

信用等级公告

联合[2015] 038 号

联合资信评估有限公司通过对湘潭九华经济建设投资有限公司及其拟发行的 2015 年度 15 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估, 确定

湘潭九华经济建设投资有限公司

主体长期信用等级为

AA

湘潭九华经济建设投资有限公司

2015 年度 15 亿元公司债券的信用等级为

AA

特此公告。



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

湘潭九华经济建设投资有限公司

2015 年度 15 亿元公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA

本期债券发行额度: 15 亿元

本期债券期限: 7 年

偿还方式: 按年付息, 存续期第 3~7 个计息年度末每年偿还发行总额的 20%

发行目的: 用于项目建设

评级时间: 2015 年 1 月 7 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年
资产总额(亿元)	201.95	357.82	413.40
所有者权益(亿元)	128.57	232.45	240.42
长期债务(亿元)	36.45	74.46	103.93
全部债务(亿元)	38.45	77.51	136.40
主营业务收入(亿元)	17.90	36.37	36.72
利润总额(亿元)	3.75	8.32	9.14
EBITDA(亿元)	4.02	9.46	11.63
经营性净现金流(亿元)	-30.22	-47.55	-34.94
主营业务利润率(%)	11.05	16.38	19.17
净资产收益率(%)	2.64	3.09	3.33
资产负债率(%)	36.33	35.04	41.84
全部债务资本化比率(%)	23.02	25.01	36.20
流动比率(%)	522.28	489.53	440.46
全部债务/EBITDA(倍)	9.57	8.19	11.73
EBITDA 利息倍数(倍)	1.34	1.53	1.29
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.27	0.63	0.78

分析师

霍 焰 焦 洁

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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对湘潭九华经济建设投资有限公司(以下简称“公司”)的评级,反映了公司作为湘潭市九华示范区内唯一的基础设施建设主体,在资金注入、土地注入、代建成本返还及财政补贴等多方面获得湘潭九华示范区管委会的大力支持。目前,九华示范区作为“两型社会”示范区、国家级经济技术开发区,享有国家级、省级及市级多级政府支持,财政实力大幅提升;公司资产质量良好,债务水平适宜。同时联合资信也关注到,公司管理水平有待加强、自身盈利能力弱、未来筹资压力大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

九华示范区目前正处于快速发展时期,业务发展空间较大,政府支持持续稳定。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券设置分期等额偿还条款,有效降低了本金集中偿付压力;湘潭市政府及九华示范区管委会为本期偿债资金来源提供了有力支持;结合公司主体长期信用状况、湘潭九华示范区管委会对公司的持续支持以及本期债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期债券到期不能偿还的风险低。

优势

1. 九华示范区是推动长株潭城市群“两型社会”建设的五大示范区之一,也是国家级经济技术开发区,享有国家、湖南省及湘潭市多级政府支持,为公司发展创造了良好的外部环境。
2. 近年来,九华示范区财政实力大幅提升,且无政府性债务,有利于公司土地开发及基础设施建设业务的持续发展。
3. 公司作为湘潭九华示范区唯一的基础设施

建设主体，九华示范区管委会在资金注入、土地注入、代建成本返还及财政补贴等多方面均给予了公司大力支持。

4. 湘潭市政府及九华示范区管委会为本期债券偿债资金来源提供了有力支持，一定程度上提高了本期债券本息偿付的安全性。
5. 本期债券设置分期偿还条款，有助于降低公司未来集中偿付压力。

关注

1. 公司按照政府的相关决策履行投资职能，资产运营能力偏弱，管理水平有待提升。
2. 公司以准公益性项目投资为主，对政府补助依赖程度较高，自身盈利能力弱。
3. 公司土地资产抵押率较高，资产流动性较弱。
4. 公司在建项目投资额大，筹资压力大。

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）与湘潭九华经济建设投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与湘潭九华经济建设投资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级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，未因湘潭九华经济建设投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由湘潭九华经济建设投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、湘潭九华经济建设投资有限公司 2015 年度 15 亿元公司债券信用等级自本期公司债券发行之日起至到期兑付日有效；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、主体概况

根据中共湘潭市委、湘潭市人民政府 2003 年 10 月 8 日《关于设立昭山、九华经济区的决定》（潭市发[2003]28 号文）及湘潭九华经济区（2008 年 12 月 25 日后亦称湘潭九华示范区，以下简称“九华示范区”）管理委员会《关于成立“湘潭九华经济建设投资有限公司”的决定》，于 2003 年 11 月 6 日投资设立湘潭九华经济建设投资有限公司（以下简称“公司”），初始注册资本 3000 万元。后经 2008 年及 2009 年多次增资变更，截至 2013 年底，公司注册资本为 60000 万元，全部由湘潭九华示范区管理委员会（以下简称“九华管委会”）出资，九华管委会为公司的实际控制人。

公司经营范围：基础设施投资与建设、园区土地开发与经营、园区项目投资建设、项目策划、物业管理。

公司内部设立综合管理部、财务部、审计部、工程部及融资部共 5 个职能部门（详见附件 1）。截至 2013 年底，公司纳入合并报表范围的子公司共 4 家。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 413.40 亿元，所有者权益合计 240.42 亿元。2013 年公司合并口径实现主营业务收入 36.72 亿元，利润总额 9.14 亿元。

公司注册地址：湘潭九华示范区宝马东路 1 号九华大厦；法定代表人：吴安国。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

公司拟于 2015 年发行 15 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）。

本期债券期限 7 年，设置分期还款安排，拟于债券存续期第 3~7 个计息年度末分期等额偿还债券发行总额的 20%，最后五年每年应付利息随当年兑付本金一起支付。

本期债券年度付息款项自付息日起不另

计利息，到期兑付本金自兑付日起不另计利息。本期债券无担保。

2. 本期债券募投项目情况

本期债券募集资金总额为 15 亿元，拟全部用于湘潭综合保税区配套基础设施建设项目。

该项目经潭发改投[2014]80 号、潭环函[2014]29 号及潭国土资预审字[2013]130 号等文件批复建设。

该项目位于九华示范区北部，地处沪昆高铁以北，长株潭中横线以南，响水大道以东，长潭西线高速公路以西，主要建设内容包括：①九华示范区与综合保税区连接道路（4 条及其边坡用地）及保税区共 6220 亩规划用地的征地拆迁和场地平整；②12 条保税区内道路和保税区用地边沿巡逻大道及相应配套管网工程建设；③湘潭综合保税区 20000 平方米货物堆场、288000 平方米标准厂房、48000 平方米保税仓库建设；④保税区 8175 米隔离围网建设。项目建设期为 24 个月，总投资 48.90 亿元，建设资金由公司自筹、申请银行贷款、发行债券等渠道解决。

该项目于 2014 年 4 月着手实施，截至 2014 年 5 月底，已完成投资 9.20 亿元，目前正在进行项目范围内征地拆迁及核心区部分厂房等工程建设。本期债券募集资金拟全部用于项目建设，占项目预算总投资的 30.67%。

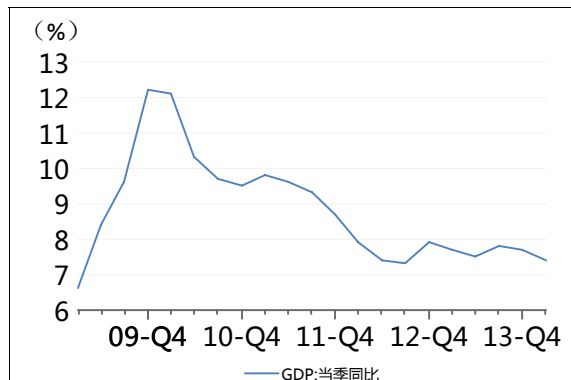
三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开对中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。

据初步核算, 2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元, 同比增长 7.7%。2013 年, 中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%; 同期, 规模以上工业企业 (年主营业务收入在 2000 万以上的企业, 下同) 实现利润总额 62831 亿元, 同比增长 12.20%。

图 1 2009 年以来中国 GDP 季度增长情况



资料来源: 国家统计局

从拉动经济增长的三驾马车表现看, 消费、投资两大需求继续保持增长态势, 对外贸易增速减缓。具体而言: 消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元, 同比名义增长 13.1%; 投资保持较快增长, 第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资 (不含农户) 436528 亿元, 同比增长 19.6%; 三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%; 对外贸易增速进一步下滑。2013 年, 中国进出口总额为 41600 亿美元, 同比增长 7.6%; 其中出口金额增长 7.9%, 进口金额增长 7.3%, 贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面, 中国继续实施积极的财政政策, 结合税制改革完善结构性减税政策, 促进经济结构调整; 适当增加财政赤字和国债规模, 保持必要的支出力度; 进一步优化财政支出结构, 保障和改善民生。2013 年全年, 中国财政累计收入为 129143 亿元, 同比增长 10.1%, 各项民生政策仍得到较好落实, 医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务

