

信用等级公告

联合[2015] 2287 号

联合资信评估有限公司通过对邵阳市宝庆工业新城建设投资开发有限公司拟发行的 2015 年宝庆工业集中区湘商产业园（一期）项目收益债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

2015 年宝庆工业集中区湘商产业园（一期）
项目收益债券的信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年十一月六日



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

电话：（010）85679696

传真：（010）85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

2015 年宝庆工业集中区湘商产业园（一期）

项目收益债券信用评级报告

评级结果：

本期债券信用等级：AA

评级时间：2015 年 11 月 6 日

项目收益债概要

项目收益债名称	2015 年宝庆工业集中区湘商产业园（一期）项目收益债券
募集资金规模	15 亿元
发行期限	10 年
还本付息方式	每年付息一次，分次还本。从第 3 个计息年度开始偿还本金，第 3、4、5、6、7、8、9、10 个计息年度末分别按本期债券发行总额的 7.5%、10%、10%、12.5%、15%、15%、15%、15% 的比例偿还本金。偿还本金年度的应付利息随当年本金的兑付一起支付。
信用增进	本期债券设置差额补偿机制，差额补偿责任包括债券存续期内每期偿债资金专户内账户余额在当期还本付息日前第 20 个工作日（T-20 日）不足以支付本期债券当期本息时，差额补偿人应在付息/兑付日的 5 个工作日（T-5 日）前补足偿债资金专户余额与本期债券应付本息的差额部分
项目实施主体	邵阳市宝庆工业新城建设投资开发有限公司
差额补偿人	邵阳市城市建设投资经营集团有限公司

分析师

过国艳 兰迪

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）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

邵阳市宝庆工业新城建设投资开发有限公司（以下简称“项目实施主体”或“宝庆建设”）为宝庆工业集中区湘商产业园（一期）项目（以下简称“募投项目”）的实施主体。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对“2015 年宝庆工业集中区湘商产业园（一期）项目收益债券”（以下简称“本期债券”）的评级，反映了募投项目作为宝庆工业集中区重要的基础设施建设工程，具备良好的外部环境和优越的地理位置。同时本期债券募集资金封闭管理，项目收益流入流出均有严格监管，信息披露要求严格，可有效防范本期债券的操作风险。但联合资信也关注到，本期债券募投项目目前仍处于建设前期，预期收益可能会受到项目建设或运营期风险影响；且在项目建设阶段，项目实施主体自身并不产生收益，利息偿还对外部支持依赖程度较高。

本期债券偿债来源主要为募投项目的标准厂房、研发中心出售销售收入和财政补贴，根据预测，本期债券存续期内的项目收益现金流入量对债券本息偿还覆盖程度尚可。同时考虑到本期债券设置了差额补偿机制，差额补偿人（邵阳市城市建设投资经营集团有限公司，以下简称“差额补偿人”或“邵阳城投”）有义务在差额补偿协议正常履行的情况下按约定对本期债券偿债资金专户余额与应付本期债券本息的差额部分进行补足，并承担连带责任，一定程度上提升了本期债券的到期偿还安全性。

优势

1. 近年来邵阳市域经济实力和财政实力不断增强，为宝庆建设营造了有利的外部发展环境。同时，募投项目建设具有良好的经

济效益和社会效益。

2. 本期债券设置了差额补偿机制，项目实施主体及差额补偿人对本期债券的偿还承担连带责任，一定程度上提升了本期债券的到期偿还安全性。
3. 本期债券募集资金封闭管理，项目收益流入流出均有严格监管，信息披露要求严格，可有效防范本期债券的操作风险。

关注

1. 项目建设过程中的施工进展、资金筹措和施工安全等因素对项目如期完工有一定影响。
2. 本期债券的还本付息主要依靠募投项目的标准厂房、研发中心出售出租收入及财政补贴，受房地产行业调控及项目实际销售情况等方面影响，募投项目预期收入规模的实现可能存在不确定性。
3. 本期债券的《差额补偿协议》设置加速到期条款，一旦发生加速到期情形，项目实施主体和差额补偿人将面临较大集中偿付压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与邵阳市宝庆工业新城建设投资开发有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与邵阳市宝庆工业新城建设投资开发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。

二、联合资信与评估人员履行了实地调查和诚信义务，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、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因邵阳市宝庆工业新城建设投资开发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。

四、本信用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。

五、本评级报告引用的相关的资料主要由邵阳市宝庆工业新城建设投资开发有限公司相关当事方提供，联合资信不保证所引用资料的真实性和完整性。

六、“2015 年宝庆工业集中区湘商产业园（一期）项目收益债券”信用等级自本债券成立之日起至到期日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、本期债券概况

1. 基本情况

邵阳市宝庆工业新城建设投资开发有限公司（以下简称“项目实施主体”或“宝庆建设”）是邵阳市宝庆工业集中区重要的土地开发和基础设施建设主体。2015 年宝庆工业集中区湘商产业园（一期）项目收益债券（以下简称“本期债券”），募集资金 15 亿元，发行期限 10 年，募集资金全部用于 2015 年宝庆工业集中区湘商产业园（一期）项目（以下简称“募投项目”）投资建设。

本期债券每年付息一次，分次还本，从第 3 个计息年度开始分期偿还本金，第 3、4、5、6、7、8、9、10 个计息年度末分别按本期债券发行总额的 7.5%、10%、10%、12.5%、15%、15%、15%、15%的比例偿还本金。偿还本金年度的应付利息随当年本金的兑付一起支付。

本期债券设置了差额补偿机制，在差额补偿协议正常履行的情况下差额补偿责任包括当债券存续期内每期偿债资金专户内账户余额不足以支付本期债券当期本息时，差额补偿人按差额补偿协议约定的时间和方式补足偿债资金专户余额与应付本期债券本息的差额部分，同时宝庆建设和差额补偿人对本期债券的偿还承担不可撤销的连带责任，有效提升了本期债券到期偿还的安全性。

2. 本期债券基本要素

本期债券参与各方如下表所示：

表 1 本期债券基本要素

	名 称	内 容
1	项目收益债名称	2015 年宝庆工业集中区湘商产业园（一期）项目收益债券
2	项目实施主体	邵阳市宝庆工业新城建设投资开发有限公司
3	募投项目	2015 年宝庆工业集中区湘商产业园（一期）
4	募集规模	15 亿元
5	期限	10 年
6	还本付息方式	每年付息一次，分次还本。从第 3 个计息年度开始偿还本金，第 3、4、5、6、7、8、9、10 个计息年度末分别按本期债券发行总额

