

信用评级公告

联合〔2022〕2827号

联合资信评估股份有限公司通过对宁乡沔东新城建设开发有限公司及其拟发行的 2022 年第二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信用状况进行综合分析和评估，确定宁乡沔东新城建设开发有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，2022 年第二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信用等级为 AAA，评级展望为负面。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月十日

2022年第二期宁乡洩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

评级展望：稳定

中合担保主体长期信用等级：AAA

宁乡国资主体长期信用等级：AA_{pi}

本期债券信用等级：AAA

评级展望：负面

注：pi 表示为主动评级结果，是联合资信根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级

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 2.50 亿元

本期债券期限：3+4 年（第 3 年底附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 6 月 10 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均已在联合资信官网公开披露

评级观点

宁乡洩东新城建设开发有限公司（以下简称“公司”）是宁乡市洩东新城片区的开发建设及宁乡市县域内的公路投资建设主体，在股东发展战略中承担重要职能。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对公司评级反映了其外部发展环境良好，业务在所属区域具有专营优势，并持续在资产注入和经营补贴方面获得有力的外部支持。同时，联合资信也关注到公司业务回款情况差、未来资本支出压力大、综合融资成本高、面临短期偿债压力大、经营性现金流持续净流出和未来筹资面临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，公司经营活动现金流入量对债券发行后的长期债务保障差。本期债券由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）和宁乡市国资投资控股集团有限公司（以下简称“宁乡国资”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保；经联合资信评定，中合担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为负面；宁乡国资主体长期信用等级 AA_{pi}，评级展望为稳定。中合担保的担保，显著提升了本期债券到期偿付的安全性；宁乡国资的担保，有效提升了本期债券到期偿付的安全性。

未来随着宁乡市经济持续发展，公司土地整理开发及工程建设服务业务陆续确认收入，公司收入及盈利有望保持增长。

基于对公司主体长期信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为负面。

优势

1. 公司外部发展环境良好。2019—2021 年，宁乡市经济及财政收入保持增长，为公司发展提供良好的外部发展环境。

2. 公司业务具有区域专营优势。公司作为宁乡市洩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。

3. 公司持续获得有力的外部支持。公司是宁乡国资

偿债主体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	F6	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		6
调整因素和理由				调整子级
外部支持				9

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）

邹洁 登记编号（R0150221020002）

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

下属重要子公司，在宁乡国资发展战略中承担重要职能，股东实力强，2019—2021 年，公司收到政府及股东注入资产分别为 36.91 亿元、7.35 亿元和 13.54 亿元，收到政府支付的经营补贴分别为 0.77 亿元、0.84 亿元和 0.79 亿元。

4. **外部增信。**本期债券由中合担保和宁乡国资提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，中合担保的担保显著提升了本期债券到期偿付安全性；宁乡国资的担保有效提升了本期债券到期偿付的安全性。

关注

1. **公司业务回款差。**2019—2021 年，公司营业总收入分别为 4.74 亿元、10.20 亿元和 9.26 亿元，分别收到回款 4.10 亿元、1.78 亿元和 2.00 亿元，回款情况差。

2. **未来资本支出压力大。**截至 2021 年底，公司在建及拟建土地开发整理和工程建设服务项目尚需投资 68.97 亿元，未来资本支出压力大。

3. **综合融资成本高。**截至 2021 年底，公司融资租赁、信托贷款等非标类融资合计 31.69 亿元，占全部债务 42.43%，非标类融资占比高；受非标债务占比高影响，公司综合融资成本 7.41%，综合融资成本高。

4. **面临短期偿债压力大。**2019—2021 年，公司短期债务占全部债务比重分别为 16.21%、35.83%和 44.65%，短期债务占比较高且占比持续提升，债务期限结构不合理。2022 年，公司需偿还到期债务 33.36 亿元，现金短期债务比 0.04 倍，面临短期偿债压力大。

5. **经营活动现金流持续净流出。**2019—2021 年，公司经营活动现金流量净额分别为-17.48 亿元、-10.46 亿元和-4.84 亿元，经营活动现金持续净流出。

6. **未来面临筹资压力大。**2019—2021 年，受外部融资政策调整影响，公司筹资活动现金流量净额持续缩小；考虑到公司短期债务规模大及项目后续建设投入，公司未来面临筹资压力大。

偿债主体主要财务数据:

合并口径			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产(亿元)	2.43	1.59	1.47
资产总额(亿元)	129.59	166.10	165.93
所有者权益(亿元)	53.13	61.73	75.96
短期债务(亿元)	10.25	33.46	33.36
长期债务(亿元)	52.98	59.93	41.35
全部债务(亿元)	63.23	93.39	74.70
营业收入(亿元)	4.74	10.20	9.26
利润总额(亿元)	1.77	1.63	1.59
EBITDA(亿元)	2.18	2.37	2.35
经营性净现金流(亿元)	-17.48	-10.46	-4.84
营业利润率(%)	36.27	15.97	18.32
净资产收益率(%)	2.68	2.02	1.56
资产负债率(%)	59.00	62.84	54.22
全部债务资本化比率(%)	54.34	60.20	49.58
流动比率(%)	412.00	316.90	317.42
经营现金流动负债比(%)	-64.15	-22.20	-10.26
现金短期债务比(倍)	0.24	0.05	0.04
EBITDA 利息倍数(倍)	0.56	0.32	0.38
全部债务/EBITDA(倍)	28.97	39.36	31.82
公司本部（母公司）			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额(亿元)	83.84	106.89	129.31
所有者权益(亿元)	48.61	57.46	65.45
全部债务(亿元)	18.39	18.39	33.63
营业收入(亿元)	2.92	8.71	4.95
利润总额(亿元)	1.90	1.86	0.68
资产负债率(%)	42.02	46.24	49.38
全部债务资本化比率(%)	27.44	24.24	33.94
流动比率(%)	269.89	244.43	352.60
经营现金流动负债比(%)	-42.34	-41.21	-92.88

注：1.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；2.本报告已将其他应付款和应收账款中有息债务分别调整至公司短期债务和长期债务核算，将长期应付款中有息债务调整至公司长期债务中核算

资料来源：根据公司审计报告及公司提供资料整理

偿债主体评级历史:

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	2022/02/23	高志杰、王妍	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	阅读全文
AA	稳定	2020/11/09	喻宙宏、高志杰、张永嘉	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：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；“--”表示相关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洧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、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；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。

