

信用评级公告

联合〔2022〕1171号

联合资信评估股份有限公司通过对宁乡洧东新城建设开发有限公司及其拟发行的 2022 年第一期宁乡洧东新城建设开发有限公司农村产业融合发展专项债券的信用状况进行综合分析和评估，确定宁乡洧东新城建设开发有限公司主体长期信用等级为 AA，2022 年第一期宁乡洧东新城建设开发有限公司农村产业融合发展专项债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监: 

二〇二二年二月二十三日

2022年第一期宁乡洧东新城建设开发有限公司 农村产业融合发展专项债券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA
担保方主体长期信用等级：AAA
本期债券信用等级：AAA
评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：5.00 亿元，基础发行金额 2.50 亿元，弹性配售金额 2.50 亿元
本期债券期限：3+4 年（附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权）
担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保
偿还方式：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
募集资金用途：50.00%用于项目建设，50.00%用于补充营运资金

评级时间：2022 年 2 月 23 日

偿债主体本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型已在联合资信官网公开披露

评级观点

宁乡洧东新城建设开发有限公司（以下简称“公司”）是宁乡市洧东新城片区的基础设施开发建设及宁乡市县域内的公路建设主体。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其公司外部发展环境良好，业务在所属区域具有专营优势，并持续获得有力的外部支持。同时，联合资信也关注到，公司未来资本支出压力很大、业务回款情况差、资产流动性弱以及非标债务占比高且集中偿付压力大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

本期债券发行对公司现有债务结构影响较小，从指标上看，本期债券按上限发行后，公司经营现金流入量、经营现金流量净额及 EBITDA 对发行后长期债务保障能力弱。本期债券由重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保显著提升了本期债券到期偿付的安全性。

随着洧东新城片区的进一步开发及招商引资，公司将继续负责宁乡市洧东新城片区土地开发整理业务以及相关区域内的基础设施建设，公司业务发展持续性良好，经营规模有望扩大。

基于对公司主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 外部发展环境良好。**宁乡市整体经济实力较强，为公司发展提供良好的外部发展环境。2018—2020 年，宁乡市分别实现地区生产总值 1113.74 亿元、1069.10 亿元和 1105.92 亿元。
- 业务具有区域专营优势。**公司作为宁乡市洧东新城片区的基础设施开发建设及宁乡市县域内的公路建设主体，业务具有区域专营优势。
- 持续获得有力的外部支持。**近年来，公司在资产注入和经营补贴方面持续获得有力的外部支持。2018—2020 年和 2021 年 1—9 月，公司收到政府补贴金额为 0.50 亿元、0.77 亿元、0.84 亿元和 0.32 亿元。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	bb ⁺	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F5	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	6
		资本结构	3	
		偿债能力	3	
调整因素和理由				调整子级
外部支持				8

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：

高志杰 登记编号 (R0150220120076)

王妍 登记编号 (R0150220120052)

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址：www.lhratings.com

4. **外部增信。**本期债券由三峡担保提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了本期债券到期偿付安全性。

关注

- 业务回款情况差。**2018—2020 年，公司现金收入比分别为 72.09%、30.55% 和 17.48%，整体业务回款差。
- 未来资本支出压力很大。**截至 2021 年 9 月底，公司土地整理开发和工程建设服务在建及拟建项目尚需投资规模很大，未来资本支出压力很大。
- 资产流动性弱。**截至 2021 年 9 月底，公司流动资产中应收类款项、工程建设项目及土地整理投入占比高，对公司资金占用明显，公司资产流动性弱。
- 非标债务占比高且短期偿债压力大。**截至 2020 年底，公司全部债务中非标债务占比 52.85%；2022 年公司待偿还债务规模 43.24 亿元，集中偿付压力大。

偿债主体主要财务数据：

项目	合并口径			
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
现金类资产 (亿元)	4.27	2.43	1.59	0.76
资产总额 (亿元)	89.80	129.59	166.10	178.87
所有者权益 (亿元)	26.80	53.13	61.73	61.62
短期债务 (亿元)	25.11	10.25	33.46	44.67
长期债务 (亿元)	26.89	52.98	59.93	52.84
全部债务 (亿元)	52.00	63.23	93.39	97.51
营业收入 (亿元)	5.53	4.74	10.20	2.25
利润总额 (亿元)	1.31	1.77	1.63	-0.02
EBITDA (亿元)	1.54	2.18	2.37	--
经营性净现金流 (亿元)	-2.71	-17.48	-10.46	0.47
营业利润率 (%)	23.80	36.27	15.97	14.39
净资产收益率 (%)	3.98	2.68	2.02	--
资产负债率 (%)	70.16	59.00	62.84	65.55
全部债务资本化比率	65.99	54.34	60.20	61.28
流动比率 (%)	183.20	412.00	316.90	251.75
经营现金流动负债比	-6.48	-64.15	-22.20	--
现金短期债务比 (倍)	0.17	0.24	0.05	0.02
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.41	0.56	0.32	--
全部债务/EBITDA (倍)	33.86	28.97	39.36	--
项目	公司本部 (母公司)			
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
资产总额 (亿元)	38.31	83.84	106.89	129.97
所有者权益 (亿元)	5.62	48.61	57.46	57.52
全部债务 (亿元)	15.07	18.39	18.39	34.77
营业收入 (亿元)	4.49	2.92	8.71	1.05
利润总额 (亿元)	1.42	1.90	1.86	0.09
资产负债率 (%)	85.34	42.02	46.24	55.75

全部债务资本化比率	72.86	27.44	24.24	37.68
流动比率(%)	131.54	269.89	244.43	272.43
经营现金流动负债比	7.78	-42.34	-41.21	--

注: 1. 公司 2021 年三季度财务报表未经审计; 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; 3. 本报告合并口径已将其他应付款中有息债务分别调整至短期债务和长期债务, 长期应付款中有息债务已调整至公司长期债务; 4. “-”表示数据不适用

资料来源: 联合资信根据公司审计报告、2021 年三季度报表及公司提供资料整理

偿债主体主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2021/07/09	喻宙宏 高志杰	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	--
AA	稳定	2020/12/24	高朝群 徐汇丰	城市基础设施投资企业主体信用评级方法 (原联合信用评级有限公司评级方法)	--

注: 1. 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2. “-”代表该评级报告未公开披露

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

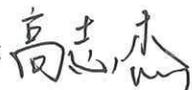
四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受宁乡沔东新城建设开发有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师： 

联合资信评估股份有限公司

2022 年第一期宁乡洧东新城建设开发有限公司 农村产业融合发展专项债券信用评级报告

一、主体概况

宁乡洧东新城建设开发有限公司（以下简称“公司”）于 2013 年 9 月由宁乡县人民政府出资设立，初始注册资本为 2.00 亿元。2019 年 9 月，根据《宁乡市人民政府关于宁乡市国资（集团）投资控股有限公司整合工作方案的批复》，公司股东由宁乡市人民政府变更为宁乡市国资投资控股集团有限公司（以下简称“宁乡国资”）。2020 年 4 月，经股东决定，公司注册资本增至 10.00 亿元，由股东宁乡国资于 2035 年底之前缴足。截至 2021 年 9 月底，公司注册资本 10.00 亿元，实收资本 2.00 亿元，唯一股东宁乡国资由宁乡市人民政府 100.00% 持股，公司实际控制人为宁乡市人民政府。

截至 2021 年 9 月底，公司本部设有 4 个职能部门，包括综合管理部、财务融资部、项目服务部和项目建设部；公司拥有纳入合并范围的一级子公司 3 家。

截至 2020 年底，公司资产总额 166.10 亿元，所有者权益 61.73 亿元（少数股东权益 0.42 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 10.20 亿元，利润总额 1.63 亿元。

截至 2021 年 9 月底，公司合并资产总额 178.87 亿元，所有者权益 61.62 亿元（少数股东权益 0.41 亿元）；2021 年 1—9 月，公司实现营业总收入 2.25 亿元，利润总额-0.02 亿元。

公司注册地址：宁乡市历经铺街道历经铺村十八组；法定代表人：谢建明。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划发行 2022 年第一期宁乡洧东新城建设开发有限公司农村产业融合发展专项债券（以下简称“本期债券”），本期债券设置弹性配售选择权，其中，基础发行金额 2.50 亿元，弹性配售金额 2.50 亿元，期限 3+4 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，采用固定利率，每年付息一次，第 3 至 7 年每年末偿还本金的 20%。

本期债券由重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金 5.00 亿元，如未行使弹性配售选择权，则本期债券发行规模 2.50 亿元，其中，1.25 亿元用于宁乡市冷链物流中心建设项目（以下简称“募投项目”），1.25 亿元用于补充流动资金；若行使弹性配售选择权，则本期债券发行规模 5.00 亿元，其中 2.50 亿元用于募投项目建设，2.50 亿元用于补充流动资金。

募投项目概况

募投项目建设地点为宁乡市夏铎铺镇香山新村，项目总投资估算为 7.50 亿元，拟使用本期债券募集资金 5.00 亿元，占该项目总投资的 66.67%。项目总用地面积约 150000.00 平方米，总建筑面积约 188720.00 平方米。

募投项目审批情况

募投项目已取得宁乡市相关政府部门审批、核准文件，具体情况见表 1：

表 1 募投项目审批文件

序号	批准文件	批准文号	发文机关	批文日期
1	关于宁乡市冷链物流中心建设项目用地和规划选址初审意见	--	宁乡市自然资源局	2021 年 3 月 26 日

2	关于宁乡市冷链物流中心建设项目可行性研究报告的批复	宁发改(2021)36号	宁乡市发展和改革委员会	2021年3月15日
---	---------------------------	--------------	-------------	------------