		的 7.5%、10%、10%、12.5%、15%、15%、15%、15%的比例偿还本金。偿还本金年度的应付利息随当年本金的兑付一起支付。
7	信用增级	邵阳市城市建设投资经营集团有限公司作为本期债券的差额补偿人，对本期债券的差额补偿承担连带责任。当本期债券募投项目收入无法覆盖债券本息时，将由其承担差额补偿义务
8	主承销商/债权代理人	金元证券股份有限公司
9	托管人	中央国债登记结算有限责任公司
10	监管银行	长沙银行邵阳分行、中国工商银行邵阳广场支行及华融湘江银行邵阳西湖路支行
11	项目可行性研究报告编制单位	湖南大学设计研究院有限公司
12	法律顾问	湖南启元律师事务所
13	信用评级	联合资信评估有限公司
14	审计机构	中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）

资料来源：联合资信整理

3. 本期债券概况

（1）募集资金现金流

本期债券采用簿记建档、集中配售的发行方式，通过主承销商设置的发行网点向机构投资者（国家法律、法规另有规定的除外）公开发行。本期债券的募集资金将划入宝庆建设开立的募集资金使用专户，该账户由中国工商银行邵阳广场支行（以下简称“工商银行”或“监管银行”）监管监管银行监管，资金划出必须依照募集说明书约定用途，即用于 2015 年宝庆工业集中区湘商产业园（一期）项目。

（2）偿债资金现金流

本期债券还本付息的主要资金来源系募投项目的运营收入，包括但不限于出租、出售收入以及各类补贴等；项目收入由可确定的主体支付时，应在相关协议中约定，由该主体直接向项目收入归集专户划转资金，作为债券偿债准备金。偿债准备金以待偿付的全部债券本息为限。

宝庆建设应将按照项目收入从归集专户向偿债资金专户划转，作为债券偿债准备金。该账户由监管银行监管。项目收入归集专户内的资金只能全部划转至偿债专户且不得设置抵押、质押等任何权利限制，不得用于其他用途。

宝庆建设应于每个计息年度分两次将归集专户内的全部资金按照划转至偿债专户用于偿还本期债券当年应支付的本息，划转节点分别为本期债券每个计息年度的还本付息日前第 180 日、本期债券每个计息年度的还本付息日前第 20 个工作日。

邵阳市城市建设投资经营集团有限公司
是本期债券的差额补偿人。

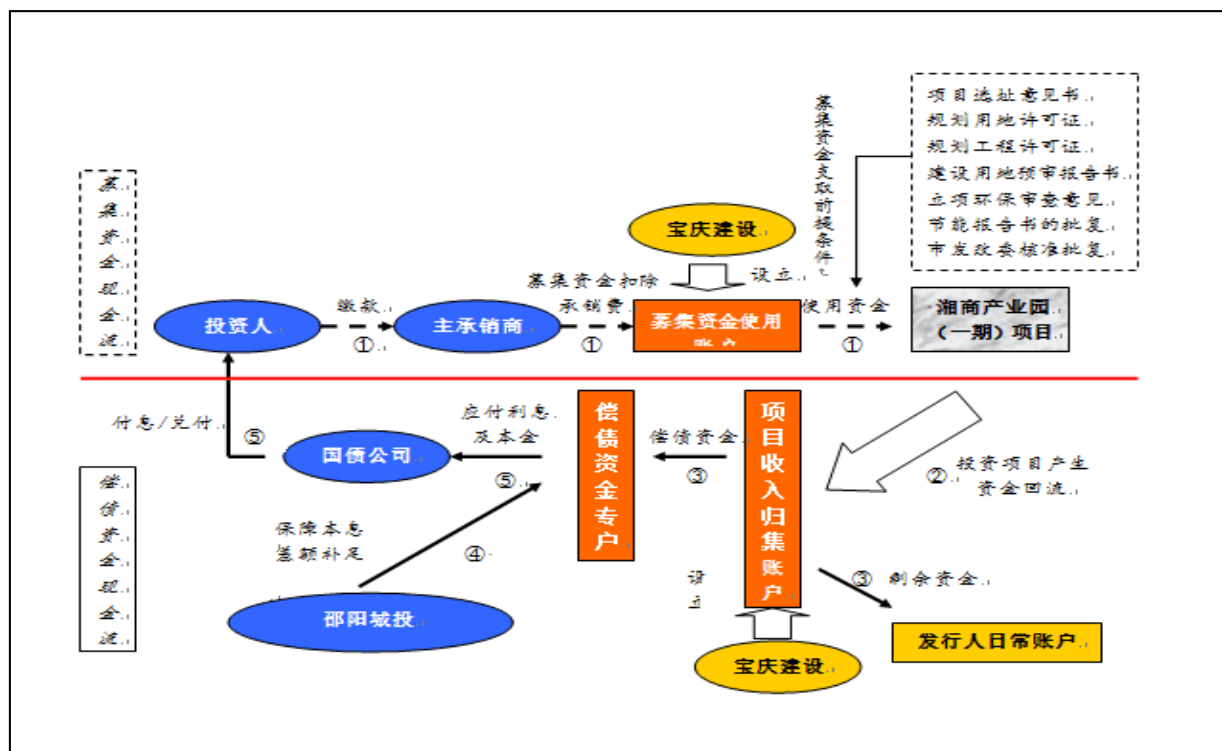
本期债券存续期内每期偿债资金专户内账户余额在当期还本付息日前第 20 个工作日（T-20 日）不足以支付本期债券当期本息时，监管人应 2 个工作日内书面通知差额补偿人，差额补偿人应在付息/兑付日的 5 个工作日

(T-5 日)前补足偿债资金专户余额与本期债券应付本息的差额部分。

因本期债券出现加速到期情形（详见报告下文）且在提前付息/兑付日前第25个工作日（T-25日）偿债资金专户内账户余额不足以支付及利息时，监管人应2个工作日内书面通知差额补偿人，差额补偿人应在付息/兑付日10个工作日（T-10日）前补足偿债资金专户余额与应付本金、利息总额的差额部分。

在债券每一年付息/兑付日前第 3 个工作日,项目实施主体将付息/兑付款项划入中央国债登记公司账户。

图 1 本期债券交易结构图



资料来源：金元证券提供

二、行业及区域环境分析

1. 中国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许多优惠政策,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24日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解。

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）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（不含农户）完成 50.20 万亿元，比上年名义增长 15.7%，扣除价格因素，实际增长 15.1%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资 11983 亿元，比上年增长 33.9%；第二产业投资 208107 亿元，增长 13.2%；第三产业投资 281915 亿元，增长 16.8%。