2022年第二期宁乡洩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

宁乡洩东新城建设开发有限公司（以下简称“公司”）于2013年9月经宁乡县工商行政管理局批准成立，初始注册资本为2.00亿元，初始股东为宁乡县人民政府。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2022年3月底，公司注册资本及实收资本均为10.00亿元，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。

公司经营范围：文化旅游产业投资与管理；项目投资；公园投资；基础设施投资；储备土地前期开发及配套建设；文化旅游产业开发；项目策划；养老产业策划、咨询；广告国内代理服务；机械设备租赁；城乡基础设施建设；公共基础设施；棚户区改造建设；建筑材料销售；渣土运输。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2021年底，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，拥有纳入合并范围的一级子公司2家。

截至2021年底，公司合并资产总额165.93亿元，所有者权益75.96亿元（含少数股东权益0.40亿元）；2021年，公司实现营业总收入9.26亿元，利润总额1.59亿元。

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

公司已于2022年1月14日注册10.00亿元企业债券（发改企业债券〔2022〕4号）并已发行5.00亿元企业债券。本次公司计划发行2022年第二期宁乡洩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”），本期债券发行金额5.00亿元，其中基础发行金额2.50亿元，弹性配售2.50亿元；期限3+4年，第3年底附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%。

本期债券由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）和宁乡国资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2.50亿元，占该项目总投资的33.33%。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

募投项目计划于 2021 年 5 月底前完成项目前期准备工作，截至 2022 年 3 月底，项目已投资 0.80 亿元，尚需投资 6.70 亿元。

三、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效

应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。

消费方面，2022年一季度社会消费品零售总额10.87万亿元，同比增长3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是3月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49万亿元，同比增长9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但3月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022年一季度中国货物进出口总额1.48万亿美元，同比增长13.00%。其中，出口8209.20亿美元，同比增长15.80%；进口6579.80亿美元，同比增长9.60%；贸易顺差1629.40亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。

2022年一季度CPI同比增长1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度PPI同比增长8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。

2022年一季度新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月末社融规模存量同比增长10.60%，增速较上年末高0.30个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增9238亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增4258亿元和4050亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。

2022年一季度，全国一般公共预算收入6.20万亿元，同比增长8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入5.25万亿元，同比增长7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。

2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。

生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料

价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

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。

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，但城投企业债务风险也随之快速上升。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并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范转型。

(2) 行业监管与政策

2021 年以来，政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势，延续了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长

期监管思路，城投企业融资政策整体收紧。

根据 2014 年《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号），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 年开始，国内经济下行压力加大，2020 年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，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。

2021 年，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全年重要工作，全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，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，城投企业融资政策整体收紧。2021 年 4 月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021 年 7 月，银保监发〔2021〕15 号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐债主体认定标准，承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022 年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下

行压力进一步加大,“稳增长”压力凸显。在此背景下,中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资,保证财政支出强度的同时加快支出进度等,通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022年4月,中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》,强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下,加大对重点项目资金支持力度,合理购买地方政府债券,按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求,不得盲目抽贷、压贷或停贷,保障在建项目顺利实施。2022年5月,中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》,对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署,为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看,积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时,政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022年5月,财政部通报8个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例,再次强调了“坚决遏制隐性债务增量,妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路,进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

(3) 行业发展

在“稳增长”背景下,城投企业作为地方政府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。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下,城投企业融资区域性分化进一步加剧,重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

目前,中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、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题,基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间,

中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,中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,在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下,城投企业融资区域性分化仍将持续,政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022年城投债兑付压力不减,部分地区城投债集中到期压力较大,需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险

2. 区域经济及政府财力

2019—2021年,宁乡市经济及财政实力持续增长,经济及财政实力强。宁乡市财政自给率一般,债务负担一般。

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。

2019—2021年,宁乡市分别实现地区生产总值1069.10亿元、1105.92亿元和1167.02亿元,整体经济实力强。其中,2021年宁乡市第一产业增加值131.29亿元,同比增长9.5%;第二产业增加值492.99亿元,同比增长6.2%;第三产业增加值542.73亿元,同比增长7.6%。宁乡市三次产业结构由2019年的10.4:42.6:47.0

调整为 11.3:42.2:46.5，工业增加值占 GDP 的比重为 37.8%；第一、二、三产业对经济增长的贡献率为 16.0%、34.9%和 49.1%，分别拉动 GDP 增长 1.2 个、2.5 个和 3.6 个百分点。按常住人口计算，2021 年，宁乡市人均 GDP92098 元。第二十一届县域经济基本竞争力排名前移 3 位，全国百强排名第 18 位，中部第 3 位；县域经济与县域综合发展排名前移 1 位，排名第 15 位。

2019—2021 年，宁乡市一般公共预算收入分别为 53.80 亿元、61.20 亿元和 73.61 亿元；税收收入分别为 40.00 亿元、47.40 亿元和 56.53 亿元，占比分别为 74.35%、77.45%和 76.80%，税收收入占比高，收入质量好。一般公共预算支出分别为 103.20 亿元、108.60 亿元和 120.59 亿元。2021 年，宁乡市财政自给率为 61.04%，财政自给能力一般。同期，宁乡市政府性基金收入 160.65 亿元，同比增长 11.25%。宁乡市收到上级补助 40.01 亿元。截至 2021 年底，宁乡市政府债务余额 173.66 亿元，其中一般债务余额 50.80 亿元，专项债务余额 122.86 亿元，债务率¹63.32%，债务负担一般。

浏东新城

浏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，位于浏水以东，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。浏东新城以“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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2022 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 10.00 亿元，公司股东和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

公司作为宁乡市浏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，公司是宁乡国资下属重要子公司，在宁乡国资发展战略中承担重要职能，股东实力强，主要负责宁乡市浏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 3 宁乡主要基础设施建设企业 2021 年主要财务数据（单位：亿元）

公司名称	股东	资产	权益	营业收入	利润总额	资产负债率（%）	全部债务
宁乡城投	宁乡城发	551.16	244.37	32.33	6.19	55.66	287.66

¹ 债务率=政府债务余额/（一般公共预算收入+上级转移支付+政

府性基金收入）*100%

宁乡文旅	宁乡城发	101.45	48.53	5.55	1.00	52.16	35.86
宁乡国资	宁乡市人民政府	359.46	126.60	16.07	2.08	64.78	213.85
金洲新城	宁乡市人民政府	265.51	112.42	15.58	3.07	57.66	116.54
宁乡经开	宁乡经济技术开发区管理委员会	433.20	168.33	19.45	3.39	61.14	198.25
公司	宁乡国资	165.93	75.96	9.26	1.59	54.22	74.70