等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面, 自 8 月 1 日起, 在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点, 并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面, 中央财政不断加大投资建设力度, 7 月 31 日召开的国务院常务会议, 研究推进政府向社会力量购买公共服务, 部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面, 央行继续实施稳健的货币政策, 根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调; 灵活开展公开市场操作, 开展常备借贷便利操作, 促进银行体系流动性总体平衡; 发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用, 引导货币信贷平稳适度增长, 增强金融机构抗风险能力; 进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日, 贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行, 实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底, M2 存量达 110.7 万亿元, 同比增长 13.6%。从社会融资规模来看, 2013 年全年社会融资规模为 17.29 万亿元, 比上年多 1.53 万亿元; 其中人民币贷款增加 8.89 万亿元, 同比增长 6879 亿元; 非信贷融资中委托贷款和信托贷款增长较快, 分别增加 2.55 亿元和 1.84 亿元; 上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元, 增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元, 比上年减少 667 亿元。人民币汇率方面, 截至 2013 年底, 人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元, 比上年末升值 3.1%; 人民币汇率双向浮动特征明显, 汇率弹性明显增强, 人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面, 2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态, 近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企, 资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面, 继续加快结构调整和转型升级, 继续严格控制“两高”和产能过剩行业

盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，

预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

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，全国各地区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。

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。2013年全年，全国固定资产投资总额完成44.71万亿元，比上年增长19.3%，扣除价格因素，实际增长18.9%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资0.92万亿元，比上年增长32.5%；第二产业投资18.48万亿元，增长17.4%；第三产业投资24.25万亿元，增长21.0%。2013年全年房地产开发投资8.60万亿元，比上年增长19.8%，其中，住宅投资5.90万亿元，增长19.4%，办公楼投资0.47万亿元，增长38.2%；商业营业用房投资1.19万亿元，增长28.3%；全年新开工建设城镇保障性安居工程住房666万套（户），基本建成城镇保障性安居工程住房544万套。

截至2013年，中国城镇化率为53.73%，较上年提高1.16个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。根据《国家新型城镇化规划（2014-2020年）》，中国城镇化建设的指导思想是，紧紧围绕全面提高城镇化质量，加快转变城镇化发展方式，以人的城镇化为核心，有序推进农业转移人口市民化；以城市群为主体形态，推动大中小城市和小城镇协调发展；以综合承载能力为支撑，提升城市可持续发展水平；以体制机制创新为保障，通过改革释放城镇化发展潜力，走以人为本、四化同步、优化布局、生态文明、文化传承的中国特色新型城镇化道路，促进经济转型升级和社会和谐进步，为全面建成小康社会、加快推进社会主义现代化、实现中华民族伟大复兴的中国梦奠定坚实基础。

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。

2. 区域经济和财政实力

公司主要从事湘潭市九华示范区基础设施建设，包括一级土地开发、管网道路建设等业务，其经营发展受湘潭市及九华示范区经济和财政实力的影响。

（1）区域经济

湘潭市概况

湘潭市位于湖南省中部偏东，现辖湘乡市、韶山市、湘潭县及雨湖区、岳塘区，全市总面积5015平方公里，总人口276万。

湘潭市交通条件良好，京港澳公路长潭段及湘黔线、京广线等多条铁路横贯，同时沪昆高铁和长株潭城际铁路正在建设中，未来湘潭市的交通能力和经济辐射范围将进一步得到提升。

湘潭市是湖南省重要的工业城市，工业体系比较齐全，其中先进装备制造业、精品钢材及深加工、汽车及零部件制造业和电子信息设备制造业系湘潭市的四大战略性产业。

根据《湘潭市2013年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，全市地区生产总值1438.1亿元，比上年增长11.0%。其中，第一产业增加值116.0亿元，增长2.9%；第二产业增加值851.8亿元，增长10.9%；第三产业增加值470.3亿元，增长13.3%。按常住人口计算，全市人均地区生产总值51538元。全市规模工业增加值760.1亿元，比上年增长11.2%。全市固定资产投资（不含农户）1214.9亿元，比上年增长35.9%。

国务院已于2007年末批准“长株潭城市群”为“全国资源节约型和环境友好型社会”（简称“两型社会”）建设综合配套改革试验区，长株潭城市群作为“两型社会”建设的国家战略平台，是湖南省新型工业化、新型城市化的引导区，中部经济的核心增长极。湘潭市依托良好的交通环境和工业基础，未来经济增长空

间较大。

长株潭城市群示范区基本情况及相关政策

为推动长株潭城市群“两型社会”建设，长株潭地区五大示范区先后建立。

2012年5月，湖南省政府出台《关于支持长株潭城市群两型社会示范区改革建设的若干意见》（以下简称“《意见》”），将从产业、财税、土地、投融资、人才科技、行政等6个方面，进一步支持五大示范区的改革建设。

在行政支持方面，《意见》提出，将明确示范区法律地位，提请省人大尽快明确示范区行政与社会管理过程中的法律地位和行政职级，赋予示范区区域托管权限，将行政管理权限分期分批授予示范区。

《意见》在产业、财税支持方面明确，项目布局将向示范区倾斜，全省重大基础设施项目和重大产业项目，优先在示范区布局；加大资金支持力度，对符合政策性资金投向的产业项目，优先申报中央预算内(国债)投资，省、市各类财政性产业发展(建设)资金优先安排；加大财政支持力度，逐步加大对示范区的投入，重点支持改革试验、规划编制、生态环境保护等；加大税收支持力度，2012-2015年，对示范区内符合国家“减按15%税率”及“三免三减半”税收优惠政策的企业，严格落实相关优惠政策。

在用地方面，《意见》提出，鼓励示范区开展城镇建设用地增加与农村建设用地减少相挂钩试点；支持示范区农村土地综合整治；实行耕地保护跨区域统筹；支持示范区改革土地出让机制；支持重金属污染土地的综合治理等。

在投融资方面，支持示范区两型企业直接融资；鼓励示范区金融机构推行绿色金融决策机制；支持示范区建设金融后援基地；鼓励金融市场创新；支持示范区加快农村金融体制创新；鼓励创新项目投融资和建设模式。

以上意见的出台，在行政管理体制上的改革属于示范区的重大创新，相关支持政策的实

施也将助力示范区的快速发展。

九华示范区基本情况

九华示范区始建于2003年，2008年正式确立其为长株潭“两型社会”五大示范区之一。九华示范区包括响水乡全境，总面积138平方公里，定位为“产业新区、滨江新城”，预计到2020年建设成为“两型”产业聚集区、城乡统筹样板区、生态环保标志区及经济发展增长极。

九华示范区地处“长株潭城市群”核心地带，拥有良好的交通条件，上瑞高速和长潭西线高速两条分别连接其东西和南北的高速在区内交汇，黄花机场、湘黔铁路和建设中的沪昆高铁将进一步扩大园区的交通辐射范围。

从产业规划来看，九华示范区总体规划为三个组团，包括产业新区40平方公里、滨江新城60平方公里、生态环境保护区38平方公里。产业新区确立了以汽车及零部件制造、电子信息、装备和制造为主的三大主导产业。目前，剔除不需进行一级开发的生态环境保护区，九华示范区已经开发建成面积35平方公里，未来可开发面积广阔。

近年来，九华示范区发展势头良好。截至目前，九华示范区已引进企业260家，投产企业144家，其中包括美国塔奥、法国佛吉亚、韩国三星等世界500强企业和中冶京诚等中国500强企业。2013年园区实现技工贸总收入1053.2亿元，工业总产值590.6亿元，财税收入23.2亿元。分别比上年增长48.3%、45.5%和22.9%。

在行政管理体制上，九华示范区拥有先行先试、敢闯敢试、边干边试的特权。根据《湖南省人民政府办公厅转发省监察厅等单位关于支持湘潭九华示范区行使市级部分行政审批权的通知》，九华示范区有权行使湘潭市发改委、市经信委、市国土资源局、市住房和城乡建设局、市城管局、市商务局、市房产管理局、市农业局、市文化局、市卫生局、市环保局等11个部门实施的42项行政管理职能，须上报省直或省以上有关部门办结的，可直接上

报相关部门。在招商引资方面，九华示范区对于固定资产投资 2 亿元以上的大型工业项目（含大型生产性物流项目）生产用地价格、商居配套用地安排、财政奖励政策在国家政策允许范围内实行一事一议，同时对于品牌发展、产品质量、管理战略等方面表现优异的企业及个人实行现金鼓励策略。

2011 年，根据《国务院办公厅关于湖南省湘潭九华工业园区升级为国家级经济技术开发区的函》（国办函[2011]109 号），九华示范区范围内 12.46 平方公里的工业园区成功批准为国家级经济技术开发区，即“湘潭经济技术开发区”。在扩大行政自主权、支持拓园扩区、加大金融支持、加大用地支持、加大外资审批权限、加大产业支持方面均享受了政策优惠。特别是①鼓励各种形式的金融机构提供信贷、直接融资支持②根据国家政策，中西部老工业基地国家级开发区的基础设施项目建设贷款可以享受国家财政贴息补助。