截至 2014 年底，中国城镇化率为 54.77%，较上年提高 1.07 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，承担着政府投资融资功能，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. 区域经济概况

根据《邵阳市 2014 年国民经济和社会发展统计公报》，2014 年全市完成地区生产总值 1261.61 亿元，比上年增长 10.8%。其中第一产业完成增加值 274.61 亿元，增长 4.8%，第二产业完成增加值 482.22 亿元，增长 11.0%，第三产业完成增加值 504.78 亿元，增长 13.6%。按常住人口计算，全市人均 GDP17498 元，比上年增长 10.4%。三次产业结构由上年的 22.5:38.9:38.6 调整为 21.8:38.2:40.00，三产业比重提升了 1.4 个百分点。非公有制经济实现增加值 826.24 亿元，比上年增长 11.20%，占 GDP 的比重为 65.5%。

2014 年，邵阳市全年建筑业实现增加值 75.03 亿元，按可比价格计算比上年增长 11.4%，占第二产业比重为 15.6%。具有资质等级的建筑企业签订合同金额 540.12 亿元，增长 20.10%，完成总产值 264.47 亿元，增长 18.50%，期末从业人员 96093 人，比上年增加 10183 人，其中工程技术人员 15063 人，比上年增加 1325 人。房屋建筑施工面积 2858.91 万平方米，增长 15.90%，竣工面积 1115.31 万平方米，减少 0.01%；全市固定资产投资(500 万元以上项目)完成 1267.77 亿元，比上年增长 23.10%，其中房地产投资 130.00 亿元，增长 26.5%。在全部投资中，国有投资 221.30 亿元，增长 17.70%，非国有投资 1046.48 亿元，增长 24.3%，非国有投资占全部投资比重 82.54%，比上年提高 0.8 个百分点。第一产业完成投资

额 122.69 亿元，增长 40.2%，第二产业投资 597.09 亿元，增长 8.9%，第三产业投资 548.00 亿元，增长 39%。

从全口径的地方财力结构来看，一般预算收入和上级补助收入是邵阳市财政收入的主要来源。2012~2014 年，一般预算收入占财政总收入的比重分别为 19.18%、20.11%和 20.57%，比重逐年有所提升，但仍处于偏低水平，受限于邵阳市的经济发展水平，一般预算收入对财政收入的贡献度较低，且一般预算收入中税收收入占比低，邵阳市的财政收入主要依赖于上级政府的补助收入，2012~2014 年，补助收入占财政收入的比重分别为 71.44%、67.90%和 69.44%。

从财政支出来看，2012~2014 年，邵阳市的一般预算支出和政府性基金支出均快速增长，近三年一般预算收入与一般预算支出的比率分别为 21.44%、22.22%和 23.02%，邵阳市全口径的一般预算收入对一般预算支出的保障程度较弱。

2014 年，宝庆工业集中区完成技工贸总收入 220 亿元，在 2013 年基础上增加 68 亿元，增长 45%；完成固定资产投资 28 亿元，增长 35%，高于邵阳市 11 个百分点；完成工业总产值 150 亿元，同比增长 24%，高于邵阳市 8 个百分点；实现规模工业增加值 45 亿元，同比增长 19%，高于邵阳市 7 个百分点；实现利润 14 亿元、税收 11 亿元，分别增长 26%、20%。

表 2 邵阳市 2012~2014 年全口径财政收支情况(单位: 万元)

科目	2012 年	2013 年	2014 年
一般预算收入	536615	681742	797328
其中: 税收收入	271050	348179	404673
非税收入	265565	333293	392655
上级补助收入	1998699	2301309	2691641
其中: 返还性收入	79557	81611	83146
一般性转移支付收入	1204760	1449581	1617049
专项转移支付收入	714382	770117	991446
政府基金收入	206983	348381	335705

预算外财政专户资金收入	55535	57800	51643
财政收入	2797832	3389232	3876317
一般预算支出	2502781	3068073	3463587
政府性基金支出	231606	380450	393863
预算外财政专户资金支出	54359	57800	52540
财政支出	2788746	3506323	3909990

资料来源：邵阳市财政局提供

注：财政收入=一般预算收入+上级补助收入+政府性基金收入+预算外收入

财政支出=一般预算支出+政府性基金支出+预算外支出

三、本期债券项目情况

1. 项目实施主体

宝庆建设成立于2008年1月，原注册资本为1500.00万元，股权结构为邵阳市城乡建设投资发展有限公司900.00万元、邵阳市宝庆科技工业园投资开发有限公司600.00万元；2013年1月，邵阳市宝庆科技工业园管理委员会（后变更为宝庆工业集中区管理委员会）受让上述股东的1500.00万元股份，同时增资48500.00万元，受让股份及增资后，宝庆工业集中区管理委员会成为宝庆建设全资股东，截至2014年底，宝庆建设注册资本及实收资本均为50000.00万元。

2015年10月13日，根据邵阳市国资委出具的《关于同意变更邵阳市宝庆工业新城建设投资有限公司出资人（股东）及地址名称的批复》，公司股东由宝庆工业集中区管理委员会变更为邵阳市国资委。2015年10月22日，邵阳市工商行政管理局向宝庆建设换发了新的《企业法人营业执照》。截至2015年10月底，宝庆建设注册资本及实收资本为50000.00万元，邵阳市人民政府是宝庆建设唯一出资者。邵阳市人民政府国有资产监督管理委员会履行出资人职责。

经营范围：建材销售；城乡基础设施、公共设施投资、建设、服务；邵阳市宝庆工业集中区土地开发与经营、工业厂房开发、房地产开发（凭本企业有效资质经营）；邵阳市宝庆工业集中区项目建设投资、策划；物业管理（凭本企业有效资质经营）

宝庆建设作为宝庆工业集中区产业园区

重要开发主体，目前负责园区的土地整理和城市基础设施建设项目。

截至2014年底，公司合并资产总额74.24亿元，所有者权益合计52.18亿元（不含少数股东权益）。2014年公司实现主营业务收入3.93亿元，利润总额2.22亿元。