资料来源：公司提供

募投项目进度情况

募投项目于2021年5月底前完成项目前期准备工作，截至2021年9月底，项目主体工程建设暂未启动。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2021年，我国统筹经济发展和疫情防控、积极应对经济下行压力，宏观经济政策保持了连贯性、稳定性。积极的财政政策保持了一定力度，加大了对中小微企业的支持，保持了市场主体的活跃度；稳健的货币政策灵活精准，货币供应量和社会融资规模同名义经济增速基本匹配。整体看，2021年实现了“十四五”良好开局，宏观政策稳健有效。

经初步核算，2021年我国国内生产总值114.37万亿元，按不变价计算，同比增长8.10%，

两年平均增长5.11%。分季度来看，GDP当季同比增速在基数影响下逐季回落，分别为18.30%、7.90%、4.90%和4.00%。从两年平均增速来看，上半年我国经济稳定修复，一、二季度分别增长4.95%、5.47%；三季度两年平均增速回落至4.85%，主要是受供给端约束和内生动能不足的共同影响所致；随着保供稳价和助企纾困政策的有力推进，供给端限电限产的约束有所改善，四季度经济增长有所加快，GDP两年平均增速小幅回升至5.19%。

三大产业中，第三产业增速受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平。

2021年，第一、二产业增加值两年平均增速分别为5.08%和5.31%，均高于疫情前2019年的水平，恢复情况良好；第三产业增加值两年平均增速为5.00%，远未达到2019年7.20%的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表2 2017-2021年中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2021年两年平均
GDP(万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.36	114.37	--
GDP增速(%)	6.95	6.75	6.00	2.20	8.10	5.11
规模以上工业增加值增速(%)	6.60	6.20	5.70	2.80	9.60	6.15
固定资产投资增速(%)	7.20	5.90	5.40	2.90	4.90	3.90
社会消费品零售总额增速(%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	12.50	3.98
出口增速(%)	7.90	9.87	0.51	3.62	29.90	--
进口增速(%)	16.11	15.83	-2.68	-0.60	30.10	--
CPI增幅(%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.90	--
PPI增幅(%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	8.10	--
城镇失业率(%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.10	--
全国居民人均可支配收入增速(%)	7.32	6.50	5.80	2.10	8.10	5.06
一般公共预算收入增速(%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	10.70	--
一般公共预算支出增速(%)	7.70	8.70	8.10	2.80	0.30	--

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

需求端整体表现为外需强、内需弱的格局，内生增长动能偏弱。

消费方面，2021年我国社会消费品零售总额44.08万亿元，同比增长12.50%；两年平均

1 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以2019年同期为基期计算的

几何平均增长率，下同。

增速 3.98%，与疫情前水平（2019 年为 8.00%）差距仍然较大，主要是疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2021 年全国固定资产投资（不含农户）54.45 万亿元，同比增长 4.90%；两年平均增长 3.90%，较疫情前水平（2019 年为 5.40%）仍有一定差距。其中，房地产开发投资持续走弱；基建投资保持低位运行；制造业投资持续加速，是固定资产投资三大领域中的亮点。外贸方面，海外产需缺口、出口替代效应以及价格等因素共同支撑我国出口高增长。2021 年，我国货物贸易进出口总值 6.05 万亿美元，达到历史最高值。其中，出口金额 3.36 万亿美元，同比增长 29.90%；进口金额 2.69 万亿美元，同比增长 30.10%；贸易顺差达到 6764.30 亿美元，创历史新高。

2021 年，CPI 温和上涨，PPI 冲高回落。

2021 年，CPI 同比上涨 0.90%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.80%，总体呈现波动上行的态势；2021 年 PPI 同比上涨 8.10%，呈现冲高回落的态势。输入性因素和供给端偏紧等因素推动 PPI 升至高位，而随着四季度保供稳价政策落实力度不断加大，煤炭、金属等能源和原材料价格快速上涨势头在年底得到初步遏制，带动 PPI 涨幅高位回落。

2021 年，社融增速整体呈现高位回落的态势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。

截至 2021 年末，社融存量余额为 314.13 万亿元，同比增长 10.30%，增速较 2020 年末低 3 个百分点。从结构看，人民币贷款是主要支撑项；政府债券同比大幅下降，但显著高于 2019 年水平，发行错期效应使得政府债券支撑社融增速在年底触底回升；企业债券融资回归常态；非标融资规模大幅压降，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，M1 同比增速持续回落，M2 同比增速相对较为稳定，2021 年 M2-M1 剪刀差整体呈扩大趋势，反映了企业融资需求减弱，投资意愿下降。

2021 年前三季度，财政收入呈现恢复性增长，“三保”等重点领域支出增长较快。

2021 年，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.70%，财政收入呈现恢复性增长态势。其中，全国税收收入 17.27 万亿元，同比增长 11.90%，主要得益于经济修复、PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素。同时，2021 年全国新增减税降费超过 1 万亿元，各项减税降费政策得到有效落实。支出方面，2021 年全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.30%。其中，教育、科学技术、社会保障和就业领域支出分别同比增长 3.50%、7.20%、3.40%，高于整体支出增速，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国政府性基金预算收入 9.80 万亿元，同比增长 4.80%。其中国有土地使用权出让收入 8.71 万亿元，同比增长 3.50%，增速较上年（15.90%）明显放缓；全国政府性基金预算支出 11.37 万亿元，同比下降 3.70%，主要是受专项债项目审核趋严、项目落地与资金发放有所滞后等因素影响。

就业形势总体稳定，居民收入增幅放缓。

2021 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.10%，低于全年 5.50% 左右的调控目标。2021 年我国全国居民人均可支配收入 3.51 万元，实际同比增长 8.10%；两年平均增速 5.06%，仍未恢复到疫情前 2019 年（5.80%）水平，也对居民消费产生了一定的抑制作用。

2. 宏观政策和经济前瞻

2022 年我国经济发展面临“三重压力”，宏观政策以稳增长为重点。

2021 年 12 月，中央经济工作会议指出我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”，提出 2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进，政策发力适当靠前，宏观政策要稳健有效：积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续；稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕；实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。在宏观政策托底作用下，2022 年我国经济或将维持稳定增长，运行在合理区间。

2022 年经济增长更加依赖内生动力。

从三大需求来看，2022 年出口的拉动作用或将有所减弱，但固定资产投资，尤其是以政府投资为主的基建投资有望发力，房地产投资增速也有望企稳回升；随着疫情影响弱化、居民增收和相关政策的刺激，消费需求增长可期，2022 年我国经济有望实现更加依赖内生动力的稳定增长。

四、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在

未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

根据 2014 年《43 号文》，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），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月，

发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020年7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个等。

资金方面，2020年4月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债3.75万亿元，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，

支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为2021年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020年12月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021年3月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021年4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表3 2020年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020年4月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020年4月	国家发改委	2020年新型城镇化和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020年6月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了4大领域17项建设任务。公布了120个新型城镇化示范县
2020年7月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020年8月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020年12月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021年4月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

(3) 行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济及政府财力

宁乡市地理位置优越。2018—2020年，宁乡市地区生产总值因统计口径原因波动下降，整体经济实力较强。同期，宁乡市一般公共预算收入不断提升，但财政自给能力弱，债务负担较重。

(1) 区域经济

宁乡市

宁乡市，湖南省辖县级市，由长沙市代管，下辖4个街道、21个镇、4个乡。宁乡是湖南湘江新区的重要组团和湖南“一部一带”重要组成部分，是长沙作为中心城市带动中西部发展的过渡带、长株潭城市群和环洞庭湖经济圈的结合部。此外，宁乡经济技术开发区（以下简

称“宁乡经开区”）于2010年11月升级为国家级经济技术开发区；宁乡高新技术产业园区（以下简称“宁乡高新区”）位于宁乡市城区东部，是长沙市辐射西部的关键通道，是湖南湘江新区的核心区，也是宁乡市发展工业经济和创新创业的重要平台。

2018—2020年，宁乡市分别实现地区生产总值1113.74亿元、1069.10亿元和1105.92亿元，其中，2019年生产总值持续下降主要系统口径变化所致。2020年，宁乡市第一产业增加值131.60亿元，同比增长4.1%；第二产业增加值466.48亿元，同比增长3.8%；第三产业增加值507.84亿元，同比增长1.1%。三次产业结构由2018年9.1：59.2：31.7调整为2020年11.9：42.2：45.9，工业增加值占GDP的比重为38.0%；第一、二、三产业对经济增长的贡献率为14.3%、69.1%和16.5%，分别拉动GDP增长0.4个百分点、1.9个百分点和0.4个百分点。

洩东新城

洩东新城片区是国家级湘江新区“一主三次”规划的重要次中心，位于洩水以东，东与岳麓区接壤，北至长常高速，南至香山森林公园，面积约188平方公里，岳宁大道开通后，20分钟车程直达梅溪湖。洩东新城以“宁乡东进融城的桥头堡、工业园区的靓丽客厅、两型发展的县域示范、幸福宁乡的新增长极”为战略定位，以文化教育、商贸旅游、宜居生态等为主导产业，将建设成为产城融合、城乡一体、全域景区的生态、智慧、财富新城。目前已落户长沙卫生职业学院、长沙幼儿师范高等专科学校、湖南省中南艺术学校、湖南省医药职业学校等文化教育项目和长沙方特东方神画、宁乡时代阳光农业产业园等文旅、农业产业项目。