此外，九华示范区享受国家和省“两型”社会建设赋予的各种政策优惠，并且也得到了湖南省、湘潭市在财政、土地、资金等方面的大力支持。

在“十二五”期间，九华示范区将打造成为全省新型工业化、新型城市化、国际化的引领区。到 2015 年实现工业总产值 1000 亿元，财税收入 60 亿元，成为长株潭城市群重要的经济增长极，全省领先的“千亿园区”之一；

全面实现与长沙的快速对接，成为湘潭的新城区、长株潭的新都心。

总体看，湘潭市依托“长株潭城市群”良好的交通环境和工业基础，未来经济增长空间较大；九华示范区为推动长株潭城市群“两型社会”建设五大示范区之一，也是国家级经济技术开发区，享有国家级的政策特权及湖南省及湘潭市政府的大力支持。未来随着“十二五”规划的继续实施，基础设施投资力度将加大，公司面临着良好的产业政策及投资环境。

（2）政府财力及负债

湘潭市政府财力及债务

湘潭市近年来财政实力得到了较快增长。2011～2013 年，湘潭市财政总收入分别为 101.0 亿元、122.3 亿元和 144.7 亿元，年均复合增长 19.69%，增速较快；其中一般预算收入占比保持在 63.00%以上。2013 年，湘潭市实现一般预算收入 97.89 亿元，占财政总收入的 67.66%。

湘潭市本级地方政府债务以担保债务为主。截至 2014 年 3 月底，湘潭市本级政府债务 40.08 亿元，其中直接债务 24.01 亿元，主要体现为国内金融结构借款、债务融资；担保债务 32.13 亿元，主要为担保的国内金融机构借款。湘潭市债务率（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%）为 40.88%，债务负担较轻。

表 1 湘潭市本级债务及综合财力情况（单位：万元）

地方债务（截至 2014 年 3 月底）	金额	地方财力（2013 年度）	金额
（一）直接债务余额	240128.5	（一）地方一般预算本级收入	548879
1、外国政府贷款	0	1、税收收入	239147
2、国际金融组织贷款	435.02	2、非税收入	309732
（1）世界银行贷款	58.02	（二）转移支付和税收返还收入	285207
（2）亚洲开发银行贷款	0	1、一般性转移支付收入	143795
（3）国际农业发展基金会贷款	0	2、专项转移支付收入	105834
（4）其他国际金融组织贷款	377	3、税收返还收入	35578
3、国债转贷资金	1359.09	（三）国有土地使用权出让收入	129828
4、农业综合开发借款	0	1、国有土地使用权出让金	129828
5、解决地方金融风险专项借款	0	2、国有土地收益基金	
6、国内金融机构借款	62750.26	3、农业土地开发资金	
（1）政府直接借款	0	4、新增建设用地有偿使用费	
（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	62750.26	（四）预算外财政专户收入	16589
7、债券融资	71400		
（1）中央代发地方政府债券	71400		

(2) 由财政承担偿还责任的融资平台融资	0		
8、粮食、供销企业亏损挂账	15433.5		
9、向单位、个人借款	1764		
10、拖欠工资和工程款	78178		
11、其他	8808.63		
(二) 担保债务余额	321327.46		
1、政府担保的外国政府贷款	6514.6		
2、政府担保的国际金融组织贷款	27323.77		
(1) 世界银行贷款	23763.71		
(2) 亚洲开发银行贷款	1134.98		
(3) 国际农业发展基金会贷款	0		
(4) 其他国际金融组织贷款	2425.08		
3、政府担保的国内金融机构借款	197863.09		
4、政府担保的融资平台债券融资	0		
5、政府担保向单位、个人借款	89626		
6、其他	0		
地方政府债务余额= (一) + (二) × 50%	400792.23	地方综合财力= (一) + (二) + (三) + (四)	980503
债务率= (地方政府债务余额 ÷ 地方综合财力) × 100%			40.88%

资料来源：湘潭市财政局

九华示范区财力及债务

九华示范区近年来财力增长迅速。2011~2013 年，九华示范区地方可控财力分别为 30.86 亿元、41.70 亿元和 57.29 亿元，年均复合增长 36.24%。其中，国有土地使用权出让收入占比

大，2013 年为 38.37 亿元，占当年地方可控财力的 66.97%；一般预算收入占比 30.21%，增速为 38.46%，其中非税收入（主要是未来需返还的拆迁工作经费）增速较快；另有少部分转移支付和税收返还收入，金额小。

表 2 九华示范区 2011~2013 年可控财力构成情况表（单位：万元、%）

科目	2011 年	2012 年	2013 年	增长率	2013 年各项占比
一般预算收入	90284	145170	173091	38.46	30.21
其中：税收收入	39602	57619	68677	31.69	11.99
非税收入	50682	87551	104414	43.53	18.23
国有土地使用权出让收入	213984	260500	383667	33.90	66.97
转移支付和税收返还收入	4375	11332	16138	92.06	2.82
预算外财政专户收入					
地方可控财力	308643	417002	572896	36.24	--

资料来源：九华示范区财政局

总体来看，近年来湘潭市经济平稳发展，地方可控财力稳步提升，债务负担处于可控范围内；九华示范区财力增速快，以国有土地使用权出让收入为主。上述外部环境有利于公司业务的持续发展。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2013 年底，公司注册资本为 60000 万元，全部由九华管委会出资，九华管委会为公司的实际控制人。

2. 平台企业竞争格局及企业竞争实力

湘潭市本级现有 6 家平台公司，除公司外另 5 家分别为湘潭城乡建设发展集团有限公司、湘潭产业投资发展集团有限公司、湘潭土地资源经营有限公司、湘潭高新投资开发有限公司及湘潭昭山投资开发有限公司。上述公司均处于长株潭经济走廊，在地域划分上，前三家均在湘潭市内有不同的产业定位，后两家分属于不同的开发区，即高新技术产业开发区、昭山示范区，在各个开发区/示范区内均为唯一的国有投融资公司，在基础设施业务开展方面享有独占性。

公司作为九华示范区唯一的基础设施建设主体，在经营地域上与其他平台公司无交叉，

此外，公司与其他 5 家平台公司的竞争优势在于：①享有示范区及国家级经济技术开发区的政策优惠。公司所处九华示范区是湖南省五大示范区之一，并且示范区内部分地域还成功申请了国家级经济技术开发区，享有多重政策优惠。②行政管理权限优势。九华示范区有权行使湘潭市发改委等 11 个部门实施的 42 项行政管理职能，须上报省直或省以上有关部门办结的，可直接上报相关部门。③区位及发展潜力优势。公司所处九华示范区位于长株潭城市群规划的核心地带，上瑞高速和长潭西线高速两条分别连接其东西和南北的高速公路在区内交汇，距黄花国际机场仅半小时车程，东面紧临河西中心港，同时区内正在建设沪昆高铁和一级车站，区内规划起点较高，接受长株潭经济辐射的能力较强，九华示范区及公司具有较大的发展潜力。

3. 人员素质

(1) 公司高管人员情况

截至目前，公司高级管理人员中有总经理 1 人、副总经理 3 人，共 4 人。

公司董事长吴安国，男，1974 年生，本科学历，曾任湘潭九华示范区警卫处政委、综合执法队队长，湘潭九华示范区社会事业局局长、主任助理，湘潭九华示范区建设局局长，湘潭九华示范区党政办公室主任，现任公司董事长、总经理、法定代表人。

(2) 公司员工情况

截至 2013 年底，公司共有职工 57 人。从年龄构成看，40 岁以下的占 77%、40~50 岁的占 18%、50 岁以上的占 5%；从学历构成看，本科及以上学历的占 43%、专科的占 36%、高中及同等学历的占 21%；从专业构成看，工程专业技术人员占 36%、业务人员占 33%、财务人员占 24%、管理人员占 7%。

总体看，公司高级管理人员均有政府工作经历，具有丰富的管理经验；员工以中青年为主，文化素质较高，能满足公司日常经营需要。

4. 政府支持

公司作为九华示范区唯一的基础设施建设主体，湘潭市政府及九华管委会在资金注入、土地划拨、代建成本返还及财政补贴等多方面均给予了公司大力支持。

(1) 资金注入

为了扩大公司城市开发能力，加强资本运作功能，九华管委会于 2003 年 11 月出资 3000 万元创建了公司。并于 2007 年 11 月、2008 年 7 月、2008 年 12 月、2009 年 1 月分别为公司增资 7000 万元、8000 万元、31000 万元、11000 万元。上述增资分别经潭诚会验字[2007]481 号、[2008]164 号、[2008]验字第 159 号、神会师[2008]验字第 162 号、神会师[2009]验字第 013 号验证，并在“实收资本”中予以反映。