注：宁乡经开全部债务为 2020 年底数据，2021 年数据暂未获取

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，人员素质可基本满足公司目前经营需求。

截至2021年底，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%，本科及以上学历人员占63.16%。

4. 企业信用记录

公司本部及重要子公司债务履约情况良好，联合资信未发现公司和重要子公司被列入全国失信被执行人名单。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91430124079169764B），截至 2022 年 5 月 9 日，公司无未结清及已结清关注类和不良/违约类贷款，过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91430124685011596K），截至 2022 年 5 月 9 日，重要子公司宁乡交投无未结清及已结清关注类和不良/违约类贷款，过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履

约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司及重要子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3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，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. 管理体制

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股东相关制度。

财务融资管理方面，为进一步加强资金管理，规范会计核算，提高资金效益和财务管理水平，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

2019—2021年，公司主营业务收入波动增长，收入全部为土地开发整理和工程建设服务，业务回款情况差。

公司是宁乡市洩东新城片区的开发建设及宁乡市县域内的公路投资建设主体，业务主要由土地开发整理和基础设施建设为主。2019—2021年，公司主营业务收入波动增长。同期，受土地开发整理业务占比及毛利变动影响，公司主营业务综合毛利率波动下降。业务回款方面，2019—2021年，公司业务回款4.10亿元、1.78亿元和2.00亿元，回款情况差。

表 4 公司主营业务收入构成和毛利率情况

项 目	2019 年			2020 年			2021 年		
	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	2.85	60.31	52.18	7.22	70.85	19.47	2.47	26.66	29.72
工程建设服务	1.88	39.69	16.26	2.97	29.15	16.26	6.79	73.34	16.26
合计	4.72	100.00	37.92	10.19	100.00	18.53	9.26	100.00	19.85

资料来源：联合资信根据公司审计报告和公司提供资料整理

2. 业务经营分析

(1) 土地开发整理业务

公司受业主要委托负责浏东新城片区的土地开发，业务模式因业主方不同有所区别；整体回款情况差，在建及拟建项目尚需投资规模较大，未来存在一定的投资压力。

公司受宁乡国资和其他市场化主体的委托进行浏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，负责宁乡市浏东新城及中央商务区等片区内的土地开发整理工作，并将浏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浏东新城片区，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。

2019—2021 年，受浏东新城片区土地出让情况影响，公司土地开发收入波动下降，整体波动较大；受不同业务模式土地整理收入波动影响，毛利率整体波动较大。回款方面，2019—2020 年，土地整理业务回款分别为 2.77 亿元和 1.78 亿元，回款情况差。

截至 2021 年底，公司在整理土地项目总投资 35.79 亿元，已投资 27.29 亿元，尚需投资 8.50 亿元。拟整理土地项目方面，截至 2021 年底，公司拟建整理土地项目总投资 4.16 亿元。公司在建及拟建项目未来尚需投资 12.66 亿元，投资规模较大，未来存在一定的投资压力。

表 5 截至 2021 年底公司在整理土地情况（单位：万元）

项目名称	委托方	建设期间	总投资额	已投金额	尚需投资	备注
华强方特园区土地开发整理	宁乡国资	2015—2023	177696.62	148081.97	29614.65	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	145182.58	114561.76	30620.82	
瀚德学校项目土地平整	瀚德学校	2015—2022	35000.00	10274.19	24725.81	按协议约定结算和回款
合计	--	--	357879.20	272917.92	84961.28	--

资料来源：公司提供

表 6 截至 2021 年底公司拟整理土地情况

（单位：万元）

项目名称	委托方	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	13093.19
宁乡市浏东片区城中村改造土地整理项目（二期）	宁乡国资	28479.07

合计	--	41572.26
----	----	----------

资料来源：公司提供

(2) 工程建设服务业务

2019—2021 年，公司工程建设服务收入持

续增长，毛利率稳定，回款情况差，在建及拟建项目未来待投资规模大，未来资本支出压力大。

公司负责宁乡市洩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%。

2019—2021年，公司工程建设服务业务收入快速增长；同期，工程建设服务毛利率稳定为16.26%。2019年，公司工程建设服务收到回款1.33亿元，2020年末收到回款，回款情况差。

截至2021年底，公司主要在建工程建设服务项目总投资87.47亿元，已投资51.18亿元，未来尚需投资36.77亿元。拟建项目方面，截至2021年底，公司拟建项目总投资19.54亿元；公司在建及拟建项目未来尚需投资56.31亿元，未来资本支出压力大。

表7 截至2021年底公司主要在建工程建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	已投资额	尚需投资
宁乡市乡村公路建设项目	12.94	1.47	11.47
岳宁大道	12.08	11.61	0.47
曾家河工程	10.13	1.89	8.24
宁乡公路提质改造1期	9.37	9.21	0.16
华强大道项目	8.57	2.39	6.18
宁乡市城乡公路互通和提质改造工程	7.52	5.21	2.32
零星工程	3.57	3.90	--
金唐公路（岳宁大道凤凰山互通至南田坪）	2.87	0.64	2.23
宁乡县玉潭至煤炭坝公路工程	2.64	1.68	0.96
灰汤至黄材公路工程	2.40	1.70	0.70
龙江大道	2.37	1.85	0.52
宁乡县城乡桥梁改造和恢复工程	2.05	1.48	0.58
巷子口公路提质改造工程	2.03	1.91	0.12
G328、S218 宁乡林塘至东湖塘	1.66	0.73	0.93

宁乡公路提质改造2期	1.60	1.74	--
黄陂公路	1.42	0.35	1.07
S224/S228 宁乡煤炭坝至双凫铺	1.12	1.05	0.07
历泉公路、黄月公路、袁沉公路提质改造工程	1.06	0.90	0.16
宁乡县乡村公路提质改造工程	1.05	0.63	0.43
G234 益阳至横市（长沙段）	1.01	0.85	0.16
合计	87.47	51.18	36.77

资料来源：公司提供

表8 截至2021年底公司主要拟建工程建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	委托方	总投资额
宁乡市洩东片区停车场项目	宁乡国资	5.00
洩东片区路网项目	宁乡国资	14.54
合计	--	19.54