宝庆建设注册地址：邵阳市双清区邵阳大道旁宝庆科技工业园主孵化楼；法定代表人：石世伟。

2. 项目概况

本期债券的募投项目为邵阳市宝庆工业新城建设投资有限公司宝庆工业集中区湘商产业园建设项目（一期），宝庆建设为项目业主，项目建设地点位于宝庆工业集中区东部。

募投项目为一期工程，用地面积为142.4公顷，用地范围为：宝庆工业集中区广信路以东、云峰路以南、云水路以南以及世纪大道两侧的区域。湘商产业园规划A、B、C、D四个组团分区，总用地面积200公顷，募投项目用地142.4公顷，建设B、C、D三个组团分区。募投项目建设规模为：征地面积200公顷，房屋拆迁120栋，迁坟240棺。募投项目建设内容主要包括：（1）湘商产业园200公顷用地的征地拆迁；（2）一期142.4公顷用地范围内用地的“五通一平”、标准厂房建设和研发中心建设。具体为：场地平整，道路及给排水、电力、电信、燃气管网工程，标准厂房和研发中心的土建及室内管路。总建筑面积1128690平方米，包括843100平方米标准厂房，285590平方米配套研

发楼。

根据《宝庆工业集中区湘商产业园建设项目（一期）可行性研究报告》，项目总投资为226292.92万元，其中76292.92万元为自有资金，约占项目建设总投资的33.71%；有150000万元为债务资金，约占项目建设总投资的66.29%，由公司采取发行债券的方式筹集。按照进度计划，募投项目计划建设工期24个月，具体时间进度根据实际情况安排。

3. 项目效益分析

经济效益分析

项目为湘商产业园建设的一期工程，属于省市两级督办的重大项目，受到省市两级湘商产业园和创新创业园建设的政策扶持，招商引资前景较好。目前除标准厂房区有待进一步招商外，其余用地和标准厂房已有较为明确的入驻意向，故本项目经济效益明显。据估计，项目建成后，2017年年底可实现工业总产值80亿元以上，入园企业100家以上，利税3亿元以上；标准厂房租售饱和后可实现工业总产值180亿元，入园企业320家以上，利税10亿元。这些产值尚不包括拉动相关建筑、餐饮、住宿业的部分。

社会效益分析

募投项目是湖南省首个湘商产业园项目，建设于邵阳市，有利于吸引更多外地湘商回湘投资；募投项目建成后可提供就业岗位3万个以上，可促进大学生就业，吸纳农村剩余劳动力，有效缓解各方面压力；募投项目的建设将有利于邵阳市引入新产业，促进发制品、服装等产业升级，调整当地产业结构，加速技术扩散，促进企业实施战略联盟，推动邵阳市经济增长；湘商产业园位于邵阳市城区东部，属于市郊，园区建设带动了周边道路建设和建成区扩张，将推动新型城镇化进程；项目建设还能带动园区周边商业、餐饮、酒店业、工程咨询、设计、建筑等相关行业发展，刺激内需，保持社会需求的稳定增长；募投项目通过大量标准

厂房的聚集，将企业排污限定在园区内，并通过污水处理厂建设和采取环保措施，使“三废”达标排放，降低工业发展对城市生存环境的影响。同时配套建设的沿街商业、绿化设施能够美化城市景观。

4. 项目合规性

募投项目在相关批复方面获得政府及相关部门的大力支持。具体项目审批情况如下：

（1）募投项目符合国家产业政策方向，邵阳市发展和改革委员会于2015年10月19日出具了《关于核准办理湘商产业园建设项目（一期）的批复》（市发改综[2015]470号），同意实施湘商产业园建设项目（一期）；

（2）邵阳市发展和改革委员会于2015年9月21日出具了《邵阳市宝庆工业新城建设投资有限公司宝庆工业集中区湘商产业园建设项目（一期）节能评估报告书的批复》（市发改能源[2015]431号），原则同意该节能评估报告书；

（3）邵阳市环境保护局于2015年9月18日出具了《关于宝庆工业集中区湘商产业园建设项目（一期）立项环保审查意见》（邵市环函[2015]207号），同意该项目立项；

（4）邵阳市国土资源局于2015年9月29日出具了《关于宝庆工业集中区湘商产业园建设项目（一期）用地预审的意见》（邵国土资预审字[2015]第24号），同意通过用地预审；

（5）邵阳市规划局于2015年9月23日出具了《建设项目选址意见书》（建规（选）字第2015-28B）。

5. 项目风险

在项目的不同阶段涉及的风险有所不同，本项目在建设过程中和建成后的营运过程中可能存在的风险因素主要有市场、融资、工程进度质量安全、投资等方面。

资金风险方面，募投项目总投资22.63亿元，大部分为债务资金，融资规模量大，有可能因

为在融资过程中某些环节拖延而影响资金到位，使项目建设延期。防范此类风险的措施包括：宝庆建设将积极与债券发行方等方面沟通，制定明确的工作计划，积极配合相关手续工作；争取自筹资金及时到位；争取省市有关部门的大力支持，加快融资进度。

环境保护风险方面，因为环境保护规划项目（如污水处理和排放设施）不能按时投入运行，造成整体规划不能实现。因设备故障使得设备处理能力降低，排放指标超标，影响周围环境；因一些不可抗拒的外部原因如停电、突发性的自然灾害等造成环保设备停止运行，大量未经处理的污染物外排。对此，宝庆建设将严格执行环评“三同时”制度，并加快推进宝庆工业集中区污水处理、垃圾处理等设施建设，同时严格管控工程质量，保证园区环保项目的可靠性和稳妥性。

拆迁工作风险方面，主要指由于征地补偿、安置方案达不到被征地农民的要求及实施程序不规范等，使征地拆迁受阻，工程进度受到影响。对此，宝庆建设将完善征地补偿机制，依据土地的市场价格合理确定补偿标准；妥善安置失地农民，帮助解决就业、住房和农村社会保障问题；严格依法拆迁，确保征地拆迁透明公正。

总体看，本期债券募投项目在邵阳市重要性突出，工程区位优势以及政府支持力度大，主要风险因素可控。

四、本期债券收益预测

1. 项目收益预测

本项目收益债收益预测依据2015年7月湖南大学设计研究院有限公司出具的《宝庆工业集中区湘商产业园建设项目（一期）可行性研究报告》。

募投项目开工建设时间为2016年，前期工作已开展（截至2015年10月底已投入4.41亿元），项目总投资为226292.92万元，其中项目实施主

体自有资金76292.92万元（占总投资的33.71%），债务资金15.00亿元。

（1）项目总投资预测

项目估算总投资为226292.92万元。其中拆迁安置费用13233.60万元，建设用地费42000.00万元，建设工程费用144366.51万元，工程建设其他费用9746.29万元，基本预备费3446.52万元，建设期利息13500.00万元。