(2) 土地注入

为增强公司的资本实力，增强融资能力，九华管委会于 2011~2013 年向公司注入合计 638.76 万平方米土地使用权（均为商住用地）。上述土地使用权注入分别通过湘潭九华经济区政府管理委员会文件潭九管发[2011]135 号、潭九管发[2012]22 号、潭九管发[2012]32 号文件批复。其中 2011 年注入土地使用权面积为 278.12 万平方米，评估价值 54.14 亿元（计入“存货—土地成本”）；2012 年注入土地使用权 360.64 万平方米，评估价值 96.68 亿元（计入“无形资产”，截至 2013 年底累计摊销 2.62 亿元）。

(3) 土地一级开发

公司部分土地综合开发工程与九华管委会签订协议，九华管委会财政按项目进度拨付款项，以保证公司资金平衡、项目如期开展；对于另一部分土地综合开发工程，公司于 2011 年与九华管委会签订了土地出让金返还协议，按照《关于印发九华示范区土地综合开发成本测算的通知》（潭九管发[2011]55 号），九华管委会在土地出让后按照核定的综合开发成本，给予公司土地出让金返还（综合成本含约 10%净利润），用于平衡投资成本。

（4）市政基础设施建设项目回购

对于九华示范区工程机械装备制造基地基础设施建设项目（“12 湘潭九华债”募投项目），九华管委会与公司签订了《湘潭九华示范区工程机械装备制造基地基础设施建设项目建设与移交收购（BT）协议书》，该协议项下回购总价款为 32.86 亿元，于 2013~2020 年逐年分期支付，规定毛利率为 23.98%。该回购资金专项用于“12 湘潭九华债”的本息偿付。截至 2013 年底，2013 年回购资金 4.00 亿元已到位。

（5）财政补贴

根据湘潭九华经济区（及九华示范区）财政局文件《关于对湘潭九华经济建设投资有限公司给予财政补贴的通知》（潭九财[2011]23 号、潭九财[2011]22 号、潭九财 [2012]28 号、潭九财[2013]25 号、潭九财[2013]26 号、潭九财[2013]27 号、潭九财[2013]28 号）等文件，为增强公司经营发展实力，2011~2013 年，分别给予公司财政补贴 23188.66 万元、39156.17 万元、47415.76 万元，计入“补贴收入”科目。公司作为九华示范区唯一的基础设施建设主体，湘潭市政府及九华管委会对公司的支持力度较大，预计未来财政补贴具备较好的持续性。

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）认为，湘潭市政府及九华管委会对公司的支持力度较大且持续稳定，有望为公司基础设施建设业务的未来发展提供有力支撑。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司不设股东会，九华管委会作为公司唯一股东，行使最高权力。

公司设董事会，董事会成员由股东委派，对股东负责，执行股东决定，决定公司的经营计划。2013 年底，公司董事会成员共 11 人，其中董事长 1 名，由出资人从董事会成员中指定。董事每届任期三年，经出资人批准可以连任。

公司设总经理，由董事会聘任或解聘，对董事会负责。公司经理主持公司日常经营管理工作、拟定公司内部基本管理制度、决定聘任或者解聘除应由董事会决定聘任或者解聘以外的负责管理人员。

公司设监事会，成员共 5 人，其中职工代表监事 2 人，由职工代表大会选举产生，非职工代表监事由出资人委派，设主席 1 人，由全体监事过半数选举产生。

2. 管理水平

公司本部设 5 个职能部门，部门设置能满足公司经营管理需要。公司主要按照政府的相关决策履行投资职能，因而资产运营能力偏弱，目前公司各项管理制度正在逐步完善中。

财务部是公司资金管理的职能部门。在内部资金使用的控制上，公司实行资金集中管理，母子公司各种现金、银行收付款业务必须集中于公司总部财务部门集中结算。公司在下属子公司资金使用上控制能力强。

融资部是公司投资管理的职能部门，负责公司及下属子公司投资项目的策划、论证、融资与监管。公司作为政府投资主体，接受九华管委会的指导与监督，项目投资安排需九华管委会核准方可实行。

对外担保方面，公司严格控制公司及下属子公司对外担保事宜，所有对外担保事宜均由公司总部统一管理。截至目前，公司无对外担保事项。

工程部是公司进行项目管理的职能部门。公司大部分土地综合开发投资项目正在推行代建制，即公司通过招标等方式选择专业化的项目管理单位（代建单位），并由代建单位负责项目的前期和建设阶段的实施工作，竣工验收后移交给公司。代建制的实施实现了项目“投资、建设、管理、使用”相分离，加强了公司对投资项目的管理，有助于提高公司项目管理的专业化水平。

总体来看，公司已建立了较完备的治理结

构，内部管理体系基本建立。但公司主要按照政府的相关决策履行投资职能，资产运营能力偏弱。公司各项管理制度正在逐步完善，管理水平有待提升。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事九华示范区内的土地一级开发、管网道路等基础设施建设等业务。

从近三年收入情况来看，2011~2013年，随着九华示范区开发规模的扩大，公司主营业务收入逐年提升，分别为17.90亿元、36.37亿元和36.72亿元。由于公司业务主要为土地一级开发及基础设施建设，且各年承接项目类型由九华管委会主导，因此公司收入结构由建设任务具体实施项目类型决定。2011~2013年，公司土地一级开发业务收入稳定增长，分别为10.11亿元、13.24亿元和25.38亿元，占主营业务收入的比重分别为56.49%、36.41%和69.12%；市政回购项目收入分别为6.99亿元、22.65亿元和11.09亿元，其中2012年该板块收入增长迅速且占比增加，主要是由于当年九华示范区财政局集中对17项公司2011年以前竣工的道路及防洪大堤等项目结算所致，2013年，该板块收入有所下降，主要是由于随着2012年大部分道路工程的已完成结算，当年九华示范区财政局对剩余少部分道路工程进行结算所致。

从近三年毛利率情况来看，公司主营业务毛利率持续增长，分别为11.66%、17.02%和17.83%。土地一级开发板块方面，近三年毛利率有所波动，分别为10.89%、21.55%和19.38%，其中2011年较低的主要原因为，根据《关于印发九华示范区土地综合开发成本测算的通知》（潭九管发[2011]55号），九华管委会对当年土地综合开发成本进行单独核算，在成本投入的基础上附加约10%的净利润，并参照核定的土地综合开发成本给予公司土地出让金返还。2012~2013年，公司根据与九华管委会签订的项目协议及九华财政局出具的项目进度确认函按进度确认收入，毛利率较高，其中，针对湘潭九华示范区工程机械装备制造基地基础设施建设项目（“12湘潭九华债”募投项目）公司与九华管委会签定了《湘潭九华示范区工程机械装备制造基地基础设施建设项目建设与移交收购（BT）协议书》，该协议项下规定毛利率为23.98%，其余项目毛利率均在15%~20%之间。市政回购业务方面，毛利率较平稳，近三年分别为13.04%、14.53%和14.53%，其中2011年，九华管委会收购了原注入公司的一宗土地（面积66.67万平方米，入账价值6.08亿元），并按原入账价值上浮15%确定收购价格，以另一宗土地（评估价值6.99亿元）进行兑付；2012~2013年，根据《湘潭九华示范区关于加快九华经济建设投资有限公司健康发展的决定》（潭九工发[2011]19号），毛利率水平较稳定。

表3 2010~2013年公司主营业务收入及毛利率情况表（单位：亿元、%）

业务板块	2011年			2012年			2013年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发项目	10.11	56.49	10.89	13.24	36.41	21.55	25.38	69.12	19.38
市政回购项目	6.99	39.07	13.04	22.65	62.27	14.53	11.09	30.19	14.53
其他	0.79	4.44	9.33	0.48	1.31	9.71	0.25	0.69	7.03
合计	17.90	100.00	11.66	36.37	100.00	17.02	36.72	100.00	17.83

资料来源：公司审计报告

2. 经营模式

根据潭政函[2009]96 号《湘潭市人民政府关于同意将湘潭九华经济建设投资有限公司纳入市级融资平台的批复》，公司作为九华示范区唯一的基础设施建设、土地开发及投融资主体，主要负责湘潭市九华示范区 138 平方公里土地的报批、征地拆迁、九通一平及基础设施建设。

公司土地开发及基础设施建设业务资金来源主要为滚动开发留存收益、政府补贴款及公司对外融资。政府补贴方面，2011~2013 年，九华示范区财政局分别给予公司 2.32 亿元、3.92 亿元、4.74 亿元政府补助，用以增强公司经营发展能力；融资方面，公司主要通过抵押土地使用权进行融资，截至 2013 年底，公司将 678.52 万平方米，账面价值 134.47 亿元自有土地用于抵押，获得相应直接和间接融资合计 79.35 亿元。