(2) 政府财力

2018—2020年，宁乡市一般公共预算收入分别为47.31亿元、53.80亿元和61.20亿元；税收收入分别为33.34亿元、40.00亿元和47.40亿元。一般公共预算支出分别为94.00亿元、103.20亿元和108.60亿元。2020年宁乡市财政自给率为56.35%，财政自给能力弱。

2018—2020年，宁乡市政府性基金收入分别为55.76亿元、100.90亿元和116.22亿元；上级补助收入分别为36.53亿元、39.83亿元和38.94亿元。截至2020年底，宁乡市政府债务余额为166.91亿元，宁乡市政府债务率为77.14%，债务负担较重。

2021年1—11月，宁乡市完成一般公共预算收入63.04亿元，同比增长17%；完成一般公共预算支出100.11亿元，同比增长2.40%。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年9月底，公司注册资本及实收资本分别为10.00亿元和2.00亿元，公司唯一股东及实际控制人分别为宁乡国资和宁乡市人民政府。

2. 企业规模和竞争力

公司作为宁乡市沩东新城片区的基础设施开发建设及宁乡市县域内的公路建设主体，业务具有区域专营优势。

宁乡市从事基础设施建设的地方国有企业主要有宁乡市城发投资控股集团有限公司（以下简称“宁乡城发”）、宁乡国资、长沙金洲新城开发建设投资有限公司（以下简称“金洲新城”）和宁乡经济技术开发区建设有限公司（以下简称“宁乡经开”）。宁乡城发是宁乡市重要的基础设施建设、供水和产业投资主体，下属重要子公司为宁乡市城市建设投资集团有限公司（以下简称“宁乡城投”）和宁乡市文化旅游投资有限公司（以下简称“宁乡文旅”）。其中，宁乡城投作为宁乡市重要的基础设施建设主体之一，负责宁乡市新城区（一环以外）的基础设施建设和土地开发整理等业务，宁乡文旅是宁乡市内重要的旅游景区运营和建设主体；宁乡国资（除公司外）主要负责宁乡市老城区（一环以内）的基础设施建设和土地开发整理等业务，公司主要负责宁乡市沩东新城片区的基础设施开发建设及宁乡市县域内的公路建设；金洲新城是宁乡高新区重要的基础设施建设主体，从事高新区

的基础设施建设和土地开发整理等业务；宁乡经开是宁乡经开区重要的基础设施建设和土地开发主体。宁乡市主要企业与公司所负责区域范围无重叠，公司在所负责的区域内具有专营优势。

表4 宁乡主要基础设施建设企业2020年主要财务数据（单位：亿元）

公司名称	资产	权益	营业收入	利润总额	资产负债率(%)
宁乡城投	500.03	220.17	33.08	5.63	55.97
宁乡文旅	89.18	47.57	5.54	1.26	46.66
宁乡国资	312.05	102.87	22.42	2.88	67.03
金洲新城	188.18	68.52	16.50	2.27	63.59
宁乡经开	372.18	151.57	16.28	3.85	59.28
沩东新城	166.10	61.73	10.20	1.63	62.84

资料来源：根据公开数据整理

3. 人员素质

公司高级管理人员文化和专业水平较高，具有较为丰富的从业经历和管理经验，人员素质可基本满足公司目前经营需求。

截至2021年9月底，公司现有高级管理人员2名，包括总经理和副总经理各1名。

李瑞峰先生，1976年10月生，本科学历；曾任宁乡国资项目前期部副经理，宁乡市交通建设投资有限公司（以下简称“宁乡交投”）副总经理；现任公司董事、总经理。

张以先生，1990年8月生，本科学历；曾在宁乡国资任职；现任公司董事、副总经理。

截至2021年9月底，公司共有在职员工38人。从年龄分布来看，30岁以下的人员占28.95%，31~50岁的人员占63.16%，51岁及以上的人员占7.89%；从文化程度来看，中专及以下学历人员占5.26%，大专学历人员占31.58%，本科及以上学历占63.16%。

4. 企业信用记录

公司本部及重要子公司过往债务履约情况良好，联合资信未发现公司被列入失信被执行名单。

根据公司提供的中国人民银行信用信息报告（机构信用代码：91430124079169764B），截

至2022年2月18日，公司无未结清和已结清的不良信贷记录，公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供子公司宁乡交投征信报告（机构信用代码：91430124685011596K），截至2021年12月17日，子公司宁乡交投无未结清和已结清的不良信贷记录，公司过往债务履约情况良好。

截至2022年2月23日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司建立了较为完善的法人治理结构，运行情况良好。

公司按照《公司法》和其他有关规定制定公司章程。公司不设股东会，由宁乡国资行使股东职权，股东决定公司的经营方针和投资计划，选举和更换非由公司职工代表担任的董事、监事，审议批准董事会、监事会的报告，修改公司章程等。

公司设立董事会，董事会是公司的最高决策机构，董事会成员为5人，其中董事长1人。公司董事由股东任命，任期每届3年，任期届满，连续任命可以连任。董事长由董事会选举产生，任期三年。董事会在任期届满前，董事会不得无故解除其职务。

公司设立监事会，监事会成员5人。监事会设主席1人，由全体监事过半数选举产生。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不得低于1/3。监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或其他形式民主选举产生。非职工监事由股东指定或委派。公司监事任期每届3年，任期届满，可连选连任。董事、高级管理人员不得兼任监事。

公司设总经理1名，副经理1人，总经理和副经理由董事会决定聘任或者解聘，对董事会负责，负责公司的日常经营和管理工作，并组织实施董事会决议。

截至2021年9月底，公司董事、监事及高层

管理人员均已到位任职，公司法人治理结构较为完善，运行情况良好。

2. 管理水平

公司并入宁乡国资后，自身内控管理制度尚未建立完全，目前按照宁乡国资的相关制度进行日常运营管理。

公司作为宁乡国资重要子公司，宁乡国资制定了一系列管理制度，公司股权划转至宁乡国资后参照执行控股股东相关制度。

财务融资管理方面，宁乡国资根据《会计法》《公司法》《企业会计准则》等有关法律法规规定，以及宁乡市财政局等相关职能部门制定的政策文件规定特制定财务融资管理制度，公司参考执行相关制度。宁乡国资的财务管理工作实行统一管理、分级负责原则，在对财务工作统一管理、统一指导的基础上，财务管理体系中各层级、各岗位按照相应的职责和权限履行财务管理职责，承担相应的责任。宁乡国资分管财务负责人全面统筹调度管理财务工作实行，财务经理具体执行日常财务管理工作，向公司党委会、董事会报告财务工作、提交年度预决算预案和经营计划预案等重要财务事项预案，监督全面预算的执行。子公司财务人员实行派出和派驻管理，派驻财务人员由宁乡国资全权管理，派出财务人员由子公司全权管理，业务上接受财务融资部的指导。

资金管理方面，宁乡国资现金一律由出纳员统一管理，所有收入一律送存银行，日常库存现金管理实行额度管理。因公借支公款，宁乡国资部室由经办人、经理、财务融资部经理、分管领导、财务分管领导、总经理、董事长签字批准，各子公司由经办人、子公司财务负责人、子公司负责人、子公司法人签字批准。非因公事或未经批准，任何人不得借支公款，严格现金收支管理，一般支出都必须通过银行办理转账结算，不得直接兑付现金。

担保、外单位借款管理方面，宁乡国资对外投资（担保）、外单位借款、银行贷款（担保）一律报董事会、党委会集体研究并由全体班子

成员会签决定，特殊紧急情况可以采取“一事一议”方式，由财务融资部或子公司发起报全体班子成员会签，重大事项还需报宁乡市人民政府审批。宁乡国资对外进行投资必须报董事会、党委会集体研究决定，并且应当遵守国家的法律、法规，对外投资总额不得超过净资产的50%。

融资管理方面，宁乡国资融资管理实行统一领导、分级负责的原则，各层级、各岗位按照相应职责和权限开展工作，承担相应责任。董事长和总经理根据《公司章程》对融资工作统一领导，分管财务融资工作副总经理是融资工作的具体执行领导。宁乡国资董事会、党委会是融资管理的决策机构，负责审批公司及子公司的重大融资活动，并对项目融资活动做出书面表决。单笔融资规模超过10亿元，需报宁乡市人民政府股东会决议。财务融资部是宁乡国资融资、担保工作的统筹部门，被授权具有独立融资职能的子公司，融资事项报宁乡国资总经理办公会、董事会、党委会审批。其他未经批准的子公司不得自行对外融资。

七、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入主要由土地开发整理和工程建设服务收入构成，2018—2020年，公司主营业务收入波动增长，受土地整理开发收入及毛利率波动影响，公司主营业务毛利率波动较大。

2018—2020年，公司主营业务收入波动增长，主要由土地开发整理和工程建设服务收入构成。2020年，公司主营业务收入同比大幅增长，主要系公司土地开发整理收入大幅增长所致。2021年1—9月，公司营业收入相当于2020年收入22.08%，主要系土地开发整理收入集中在年底确认收入。

毛利率方面，2018—2020年，公司主营业务综合毛利率波动较大，主要系土地开发业务毛利率波动较大所致。2021年1—9月，公司主营业务毛利率大幅增长，主要系受工程建设服务毛利率增长影响所致。