表3 募投项目总投资汇总表（单位：万元）

工程及费用名称	估算金额	比重
建设用地费	42000.00	18.56%
拆迁费	13233.60	5.85%
建设工程费用	144366.51	63.80%
其中：室内工程	109300.61	
室外工程	35065.90	
工程其他费用	9746.29	4.31%
预备费	3446.52	1.52%
建设期利息	13500.00	5.97%
项目总投资	226292.92	100.00%

资料来源：中威正信（北京）资产评估有限公司出具的《邵阳市宝庆工业新城建设投资开发有限公司项目收益债券所涉及的2016年至2035年宝庆工业集中区湘商产业园（一期）项目收益及现金流专项分析预测》

（2）成本费用预测

募投项目总成本费用主要由销售及管理费、财务费用、建设总投资三部分构成，累计项目成本费用金额为279964.74万元。

管理费用：管理费用主要包含行政管理人员工资性支出、保安工资支出、清洁工工资支出、基础设施维修费用等。本项目为了便于经济评价，将这些费用按年销售收入的1.5%进行估算。财务费用：按借款利率6%计算运营期的贷款利息。建设总投资费用：包括用于项目的建设用地费用、征地拆迁费、室内工程费、室外工程费、工程其他费用、预备费以及建设期利息等。

（3）收入预测

本募投项目的主要收入来源于项目标准厂房和研发中心出租收入、标准厂房/研发中心出售和补贴三部分。根据湖南大学设计研究

院有限公司出具的《宝庆工业集中区湘商产业园建设项目（一期）可行性研究报告》，募投项目总收入为456128.30万元，其中标准厂房和研发中心出租收入为343054.25万元，占比为75.21%，标准厂房/研发中心出售收入为101787.15万元，占比为22.32%及补贴收入11286.9万元，占比为2.47%。另募投项目在本期债券存续期内（假设2016年发行成功）实现总收入为233685.05万元，其中标准厂房和研发中心出租收入为120611.00万元，占比为51.61%，标准厂房/研发中心出售收入为101787.15万元，占比为43.56%及补贴收入11286.9万元，占比为4.83%。

标准厂房和研发中心出租收入

募投项目标准厂房总建筑面积843100m²，其中标准厂房面积的70%用于出租，可用于出租的厂房面积共计590170m²（所有出租厂房均为四层结构，每层可出租面积147543m²）；研发中心总建筑面积295590m²，其中70%用于出租，可用于出租面积199913m²。同时根据项目建设进度及厂房出租出售市场情况分析，预计项目于第三年开始出租厂房，第三年出租面积占可出租面积的30%，第四年出租面积为占可出租面积60%，第五年出租面积为占可出租面积70%，第六年出租面积为占可出租面积80%，第七年出租面积为占可出租面积90%，此后各年出租面积均为可出租面积的90%。

参考项目所在地附近园区近几年房屋出租收入情况及建设单位提供的资料，本项目标准厂房出租价格每年递增1元，到第十一年后保持与第十年的出租价格一致。如第三年一层

出租价格为15元/月/平方米，第四年一层出租价格为16元/月/平方米，第五年一层出租价格为17元/月/平方米，第六年一层出租价格为18元/月/平方米，第七年一层出租价格为19元/月/平方米，第八年一层出租价格为20元/月/平方米。

参考项目所在地附近园区近几年房屋出租收入情况及建设单位提供的资料，研发中心平均出租价格按28元/月/平方米测算。

标准厂房/研发中心出售

募投项目标准厂房和研发中心按各建筑面积的30%用于出售。其中标准厂房可用于出售的建筑面积为252930平方米；研发中心可用于出售的建筑面积为85677平方米。根据项目建设进度分析，预计项目于第三年开始出售厂房，第三年至第六年每年出售面积占可出售面积的15%，第七年至第十年每年出售面积占可出售面积的10%，第十一年出售完毕。

参考项目所在地附近园区近几年房屋出租收入情况及建设单位提供的资料，本项目多层标准厂房于计算期出售平均价格为2500元/平方米；研发中心出售平均价格为4500元/平方米。

补贴收入

募投项目根据湖南省标准厂房135建设工程补贴，建筑面积1128690平方米，每平方米补贴100元，累计补贴11286.9万元。

（4）现金流预测

基于以上投资收入和成本测算，本期募投项目现金流量测算表编制如下：

表4 募投项目现金流量表（单位：万元）

科目	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年	第7年	第8年	第9年	第10年
	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
现金流入	3386.07	7900.83	20151.42	25603.63	27989.89	30565.78	28241.92	29095.21	29948.50	30801.79
标准厂房和研发中心出租	-	-	4883.35	10335.56	12721.82	15297.70	18063.21	18916.50	19769.79	20623.08
标准厂房/研发中心出售	-	-	15268.07	15268.07	15268.07	15268.07	10178.72	10178.72	10178.72	10178.72

补贴收入	3386.07	7900.83	-	-	-	-	-	-	-	-
现金流出	226292.92	-	9403.03	8837.07	7984.80	7136.32	5964.84	4631.90	3298.97	1966.04
建设总投资 (含建设期 利息)	226292.92	-	-	-	-	-	-	-	-	-
经营成本	-	-	403.03	512.07	559.80	611.32	564.84	581.90	598.97	616.04
财务费用	-	-	9000.00	8325.00	7425.00	6525.00	5400.00	4050.00	2700.00	1350.00
营业税金及 附加	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
净现金流量	-222906.85	7900.83	10748.39	16766.56	20005.10	23429.46	22277.08	24463.31	26649.53	28835.75
累计净现金 流量	-222906.85	-215006.02	-204257.63	-187491.07	-167485.97	-144056.51	-121779.43	-97316.12	-70666.59	-41830.84

资料来源：中威正信（北京）资产评估有限公司出具的《邵阳市宝庆工业新城建设投资开发有限公司项目收益债券所涉及的2016年至2035年宝庆工业集中区湘商产业园（一期）项目收益及现金流专项分析预测》

注：1、2016年投入金额226292.92万元已包含前期垫付资金4.41亿元。

2、此表基于2016年发行成功的基础上进行测算的；

3、计算指标 项目投资财务内部收益率（所得税后）：6.14%，

项目投资财务净现值（万元）（所得税后）(ic=6%)：2534.09万元

借款偿还期为9.78年，静态全部投资回收期为11.93年（含建设期2年）。

（5）敏感性分析表

根据本项目的特点，敏感性分析见下表：

表5 敏感性分析

不确定因素	变化率 (%)	财务内部 收益率 (%)	敏感度系数
基准方案		6.14	
建设投资	10	5.13	0.130
	-10	7.72	
营业收入	10	6.53	0.091
	-10	4.72	
经营成本	10	6.23	0.003
	-10	6.29	