土地一级开发

与上游政府的运营模式：目前公司负责的九华示范区土地开发业务与政府存在着 2 种合作模式：①公司按九华管委会要求，安排土地综合开发项目建设，并根据项目与九华管委会签订协议。按协议条款，九华管委会拨付进度款以确保项目按期施工。②2011 年，公司根据九华管委会《关于印发九华示范区土地综合开发成本测算的通知》（潭九管发[2011]55 号），公司按照九华管委会要求垫资进行土地一级开发，九华管委会对土地综合开发成本进行单独核算（包括土地报批税费、征拆安置补偿金、基础实施建设成本、资金成本及约 10%的公司净利润），并参照核定的土地综合开发成本给予公司土地出让金返还；2011 年商业用地综合开发成本为 60.73 万元/亩，工业用地综合开发成本为 65.73 万元/亩。

从九华示范区土地出让情况看，2011~2013 年，随着区内入驻企业数量的增加，工业用地出让规模、出让价格及土地出让金收入持续增长；商居用地出让规模有所波动，但伴随

九华示范区的发展，商居用地出让价格保持快速增长，使该类土地出让收入规模持续扩大。九华示范区土地出让收入的稳定增长加强了该区的财政实力，并对公司获得土地出让金返还提供了有力保障。

表 4 九华示范区 2011~2013 年土地出让情况

		2011 年	2012 年	2013 年
工业用地	出让面积（亩）	2010	2551	3421.1
	均价（万元/亩）	22.4	23.02	30
	土地出让金（万元）	45024	58724	102633
商居用地	出让面积（亩）	1536	1354.2	1441.2
	均价（万元/亩）	110	149	195
	土地出让金（万元）	168960	201776	281034
合计	出让面积（亩）	3546	3905.2	4862.3
	土地出让金（万元）	213984	260500	383667

资料来源：公司提供

在财务处理方面，公司土地综合开发投入全部在“存货”科目反映。收入确认方面，2011 年公司根据九华示范区管委会出让的土地情况，按照核定的综合开发成本（2011 年为商业用地为 60.73 万元/亩，工业用地为 65.73 万元/亩）确认收入。2012 年及 2013 年公司根据针对各项目分别签订的协议及九华财政局出具的工程进度确认函按进度确认收入及成本。

公司现阶段所有土地开发业务均由九华管委会统筹安排，公司无储备开发土地。但考虑到九华示范区 138 平方公里土地，剔除不需进行一级开发的生态环境保护区 38 平方公里及已经开发建成面积 35 平方公里，未来公司可开发面积广阔。近年来，随着九华示范区的逐步建设、发展，其土地使用权出让价值亦逐年大幅攀升。联合资信认为，考虑到九华示范区可开发面积广阔，且土地出让价格提升，未来九华示范区国有土地使用权出让收入规模将较大，从而有助于支撑公司未来大规模的土地综合开发支出。

市政回购项目

与上游政府的运营模式：①对于 2010 年底前已完工的基础设施项目，九华管委会授权九华示范区财政局与公司签订回购协议，并确定合理回报。根据公司与九华管委会签订的协议，

毛利率约为 15%。②公司对于 2011 年之后竣工结算的项目，公司的土地开发项目收入和基础设施建设项目分开计量，其分开计量的原则为：对于某一个特定土地开发项目，在建设用地规划内的市政道路、连接线路及基础设施，是跟该土地开发项目作为一个项目整体与九华管委会签订开发协议，其收入统称为土地开发收入；各个土地开发项目之间的园区主干道，连接湘潭市区和长沙市区的城际道路，重大建设项目的配套设施，都作为单独的基础设施建设项目与九华管委会签订代建协议，其收入统称为市政回购收入。

在财务处理方面，公司市政回购项目建设投入全部在“存货”科目反映，其中各道路工程项目已于 2010 年之前竣工，故计入“存货—库存商品”科目，截至 2013 年底为 0.25 亿元。

与下游建筑商的运营模式：公司建设项目均与下游建筑商签订《项目工程施工合同》，其中明确规定项目工程内容、承包方式、承包造价、合同工期、质量要求等。一般情况下，公

司项目合同周期为 1~2 年，公司在工程完成 30%后开始支付进度款，至竣工验收合格时支付 80%，竣工验收合格的一年内支付 90%，其余 10%在第二年内付清。会计处理方面，公司预付的工程款计入“预付账款”，按协议进度逐步结转至“存货”，并贷记“预付账款”科目。

3. 在建工程

目前，公司在建重大项目共 9 个，合计投资额 105.73 亿元，截至 2013 年底，公司已完成投资额 72.83 亿元，尚未投资资金预计通过贷款 32.60 亿元，自筹 1.30 亿元解决。公司目前存续债券募投项目共 3 个，合计投资额 87.84 亿元，截至 2014 年 2 月底，合计已完成投资 76.59 亿元，尚需投资 21.82 亿元，剔除未使用募集资金余额 15.94 亿元，尚存在资金缺口 5.88 亿元。此外，公司本期债券募投项目总投资 48.90 亿元，截至 2014 年 3 月底已完成投资 9.20 亿元，尚需资金 39.70 亿元。

表 5 公司在建重大项目情况（单位：万元）

项目名称	项目概况	总投资	截至 2013 年底已投资金额	尚未投资资金筹措方案		预计工期	项目截至 2013 年底进展
				贷款	自筹		
防洪及配套工程	位于湘潭九华示范区防洪保护圈，从王家坝子撤洪渠至丰收撤洪渠，逆湘江而上；用地面积 3551 亩；包括 16.2KM 防洪大堤加厚，对内外进行护砌，将 4 处泵站和各处涵闸进行重建和改造	314362.60	254362.60	70000.00	--	2012.1-2014.12	已完成征地拆迁；完成投资额 81%
18 号地块土储项目	位于湘潭九华示范区奔驰路以南，疏港路以北，九华大道以东，兴隆路以南；项目用地 1075 亩	42689.88	42689.88	--	--	2012.3-2013.11	已完成征地拆迁；完成投资额 100%
九华大道建设项目	项目位于九华区东北部，为南北走向，奔驰路以北至长沙坪塘交界处；项目总长 5280 米，其中包括 800 米桥梁一座	49123.00	38123.00	11000.00	--	2012.8-2014.9	已完成征地拆迁；完成投资额 78%
奔驰东路项目	项目西起银盖路，东至湘江边；项目总长 5280 米	95281.36	80281.36	15000.00	--	2011.12-2014.12	已完成路基工程；路面完成 60%，完成投资额 85%
农机产业园建设项目	项目选址于九华示范区奔驰路以北、长城路以南、湘潭西线高速以西、江南大道以东区域；征地 2733 亩；包括道路 7 条	148424.00	75424.00	60000.00	13000.00	--	征地拆迁完成 70%，道路工程完成 40%，完成投资 50%
环保产业园（二期）	项目选址于湘潭九华示范区奔驰路以北、长城路以南、青竹路以西、棠华路以东；征地 2826 亩；包括道路 7 条	149241.00	89241.00	60000.00	--	2012.1-2014.6	已完成征地拆迁，配套工程完成 60%，完成投资额 60%

进出口加工基地（二期）	项目选址于九华示范区奔驰路以北、发展路以南、江南大道以西、和平大道以东区域；征地 1352 亩；包括道路 4 条	61051.00	31051.00	30000.00	--	--	征地拆迁完成 75%，道路工程完成 40%，完成投资 51%
进出口加工基地（三期）	项目选址于湘潭九华示范区中部地区的科大路以东，江南大道以西，沪昆高速铁路以南和昭华路以北地区；征地 2592 亩；包括道路 7 条	134109.00	69109.00	65000.00	--	2012.10-2014.9	征地拆迁完成 80%，道路工程完成 30%，完成投资 51%
湘竹防洪大堤	北二环以北防洪堤长 326 米	63000.00	48000.00	15000.00	--	2012.8-2014.11	已完成征拆，完成工程投资 76%
合计	--	1057281.84	728281.84	326000.00	13000.00	--	--

资料来源：公司提供

表 6 公司存续债券募投项目情况（单位：亿元）

债项	项目名称	总投资	截至 2014 年 2 月 28 日已投资金额	尚需投资	工程进度
10 湘潭九华债	长株潭城市群“两型”社会建设改革试验区九华示范区先进装备制造基地基础设施建设项目	22.64	33.21	--	完工情况达到 100%，项目内的道路均已竣工通车，仅余部分道路的绿化工程尚未完成验收和办理竣工结算手续
12 湘潭九华债	湘潭九华示范区工程机械装备制造基地基础设施建设项目	20.60	14.91	5.69	投资金额完成计划投资 72.35%，项目范围内的征拆工作、土地平整及道路用地平整已基本完成。
13 湘潭九华债	沪昆高铁湘潭（九华）北站站前广场、配套设施及道路建设项目	44.60	28.47	16.13	投资金额完成计划投资 63.83%，项目征拆已经基本完成，五通一平正在建设中。
合计	--	87.84	76.59	21.82	--

资料来源：公司提供

总体看，公司未来筹资规模大，面临一定的筹资压力。

4. 未来发展

《湘潭市国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》对九华示范区的产业定位是：大力发展汽车及零部件、电子信息、先进装备制造及现代服务业等四大主导产业。到 2015 年，“两型产业”做大做强，真正形成示范效应，产值规模突破千亿元。着力打造中部地区重要的汽车及零部件生产基地、国内有影响的先进装备制造基地、湖南电子信息产业的示范基地、辐射中部地区的综合物流基地等四大基地。