表 5 2018—2020 年及 2021 年 1—9 月公司主营业务收入构成及毛利率情况

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—9 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
土地开发整理	3.94	71.43	26.69	2.85	60.31	52.18	7.22	70.85	19.47	1.20	53.34	48.43
工程建设服务	1.58	28.57	19.08	1.88	39.69	16.26	2.97	29.15	16.26	1.05	46.66	16.26
合计	5.51	100.00	24.51	4.72	100.00	37.92	10.19	100.00	18.53	2.25	100.00	33.42

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 土地整理业务

公司受业主要委托负责沔东新城片区的土地开发，业务模式因业主方不同有所区别；公司土地整理业务整体回款质量较差，在建及拟建项目尚需投资规模较大，未来面临较大的投资压力。

公司受宁乡国资和其他市场化主体的委托进行沔东新城片区土地整理开发，业务模式因业主单位有所不同。

模式一：宁乡国资受宁乡市土地储备中心委托，负责宁乡市沔东新城及中央商务区等片区内的土地开发整理工作，并将沔东新城片区

的开发工作委托给公司。公司与宁乡国资签订《土地开发整理合作协议》并自筹资金负责项目建设，土地开发整理工程款总额由土地开发整理成本和投资收益组成，土地开发整理成本为该地块开发整理过程中公司投入的所有成本及相关税费，投资收益一般按照土地开发整理成本的 20%的比例计算；待项目完工并办理完工结算后，公司确认收入，宁乡国资两年内向公司支付完毕土地开发整理工程款。

模式二：宁乡市政府通过招商引入学校、医院等市场化项目落户沔东新城片区，公司与业主方签订土地平整委托协议，在其项目用地范围内进行项目建设前必需的土地平整及配套基

基础设施建设，项目的工程款由双方协商确定，公司将项目土地平整及配套设施建设实际成本计入存货，待项目完工并达到交付标准后，公司根据项目结算协议确认收入。

2018—2020年，公司土地整理业务收入波动增长，分别回款3.94亿元、2.77亿元和1.78亿元，整体回款质量较差，毛利率波动较大主要

系项目加成比例不同所致。2021年1—9月，公司土地开发整理收入1.20亿元，毛利率48.43%。

截至2021年9月底，公司在整理土地项目总投资35.79亿元，已投资28.02亿元，尚需投资7.77亿元；拟建项目总投资4.16亿元。公司土地整理项目未来待投资规模较大，未来面临较大的投资压力。

表6 截至2021年9月底公司在整理土地情况（单位：亿元）

项目名称	委托方	建设期间	总投资额	已投资额	尚需投资	备注
华强方特园区土地开发整理	宁乡国资	2015—2023	17.77	14.80	2.97	按协议约定结算后2年内回款
华强方特周边土地开发项目	宁乡国资	2014—2022	14.52	12.19	2.33	
瀚德学校项目土地平整	瀚德学校	2015—2022	3.50	1.03	2.47	按协议约定结算和回款
合计	--	--	35.79	28.02	7.77	--

资料来源：公司提供

表7 截至2021年9月底公司拟整理土地情况（单位：亿元）

项目名称	委托方	建设期间	总投资额
长沙卫生职业学院附属医院建设项目土地平整	长沙卫生职业学院	2021—2023	1.31
宁乡市洧东片区城中村改造土地整理项目（二期）	宁乡国资	2021—2023	2.85
合计	--	--	4.16

资料来源：公司提供

（2）工程建设服务业务

公司基础设施建设采用成本加成模式，2018—2020年，回款质量较差；公司在建及拟建项目投资规模很大，未来资金支出压力很大。

公司负责宁乡市洧东新城片区的开发建设，并通过子公司宁乡交投负责宁乡市县域内主要公路建设。公司与子公司宁乡交投分别与宁乡市财政局签订委托建设协议，并自筹资金进行项目施工，项目完工结算并移交至委托方或其指定的业主后，公司确认收入，委托方在项目结算后5年内逐步回款。项目工程款包括工程造价成本、间接费用和投资收益等，一般投资收益为工程造价成本的20%。

2018—2020年，公司工程建设服务业务收入持续增长，实际收到的回款分别为0.97亿元、1.33亿元和0.00亿元，回款效率较差。毛利率方面，2018年毛利率较高主要系公司受托建设自来水增压泵站，确认750.00万元收入，而成本相对较低所致。2021年1—9月，公司工程建设服务收入1.05亿元，毛利率16.26%。

截至2021年9月底，公司在建工程建设服务项目总投资67.57亿元，已投资45.19亿元，未来

尚需投资22.38亿元；拟建项目总投资51.54亿元。公司在建及拟建项目未来待投资规模很大，面临的压力投资压力很大。

表8 截至2021年9月底公司主要在建工程建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	开工时间	总投资额	已投资额	后续投资计划
岳宁大道	2016	12.08	10.39	1.69
曾家河工程	2020	10.13	3.29	6.84
宁乡公路提质改造1期	2016	9.37	9.18	0.19
华强大道项目	2016	8.57	2.26	6.31
宁乡市城乡公路互通和提质改造工程	2016	7.52	4.97	2.55
宁乡县玉潭至煤炭坝公路工程（二标、三标、四标）	2017	2.64	1.67	0.97
灰汤至黄材公路工程（三至七标）	2017	2.40	1.63	0.77
龙江大道（金玉二标、金沙一、二、三标）	2017	2.37	1.84	0.53
宁乡县城乡桥梁改造和恢复工程	2017	2.05	1.46	0.59
巷子口公路提质改造工程	2018	2.03	1.87	0.16
G328、S218宁乡林塘至东湖塘	2019	1.66	0.73	0.93
宁乡公路提质改造2期	2017	1.60	1.73	-0.13
S224、S228宁乡煤炭坝至双崑铺	2019	1.12	1.04	0.08

历泉公路、黄月公路、袁沉公路提质改造工程	2016	1.06	0.90	0.16
宁乡县乡村公路提质改造工程	2016	1.05	0.63	0.42
G234 益阳至横市（长沙段）	2019	1.01	0.85	0.16
何叔衡、谢觉哉故居至G234、327 连接公路	2018	0.91	0.75	0.16
合计	--	67.57	45.19	22.38

资料来源：公司提供

表 9 截至 2021 年 9 月底公司主要拟建工程建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设期间	总投资额
宁乡市洩东片区停车场项目	2021—2023	5.00
宁乡洩东新城职教产教融合项目	2021—2025	12.00
中央商务区路网	2021—2025	15.00
中心城区路网提质改造	2021—2023	5.00
洩东片区路网项目	2021—2024	14.54
合计	--	51.54

资料来源：公司提供

3. 未来发展

公司的经营方针具有自身经营特色，未来，公司将继续聚焦主业，提质增效。

未来，公司将继续负责宁乡市洩东新城片区土地开发整理业务以及相关区域内的基础设施建设，基础设施建设业务仍将是公司重要的业务板块，随着洩东新城片区的进一步开发及招商引资，公司或将获得持续稳定的业务收益。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018—2020年度合并财务报告，

中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2021年三季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2018年，公司合并范围子公司1家；2019年，公司合并范围较上年增加宁乡交投和宁乡市双资投资有限责任公司（以下简称“双资公司”）；2020年，公司并表范围无变化。2021年1—9月，公司合并范围未发生变更。截至2021年9月底，公司合并范围内一级子公司3家。公司新纳入并表范围的子公司规模较大，对公司资产及权益类科目影响较大，公司财务数据可比性一般。

2. 资产质量

2018—2020年，公司资产规模持续增长，资产结构上以流动资产为主。公司流动资产中应收类款项、工程建设项目及土地整理投入占比高，对公司资金占用明显，公司资产流动性弱，资产质量一般。

2018—2020年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长36.00%。截至2020年底，公司资产总额166.10亿元，较上年底增长28.17%，主要系公司工程建设项目及土地开发投入增长所致。其中，流动资产占89.90%，非流动资产占10.10%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表 10 2018—2020 年及 2021 年 9 月底公司资产主要构成

科目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 9 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	76.72	85.43	112.27	86.64	149.33	89.90	162.16	90.65
货币资金	4.27	4.76	2.43	1.88	1.59	0.96	0.76	0.42
应收账款	6.32	7.04	6.89	5.32	15.66	9.43	17.51	9.79
预付款项	1.04	1.16	0.23	0.18	13.46	8.10	13.38	7.48
其他应收款	10.86	12.09	20.36	15.71	16.56	9.97	10.33	5.77
存货	53.38	59.44	81.45	62.85	101.18	60.91	119.31	66.70
非流动资产	13.08	14.57	17.32	13.36	16.77	10.10	16.72	9.35
固定资产	0.89	1.00	10.55	8.14	9.99	6.02	9.56	5.34
无形资产	4.13	4.60	6.46	4.98	6.30	3.79	6.18	3.45
资产总额	89.80	100.00	129.59	100.00	166.10	100.00	178.87	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2021 年三季度报表整理

(1) 流动资产

2018—2020年末，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长39.51%。截至2020年底，公司流动资产149.33亿元，较上年底增长33.01%，主要系预付款项及存货增长所致。公司流动资产主要由应收账款、预付款项、其他应收款、存货构成。

截至2020年底，公司货币资金1.59亿元，较上年底下降34.47%。其中，货币资金中受限金额0.02亿元，受限金额较小。

2018—2020年末，公司应收账款持续增长，年均复合增长57.43%。截至2020年底，公司应收账款15.66亿元，较上年底增长127.19%，主要系应收宁乡国资土地整理款增长所致；公司应收账款全部为应收宁乡市财政局（占比57.40%）和宁乡国资款项（占比42.60%），集中度高。