资料来源：公司提供

3. 未来发展

未来，公司将继续从事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2019—2021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2019年和2020年财务报告进行了审计，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对2021年财务报告进行审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围方面，截至2019年底，公司合并范围子公司3家；2020年，公司并表范围无变化；2021年，公司合并范围减少子公司宁乡市双资投资有限责任公司（以下简称“双资公司”），对公司货币资金、存货、短期借款、一年内到期的非流动负债和长期借款有一定影响，财务数据可比性一般。

2. 资产质量

2019—2021 年末，公司资产波动增长，以流动资产为主，公司资产中土地开发及工程建设投入占比高，资产流动性较差。

2019—2021 年末，公司资产规模波动增长，

年均复合增长 13.16%。截至 2021 年底，公司合并资产总额 165.93 亿元，较上年底下降 0.10%，较上年底变化不大。其中，流动资产占 90.32%，非流动资产占 9.68%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表 9 公司资产主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	112.27	86.64	149.33	89.90	149.87	90.32
货币资金	2.43	1.88	1.59	0.96	0.54	0.33
应收账款	6.89	5.32	15.66	9.43	16.98	10.24
预付款项	0.23	0.18	13.46	8.10	11.42	6.88
其他应收款	20.36	15.71	16.56	9.97	16.61	10.01
存货	81.45	62.85	101.18	60.91	102.51	61.78
非流动资产	17.32	13.36	16.77	10.10	16.06	9.68
固定资产	10.55	8.14	9.99	6.02	9.42	5.68
无形资产	6.46	4.98	6.30	3.79	6.14	3.70
资产总额	129.59	100.00	166.10	100.00	165.93	100.00

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

2019—2021 年末，流动资产规模持续增长，年均复合增长 15.53%。截至 2021 年底，流动资产 149.87 亿元，较上年底变化不大。公司流动资产主要由应收账款（占 11.33%）、预付款项（占 7.62%）、其他应收款（占 11.08%）、存货（占 68.40%）构成。

截至 2021 年底，公司货币资金 0.54 亿元，较上年底下降 66.08%，主要系公司项目建设及子公司划出所致；公司货币资金规模较小，主要系货币资金统一由股东宁乡国资归集管理；货币资金中无受限资金。

2019—2021 年末，公司应收账款持续增长，年均复合增长 56.97%。截至 2021 年底，公司应收账款账面价值 16.98 亿元，较上年底增长 8.45%，主要系应收宁乡国资工程款增长所致。公司应收账款主要为应收宁乡市财政局工程建设款和宁乡国资土地开发整理款，合计占比 98.87%，集中度很高。

2019—2021 年末，公司预付款项波动增长，年均复合增长 608.90%。截至 2021 年底，公司预付款项 11.42 亿元，较上年底下降 15.16%，主要系冲抵预付宁乡国资土地整理款所致；公司预

付款项主要为预付土地拆迁整理款。

2019—2021 年末，公司其他应收款波动下降，年均复合下降 9.68%。截至 2021 年底，公司其他应收款 16.61 亿元，较上年底增长 0.33%，较上年底变化不大。公司其他应收款主要为应收宁乡市政府及相关企业往来款，其中非合并范围内关联方应收款 9.77 亿元；从账龄看，账龄 2 年以内占比 72.83%，占比高，账龄较短。

2019—2021 年末，公司存货持续增长，年均复合增长 12.19%。截至 2021 年底，公司存货 102.51 亿元，较上年底变化不大。存货主要由开发成本（75.49 亿元，基础设施建设和土地开发整理投入）及开发产品（27.03 亿元，土地资产）构成。

（2）非流动资产

2019—2021 年末，公司非流动资产规模持续下降，年均复合下降 3.69%。截至 2021 年底，公司非流动资产 16.06 亿元，较上年底下降 4.23%，公司非流动资产主要由固定资产（占 58.65%）和无形资产（占 38.21%）构成。

2019—2021 年末，公司固定资产持续下降，年均复合下降 5.51%。截至 2021 年底，公司固定资产 9.42 亿元，较上年底下降 5.72%，主要系房

屋及机器设备计提折旧所致；公司固定资产主要由房屋、机器设备及电子设备构成；累计计提折旧0.90亿元，折旧金额小。

2019—2021年末，公司无形资产持续下降，年均复合下降2.51%。截至2021年底，公司无形资产6.14亿元较上年底变化不大。公司无形资产主要由土地使用权构成。

截至2021年底，公司所有权受到限制的资产15.14亿元，全部为用于抵押的土地资产，资产受限比例9.12%，资产受限比例较低。

资产流动性方面，截至2021年底，公司应收类款项（应收业务回款）和存货（土地使用权资产和代建项目投入成本）合计占资产总额比重82.03%，较上年提升1.72个百分点，对公司资金占用严重，未来资产回收期限存在较大不确定性，公司资产流动性较差。

3. 资本结构

（1）所有者权益

2019—2021年末，受股东及政府持续资产注入影响，公司所有者权益持续增长，所有者权益中实收资本和资本公积占比高，所有者权益稳定性好。

2019—2021年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长19.57%。截至2021年底，公司所有者权益75.96亿元，较上年底增长23.05%，主要系公司收到股东宁乡国资注资款和宁乡市财政局债务豁免款所致。公司所有者权益主要由实收资本（占13.16%）和资本公积（占76.98%）构成，所有者权益稳定好。

2019—2020年末，公司实收资本均为2.00亿元。截至2021年底，公司实收资本10.00亿元，较上年底大幅增长，主要系宁乡国资向公司注资8.00亿元所致。

2019—2021年末，公司资本公积持续增长，年均复合增长12.65%。截至2021年底，公司资本公积58.48亿元，较上年底增长9.45%，主要系公司下属子公司宁乡交投收到宁乡市财政局债务豁免5.54亿元所致（同时，划出双资公司减少0.49亿元）。