2015 年，九华示范区将完成滚动投资 600 亿元以上，工业总产值将达到 1000 亿元，其中：汽车及零部件产业 400 亿元；电子信息产业 400 亿元；先进装备制造业 200 亿元，实现财税收入 60 亿元以上。2020 年，九华示范区工业总产值达到 2000 亿元，其中：汽车及零部件产业 800 亿元；电子信息产业 700 亿元；先进装备制造业及其他产业 500 亿元，实现财税收入 100

亿元以上。

为实现九华示范区的发展目标，公司制定了 2010 年至 2015 年发展规划如下：

六年共计划投入资金约 100 亿元，进行以下工程项目建设：1、完成征地拆迁 30000 亩和 6000 户以上拆迁户安置住房建设，投资额 343000 万元；2、完成 27 条（段）主干道建设，投资额 352644 万元；3、完成 25 条（段）次干道建设，投资额 147944 万元；4、完成工业用地场平 22700 亩，投资额 97150 万元；5、完成长 6340 米的湘江防洪大堤拓宽提质改造建设，投资额 33000 万元。

至 2015 年，九华示范区建成区总规模达到 40 平方公里以上（目前已建成区 35 平方公里），修通示范区主次干道总长超过 175 公里，工业用地面积达到 32000 亩以上，工业总产值达到 1000 亿元以上，实现财税收入 60 亿元以上。

总体看，公司作为九华示范区唯一的基础设施建设、土地开发及投融资主体，九华示范区未来大规模建设投入有望对公司整体实力的增强提供有力保障。同时联合资信关注到，

伴随九华示范区建设投入的加大，公司未来融资需求将继续扩大，加之在建项目尚存在资金缺口，公司将面临一定的筹资压力。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

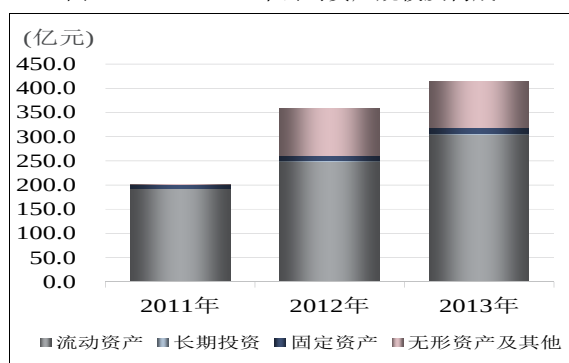
公司提供的2011~2013年度合并财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

截至 2013 年底，公司资产总额 413.40 亿元，所有者权益 240.42 亿元。2013 年，公司实现主营业务收入 36.72 亿元，利润总额 9.14 亿元。

2. 资产质量

2011~2013 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长率为 43.08%。截至 2013 年底，公司资产总额为 413.40 亿元，其中流动资产和固定资产分别占 73.57%和 3.28%，长期投资净额和无形资产及其他资产分别占 0.31%和 22.84%。

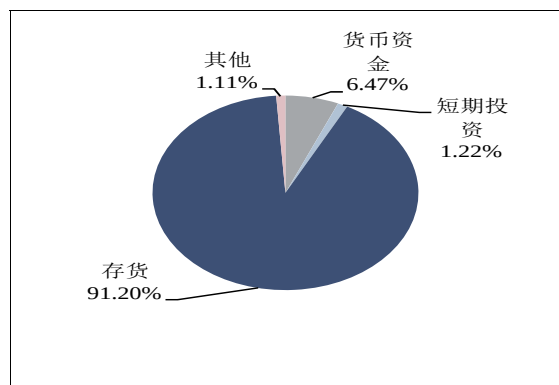
图 2 2011~2013 年公司资产规模及构成



资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司流动资产年复合增长 25.59%，主要由于存货和货币资金大幅增加所致。截至 2013 年底，公司流动资产为 304.14 亿元。近三年，公司流动资产构成主要以存货为主，2013 年底，公司存货占流动资产比重为 91.20%，货币资金占比为 6.47%，短期投资占比为 1.22%。

图 3 截至 2013 年底公司流动资产规模及构成



资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长率为 145.80%。截至 2013 年底，公司货币资金 19.68 亿元，同比增长 267.66%，增长主要来自公司于 2013 年 10 月 15 日发行“13 湘潭九华债”18 亿元。截至 2013 年底，公司货币资金中银行存款占 80.90%，其他货币资金（包括定期存款和承兑汇票保证金）占 19.10%；受限资金 3.76 亿元。

截至 2013 年底，公司新增短期投资 3.70 亿元，主要为公司购买中国建设银行乾元“日鑫月溢”理财产品 3.50 亿元及其它理财产品 0.20 亿元。

近三年公司应收利息及应收账款规模很小，2013 年底分别为 1079.64 万元和 25.04 万元。公司应收账款规模小，一方面由于公司收到与九华管委会的往来款部分具有预收工程款性质，另一方面公司根据九华示范区财政局出具的工程进度确认函确认收入，其中确认额度由财政局当年完成拨付。

2011~2013 年，公司其他应收款净额波动下降，年均复合下降 10.16%。截至 2012 年底，公司其他应收款净额为 7.02 亿元，同比大幅增长 271.62%，主要系公司代付征拆款项增加所致；截至 2013 年底，公司其他应收款净额为 1.53 亿元，同比下降 78.28%，主要系公司回收代付征拆款所致。公司其他应收款前五大客户欠款占账面原值的 65.92%，主要为借款和往来款。从账龄分析看，1 年以内的占 41.85%，1~2 年的占 2.41%，2~3 年的占 19.81%，3 年及以上的占

35.93%。2013年公司对其他应收款计提坏账准备0.10亿元。

2011~2013年，公司预付账款快速增长，年均复合增长率为138.32%。截至2013年底，公司预付账款为1.74亿元，同比增长105.27%，主要为预付工程款增加所致。

2011~2013年，公司存货净额持续增长，年均复合增长率为21.67%，主要由于近年来九华示范区投入加大以及政府土地资产的注入，导致存货规模上升。截至2013年底，公司存货净额277.38亿元，同比增长17.53%，其中土地储备114.46亿元（九华管委会政府注入的土地资产，商住用地113.12亿元，工业用地1.34亿元），土地综合开发成本162.66亿元（含尚未确认收入的代建投入及尚未出让的土地开发投入），库存商品0.25亿元。存货资产价值高，跌价风险较小，因此，2013年底公司未对存货计提存货跌价准备。公司存货中，账面价值86.93亿元的土地已经用于银行贷款和企业债券的抵押，其他土地储备和土地开发成本大规模变现能力较弱，公司存货资产流动性偏弱。

2011~2013年，公司固定资产持续增长，年均复合增长率为29.24%。截至2013年底，公司固定资产合计13.55亿元，同比增长16.86%。其中在建工程5.71亿元，同比下降33.40%，主要为台湾工业园创新创业中心、九华产业社区转入固定资产4.11亿元所致，该项目完工后公司将出租该资产以获取租赁收益；固定资产原值8.50亿元，同比增长145.10%，公司现有固定资产净额主要为房产建筑物。截至2013年底，公司累计计提折旧0.66亿元。截至2013年底，公司固定资产中用于抵押的房产账面原值为2.36亿元，净值为2.08亿元，具体为位于湘潭县响水乡九华经济区宝马路办公楼和九华经济区无限路1号宿舍楼。

2011~2013年，公司无形资产快速增长，其中增长主要来自2012年政府注入的土地。截至2012年底，公司无形资产为96.10亿元，较2011年大幅增长95.84亿元，新增全部为土地价值（商住用地）；截至2013年底，公司无形资产

为94.34亿元，同比下降1.83%，公司无形资产中土地账面价值为94.34亿元，其中用于抵押的土地价值为49.10亿元。

总体来看，公司资产规模快速扩张，资产以土地资产为主，土地存货质量良好，但土地资产抵押率较高，资产流动性偏弱。

3. 负债及所有者权益

2011~2013年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长率36.75%，主要源于资本公积的增长。截至2012年底，公司资本公积为209.08亿元，同比增长86.01%，增长主要由于根据潭九管发[2012]22号等文件规定，九华管委会将96.68亿元土地资产注入公司，截至2013年底，公司资本公积无变化。2011~2013年，公司实收资本均为6.00亿元。2011~2013年，公司未分配利润快速增长，年均复合增长57.90%，截至2013年底，公司未分配利润22.84亿元，同比增长46.14%。2013年底，公司实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润和未确认的投资损失在所有者权益中分别占2.50%、86.96%、1.05%、9.50%和-0.01%，公司权益稳定性较好。