2018—2020年末，公司预付款项波动增长，年均复合增长260.08%。截至2020年底，公司预付款项13.46亿元，较上年底增长5823.12%，主要系预付宁乡市现代农业投资有限公司和宁乡市房屋补偿和征收事务中心项目工程款所致。

2018—2020年末，公司其他应收款波动增长，年均复合增长23.48%。截至2020年底，公司其他应收款16.56亿元，较上年底下降18.70%，主要系公司收回部分关联方往来款所致；从集中度看，其他应收款前五名合计占比78.37%，集中度高。

2018—2020年末，公司存货持续增长，年均复合增长37.68%。截至2020年底，公司存货101.18亿元，较上年底增长24.22%，主要系公司购买土地资产、工程建设项目投入及借款费用资本化所致；存货主要由开发产品（占比26.46%，土地资产）和开发成本（占比73.54%，土地开发整理投入和基础设施项目建设投入）构成。

(2) 非流动资产

2018—2020年末，公司非流动资产规模波动增长，年均复合增长13.23%。截至2020年底，公司非流动资产16.77亿元，较上年底下降3.15%，公司非流动资产主要由固定资产、无形资产构成。

2018—2020年末，公司固定资产波动增长，年均复合增长234.33%。截至2020年底，公司固定资产9.99亿元，较上年底下降5.31%，主要系计提折旧所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占比55.56%）和机器设备（方特游乐园设备资产，占比23.12%）构成。

2018—2020年末，公司无形资产波动增长，年均复合增长23.41%。截至2020年底，公司无形资产6.30亿元，较上年底下降2.48%，较上年底变化不大。公司无形资产主要由土地使用权构成，累计摊销0.51亿元。

截至2020年底，公司资产中应收类款项（应收账款+其他应收款）占比19.40%，存货（公司购入土地资产和土地整理及工程建设项目投入）占比60.91%，对公司资金占用明显，公司资产流动弱。

受限资产方面，截至2020年底，公司受限资产15.25亿元，主要为受限的土地使用权，受限比例9.18%，受限比例较低。

截至2021年9月底，公司资产总额178.87亿元，较上年底增长7.69%，主要系公司购置土地所致。其中，公司货币资金0.76亿元，较上年底下降52.61%，主要系偿还到期债务所致；应收账款17.51亿元，较上年底增长11.84%，主要系应收土地储备中心土地整理款和宁乡国资代建项目工程款增长所致；其他应收款10.33亿元，较上年底下降37.62%，主要系收回关联方往来款所致；存货119.31亿元，较上年底增长17.92%，主要系公开市场摘地所致。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2018—2020年，公司所有者权益持续增长，所有者权益中资本公积占比高，所有者权益稳定性好。

2018—2020年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长51.77%。截至2020年底，公司所有者权益合计61.73亿元，较上年底增长16.18%，主要系收到股东债务资金转增资本所致；所有者权益中资本公积占比高，所有者权益

稳定性好。

2018—2020年末，公司资本公积持续增长，年均复合增长59.84%，截至2020年底为53.43亿元，较上年底增长15.94%，主要系公司收到股东宁乡国资债权转增权益所致。公司资本公积主要由政府无偿划拨的资产和股东债务减免构成。

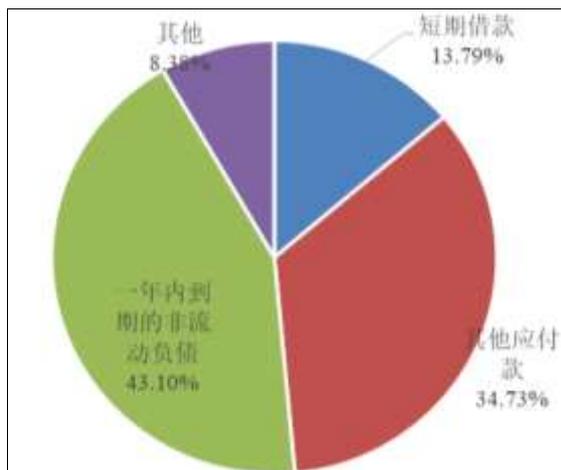
截至2021年9月底，公司所有者权益61.62亿元，较上年底变化不大。所有者权益中，资本公积占所有者权益的比例为86.71%，占比仍高。所有者权益结构稳定性好。

(2) 负债

2018—2020年，公司负债规模持续增长，负债结构相对均衡；债务规模快速增长，短期债务占比较高，非标债务占比高，债务结构有待优化，债务负担重，2022年公司将集中偿付压力大。

2018—2020年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长28.71%。截至2020年底，公司负债总额104.37亿元，较上年底增长36.51%，主要系债务规模增长所致。其中，流动负债占45.15%，非流动负债占54.85%。公司负债结构相对均衡，流动负债占比上升较快。

图1 截至2020年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2020年底，公司短期借款6.50亿元，较上年底增长100.62%，主要系保证借款增长所致；公司短期借款全部由短期借款构成。

2018—2020年末，公司应付账款波动增长，年均复合增长20.61%。截至2020年底，公司应付账款1.98亿元，较上年底下降43.28%，主要系应付项目建设工程款增长所致。

2018—2020年末，公司其他应付款波动下降，年均复合下降22.78%。截至2020年底，公司其他应付款16.36亿元，较上年底增长0.74%，较上年底变化不大；公司其他应付款主要为应付长沙市国有企业拆借资金，其中拆借资金15.15亿元（全部为公司有息债务，其中短期债务6.65亿元，长期债务8.50亿元）。

2018—2020年末，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长71.80%。截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债20.31亿元，较上年底增长534.55%，主要系一年内到期的长期借款和长期应付款转入所致。

2018—2020年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长64.63%。截至2020年底，公司非流动负债57.25亿元，较上年底增长16.34%，主要系长期借款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款、长期应付款、递延收益构成。

2018—2020年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长70.64%。截至2020年底，公司长期借款43.80亿元，较上年底增长15.42%，主要系保证借款大幅增长所致，公司长期借款由质押借款（占比22.40%）、抵押借款（占比25.42%）和保证借款（占比52.17%）构成。

2018—2020年末，公司长期应付款持续增长，年均复合增长103.37%。截至2020年底，公司长期应付款7.63亿元，较上年底增长51.68%，主要系公司新增信托及融资租赁借款所致，公司长期应付款全部为公司有息债务，纳入长期债务核算。

2018—2020年末，公司递延收益波动增长，年均复合增长17.24%。截至2020年底，公司递延收益5.82亿元，较上年底下降6.54%，主要系政府拨付的文化主题公园项目扶持资金递延收益摊销所致。

债务方面，2018—2020年，公司全部债务持续增长，年均复合增长34.01%。截至2020年底，

公司全部债务93.39亿元，较上年底增长47.70%，主要系公司债务融资规模扩大所致。其中，短期债务占35.83%，长期债务占64.17%，以长期债务为主；融资租赁、信托贷款等非标融资合计49.36亿元，占全部债务52.85%，占比高。2018—2020年，公司资产负债率和全部债务资本化比率均波动下降；长期债务资本化比率持续下降。截至2020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62.84%、60.20%和49.26%，较上年底分别提高3.84个百分点、提高5.87个百分点和下降0.67个

百分点。公司债务负担重。

截至2021年9月底，公司负债总额117.25亿元，较上年底增长12.34%，主要系债务融资规模扩大及应付宁乡国资往来款增长所致。其中，其他应付款24.44亿元，较上年底增长49.37%，主要系应付宁乡国资往来款增长所致；一年内到期的非流动负债32.27亿元，较上年底增长58.87%，主要系长期借款转入所致；长期应付款10.56亿元，较上年底增长38.44%，主要系公司融资租赁借款增长所致。

图2 2018—2020年末及2021年9月末公司债务结构



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2021年三季度报表整理

图3 2018—2020年末及2021年9月末公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2021年三季度报表整理

截至2021年9月底，公司全部债务97.51亿元，较上年底增长4.41%。债务结构方面，短期债务占45.81%，长期债务占54.19%，结构相对均衡，其中，短期债务44.67亿元，占比45.81%，短期债务占比较高，债务结构有待优化；长期债务52.84亿元，占比54.19%。从债务指标来看，截至2021年9月底，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65.55%、61.28%和46.16%，较上年底分别提高2.71个百分点、提高1.07个百分点和下降3.10个百分点，债务负担重。

从债务期限分布看，截至2021年9月底，公司2022年面临集中偿付压力大，如表11所示。

表11 截至2021年9月底公司有息债务期限分布情况

项目	2021年 10—12月	2022 年	2023 年	2024年及 以后	合计
偿还金额 (亿元)	8.23	43.24	13.96	32.08	97.51
占比 (%)	8.44	44.34	14.32	32.90	100.00

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2018—2020年，公司营业收入波动增长，费用控制能力一般，利润总额对政府补助依赖性较强，公司整体盈利能力一般。