资料来源：中威正信（北京）资产评估有限公司出具的《邵阳市宝庆工业新城建设投资开发有限公司项目收益债券所涉及的2016年至2035年宝庆工业集中区湘商产业园（一期）项目收益及现金流专项分析预测》

通过对项目建设投资、营业收入和经营成本各不确定因素按±10%的变化率计算分析，通过观察财务内部收益率变化幅度，可以看出营业收入上升、下降的变化引起财务内部收益率变动幅度最大，建设投资上升、下降的变动引起财务内部收益率变动幅度次之，经营成本上升、下降的变动引起财务内部收益率变动幅度较小。同时，经过对建设投资、营业收入和经营成本各不确定因素的敏感度系数的计算，可以看出营业收入变化对本项目来说最为敏

感，建设投资的变化对本项目来说敏感程度次之，经营成本的变化敏感程度相对较低。联合资信关注到，因技术、资金、环境保护及房地产行业调控等风险，将影响本期募投项目经营阶段现金流不能达到预期水平。

2. 项目收益对本期债券偿还能力

本期债券还本付息的资金来源主要项目标准厂房和研发中心出租收入、标准厂房/研发中心出售和补贴三部分。

假定本期债券于2016年发行，发行期限10年，2016年开始偿还利息，2018年至2025年分期偿还本金，以债券利率6.00%来测算，本期债券需偿还的本息合计为21.28亿元。

（1）存续期内现金流总额保障分析

根据中威正信（北京）资产评估有限公司出具的《邵阳市宝庆工业新城建设投资开发有限公司项目收益债券所涉及的2016年至2035年宝庆工业集中区湘商产业园（一期）项目收益及现金流专项分析预测》测算，本期债券发行期间（2016年至2025年）项目累计现金流入量为23.37亿元，对本期债券本息偿还倍数为1.10倍，累计项目现金流入量对本期债券本息偿还覆盖程度尚可。

（2）存续期内现金流分期保障分析

本期债券于2016年开始偿还利息，2018年

至2025年分期偿还本金。2016年和2017年需偿付利息金额均为0.9亿元，根据测算，项目2016~2017年现金流入量对当年应付利息的覆盖程度较差。

项目建设期间，项目自身并不产生收益，利息偿还对外部支持依赖程度较高。2016~2017年本期债券募投项目尚在建设期，每年分别需偿付利息0.90亿元，根据《2015年邵阳市宝庆工业新城建设投资开发有限公司宝庆工业集中区湘商产业园（一期）项目收益债券之差额补偿协议》的约定，当偿债资金专户内的余额无法足额还本付息时本期债券募投项目收入无法覆盖债券本息时，将由本期债券差额补偿人承担差额补足义务。2014年邵阳城投营业收入和经营活动产生的现金流入量分别为11.16亿元和15.27亿元，分别是2016~2017年每年需偿付利息的12.40倍和16.97倍。邵阳城投收入主要来源于基础设施建设及土地整治等业务，其主要负责邵阳市内的基础设施建设业务，未来收入有望持续增长，对2016~2017年年应付利息的偿还能力强。

2018年至2025年，项目公司需要分期偿付本期债券本金和利息，且每年需偿付的本息合计均2.03亿元以上，根据中威正信（北京）资产评估有限公司出具的《邵阳市宝庆工业新城建设投资开发有限公司项目收益债券所涉及的2016年至2035年宝庆工业集中区湘商产业园（一期）项目收益及现金流专项分析预测》测算，2018年开始，募投项目收入对当年本息偿还覆盖程度一般。同时联合资信关注到本期募投项目资金来源于标准厂房和研发中心的出租及出售收入，以上收入的实现受标准厂房和研发中心的出租率及销售率影响具有一定的不确定性。

表6 项目预测现金流对本息覆盖情况

（单位：亿元、倍）

	当年偿还本金	当年偿付利息	本息合计	现金流入量对本息偿还覆盖
--	--------	--------	------	--------------

				倍数
2016年		0.90	0.90	0.38
2017年		0.90	0.90	0.88
2018年	1.13	0.90	2.03	1.00
2019年	1.50	0.83	2.33	1.10
2020年	1.50	0.74	2.24	1.25
2021年	1.87	0.65	2.52	1.21
2022年	2.25	0.54	2.79	1.01
2023年	2.25	0.41	2.66	1.09
2024年	2.25	0.27	2.52	1.19
2025年	2.25	0.14	2.39	1.29
合计	15.00	6.28	21.28	1.10

资料来源：联合资信整理

注：1. 利息以6%年化利率测算；

2. 中威正信（北京）资产评估有限公司出具的《邵阳市宝庆工业新城建设投资开发有限公司项目收益债券所涉及的2016年至2035年宝庆工业集中区湘商产业园（一期）项目收益及现金流专项分析预测》

另外，根据《差额补偿协议》，邵阳城投对本期债券偿还承担连带责任。本期债券设置了项目收入归集专户和偿债资金专户，明确了本期债券募投项目所产生的收益将优先本期债券的还本付息条款，同时，本期债券设置了资金监管银行，以上措施能第一时间保障本期债券的本息偿还。

五、增信措施

为了保证按时偿还本期债券到期本金和利息，邵阳市城市建设投资经营集团有限公司（以下简称“邵阳城投”）同意为本期债券到期本金和利息的偿还承担差额补偿责任。

1. 差额补偿协议

根据《中华人民共和国合同法》、《项目收益债券管理暂行办法》等法律、法规和规章制度的规定，宝庆建设与差额补偿人以及监管银行共同签署了《差额补偿协议》，约定了宝庆建设的本息偿还责任、差额补偿人的补偿责任、差额补偿责任的履行、通知方式、各方陈述与保证、违约责任、不可抗力情况、适用法律与争议解决方法、协议的终止条件等相关事项。根据《中华人民共和国合同法》、《项目收益债券管理暂行办法》等法律、法规和规章

制度的规定，宝庆建设与差额补偿人以及监管银行共同签署了《差额补偿协议》，约定了宝庆建设的本息偿还责任、差额补偿人的补偿责任、差额补偿责任的履行、通知方式、各方陈述与保证、违约责任、不可抗力情况、适用法律与争议解决方法、协议的终止条件等相关事项。

