截至 2015 年 11 月 13 日，公司有已结清的不良类贷款 1 笔，关注类贷款 1 笔，关注类票据贴现 1 笔。根据中国农业银行股份有限公司宁乡县支行提供的证明，上述不良和关注类贷款均系系统错误或客户经理延迟处理导致，并且上述款项均已正常收回。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及宁乡经开区的财力状况和对公司的各项支持综合判断，公司整体抗风险能力强。

九、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券对公司现有债务的影响

本次债券发行额度 15 亿元，占 2014 年底公司长期债务的 45.37%，占公司全部债务的 35.10%。本次债券发行规模较大，对公司整体债务结构影响大。

截至 2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 36.07%、31.70%和 26.42%。以 2014 年底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本次债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 42.10%、38.54%和 34.29%，公司债务负担将有所加重，但仍处于适宜水平。

2. 本次企业债偿还能力分析

2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 16.12 亿元、14.44 亿元和 64.67 亿元，分别为本次债券发行额度的 1.07 倍、0.96 倍和 4.31 倍；公司经营活动产生的现金净流量分别为 0.59 亿元、0.92 亿元和 0.57 亿元，分别为本次债券发行额度的 0.04 倍、0.06 倍和 0.04 倍；公司 EBITDA 分别为 3.27 亿元、3.47 亿元和 3.38 亿元，分别为本次债券发行额度的 0.22 倍、0.23 倍和 0.23 倍。

考虑到本次债券自发行后第三年，每年偿还本金的 20%，即 3.00 亿元，则 2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为分期偿还本金的 5.37 倍、4.81 倍和 21.56 倍；公司经营活动产生的现金净流量分别为分期偿还本金的 0.20 倍、0.01 倍和 0.19 倍；公司 EBITDA 分别为分期偿还本金的 1.09 倍、1.16 倍和 1.13 倍。

整体看，公司经营活动现金流入量对本次债券分期偿还的本金保障能力强，EBITDA 对分期偿还本金的保障能力尚可。

3. 募投项目收益

示范园一期工程项目建成后的收入来源主要是：厂房、仓库的销售收入；科研楼、办公楼的出租收入。根据《宁乡经济技术开发区建设投资有限公司公司债券募投项目收益测算报告》，本次债券存续期内，预计收入合计 165,463.06 万元。其中厂房销售收入预计为 58,834.40 万元，仓库销售收入预计 100,430.78 万元，办公楼出租收入预计 3,098.94 万元，科研楼出租收入预计 3,098.94 万元。

玉屏山产业城工程项目建设及建成后的收入来源主要是：项目收入为房屋销售收入和经营（租金）收入。根据《宁乡经济技术开发区建设投资有限公司公司债券募投项目收益测算报告》，在本次债券存续期内，预计收入合计 56,122.06 万元。其中产学研基地销售收入预计为 8,879.83 万元，商业配套用房销售收入预计为 4,255.14 万元，物流中心销售收入预计 1,842.50 万元，停车位销售收入预计 2,568.00 万元。孵化器出租收入预计 37,989.82 万元，辅助用房出租收入预计 586.77 万元。

上述募投项目在本次债券存续期内预计产生收入合计 22.16 亿元（详见表 10），为项目合计总投资的 1.09 倍；募投项目收益对本次债券（15 亿元）的覆盖倍数为 1.48 倍。假设本次债券于 2016 年成功发行，以 7% 利率测算，本次债券本息合计 20.25 亿元，募投项目收益对本次债券本息的覆盖倍数为 1.09 倍。分年度看，由于募投项目销售收入集中于前期，2017 和 2018 年，募投项目收入对当期应付利息的保障程度较好；而自 2019 年起开始偿付本金，并且产学研基地、商业配套用房、物流中心均已销售完毕，后期整体收入水平下滑明显，2019~2023 年，募投项目收入均不能覆盖当期本息之和，需使用之前年度募投项目结余收益或调配公司其他日常经营收入进行补足。