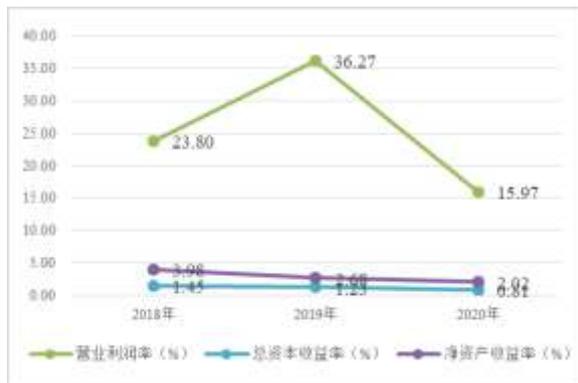
2018—2020年，公司营业收入波动增长，年均复合增长35.76%；同期营业成本波动增长，年均复合增长41.03%。2018—2020年末，公司营业利润率分别为23.80%、36.27%和15.97%，波动下降。

2018—2020年，公司期间费用总额持续增长，年均复合增长42.73%。2018—2020年末，公司期间费用率分别为7.86%、13.82%和8.69%，公司费用控制能力一般。

2018—2020年，公司利润总额分别为1.27亿元、1.77亿元和1.63亿元。其中，其他收益分别为0.50亿元、0.77亿元和0.84亿元，主要为公司收到的政府经营补贴资金。整体看，公司利润总额对政府补助依赖性较强。

2018—2020年，公司总资本收益率分别为1.39%、1.23%和0.81%，持续下降。公司净资产收益率分别为3.81%、2.68%和2.02%，持续下降。公司整体盈利能力一般。

图4 2018—2020年公司盈利指标



资料来源：公司提供

2021年1—9月，公司实现营业收入2.25亿元；营业利润率14.39%。

5. 现金流分析

2018—2020年，公司经营活动现金持续净流出，收入实现质量差；投资活动现金持续净流出，但整体规模较小；公司筹资活动现金持续大额净流入。

表12 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—9月
经营活动现金流入小计	8.64	7.97	7.93	15.14
经营活动现金流出小计	11.35	25.45	18.39	14.66
经营现金流量净额	-2.71	-17.48	-10.46	0.47
投资活动现金流入小计	2.12	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	4.28	4.40	0.01	0.50
投资活动现金流量净额	-2.17	-4.40	-0.01	-0.50
筹资活动前现金流量净额	-4.88	-21.89	-10.47	-0.03

筹资活动现金流入小计	21.60	47.09	56.77	28.96
筹资活动现金流出小计	15.32	27.05	47.16	29.77
筹资活动现金流量净额	6.28	20.04	9.61	-0.81
现金收入比 (%)	72.09	30.55	17.48	8.47

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2018—2020年，公司经营活动现金流入分别为8.64亿元、7.97亿元和7.93亿元，持续下降，年均复合下降4.20%。其中，收到其他与经营活动有关的现金分别为4.65亿元、6.52亿元和6.15亿元，波动增长，主要为公司收到的往来款波动所致。2018—2020年，公司经营活动现金流出分别为11.35亿元、25.45亿元和18.39亿元，波动增长，年均复合增长27.28%。其中，支付其他与经营活动有关的现金1.21亿元、3.64亿元和0.69亿元，波动下降，主要系支付的往来款波动减少所致。2018—2020年，公司经营活动现金净额分别为-2.71亿元、-17.48亿元和-10.46亿元。2018—2020年，公司现金收入比分别为72.09%、30.55%和17.48%，持续下降，收入实现质量差。

从投资活动来看，2018—2020年，公司投资活动现金流入分别为2.12亿元、0.00亿元和0.00亿元，持续下降，年均复合下降100.00%。2018—2020年，公司投资活动现金流出分别为4.28亿元、4.40亿元和0.01亿元，波动下降，主要系公司购建固定资产支付的现金减少所致。2018—2020年，公司投资活动现金净额分别为-2.17亿元、-4.40亿元和-0.01亿元。

2018—2020年，公司筹资活动前现金流量净额持续净流出。

从筹资活动来看，2018—2020年，公司筹资活动现金流入分别为21.60亿元、47.09亿元和56.77亿元，持续增长，年均复合增长62.12%，主要系取得借款收到的现金大幅增长。2018—2020年，公司收到其他与筹资活动有关的现金5.21亿元、3.64亿元和8.58亿元，主要为公司收到的信托及融资租赁借款资金。2018—2020年，公司筹资活动现金流出分别为15.32亿元、27.05亿元和47.16亿元，持续增长，年均复合增长75.44%，主要系还本付息规模大幅增长。2018—2020年，公司支付其他与筹资活动有关

的现金 2.64 亿元、7.54 亿元和 22.13 亿元，主要为公司偿还其他单位、信托及融资租赁借款支付的现金。2018—2020 年，公司筹资活动现金净额分别为 6.28 亿元、20.04 亿元和 9.61 亿元。

2021 年 1—9 月，公司经营活动产生的现金流量转为净流入，投资活动现金小幅净流出，

筹资活动现金小幅净流出。

6. 偿债指标

公司短期偿债能力指标和长期偿债能力指标表现均弱。公司对外担保金额大，整体担保风险相对可控；公司间接融资渠道畅通。

表 13 公司偿债指标

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
短期偿债能力	流动比率 (%)	183.20	412.00	316.90	251.75
	速动比率 (%)	55.74	113.13	102.19	66.52
	经营现金/流动负债 (%)	-6.48	-64.15	-22.20	--
	经营现金/短期债务 (倍)	-0.11	-1.71	-0.31	--
	现金短期债务比 (倍)	0.17	0.24	0.05	0.02
长期偿债能力	EBITDA (亿元)	1.54	2.18	2.37	--
	全部债务/EBITDA (倍)	33.86	28.97	39.36	--
	经营现金/全部债务 (倍)	-0.05	-0.28	-0.11	--
	EBITDA/利息支出 (倍)	0.41	0.56	0.32	--
	经营现金/利息支出 (倍)	-0.72	-4.50	-1.42	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，2018—2020 年末，公司流动比率和速动比率均波动增长。公司流动资产对流动负债的保障程度一般。2018—2020 年末，公司现金短期债务比波动下降，现金类资产对短期债务的保障程度差。截至 2021 年 9 月底，公司流动比率与速动比率较上年底分别均大幅下降；公司现金短期债务比为 0.02 倍，较上年底下降 0.03 倍。整体看，公司短期偿债能力指标表现弱。

从长期偿债能力指标看，2018—2020 年末，公司 EBITDA 持续增长。2018—2020 年，公司 EBITDA 利息倍数波动下降，EBITDA 对利息的覆盖程度偏弱。2018—2020 年，公司全部债务/EBITDA 波动增长。整体看，公司长期债务偿债能力指标弱。

截至 2021 年 9 月底，公司对外担保金额 16.09 亿元，担保比率 26.11%，主要为对宁乡市国有企业进行担保，整体或有负债风险相对可控。

截至 2021 年 9 月底，公司共获得银行授信 57.18 亿元，已使用金额 31.11 亿元，未使用 26.06 亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 公司本部（母公司）财务分析

母公司资产占合并口径较高，所有者权益稳定性好，债务负担一般，营业收入主要集中在母公司，整体盈利能力较弱。

截至 2020 年底，母公司资产总额 106.89 亿元，占合并口径 64.35%，占比较高。其中，流动资产 74.54 亿元（占 69.74%），非流动资产 32.34 亿元（占 30.26%）。从构成看，流动资产主要由应收账款（占 10.76%）、预付款项（占 15.04%）、其他应收款（占 20.91%）、存货（占 53.21%）构成。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 57.46 亿元，占合并口径 93.08%，占比高。其中，实收资本 2.00 亿元（占 3.48%）、资本公积 50.02 亿元（占 87.06%）、未分配利润 4.89 亿元（占 8.51%）、盈余公积 0.54 亿元（占 0.95%），主要由资本公积构成，所有者权益稳定性好。

截至 2020 年底，母公司负债总额 49.43 亿元，占合并口径 47.36%。其中，流动负债 30.50 亿元（占 61.70%），非流动负债 18.93 亿元（占 38.30%）。从构成看，流动负债主要由其他应付

款（占 74.95%）、一年内到期的非流动负债（占 18.47%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 64.20%）、长期应付款（占 35.80%）构成。母公司 2020 年资产负债率为 46.24%，较 2019 年提高 4.22 个百分点，债务负担一般。

2020 年，母公司实现营业收入 8.71 亿元，占合并口径 85.39%，公司营业收入均集中在母公司；营业利润率 17.99%，利润总额 1.86 亿元。母公司净资产收益率和总资本收益分别为 2.60% 和 1.97%，整体盈利能力较弱。

现金流方面，截至 2020 年底，公司母公司经营活动现金流净额-12.57 亿元，投资活动现金净额-0.01 亿元，筹资活动现金净额 12.49 亿元。

截至 2021 年 9 月底，母公司资产总额 129.97 亿元，负债总额 72.46 亿元，所有者权益 57.52 亿元，实现营业收入 1.05 亿元，利润总额 0.09 亿元。

九、外部支持

2018—2020 年，公司在资产注入和经营补贴方面持续获得有力的外部支持。

资产注入

根据宁乡市财政局 2018 年 12 月 31 日《关于将财政补助资金转增公司资本公积的通知》，宁乡交投将 2004 年至 2018 年收到的财政资金 4.84 亿元转为资本公积。

根据《宁乡市人民政府市长办公会议纪要》（〔2018〕26 号）文件要求，经宁乡市宁财政局出具的《关于将宁乡市公路局 201 个项目建成本转增资本公积的通知》，宁乡市政府同意将宁乡交投承担宁乡市公路与在建项目已完工成本 8.09 亿元扣除相关负债 2.88 亿元的金增加资本公积 5.21 亿元。