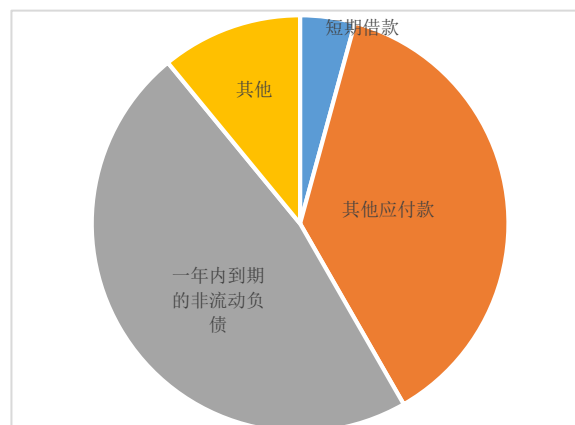
2019—2021年末，公司未分配利润持续增长，年均复合增长23.80%。截至2021年底，公司未分配利润6.49亿元，较上年底增长20.53%，主要系利润累积转入所致。

（2）负债

2019—2021年末，公司负债波动增长，负债结构相对均衡；公司全部债务波动增长，短期债务占比较高且持续提升，债务期限结构不合理；受非标类债务占比高影响，公司综合融资成本高，债务负担较重，2022年面临短期偿付压力大。

2019—2021年末，公司负债规模波动增长，年均复合增长8.48%。截至2021年底，公司负债总额89.97亿元，较上年底下降13.80%，主要系公司偿还到期债务所致。其中，流动负债占52.48%，非流动负债占47.52%。公司负债结构相对均衡，流动负债占比上升较快。

图1 截至2021年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2019—2021年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长31.63%。截至2021年底，公司流动负债47.21亿元，较上年底变化不大。公司流动负债主要由其他应付款（占38.76%）和一年内到期的非流动负债（占48.98%）构成。

2019—2021年末，公司短期借款波动下降，年均复合下降19.59%。截至2021年底，公司短期借款2.10亿元，较上年底下降67.77%，主要系公司偿还到期借款所致；公司短期借款全部为保证借款。

2019—2021年末，公司应付账款持续下降，

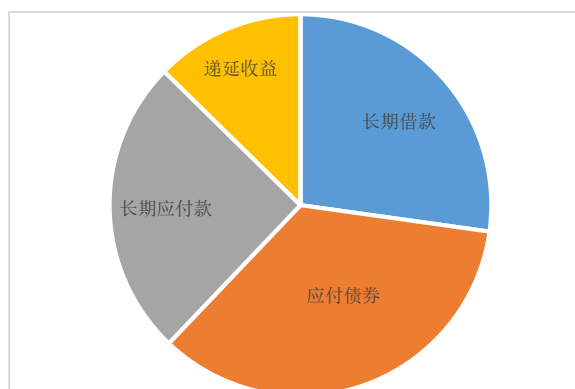
年均复合下降36.59%。截至2021年底，公司应付账款1.41亿元，较上年底下降29.11%，主要系公司偿还工程款所致；公司应付账款中0.97亿元为公司短期债务，已调整至公司有息债务。

2019—2021年末，公司其他应付款持续增长，年均复合增长6.64%。截至2021年底，公司其他应付款18.47亿元，较上年底增长12.88%，主要系收到关联方往来款所致；其他应付款中短期债务6.95亿元，长期债务4.00亿元，已分别调整至有息债务。

2019—2021年末，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长170.05%。截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债23.34亿元，较上年底增长14.93%，主要系长期借款转入所致；公司一年内到期非流动负债由一年内到期的长期借款（占比82.00%）和一年内到期的长期应付款（占比18.00%）构成。

2019—2021年末，公司非流动负债波动下降，年均复合下降6.79%。截至2021年底，公司非流动负债42.76亿元，较上年底下降25.31%，主要系长期借款到期转出所致。公司非流动负债主要由长期借款（占27.21%）、应付债券（占34.90%）、长期应付款（占25.24%）和递延收益（占12.65%）构成。

图2 截至2021年底公司非流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2019—2021年末，公司长期借款波动下降，年均复合下降44.63%。截至2021年底，公司长期借款11.64亿元，较上年底下降73.44%，主要系子公司划出导致借款转出所致。公司长期借款主要由保证借款构成。

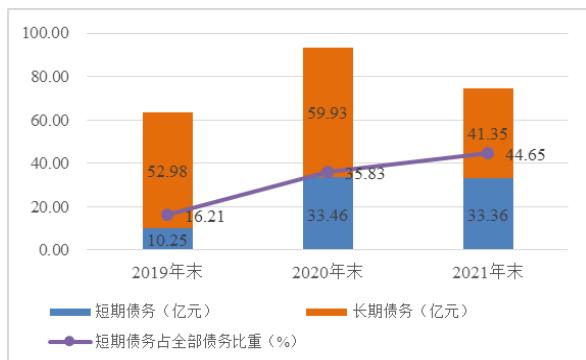
截至2021年底，公司新增应付债券14.92亿元，系公司发行私募公司债“21宁沕01”“21宁沕02”和“21宁沕03”所致。

2019—2021年末，公司长期应付款持续增长，年均复合增长46.50%。截至2021年底，公司长期应付款10.79亿元，较上年底增长41.50%，主要系新增融资租赁借款所致；公司长期应付款全部为融资租赁借款，为公司有息债务。

2019—2021年末，公司递延收益持续下降，年均复合下降6.82%，主要系持续摊销所致。截至2021年底，公司递延收益5.41亿元，较上年底下降7.09%，主要系文化主题公园项目扶持资金摊销所致。

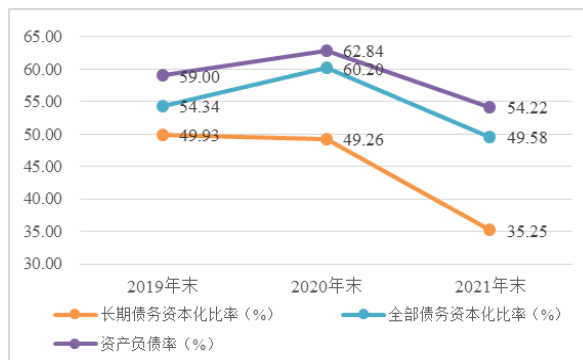
有息债务方面，2019—2021年，公司全部债务波动增长，年均复合增长8.69%。截至2021年底，公司全部债务74.70亿元，较上年底下降20.01%，主要系子公司划出及公司偿还到期债务所致。债务结构方面，2019—2021年末，公司短期债务占全部债务比重分别为16.21%、35.83%和44.65%，短期债务占比较高且占比持续提升，债务期限结构不合理；从融资渠道看，公司融资租赁、信托贷款等非标类融资合计31.69亿元，占比42.43%，非标融资占比高；受非标债务占比高影响，公司综合融资成本7.41%，融资成本高。从债务指标来看，2019—2021年末，公司资产负债率和全部债务资本化比率波动下降；长期债务资本化比率持续下降。截至2021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54.22%、49.58%和35.25%，较上年底分别下降8.61个百分点、下降10.62个百分点和下降14.01个百分点。公司债务负担较重。