随着公司资产规模的扩张，公司负债规模也持续快速增长，2011~2013年，公司负债总额复合增长53.54%，高于同期资产总额增幅。2013年底，公司负债总额172.98亿元，其中流动负债占39.92%，长期负债占60.08%。公司流动负债以其他应付款（43.27%）和一年内到期的长期负债（34.50%）为主。

截至2013年底，公司短期借款7.66亿元，同比增长7.26亿元。公司短期借款中，以土地作为抵押获得的抵押借款为5.00亿元，以1.90亿元定期存款为质押取得的质押借款为2.66亿元。

2011~2013年，公司应付账款快速增长，年均复合增长率为76.55%。截至2013年底，公司应付账款为2.45亿元，同比增长44.41%，主要为应付工程款。

2011~2013年，公司其他应付款波动下降，

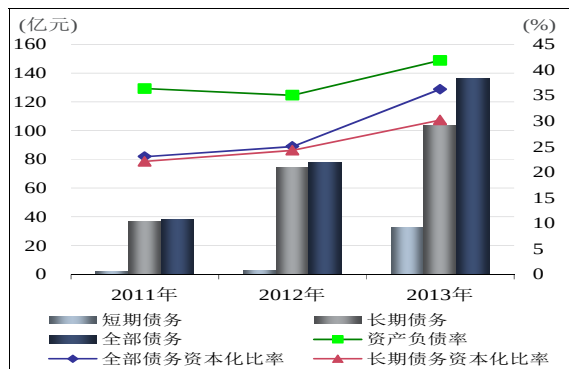
年均复合下降3.85%。截至2012年底，公司其他应付款为42.14亿元，同比增长30.39%，其中主要包括与湘潭九华项目建设投资有限公司关联往来款12.86亿元、与湘潭金基投资有限公司的往来借款10.75亿元，剩余的其他应付款包含与其他公司往来款及往来借款。截至2013年底，公司其他应付款为29.88亿元，同比下降29.10%，其中上述2012年12.86亿元中2.99亿元于2013年作为九华管委会预付工程款结转至收入（另外9.87亿元转入应付九华管委会名下），此外，上述10.75亿元应付款已于2013年偿还。

2011~2013年，公司一年内到期的长期负债快速增长，年均复合增长率为245.11%。截至2013年底，公司一年内到期的长期负债为23.82亿元（一年内到期的长期借款20.82亿元、一年内到期的应付债券3.00亿元），同比大幅增长22.92亿元。

公司长期负债由长期借款和应付债券构成。截至2013年底，公司长期借款为69.93亿元（考虑一年内到期的长期借款后为90.75亿元），其中质押借款0.80亿元、抵押借款84.95亿元和保证借款5.00亿元；公司应付债券34.00亿元，其中包括“10湘潭九华债”10亿元（3亿元转入一年内到期的长期负债）、“12湘潭九华债”9亿元和“13湘潭九华债”18亿元。

有息债务方面，截至2013年底，公司全部债务合计136.40亿元，同比增长75.98%，其中长期债务合计103.93亿元，占全部债务比列为76.19%，债务结构较合理。

图4 2011~2013年公司债务情况



资料来源：公司审计报告

债务指标方面，受“13湘潭九华债”发行及长期借款规模上升影响，2013年底公司负债水平明显上升，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41.84%、36.20%和30.18%。公司整体债务负担仍处于适宜水平。

总体来看，公司所有者权益稳定性较好，随着公司项目投入的加大，公司债务规模快速增加，债务负担有所上升，但整体债务期限结构合理，债务负担处于适宜水平。

4. 盈利能力

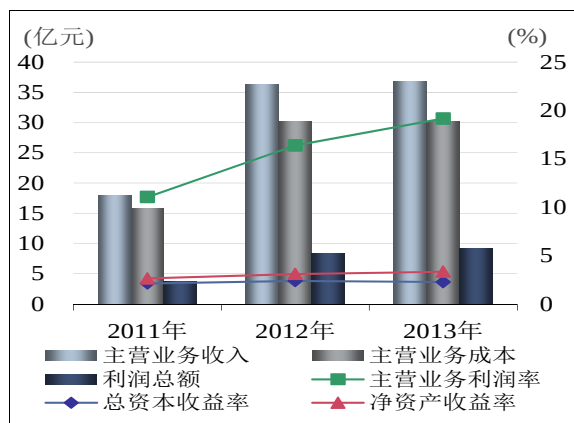
公司主营业务收入主要为土地开发收入和基础设施建设收入。2011~2013年，公司主营业务收入呈现持续增长态势，三年复合增长43.25%；2013年公司主营业务收入36.72亿元，同比增长0.96%。公司收入主要来自土地一级开发项目及市政基础设施建设项目，近年来，伴随九华示范区开发力度的加大，公司收入持续增长。

基于公司与九华管委会政府收入成本结算模式，土地一级开发规模及占比持续扩大，且毛利率较高，使公司主营业务利润率稳定增长，2011~2013年，公司主营业务利润率分别为11.05%、16.38%和19.17%。

期间费用方面，主要受九华示范区管委会注入土地使用权影响，公司无形资产中土地使用权摊销额大幅增长，导致公司管理费用增长较快，2013年为2.16亿元，年均复合增长135.66%；随着公司债务规模的扩大，财务费用持续增长，2013年为0.29亿元，年均复合增长73.20%。2013年公司期间费用合计2.45亿元，占当年主营业务收入的6.68%，总体看，公司期间费用水平适宜。根据国家税务总局《关于纳税人投资政府土地改造项目有关营业税问题的公告》（国家税务总局2013第15号）的规定，公司2013年冲回了以前年度已计提不需缴纳的营业税及附加，受此影响，当年公司营业利润为4.59亿元，同比增长3.28%。

非经常性损益方面，公司每年均收到一定规模的补贴收入，2011~2013年分别为2.32亿元、3.92亿元和4.74亿元。补贴收入是公司利润总额的有效补充，2011~2013年公司利润总额分别为3.75亿元、8.32亿元和9.14亿元。补贴收入对利润总额影响较大。

图5 2011~2013年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

盈利指标方面，2011~2013年，公司主营业务利润率持续增长，三年分别为11.05%、16.38%和19.17%；由于2013年公司全部债务规模大幅增长，使公司总资产收益率呈波动态势，近三年分别为2.12%、2.38%和2.26%，净资产收益率持续增长，三年分别为2.64%、3.09%和3.33%，受行业性质影响，公司整体盈利能力弱。

总体来看，公司盈利能力弱，利润总额对补贴收入依赖程度高。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2011~2013年，伴随收入规模的扩大，公司销售商品提供劳务收到的现金实现较快增长，分别为12.07亿元、31.31亿元和34.18亿元；同期，公司现金收入比持续增长，分别为67.42%、86.09%和93.09%，收现质量有所提升，其中，2011年公司与九华管委会土地置换，现金收入比较低；2011~2013年，公司收到的其他与经营活动有关的现金分别为11.35亿元、3.99亿元和8.09亿元，主要为九华示范区财政局对公司项目投入款、往来款、补贴收入等现金流入，为公司经营资金的

重要补充。随着公司土地开发和基础设施建设投入大幅增加，2011~2013年，公司购买商品、支付劳务支付的现金呈现波动增长态势，分别为51.47亿元、74.70亿元和74.31亿元；2011~2013年，公司支付的其他与经营活动有关的现金分别为1.79亿元、7.71亿元和2.52亿元，其中2012年主要为公司代付的征拆款4.06亿元和部分工程保证金；2011~2013年，公司经营活动现金流量净额-30.22亿元、-47.55亿元和-34.94亿元。

投资活动方面，公司投资活动现金流入很小，投资活动现金流出方面，2011~2013年，公司投资活动现金流出分别为4.80亿元、4.08亿元和5.38亿元，2011~2012年公司的投资活动支出主要以台湾工业园的续建和新建项目支出为主，2013年主要以公司购买中国建设银行乾元“日鑫月溢”理财产品为主。公司投资活动近三年一直表现为净流出，2013年投资活动现金流量净额为-5.38亿元。

为维持较大规模的经营现金周转，以及同期到期债务本息的偿付，公司对外部融资需求较高，近三年公司以银行借款、企业债券募集资金（体现在借款所收到的现金）及往来借款（体现在收到的其他与筹资活动有关的现金）为主的有息债务规模持续加大，筹资活动现金流入持续增长，分别为33.31亿元、58.98亿元和83.60亿元；近三年公司偿还债务及往来借款的规模迅速增长，2013年偿还债务所支付的现金为14.32亿元，支付的其他与筹资活动有关的现金15.85亿元；公司筹资活动表现为较大的净流入，近三年分别为31.01亿元、51.57亿元和53.04亿元。

总体看，公司经营活动现金流入规模逐年加大，收现质量有所改善，但是土地开发、基础设施投资等项目需要大规模的资金投入，使得大规模的银行借款、企业债券募集资金以及九华示范区财政往来款和投入款成为公司滚动发展所需资金的主要来源。