根据宁乡市国有资产事务中心《关于宁乡市交通建设投资有限公司股权划转的批复》（宁国资〔2019〕27 号），同意宁乡国资将所持有的宁乡交投 100.00% 的股权划拨给公司，公司资本公积增加 21.71 亿元。

根据宁乡市国有资产事务中心《关于宁乡市双资投资有限责任公司股权划转的批复》（宁国资〔2019〕28 号），同意宁乡国资将其持有的双资公司 100.00% 的股权划转给公司，增加公司资本公积 0.51 亿元。

2019 年，经股东宁乡国资决议，以拨付至双资公司的购地款所形成的债权增加公司的资本公积 11.08 亿元。

2019 年，经股东宁乡国资决议，宁乡国资免除公司及宁乡交投相关债务，相应增加公司资本公积 10.22 亿元。

2019 年，经股东宁乡国资决议，宁乡国资以银行存款对公司增资，公司资本公积增加 3.61 亿元。

2020 年，公司股东宁乡国资将公司欠付股东的 7.35 亿元债务转增资本，计入“资本公积”。

经营补贴

2018—2020 年，公司收到政府补贴金额为 0.50 亿元、0.77 亿元和 0.84 亿元，计入“其他收益”。

2021 年 1—9 月，公司收到政府支付的经营补贴 0.32 亿元，计入“其他收益”。

十、本期债券偿还能力分析

本期债券发行对公司现有债务结构影响小，本期债券发行后，2020 年，公司经营现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对发行后长期债务的保障能力弱。募投项目未来收入的实现存在一定的不确定性，对本期债券的偿付可能产生一定影响。本期债券由三峡担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了本期债券到期偿付安全性。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券计划发行规模 5.00 亿元，以发行金额上限测算，相当于 2020 年底公司长期债务和全部债务的 8.34% 和 5.35%，对公司现有债务规模影响小。

以2020年底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至63.92%、61.45%和51.26%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

从指标上看，本期债券发行后，2020年，公司经营现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA对发行后长期债务的保障能力弱。

表 14 本期债券偿还能力测算

项目	2020 年
发行后长期债务（亿元）	64.93
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	0.12
经营现金/发行后长期债务（倍）	-0.16
发行后长期债务/EBITDA（倍）	27.36

注：发行后长期债务为将本期债券发行上限金额计入后测算的长期债务总额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

3. 募投项目偿债能力分析

本期债券拟募集资金 5.00 亿元，如未行使弹性配售选择权，则本期债券发行规模 2.50 亿元，其中，1.25 亿元募投项目，1.25 亿元用于补充流动资金；若行使弹性配售选择权，则本期债券发行规模 5.00 亿元，其中 2.50 亿元用于募投项目建设，2.50 亿元用于补充流动资金。项目收入来源于各功能建筑出租和出售收入，可经营行资产物业服务费收入，配套的停车位服务收入。根据《可行性研究报告》预测，募投项目规划总建筑面积 188720.00 平方米。其中，综合办公楼面积 18500.00 平方米、标准厂房面积 65500.00 平方米、冷链仓储用房面积 58500.00 平方米、物流集散及配送中心 22000.00 平方米、电子商务服务中心面积 15000.00 平方米、食品安全检验检测中心面积 3000.00 平方米、配套生活服务用房面积 6000.00 平方米、附属用房 220 平方米，建设停车场 15000.00 平方米，充电桩 80 套。

项目运营期主要收入来源包含个功能建筑出租和出售收入，可经营性资产物业服务费收入，配套的停车位服务收入。

①办公楼、电子商务服务中心、检测中心等办公用途建筑出租收入

参考宁乡市现有园区办公用房建筑租金价格，结合项目的区域位置，本项目建筑租金首年按 30 元/平方米/月，以后每三年按 5% 上涨率计算，经营期第一年出租面积按未出售建筑面积的 70%，第二年按未出售建筑面积的 85%、第三年至第十年按未出售建筑面积的 95%、第十一年至第二十年按未出售建筑面积的 100% 出租率计算。

②办公楼、电子商务服务中心、检测中心等办公用途建筑出售收入

项目工业建筑采用边租边售的营销方案。项目经营期前三年出售建筑面积的 15%、15%、20%，参考宁乡市现有类似园区工业建筑售价，结合项目的区域位置，项目经营期销售价格按 5700 元/平方米，不考虑价格的上涨。

③标准厂房建筑出租收入

参考宁乡市现有园区标准厂房建筑租金价格，结合项目的区域位置，本项目建筑租金首年按 25 元/平方米/月，以后每三年按 5% 上涨率计算，经营期第一年出租面积按未出售建筑面积的 70%，第二年按未出售建筑面积的 85%、第三年至第十年按未出售建筑面积的 95%、第十一年至第二十年按未出售建筑面积的 100% 出租率计算。

④标准厂房建筑出售收入

项目经营期前三年出售建筑面积的 15%、15%、20%。参考宁乡市产业园区现有工业建筑销售情况，结合项目的区域位置及工业地产市场价格上涨幅度，根据目前宁乡市一般园区厂房建筑出售调查价格，项目经营期销售价格按 4250 元/平方米，不考虑价格的上涨。

⑤冷链用房出租收入

冷链配送是未来生鲜农产品物流的基地，市场需求量大。参考湖南省平均冷库用房租金价格，结合项目的区域位置，本项目经营期首年租金按 67 元/平方米/月，以后每三年按 5% 上涨率计算，经营期第一年出租面积按未出售建筑面积的 70%，第二年按未出售建筑面积的 85%、

第三年至第十年按未出售建筑面积的 95%、第十一年至第二十年按未出售建筑面积的 100% 出租率计算。

⑥冷链用房出售收入

参照周边冷链物流库房建筑销售价格，按 6500 元/平方米估算，不考虑价格的上涨。生活服务用房出租收入主要包括全域配套的商铺、员工食堂、宿舍等，其租金参照标准厂房 25 元/平方米/月估算，以后每三年按 5% 上涨率计算，经营期第一年出租面积按未出售建筑面积的 70%，第二年按未出售建筑面积的 85%、第三年至第十年按未出售建筑面积的 95%、第十一年至第二十年按未出售建筑面积的 100% 出租率计算。

⑦生活服务用房出售收入

项目经营期前三年出售建筑面积的 15%、15%、20%。参照标准厂房出售价格 4250 元/平方米，不考虑未来价格上涨情况。

⑧可经营性资产物业服务收入

根据了解宁乡市工业园区一般物业收费标准 1.2-1.5 元/平方米/月，本项目综合服务建筑物业费经营期第一年至第五年按 1.2 元/平方米/月、第六年至第十年按 1.5/平方米/月收取、第十一年至第十五年按 1.8/平方米/月收取、第十六年至第二十年按 2/平方米/月收取，计费面积为每年出租面积及出售的总建筑面积之和。

⑨停车位服务收入

根据《湖南省机动车停放服务收费管理办法》（湘发改价调〔2019〕217 号），以及宁乡市物价部门核准的停车收费价，由于项目主要车流量为园区上班人员和货运车辆，本项目停车位每日平均收入按照 15 元/车位、年使用时间 365 天估算。停车场经营期第一至三年负荷按 50% 估算，以后每三年计算负荷增长 10%，直到负荷达到 85% 后不再增长。

⑩充电桩服务收入

本项目拟新建充电桩 80 座，项目建成后拟与充电桩专业运营团队合作运营，充电桩专业运营团队与投资人按充电收益分成，分成比例为 20%：80%。充电桩服务收费价格参照湖南省

发改委《关于我省电动汽车用电价格政策有关问题的通知》的通知，按照 0.8 元/kwh 收费，平均每辆车一次充电数量为 40-60 度，本项目按 50 度计算，平均一次充电服务收入约为 32 元/座天（扣除运营团队 20% 部分）。根据宁乡市当前充电桩利用状况，综合预计为：运营期第一至三年充电桩利用率为 50%，以后每三年利用率增长 10%，直至 100%（平均每天每个充电桩充电服务 1 台汽车）不变。

项目成本包括经营成本、折旧摊销成本、财务成本。

① 经营成本

公共设施燃料动力费：主要包括附属设施用电、室外公共区域照明用电，场地冲洗和绿化浇洒用水水电成本，项目公共设施年用电量约为 47.45 万 kwh，年用水量 2.16 万吨。根据宁乡市一般工商业用电不满 1 千伏为 0.7511 元/kwh，非居民生活用水（经营服务业）水价为 3.68 元/m³ 估算。

人工工资及福利成本：本项目建成使用后，预计员工人数为 15 人，根据宁乡市平均工资及福利费 5 万元/年估算，并按每三年上涨 5%。

修理费用：参照同类项目的经营经验并结合本项目的实际情况，年维修费用按当期固定资产折旧的 5% 估算。

管理费用：按照营业收入的 1% 进行估算。

营销费用：按照营业收入的 5% 进行估算。

② 摊销费用

本项目物流园出售的建筑按销售进度进行折旧，出租部分固定资产按 30 年直线折旧，设备按照 15 年直线折旧，残值率 5%。

③ 财务费用

发债资金利率按 5.7% 计算，项目债券发行年期为 5 年，按照“等额本金”方式还本付息。建设期利息计入项目总投资。经测算，运营期财务费用合计约 8550.00 万元。