邵阳城投为本期债券的差额补偿人，对本期债券的差额补偿承担连带责任，其补偿责任包括：当债券存续期间偿债资金专户内余额不足以支付本期债券当期本息时，或因出现加速到期情形导致提前兑付的情况发生且偿债资金专户内的余额不足以支付本金及利息时，差额补偿人按《差额补偿协议》约定的时间和方式补偿偿债资金专户余额与应付本金、利息总额之间的差额部分。

差额补偿责任的履行方面，协议中明确约定：邵阳城投是本期债券的差额补偿人。在本期债券存续期内每期偿债资金专户内账户余额在当期还本付息日前第20个工作日（T-20日）不足以支付本期债券当期本息时，监管人应2个工作日内书面通知差额补偿人，差额补偿人应在付息/兑付日的5个工作日（T-5日）前补偿偿债资金专户余额与本期债券应付本息的差额部分。因本期债券出现加速到期情形且在提前付息/兑付日前第25个工作日（T-25日）偿债资金专户内账户余额不足以支付及利息时，监管人应2个工作日内书面通知差额补偿人，差额补偿人应在付息/兑付日10个工作日（T-10日）前补足偿债资金专户余额与应付本金、利息总额的差额部分。

2. 差额补偿人

邵阳城投概况

2003年8月21日，根据邵阳市人民政府《关于组建邵阳市城市建设投资经营集团有限公司的意见》（市政函[2003]70号）的批准，由邵阳市城市建设投资开发有限责任公司、邵阳市经济建设投资公司、邵阳市民营经济开发试验区开发总公司、火车南站站前区开发总公

司等4家公司合并新设成立邵阳市城市建设投资经营集团有限公司，注册资本5亿元人民币，由邵阳市人民政府国有资产监督管理委员会履行出资人职责。上述出资情况已经邵阳南方有限责任会计师事务所审验，并于2003年8月28日出具了邵南会验字【2003】第162号验资报告。邵阳城投于2003年8月29日成立，并取得了邵阳市工商行政管理局颁发的4305001002473号企业法人营业执照。

邵阳市人民政府是邵阳城投的唯一出资者，持有邵阳城投100%的股权。邵阳市人民政府国有资产监督管理委员会履行出资人职责。

邵阳城投是邵阳市城市基础设施建设唯一的投资主体，主要职能包括从事邵阳市基础设施建设、城市水务、城市燃气、土地开发与运营及保障性住房开发建设等业务。

截至2014年底，邵阳城投资产总额348.13亿元，负债总规模145.55亿元，所有者权益合计202.58亿元，归属母公司的所有者权益合计202.55亿元，资产负债率为41.81%。2014年度，邵阳城投实现营业收入11.16亿元，利润总额3.91亿元，其中归属母公司所有者净利润3.89亿元。

联合资信评定邵阳城投的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，详见附件2《邵阳市城市建设投资经营集团有限公司2015年度第一期中期票据信用评级报告》。

邵阳城投对本期债券的偿还能力

2012~2014年邵阳城投经营活动现金流入量分别为10.02亿元、12.04亿元和15.27亿元，考虑到本期债券的分期偿还条款，近三年邵阳城投经营活动现金流入量分别是本期债券存续期内单年最高本息偿付额度2.79亿元的3.59倍、4.32倍和5.47倍，覆盖能力强。考虑到本期债券存续期内邵阳城投仍有三支债券（“10邵阳城投债”、“12邵阳债”和“14邵阳城投债”），2012~2014年邵阳城投经营活动现金流入量分别为存续期内单年最高本息偿付

额度 10.39 亿元（含本期债券存续期内单年最高本息偿付额度 2.79 亿元）的 0.96 倍、1.16 倍和 1.47 倍，覆盖程度尚可。但本期债券募投项目未来会产生一定规模的现金流入，因此整体偿债能力将高于测算值。

邵阳城投作为本期债券的差额补偿人，在债券存续期内每期付息/兑付日前第 20 个工作日（T-20 日），偿债账户余额仍不足以支付本期债券当期本息时，监管人应 2 个工作日内书面通知差额补偿人，邵阳城投应在付息/兑付日的 5 个工作日（T-5 日）前补足偿债资金专户余额与本期债券应付本息的差额部分。另一方面，考虑到本期债券设置了分期偿还本金的条款，在一定程度上分散了集中偿付本金的压力。

当出现以下情形之一，可由债权人召开债券持有人大会，经债券持有人大会讨论通过后，可提前清偿部分或全部债券本金：

- （1）债券发行三个月后，项目仍未开工；
- （2）项目建设运营过程中出现重大不利事项，导致项目收益不能达到可行性研究报告和第三方专项意见的预测水平；
- （3）宝庆建设破产，需对项目的财产和权益进行清算。

总体看，本期债券设置了差额补偿机制，且设置分期偿还本金的条款，在一定程度上提升了本期债券的到期偿还安全性。另一旦发生加速到期情形，差额补偿人将面临较大集中偿付压力。

六、资金监管

1. 账户设置

为了保证募集资金合理使用以及按时偿还本期债券到期本金和利息，项目实施主体聘请长沙银行邵阳分行、中国工商银行邵阳广场支行和华融湘江银行邵阳西湖路支行分别作为偿债资金专户（以下简称“偿债专户”）、募集资金使用专户（以下简称“募集专户”）和项目收入归集专户（以下简称“归集专户”）

的账户及资金监管人。同时项目实施主体宝庆建设、债权人金元证券分别与三家监管银行签署了《2015年宝庆工业集中区湘商产业园（一期）项目收益债券账户监管协议》（以下简称“《账户监管协议》”），委托账户及资金监管人对上述账户进行监管。

上述专户的设立明确了项目资金流转的机制，为本期债券的还本付息提供了制度保障。

2. 监管责任

宝庆建设分别与账户及资金监管人签订了《账户监管协议》，并在账户及资金监管人处开立偿债资金专户、募集资金使用专户和项目收入归集专户，明确了本期债券的募集资金使用用途和还款安排。

偿债专户的监管方面，宝庆建设应在本期债券发行之日起3个工作日内在监管人处开立唯一的偿债资金专户，专门用于本期债券偿债资金的接收、存储及划转，不得用作其他用途。偿债资金的来源包括但不限于从项目收入归集专户中划转的资金、偿债准备金以及发行人、差额补偿人等划入的其他资金。偿债专户内的资金专项用于本期债券的本金兑付和支付利息，不得用作其他用途。临时闲置的偿债资金，只能用于银行存款、国债、地方政府债、金融债、政府支持债券等流动性较好、低风险的保本投资，并在付息或兑付日前5个工作日全部转化为活期存款。在本期债券还本付息日（T日）前20个工作日（T-20日），监管银行应确认偿债专户内的资金是否足够足额支付当期债券应付本息，并于2个工作日内向宝庆建设及债权人代理人报告。