整体看，募投项目收益对本次债券的安全偿付提供了一定保障，但项目收益对本次债券单年保障程度波动性较大，存在一定不匹配性。

表 13 本次募投项目收入测算和本次债券还本付息情况（单位：年、万元）

项目名称	合计	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
经营（出租）收入	44,774.47	5,508.49	6,544.33	6,544.33	6,544.33	6,544.33	6,544.33	6,544.33
办公楼	3,098.94	238.38	476.76	476.76	476.76	476.76	476.76	476.76
科研楼	3,098.94	238.38	476.76	476.76	476.76	476.76	476.76	476.76
孵化器	37,989.82	4,955.20	5,505.77	5,505.77	5,505.77	5,505.77	5,505.77	5,505.77
辅助用房	586.77	76.53	85.04	85.04	85.04	85.04	85.04	85.04
销售收入	176,810.65	65,325.02	47,779.55	15,926.52	15,926.52	15,926.52	15,926.52	15,926.52
厂房	58,834.40	17,650.32	17,650.32	5,883.44	5,883.44	5,883.44	5,883.44	0.00
仓库	10,043.78	30,129.23	30,129.23	10,043.08	10,043.08	10,043.08	10,043.08	0.00
产学研基地	8,879.83	8,879.83	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
商业配套用房	4,255.14	4,255.14	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
物流中心	1,842.50	1,842.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
停车位	2,568.00	2,568.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
收入合计	221,585.12	70,833.51	54,323.88	22,470.85	22,470.85	22,470.85	22,470.85	6,544.33
债券本金	150,000.00	150,000.00	150,000.00	120,000.00	90,000.00	60,000.00	30,000.00	--
还本金额	150,000.00	--	--	30,000.00	30,000.00	30,000.00	30,000.00	30,000.00
付息金额	52,500.00	10,500.00	10,500.00	10,500.00	8,400.00	6,300.00	4,200.00	2,100.00
支付总额	202,500.00	10,500.00	10,500.00	40,500.00	38,400.00	36,300.00	34,200.00	32,100.00
覆盖倍数	1.09	6.75	5.17	0.55	0.59	0.62	0.66	0.20

资料来源：《宁乡经济技术开发区建设投资有限公司公司债券募投项目收益测算报告》，联合评级整理

注：假设本次债券于 2016 年发行，2017 年起付息，债券利率按 7% 估算。

十、债权保护条款分析

1. 本金提前偿还条款

本次债券设置本金提前偿还条款，在债券存续期的第3、4、5、6、7年末逐年分别按照债券发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金。设置提前分期偿付本金，有效缓解了本次债券的集中偿付压力。

2. 第三方担保

中债增进为本次债券的还本付息提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

中债增进为本次债券出具了担保函（YW[2015]021（1）号）。根据《担保函》，担保人在该担保函中承诺，对本次债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。在债券到期时，如公司不能全部兑付债券本息，担保人应主动承担担保责任，将债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他依法应支付的费用划入债券登记托管机构或主承销人指定的账户。债券持有人可分别或联合要求担保人承担保证责任。承销商有义务代理债券持有人要求担保人履行保证责任。

中债增进成立于2009年9月，由中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）联合6家银行间市场成员单位共同发起设立，注册资本60亿元，均为货币出资，股东及持股情况见表11。中债增进是国内首家专业债券信用增进机构，业务接受中国人民银行监管。

表 14 中债增进股权结构

序号	股 东	出资金额 (亿元)	持股比例 (%)
1	中国石油天然气集团公司	9.90	16.50
2	国网英大国际控股集团有限公司	9.90	16.50
3	中国中化股份有限公司	9.90	16.50
4	北京国有资本经营管理中心	9.90	16.50
5	首钢总公司	9.90	16.50
6	中银投资资产管理有限公司	9.90	16.50
7	中国银行间市场交易商协会	0.60	1.00
合 计		60.00	100.00

资料来源：中债增进2012年审计报告

中债增进经营范围：企业信用增进服务；信用增进的评审、培训、策划、咨询、技术推广；信用产品的创设和交易；资产投资；资产受托管理；投资策划、投资咨询；经济信息咨询；人员技术培训；会议服务。