图3 2019-2021年末公司债务结构



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图4 2019-2021年末公司债务杠杆水平



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2021年底，公司全部债务分布情况见下表，2022年公司面临短期偿付压力大。

表10 截至2021年底公司有息债务期限分布情况

项目	2022年	2023年	2024年	2025年及以后	合计
偿还金额（亿元）	33.36	11.90	23.80	5.64	74.70
占比（%）	44.65	15.93	31.86	7.55	100.00

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2019-2021年，公司营业收入及营业成本波动增长，营业利润率波动下降；公司期间费用控制能力较强，利润总额对政府补贴依赖性较强。

2019-2021年，公司营业收入波动增长，年均复合增长39.82%；营业成本波动增长，年均复合增长58.77%。同期，受土地开发收入占比及毛利率波动影响公司营业利润率波动下降。

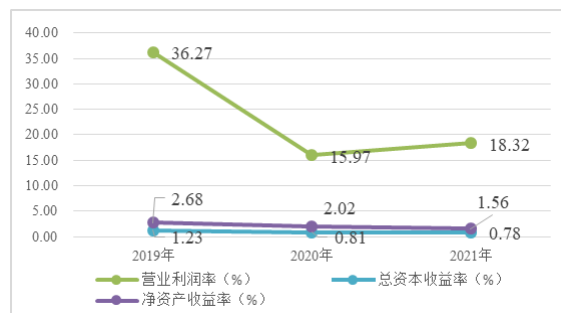
从期间费用看，2019-2021年，公司费用总额波动增长，年均复合增长13.03%。2019-2021年，公司期间费用率分别为13.82%、8.69%和9.03%。2021年，公司费用总额为0.84亿元，同比下降5.59%，主要系管理费用下降所致。从构成看，公司管理费用和财务费用占比分别为98.94%和1.06%，以管理费用为主。公司费用规模较小，期间费用控制能力较强。

从利润总额看，2019-2021年，公司利润总额分别为1.77亿元、1.63亿元和1.59亿元，持续下降，年均复合下降5.23%。其中，其他收益分别为0.77亿元、0.84亿元和0.79亿元，主

要为公司收到的政府补贴，利润总额对政府补贴依赖性较强。

盈利指标方面，2019-2021年，公司总资本收益率和净资产收益率均持续下降；公司盈利指标表现较好。

图5 2019-2021年公司盈利指标



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

5. 现金流

2019-2021年，公司经营活动现金持续净流出，收入实现质量差；投资活动现金流持续净流出但波动大；受外部融资政策调整影响，公司筹资活动现金净流入规模持续下降，考虑到公司大规模即将到期债务偿还及后续项目建设投入，公司未来筹资面临压力大。

表11 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年
经营活动现金流入	7.97	7.93	14.54
经营活动现金流出	25.45	18.39	19.38
经营现金流量净额	-17.48	-10.46	-4.84
投资活动现金流入	0.00	0.00	0.10
投资活动现金流出	4.40	0.01	3.62

投资活动现金流量净额	-4.40	-0.01	-3.51
筹资活动前现金流量净额	-21.89	-10.47	-8.36
筹资活动现金流入	47.09	56.77	43.85
筹资活动现金流出	27.05	47.16	36.47
筹资活动现金流量净额	20.04	9.61	7.38
现金收入比 (%)	30.55	17.48	21.56

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2019—2021年，公司经营现金流入波动增长，年均复合增长35.07%，主要为收到往来增长所致；经营活动现金流出波动下降，年均复合下降12.73%，主要系支付往来款波动下降所致。2019—2021年，公司经营现金净额分别为-17.48亿元、-10.46亿元和-4.84亿元。2019—2021年，公司现金收入比分别为30.55%、17.48%和21.56%，收入实现质量差。

从投资活动来看，2019—2021年，公司投资活动现金流入规模小；投资活动现金流出主要为公司支付的债权投资款。2019—2021年，公司投资活动现金净额分别为-4.40亿元、-0.01亿元和-3.51亿元。

2019—2021年，公司筹资活动前现金流量持续净流出持续下降。从筹资活动来看，2019—2021年，公司筹资活动现金流入主要为公司收到的债务融资资金；筹资活动现金流出分别为27.05亿元、47.16亿元和36.47亿元，主要为偿还债务本息及其他单位借款支付现金。2019—2021年，公司筹资活动现金净额分别为20.04亿元、9.61亿元和7.38亿元，持续下降，主要系受融资政策调整，公司面临一定筹资困难所致。

6. 偿债指标

公司短期偿债和长期偿债指标表现弱，对外担保规模较小，间接融资渠道有待拓宽。

表 12 公司偿债指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率 (%)	412.00	316.90	317.42
	速动比率 (%)	113.13	102.19	100.30
	经营现金/流动负债 (%)	-64.15	-22.20	-10.26
	经营现金/短期债务 (倍)	-1.71	-0.31	-0.15

	现金类资产/短期债务 (倍)	0.24	0.05	0.04
长期偿债能力	EBITDA (亿元)	2.18	2.37	2.35
	全部债务/EBITDA (倍)	28.97	39.36	31.82
	经营现金/全部债务 (倍)	-0.28	-0.11	-0.06
	EBITDA/利息支出 (倍)	0.56	0.32	0.38
	经营现金/利息支出 (倍)	-4.50	-1.42	-0.78

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

从短期偿债指标看，2019—2021年，公司流动比率波动下降，公司速动比率持续下降。公司流动资产对流动负债的保障程度较好。2019—2021年，公司经营现金/短期债务持续为负，经营性现金净流入对公司短期债务无保障能力。2019—2021年，公司现金短期债务比持续下降，现金类资产对短期债务的保障程度很弱。整体看，公司短期偿债指标表现弱。

从长期偿债指标看，2019—2021年，公司EBITDA波动增长，EBITDA利息倍数波动下降，EBITDA对利息的覆盖程度弱。2019—2021年，公司全部债务/EBITDA波动增长，EBITDA对全部债务的覆盖程度弱；经营现金/全部债务持续为负，经营现金对全部债务无保障能力。整体看，公司长期偿债指标表现弱。