④ 税金

税金附加：城市维护建设费、教育附加费和地方教育附加以增值税为计税基础，税率分别为 7%、3%、2%；房产税税率 12%。

项目拟使用债券 2.50 亿元，债券利率暂按 5.70% 估算，债券存续期 7 年，前两年为宽限期，后五年等额还本付息，随着债券本金的偿还，财务费用逐年降低。

经估算，债券存续期需支付债券本息合计 58550.00 万元，债券存续期内项目净收益

67071.18 万元，债券存续期内累计项目净收益覆盖债券本息倍数 2.08 倍，运营期前五年项目净收益对当期应付债券本息的覆盖倍数分别为 2.80 倍、4.23 倍、5.98 倍、4.81 倍和 3.61 倍，募投项目现金流量对当期应付债券本息覆盖能力好。募投项目还本付息来源测算详见下表。

表 15 偿债覆盖倍数计算表（单位：万元、倍）

序号	项目	债券存续期合计	建设期		运营期				
			第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
1	营业收入（万元）	79014.48	--	--	20672.13	24192.31	24379.76	4885.14	4885.14
2	应交增值税（万元）	725.87			0.00	0.00	0.00	332.88	392.99
3	税金及附加（万元）	3986.59	--	--	843.38	1243.55	751.63	570.41	577.62
4	经营成本（万元）	7230.84	--	--	1878.56	2089.77	2275.11	493.70	493.70
5	项目收益（万元）	67071.18			17950.19	20858.99	21353.02	3488.15	3420.83
6	上年结余（万元）	--	--	--	--	5100.19	13679.18	23322.2	15670.35
7	当年还本金额（万元）	25000.00	--	--	5000.00	5000.00	5000.00	5000.00	5000.00
8	当年付息支出（万元）	7125.00	1425.00	1425.00	1425.00	1140.00	855.00	570.00	285.00
9	债券存续期内项目净收益覆盖债券本金及利息情况（倍）	2.08	--	--	2.80	4.23	5.98	4.81	3.61

注：偿还本金按照发行金额上限 5.00 亿元进行测算
资料来源：《可研报告》，联合资信整理

考虑到募投项目《可行性研究报告》对出租价格、销售价格、出租率和未来销售情况较为乐观，项目未来收入的实现存在一定的不确定性，对本期债券的偿付可能产生一定影响。

4. 债券条款及增信措施分析

本期债券由三峡担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保²，担保范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

根据联合资信于 2021 年 6 月 28 日出具的《重庆三峡融资担保集团股份有限公司 2021 年主体长期信用评级报告》，三峡担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

三峡担保担保实力极强，其担保显著提升了本期债券到期偿付的安全性。

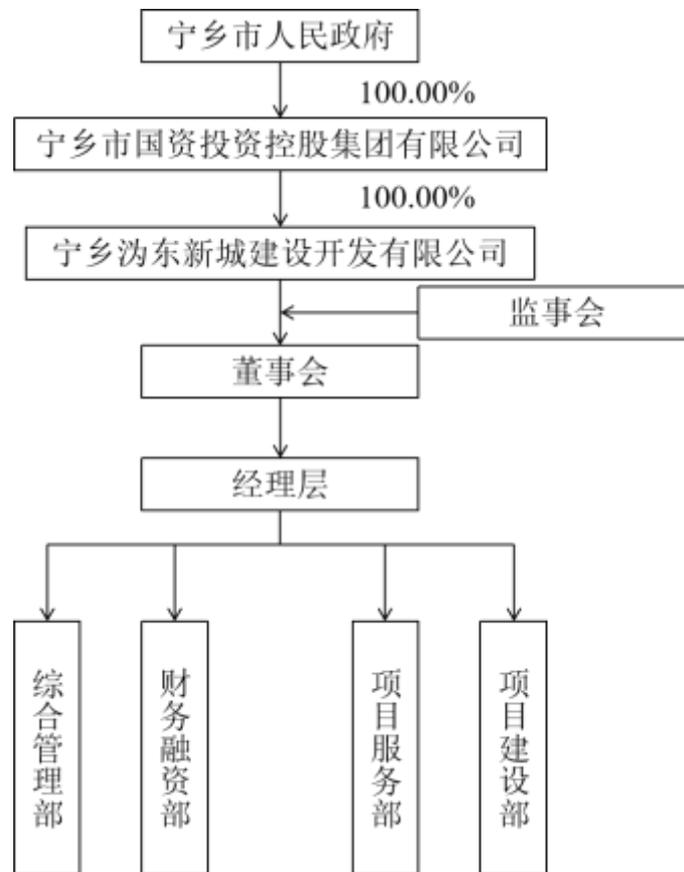
十一、 结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及担保方担保能力等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

2 根据三峡担保出具担保函及相关文件，三峡担保对宁乡沩东发行面额不超过 5.00 亿元的“2021 年宁乡沩东新城建设开发有限公司农村产业融合发展专项债券（品种一）”（债券名称以监管机

构审核注册机关审核注册名称为准）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，本期债券即为担保函中担保的债券。

附件 1-1 截至 2021 年 9 月底公司股权结构及组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 9 月底公司合并范围一级子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例 (%)		表决权比 (%)	取得方式
		直接	间接		
宁乡市交通建设投资有限公司	公共交通基础设施经营	100.00	--	100.00	同一控制 下合并
宁乡市双资投资有限责任公司	城市基础设施建设	100.00	--	100.00	
宁乡沔东新城文化旅游投资有限公司	文化旅游产业投资与管理	100.00	--	100.00	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	4.27	2.43	1.59	0.76
资产总额 (亿元)	89.80	129.59	166.10	178.87
所有者权益 (亿元)	26.80	53.13	61.73	61.62
短期债务 (亿元)	25.11	10.25	33.46	44.67
长期债务 (亿元)	26.89	52.98	59.93	52.84
全部债务 (亿元)	52.00	63.23	93.39	97.51
营业收入 (亿元)	5.53	4.74	10.20	2.25
利润总额 (亿元)	1.31	1.77	1.63	-0.02
EBITDA (亿元)	1.54	2.18	2.37	--
经营性净现金流 (亿元)	-2.71	-17.48	-10.46	0.47
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	0.95	0.72	0.90	--
存货周转次数 (次)	0.10	0.04	0.09	--
总资产周转次数 (次)	0.07	0.04	0.07	--
现金收入比 (%)	72.09	30.55	17.48	8.47
营业利润率 (%)	23.80	36.27	15.97	14.39
总资产收益率 (%)	1.45	1.23	0.81	--
净资产收益率 (%)	3.98	2.68	2.02	--
长期债务资本化比率 (%)	50.08	49.93	49.26	46.16
全部债务资本化比率 (%)	65.99	54.34	60.20	61.28
资产负债率 (%)	70.16	59.00	62.84	65.55
流动比率 (%)	183.20	412.00	316.90	251.75
速动比率 (%)	55.74	113.13	102.19	66.52
经营现金流动负债比 (%)	-6.48	-64.15	-22.20	--
现金短期债务比 (倍)	0.17	0.24	0.05	0.02
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.41	0.56	0.32	--
全部债务/EBITDA (倍)	33.86	28.97	39.36	--

注: 1. 2021 年三季度财务报表未经审计; 2. 本报告合并口径已将其他应付款中短期债务纳入短期债务核算, 将长期应付款和其他应付款中长期债务纳入长期债务核算; 3. "--" 代表数据不适用

资料来源: 联合资信根据公司审计报告、2021 年三季度报表及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	1.91	0.12	0.06	0.30
资产总额 (亿元)	38.31	83.84	106.89	129.97
所有者权益 (亿元)	5.62	48.61	57.46	57.52
短期债务 (亿元)	3.82	2.24	6.23	8.26
长期债务 (亿元)	11.26	16.15	12.15	26.51
全部债务 (亿元)	15.07	18.39	18.39	34.77
营业收入 (亿元)	4.49	2.92	8.71	1.05
利润总额 (亿元)	1.42	1.90	1.86	0.09
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	1.67	-8.08	-12.57	-13.64
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	38.94	18.63	2.15	--
存货周转次数 (次)	0.20	0.07	0.22	--
总资产周转次数 (次)	0.13	0.05	0.09	--
现金收入比 (%)	81.48	49.11	7.71	0.00
营业利润率 (%)	26.07	51.17	17.99	14.35
总资产收益率 (%)	5.66	2.34	1.97	--
净资产收益率 (%)	20.85	3.23	2.60	--
长期债务资本化比率 (%)	66.72	24.93	17.46	31.55
全部债务资本化比率 (%)	72.86	27.44	24.24	37.68
资产负债率 (%)	85.34	42.02	46.24	55.75
流动比率 (%)	131.54	269.89	244.43	272.43
速动比率 (%)	52.58	140.53	114.38	117.07
经营现金流动负债比 (%)	7.78	-42.34	-41.21	--
现金短期债务比 (倍)	0.50	0.05	0.01	0.04
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注: 1.2021 年半年度财务报表未经审计; 2.“--”代表数据不适用, 公司未提供母公司利息支出数据, “/”代表数据未获取
 资料来源: 联合资信根据公司审计报告、2021 年三季度报表整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 2022 年第一期宁乡沔东新城建设开发有限公司 农村产业融合发展专项债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

宁乡沔东新城建设开发有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

宁乡沔东新城建设开发有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对宁乡沔东新城建设开发有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，宁乡沔东新城建设开发有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注宁乡沔东新城建设开发有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现宁乡沔东新城建设开发有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对宁乡沔东新城建设开发有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如宁乡沔东新城建设开发有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对宁乡沔东新城建设开发有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与宁乡沔东新城建设开发有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。