经联合评级评定，中债增进主体长期信用等级为AAApi，该评级结论反映了中债增进的综合代偿能力极强，风险很小。中债增进为本次债券提供的担保有效增强了本次债券偿付的安全性。

3. 专项账户及银行监管

为规范本次债券募集资金的管理和使用，公司拟在监管银行的营业机构开立募集资金专项账户，用于管理全部募集资金。公司与上海浦东发展银行股份有限公司长沙分行（监管银行）（以下简称“浦发银行长沙分行”）、华夏银行股份有限公司长沙分行（以下简称“华夏银行

长沙分行”) 签署《募集资金专项账户监管协议》，公司按照约定将募集资金存入专户。公司使用专户内的资金时，应向监管银行发出加盖财务印鉴章、公司法人代表私章、财务负责人私章的划款凭证，划款凭证需包括付款金额、付款日期、付款人名称、付款账号、收款人名称、收款账号、收款人开户行和付款人附言等内容。当公司调用专户内的资金专项用于《募集说明书》约定的募投项目或者经依法定程序变更后的其他募集资金投资项目时，公司应向监管银行提供由公司董事会作出的最近一期使用募集资金的计划，且该次调用需符合该使用计划。

为了保证本次债券本息的按期足额偿还，公司建立专项偿债资金账户，通过对该账户的专项管理，提前准备本次债券的到期应付本息，按约定偿付本次债券本息，为本次债券的如期足额偿付提供了切实保障。按照公司与浦发银行长沙分行签署的《偿债资金专项账户监管协议》，公司将在浦东银行长沙分行开立偿债账户。本次债券偿债资金来源为公司日常经营所产生的现金流和项目经营现金流等，专户内的资金专项用于本次债券的本金兑付和支付债券利息以及银行结算费用，在偿付当年应付的全部本息后（不限于本协议项下监管的偿债资金本息），公司可在保证资金安全、保值的基础上使用其余额。

《偿债资金专项账户监管协议》明确约定，在本次债券存续期内，公司应于每年度付息日、本金兑付日前（付息日和本金兑付日参照债券募集说明书）10 个工作日将偿债资金存入专户。在本次债券还本付息日前 10 个工作日内，如专户内资金数额不足以支付当期本息，监管银行应在 1 个工作日内书面通知发行人。公司在接到通知后，将通过出售短期投资和票据，使用银行贷款，出售存货或其他流动资产以获得足额资金来弥补差额；专户账户未能完全补足前；公司将暂缓重大对外投资、收购兼并等资本性支出项目的实施；调减或暂缓发放高级管理人员的奖金，以确保本次债券当期应付本息能够完全偿付。

十一、结论

宁乡经开区近年来快速发展，财政实力稳步提升，为公司的经营发展提供了良好的外部环境。

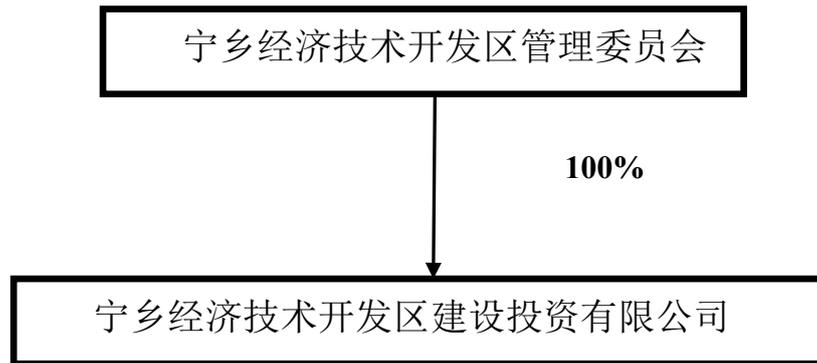
公司是宁乡经开区唯一的城市基础设施投资建设和土地整理开发的实体，在土地划拨及财政补贴等方面得到宁乡经开区管委会的大力支持。公司资产以流动资产为主，存货占比大，资产流动性偏弱；往来借款对公司资金形成一定的占用；非流动资产中在建工程中项目成本结转日期不确定。公司整体资产质量一般，盈利能力偏弱。