对外担保方面，截至2021年底，公司对外担保金额18.78亿元，全部为对宁乡国资下属子公司担保，公司或有负债风险可控。

未决诉讼方面，截至2021年底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2021年底，公司共计获得银行授信额度49.21亿元，已使用授信金额31.39亿元，剩余可用17.83亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 母公司财务概况

母公司资产占合并口径比重较高，所有者权益稳定性强。

截至2021年底，公司本部资产总额129.31亿元，占合并口径77.93%，以流动资产为主；资产中存货、预付款项和其他应收款占比高，资产流动性弱。

截至2021年底，母公司负债总额63.86亿元，

较上年底增长29.20%。其中，流动负债27.65亿元（占比43.29%），非流动负债36.22亿元（占比56.71%）。母公司负债主要由其他应付款、长期借款、应付债券和长期应付款构成。

截至2021年底，母公司所有者权益为65.45亿元，较上年底增长13.91%，主要系收到股东注资所致，所有者权益稳定性强。在所有者权益中，实收资本为10.00亿元（占15.28%）、资本公积合计49.52亿元（占75.65%）、未分配利润合计5.34亿元（占8.17%）。

2021年，母公司营业总收入为4.95亿元，营业收入为4.95亿元，利润总额为0.68亿元。

现金流方面，截至2021年底，公司母公司经营活动现金流净额为-25.68亿元，投资活动现金流净额-1.03亿元，筹资活动现金流净额26.71亿元。

九、外部支持

公司作为宁乡国资下属重要子公司，在宁乡国资发展战略中承担重要职能，2019-2021年，公司在政府注资、债务豁免、股东注资和经营补贴等方面持续获得有力的外部支持。

资产注入

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），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），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，根据《关于将宁乡市双资投资有限责任公司欠付集团资金转增宁乡汨东新城建设开发有限公司资本公积的股东决定》，宁乡国资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，公司股东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，根据《关于将宁乡汨东新城建设开发有限公司欠付集团资金增加资本公积的股东决定》，公司股东宁乡国资将公司欠付股东7.35亿元债务转增资本，计入“资本公积”。

2021年，根据《宁乡汨东新城建设开发有限公司验资报告》（湘中天信恒验资〔2021〕第013号），2021年12月30日，公司股东向公司注入资本金8.00亿元，计入“实收资本”。

2021年，根据宁乡市财政局关于《免除宁乡市国资投资控股集团有限公司、宁乡市交通建设投资有限公司对宁乡市财政局债务的申请》的批复，公司子公司宁乡交投收到宁乡市财政局债务豁免5.54亿元，计入“资本公积”。

经营补贴

公司作为宁乡市汨东新城片区的开发建设及宁乡市县域内的公路投资建设主体，宁乡市政府持续向公司拨付投资运营及贴息补助资金、文化主题公园项目扶持资金等。2019—2021年，公司收到政府补贴金额为0.77亿元、0.84亿元和0.79亿元，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较小，公司经营活动现金流入量和EBITDA对发行后长期债务保障表现差。本期债券由中合担保和宁乡国资提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，中合担保的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2021年底公司长期债务和全部债务的12.09%和6.69%，对公司现有债务规模影响较小。

以2021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

债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由54.22%、49.58%和35.25%上升至55.56%、51.20%和37.89%，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，公司经营活动现金流入量和EBITDA对发行后长期债务保障能力差。

表 13 本期债券偿还能力测算

项目	2021 年
发行后长期债务（亿元）	46.35
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	0.31
经营现金/发行后长期债务（倍）	-0.10
发行后长期债务/EBITDA（倍）	19.72

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 亿元用于募投项目，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，项目经营期出售价格按 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，项目经营期出售价格按 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14 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。

3. 债券条款及增信措施分析

本期债券由中合担保和宁乡国资提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，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23日出具的《中合中小企业融资担保股份有限公司2021年主体长期信用评级报告》，中合担保主体长期信用等级为AAA，评级展望为负面。

中合担保的担保，显著提升了本期债券到期偿付的安全性。

宁乡国资于2002年由宁乡县财政局出资设立，初始名称为宁乡县国有资产经营有限公司，初始注册资本0.10亿元；后经历多次增资；2018年，公司股东由宁乡市财政局变更为宁乡市人民政府。截至2021年底，宁乡国资注册资本及实收资本均为20.00亿元，股东及实际控制人均为宁乡市人民政府。

截至2021年底，宁乡国资内设7个职能部门，分别为党建综合部、纪检监察部、法务审计部、财务融资部、资产招商部、规划项目和社会事务部，合并范围一级子公司5家。

宁乡国资主要负责宁乡市老城区及洩东片区的基础设施建设和土地开发业务，此外还负责宁乡市县域内的公路建设。2019—2021年，宁乡国资收入和综合毛利率持续下降。

表15 公司营业收入构成和毛利率情况

项 目	2019 年			2020 年			2021 年		
	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（%）
配套设施建设	19.81	83.85	16.25	7.55	33.68	15.8	9.42	58.64	16.05
商品房销售	0.78	3.30	53.63	7.48	33.35	16.01	0.65	4.07	9.24

土地整理	2.85	12.08	52.25	7.22	32.19	19.47	5.70	35.47	21.66
房屋出租收入	--	-	--	--	--	--	0.04	0.23	97.96
公交车运营收入	--	--	--	--	-	-	0.07	0.45	-
其他	0.18	0.77	99.13	0.17	0.78	92.8	0.18	1.13	1.42
合计	23.63	100.00	22.47	22.42	100.00	17.65	16.07	100.00	15.78

注：尾差系四舍五入所致，下同

资料来源：联合资信根据公司审计报告和公司提供

截至2021年底，公司合并资产总额359.46亿元，所有者权益126.60亿元（含少数股东权益0.40亿元）；2021年，公司实现营业总收入16.07亿元，利润总额2.08亿元。