若偿债专户发生被国家司法、执法部门依法采取强制性措施的情形，监管银行应3个工作日内书面通知宝庆建设，宝庆建设应按照债券受托管理人要求立即采取追加担保等相应补救措施，使债券持有人的权益恢复到安全状态。

监管银行应于每次付息后1个月内，向宝

庆建设及债权代理代出具偿债专户监管报告，报告内容包括偿债资金的存入情况、使用支取情况和账户余额情况。

募集专户的监管方面，募集专户是指宝庆建设为保证按照《募集说明书》的说明及时足额接收、存储、划转募集资金而设置的专项资金账户，专门用于本期债券募集资金的接收、存储及划转，不得用于其他用途。宝庆建设调用募集专户资金时，应向债权代理人同时提供调用募集资金的使用计划。监管银行按月（次月5日之前）向宝庆建设出具对账单，并抄送债券代理人，监管银行应保证对账单内容真实、准确、完整。宝庆建设一次或累计从专户中支取的金额超过3000万元的，监管银行应及时以传真方式通知债权代理人，同时提供专户的支出清单。

对于临时闲置的募集资金，只能用于银行存款、国债、地方政府债、金融债、政府支持债券等流动性较好、低风险保本投资，宝庆建设应在作出该投资之日起以及此日之后每半年向监管银行及债券代理人出具募集资金投资情况报告，将投资内容、收益情况等详细报告监管银行及债券代理人，监管银行应将募集资金投资情况报告的主要内容列入最近一期募集专户监管报告。

若募集专户发生被国家司法、执法部门依法采取强制性措施的情形，监管银行应3个工作日内书面通知宝庆建设，宝庆建设应按照债券受托管理人要求立即采取追加担保等相应补救措施，使债券持有人的权益恢复到安全状态。

监管银行应于每个年度后1个月内，向宝庆建设和债权代理人出具募集专户监管报告，报告内容包括募集资金的存入情况、使用支取情况和账户余额情况。

归集专户的监管方面，宝庆建设应将本期债券募投项目在运营期间的所有收入全部归集于归集账户，包括但不限于出租、出售、各类补贴等。项目收入由可确定的主体支付时，

应在相关协议中约定，由该主体直接向项目收入归集专户划转资金。归集账户内的资金只能全部划转至偿债专户且不得设置抵押、质押等任何权利限制，不得用于其他用途。宝庆建设应于每个计息年度分两次将归集专户内的全部资金划转至偿债专户，划转节点分别为本期债券每个计息年度的还本付息日前第180日前、本期债券每个计息年度的还本付息日前第20个工作日前。

若归集专户发生被国家司法、执法部门依法采取强制性措施的情形，监管银行应3个工作日内书面通知宝庆建设，宝庆建设应按照债券受托管理人要求立即采取追加担保等相应补救措施，使债券持有人的权益恢复到安全状态。

监管银行应于每个年度后1个月内，向宝庆建设和债权代理人出具归集专户监管报告，报告内容包括项目收入的存入情况、使用支取情况和账户余额情况。

债券代理人应委托具有证券从业资格的会计师事务所对募集资金使用情况、募投项目收入归集情况每年进行一次专项审计。审计中发现存在违反募集说明书披露内容和相关协议约定的行为的，债券代理人应及时报告有关监管机构。

总体看，本期债券募集资金封闭管理，项目收益流入流出均有严格监管，信息披露要求严格，可有效防范本期债券的操作风险。

七、结论

本期债券偿债来源主要为募投项目自身收益及财政补贴，本期债券存续期内的项目收益总额对债券本息偿还覆盖程度较高。同时，本期债券设置了差额补偿机制，项目实施主体及差额补偿人（邵阳城投）对本期债券的偿还承担连带责任，有效提升了本期债券到期偿还的安全性。

总体看，本期债券到期不能偿还风险低。

附件 1 邵阳市城市建设投资经营集团有限公司财务概况

项目	2011 年	2012 年	2014 年	2015 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	18.22	10.04	15.38	24.08
资产总额(亿元)	225.81	297.62	348.13	389.25
所有者权益(亿元)	128.76	197.17	202.55	203.58
短期债务(亿元)	0.10	0.11	2.78	2.90
长期债务(亿元)	58.30	58.78	92.54	106.65
全部债务(亿元)	58.40	58.89	95.32	109.55
主营业务收入(亿元)	6.64	18.66	11.16	1.06
利润总额(亿元)	3.13	5.89	3.91	1.34
EBITDA(亿元)	4.15	7.54	5.59	--
经营性净现金流(亿元)	1.26	2.68	1.81	-3.94
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.61	1.79	0.71	--
存货周转次数(次)	0.04	0.08	0.04	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.07	0.03	--
现金收入比(%)	143.65	63.36	135.57	216.17
主营业务利润率(%)	39.97	33.39	34.89	11.32
总资本收益率(%)	1.97	2.75	1.70	--
净资产收益率(%)	2.43	2.97	1.92	--
长期债务资本化比率(%)	31.16	22.96	31.36	34.37
全部债务资本化比率(%)	31.20	23.00	32.00	34.98
资产负债率(%)	42.97	33.74	41.81	47.69
流动比率(%)	430.26	568.76	504.83	403.40
速动比率(%)	127.88	138.90	147.39	148.10
经营现金流动负债比(%)	3.26	6.46	3.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.08	7.81	17.06	--

附件 2 邵阳市城市建设投资经营集团有限公司
2015 年度第一期中期票据信用评级报告

附件 3 有关计算指标的计算公式

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-营业税金及附加) /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%
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
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/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

联合资信评估有限公司关于 2015 年宝庆工业集中区湘商产业园（一期） 项目收益债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

邵阳市宝庆工业新城建设投资开发有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含公司及差额补偿人的相关资料）。邵阳市宝庆工业新城建设投资开发有限公司或者差额补偿人如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，邵阳市宝庆工业新城建设投资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邵阳市宝庆工业新城建设投资开发有限公司和差额补偿人的经营管理状况及相关信息，如发现邵阳市宝庆工业新城建设投资开发有限公司或差额补偿人出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如邵阳市宝庆工业新城建设投资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信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送邵阳市宝庆工业新城建设投资开发有限公司、主管部门、交易机构等。