未来随着宁乡经开区开发进度的逐步推进和招商引资企业不断增多，公司整体收入水平有望得到提升；经开区不断增强的财政实力及其对公司持续的支持也有助于支撑公司的整体偿债能力。

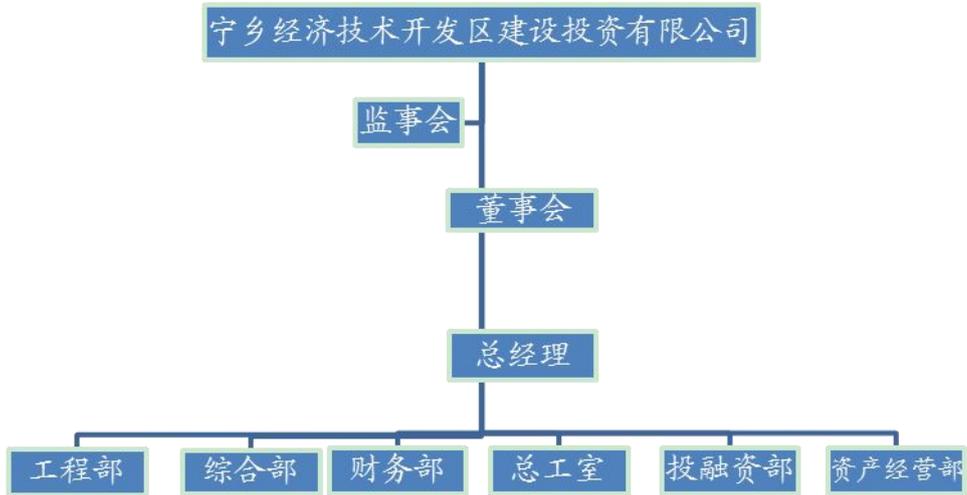
本次债券设置提前还本条款，有效降低了本金集中偿付压力；募投项目收益对本次债券的安全偿付提供了一定保障；本次债券由中债增进提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保实力极强，有效提升了本次债券本息偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用状况、本次债券偿还能力及担保方担保实力的综合评估，联合评级认为，公司本次债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 3 宁乡经济技术开发区建设投资有限公司
2012 年~2014 年主要财务指标
(单位: 人民币亿元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额	81.20	120.07	144.03
所有者权益	57.56	86.52	92.08
短期债务	1.29	5.81	9.67
长期债务	7.61	15.34	33.06
全部债务	8.90	21.15	42.73
营业收入	6.38	6.73	9.94
净利润	2.71	2.90	2.76
EBITDA	3.27	3.47	3.38
经营性净现金流	0.59	0.92	0.57
应收账款周转次数 (次)	--	6.38	3.29
存货周转次数 (次)	--	0.06	0.09
总资产周转次数 (次)	--	0.07	0.08
现金收入比率 (%)	149.37	53.06	77.98
总资本收益率 (%)	--	3.45	2.52
总资产报酬率 (%)	--	3.36	2.49
净资产收益率 (%)	--	4.03	3.09
营业利润率 (%)	31.99	24.79	13.34
费用收入比 (%)	2.60	3.87	4.80
资产负债率 (%)	29.11	27.94	36.07
全部债务资本化比率 (%)	13.40	19.64	31.70
长期债务资本化比率 (%)	11.68	15.06	26.42
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.37	0.16	0.08
流动比率 (倍)	4.57	5.52	6.76
速动比率 (倍)	0.48	0.40	1.21
现金短期债务比 (倍)	1.88	0.31	0.58
经营现金流动负债比率 (%)	3.70	5.14	3.02
EBITDA/本期发债额度 (倍)	21.82	23.15	22.56

附件 4 有关计算指标的计算公式

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=(本次-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

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

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 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

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；

BB 级：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 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；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。