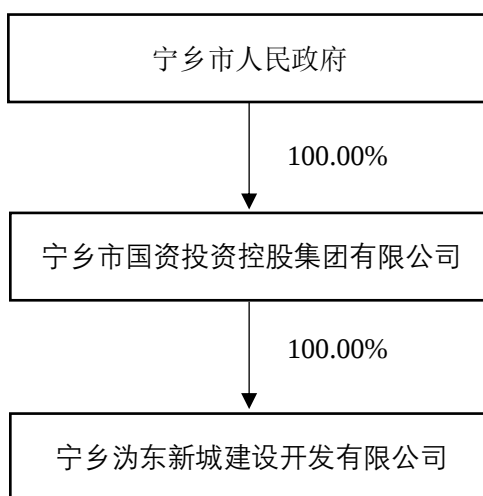
总体看，宁乡国资在宁乡市竞争优势明显且实力强。联合资信评定宁乡国资主体长期信用等级AA_{pi}，评级展望为稳定。

宁乡国资的担保，有效提升了本期债券到期偿付安全性。

十一、 结论

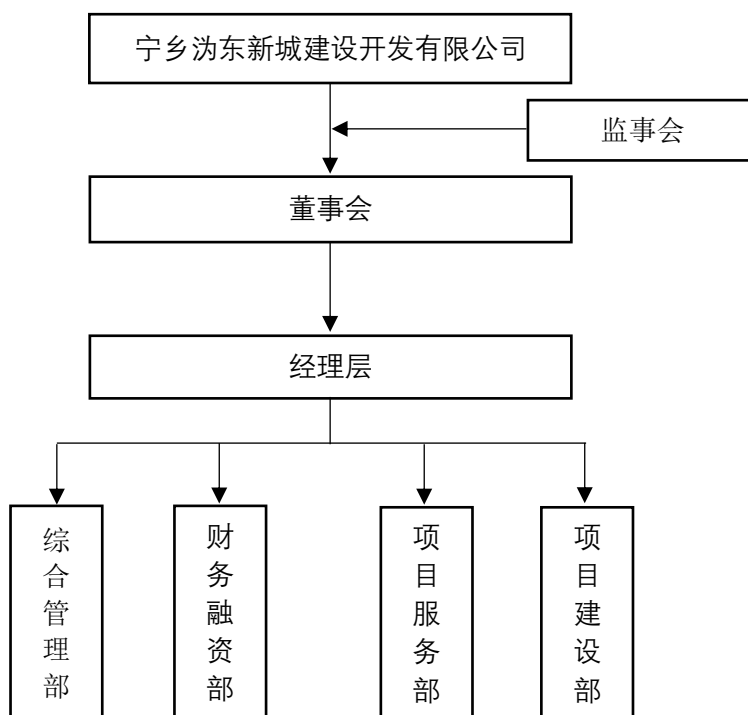
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AAA，评级展望为负面。

附件 1-1 截至 2021 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年底公司合并范围内一级子公司情况

序号	企业名称	业务性质	注册资本 (亿元)	持股比例 (%)	表决权比例 (%)	取得方式
1	宁乡市交通建设投资有限公司	公共交通基础设施经营；	0.50	100.00	100.00	同一控制
2	宁乡市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；	0.10	100.00	100.00	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 公司主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	2.43	1.59	1.47
资产总额（亿元）	129.59	166.10	165.93
所有者权益（亿元）	53.13	61.73	75.96
短期债务（亿元）	10.25	33.46	33.36
长期债务（亿元）	52.98	59.93	41.35
全部债务（亿元）	63.23	93.39	74.70
营业收入（亿元）	4.74	10.20	9.26
利润总额（亿元）	1.77	1.63	1.59
EBITDA（亿元）	2.18	2.37	2.35
经营性净现金流（亿元）	-17.48	-10.46	-4.84
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.72	0.90	0.57
存货周转次数（次）	0.04	0.09	0.07
总资产周转次数（次）	0.04	0.07	0.06
现金收入比（%）	30.55	17.48	21.56
营业利润率（%）	36.27	15.97	18.32
总资本收益率（%）	1.23	0.81	0.78
净资产收益率（%）	2.68	2.02	1.56
长期债务资本化比率（%）	49.93	49.26	35.25
全部债务资本化比率（%）	54.34	60.20	49.58
资产负债率（%）	59.00	62.84	54.22
流动比率（%）	412.00	316.90	317.42
速动比率（%）	113.13	102.19	100.30
经营现金流动负债比（%）	-64.15	-22.20	-10.26
现金短期债务比（倍）	0.24	0.05	0.04
EBITDA 利息倍数（倍）	0.56	0.32	0.38
全部债务/EBITDA（倍）	28.97	39.36	31.82

注：公司其他应付款和应付账款中有息债务分别调整至公司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

资料来源：联合资信根据公司审计报告

附件 2-2 公司主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	0.12	0.06	0.97
资产总额（亿元）	83.84	106.89	129.31
所有者权益（亿元）	48.61	57.46	65.45
短期债务（亿元）	2.24	6.23	8.07
长期债务（亿元）	16.15	12.15	25.56
全部债务（亿元）	18.39	18.39	33.63
营业收入（亿元）	2.92	8.71	4.95
利润总额（亿元）	1.90	1.86	0.68
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	-8.08	-12.57	-25.68
财务指标			
销售债权周转次数（次）	18.63	2.15	0.58
存货周转次数（次）	0.07	0.22	0.09
总资产周转次数（次）	0.05	0.09	0.04
现金收入比（%）	49.11	7.71	40.29
营业利润率（%）	51.17	17.99	15.73
总资本收益率（%）	2.34	1.97	0.51
净资产收益率（%）	3.23	2.60	0.77
长期债务资本化比率（%）	24.93	17.46	28.08
全部债务资本化比率（%）	27.44	24.24	33.94
资产负债率（%）	42.02	46.24	49.38
流动比率（%）	269.89	244.43	352.60
速动比率（%）	140.53	114.38	165.36
经营现金流动负债比（%）	-42.34	-41.21	-92.88
现金短期债务比（倍）	0.05	0.01	0.12
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 未获取数据用“/”表示；数据不适用以“-”表示；分母为 0，数据无意义用“*”表示；2. 因母公司财务报表未披露现金流量表补充资料，EBITDA 及相关指标无法计算

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

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	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
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	
总资产收益率	(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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+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 主体主动评级（公开评级）长期信用等级设置及含义

联合资信对部分金融机构、非金融企业开展主动评级或公开评级。联合资信金融机构、非金融企业主体主动评级或公开评级长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}和C_{pi}。除AAA_{pi}级、CCC_{pi}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。

各等级含义如下表所示。

信用等级	含义
AAA _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	不能偿还债务

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

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 4-4 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 年第二期宁乡洩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评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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。

宁乡洩东新城建设开发有限公司（以下简称“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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。