6. 偿债能力

2011~2013年，由于公司流动负债增长较快，流动比率有所下降，分别为522.28%、489.53%和440.46%，公司流动比率高，主要由于流动资产中存货占比大，存货的流动性偏弱，公司实际短期偿还能力弱于该指标值；2011~2013年，公司速动比率持续增长，分别为14.77%、25.97%和38.76%，整体水平偏低；公司经营活动现金流量净额为负，对短期债务无保障能力。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力看，2011~2013年，公司EBITDA逐年增长，分别为4.02亿元、9.46亿元和11.63亿元；2013年公司全部债务/EBITDA为11.73倍；EBITDA利息倍数为1.29倍，公司长期偿债能力指标较弱。但考虑到公司较为丰富的优质土地资产，及九华示范区持续的资金支持，债务偿还较有保障，公司整体偿债能力正常。

截至2013年底，公司无对外担保或有事项。

截至2013年底，公司共获各家银行授信额度为人民币74.20亿元，已使用额度62.14亿元；公司间接融资渠道有待拓展。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（编号：G1043030200006480D），截至2014年4月28日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及湘潭市及九华示范区区域发展及财力水平的综合分析，并考虑到九华管委会对于公司在土地资产注入、代建成本返还、补贴收入划拨，公司整体抗风险能力强。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行额度为15亿元，占2013年底公司长期债务的14.43%，全部债务的11.00%，本期债券的发行对公司现有债务具有一定影响。

截至2013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41.84%、36.20%和30.18%，以公司2013年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，上述指标将分别上升至43.88%、38.64%和33.10%，公司债务负担将有所加重，但仍处于适宜水平。

2. 本期债券偿债能力分析

2011~2013年，公司EBITDA值分别为4.02亿元、9.46亿元和11.63亿元，分别为本期债券拟发行额度的0.27倍、0.63倍和0.78倍；2011~2013年，公司经营活动的现金流入量分别为23.41亿元、35.30亿元和42.27亿元，分别为本期债券拟发行额度的1.56倍、2.35倍和2.82倍；近三年公司经营活动现金流量净额为负值，对本期债券本息不具备保障能力。总体看，公司EBITDA对本期债券的保障程度较弱，经营活动现金流入量对本期债券的保障程度尚可。

本期债券设置分期还款安排，在存续期第3~7个计息年度末分期等额偿还该品种债券发行总额的20%。根据分期还款安排，本期债券发行后第3~7个计息年度末，每年需偿还债券本金3.00亿元。

公司近三年EBITDA、经营活动现金流入量及净流量加权均值分别为9.46亿元、36.41亿元和-37.78亿元，分别为3.00亿元本金的3.15倍、12.14倍和-12.59倍，2013年上述指标分别为3.88倍、14.09倍和-11.65倍。总体看，公司EBITDA、经营活动现金流入量对本期债券分期偿还本金具备较高的保障能力，分期还款条款的设置，有效降低了公司的集中偿付压力，有

助于保障本期债券的按时兑付。

总体看，公司 EBITDA 对本期债券全部本金的保障程度较弱，经营活动现金流入量的保障程度尚可。考虑到本期债券设置提前分期偿还条款，公司 EBITDA 及经营活动现金流入量对各分期偿付本金具备较高的保障能力，分期还款设置有效降低了公司的集中偿付压力。

根据湘潭市人民政府出具的《关于湘潭综合保税区配套基础设施建设项目投资收益情况及偿债资金支持的说明》（潭政[2014]32 号），湘潭综合保税区项目投资收益包括（具体测算见表 10）：①根据《湘潭九华示范区管理委员会关于将湘潭综保区项目范围内及周边土地出让收入返还至湘潭九华经济建设投资有限公司的通知》（潭九示管[2014]1 号），九华管委会决定将湘潭综保区项目范围内除必要建设用地之外的 5770 亩土地，在项目完工后规划为工业用地于 2017 年至 2021 年按每年 20%的比例，即每年 1154 亩，逐年出让，所取得出让收入扣除相关税费、政策性计提基金及开发成本后全部返还给公司，作为项目收益。按照九华示范区内工业用地的平均成交价格（30 万元/亩）测算，该部分未来出让收入将不低于 173100.00 万元，扣除税费 6975.93 万元，该部分土地出让净收益预计不低于 166124.07 万元。②湘潭市政府同意九华管委会将湘潭综保区项目周边区域作为项目配套服务用地，具体为高铁北路以北，长株潭中横线以南，长潭西线以东，银盖路以西共 2150.3 亩土地，在湘潭综保区项目建成后规划为商住用地于 2017 年至 2021 年按每年 20%的比例，即每年 430.06 亩，逐年出让，所取得的出让收入扣除相关税费、政策性计提基金及开发成本后全部返还给公司，作为项目收益。按照九华示范区内商住用地的平均成交价格（200 万元/亩）测算，该部分未来出让收入将不低于 430060.00 万元，扣除税费 17331.42 万元，扣除土地综合开发成本 130587.72 万元，该部分土地出让净收益预计不低于 282140.86 万元。③湘潭综保区项目建成后，湘潭市人民

政府将委托公司对区域内的厂房、仓库及货物堆场等资产进行长期运营和管理，经测算，其中标准厂房出售收入预计不低于 28800.00 万元，标准厂房出租的总收益预计不低于 6566.40 万元，保税仓库出租的总收益预计不低于 2188.80 万元，货物堆场出租的总收益预计不低于 547.20 万元。④根据《湘潭九华经济区财政局关于对湘潭九华经济建设投资有限公司给予专项补贴的通知》（潭九财发[2014]21 号），九华财政局计划从地方财政一般预算收入提取 35000 万元作为公司项目收益。综上所述，若湘潭综保区内 7920.30 亩土地及 14.40 万平方米的标准厂房在项目建成后 5 年内出让完毕，九华财政局补贴全部到位，其他配套设施在项目建成后运营 5 年，则公司与湘潭综保区项目的投资总收益将不低于 521367.33 万元。

表 7 综合保税区未来收入年度实现计划（单位：万元）

收入来源	年度	金额
工业用地、配套商住用地出让收入及标准厂房出售、出租和仓库、货物堆场出租收入	2017 年	96147.39
	2018 年	96881.79
	2019 年	97616.19
	2020 年	97860.99
	2021 年	97860.99
专项补贴收入		35000.00
合计		521367.33

资料来源：公司提供

注：工业用地、配套商住用地出让扣除的税费、政策性计提基金及开发成本按 5 年平均值计入各年度。

联合资信关注到，“10 湘潭九华债”、“12 湘潭九华债”、“13 湘潭九华债”分别于 2010 年 12 月 16 日、2012 年 8 月 29 日、2013 年 10 月 15 日发行，且设置分期还款安排。假设本期债券于 2015 年发行，根据上述三项债券分期还款安排，本期债券各偿付时点（年）与“10 湘潭九华债”无重合，与“12 湘潭九华债”、“13 湘潭九华债”偿付时点（年）可能存在重合，将对公司形成一定集中偿付压力。

表 8 本期债券及公司之前发行债券综合偿付安排
（单位：亿元）

本期债券存续期	本期债券年	10 湘潭	12 湘潭	13 湘潭	年度还
---------	-------	-------	-------	-------	-----

年度	度还款额	九华债	九华债	九华债	款总计
3 (2018)	3.00	-	1.80	3.60	8.40
4 (2019)	3.00	-	1.80	3.60	8.40
5 (2020)	3.00	-		3.60	6.60
6 (2021)	3.00	-			3.00
7 (2022)	3.00	-			3.00
合计	15.00	-	3.60	10.80	29.40

资料来源：公司提供，联合资信整理

注：假定本期债券于 2015 年发行。

根据表 8，2018~2022 年公司面临集中偿付压力较大的时期将出现在 2018~2019 年（每年偿还 8.40 亿元）。以最大偿付额 8.40 亿元测算，近三年 EBITDA 及经营活动现金流入量均值对 8.40 亿元的保障倍数分别为 1.13 倍和 4.33 倍，EBITDA 及经营活动现金流入量保证能力尚可。

对于“12 湘潭九华债”，九华管委会与公司签订了《湘潭九华示范区工程机械装备制造基地基础设施建设项目建设与移交收购（BT）协议书》，该协议项下回购总价款为 32.86 亿元，于 2013~2020 年逐年分期支付，专项用于“12 湘潭九华债”的本息偿付，其中 2013 年 4.00 亿元回购款已到位；对于“13 湘潭九华债”，公司偿债资金除依靠日常收入外，另根据九华管委会文件潭九管发[2013]3 号和潭九管发[2013]5 号，湘潭北站周边共 2069.20 亩土地规划为商业用地并计划于 2014~2021 年逐年出让，土地出让收入总额将不低于 47.59 亿元，且全部返还给公司，此外，湘潭北站项目建成后，湘潭市人民政府将委托公司对站前广场和相关配套设施等资源进行长期运营和管理，该部分业务产生的收入也将用于“13 湘潭九华债”的本金偿付。

表 9 公司本期债券及存续债券偿债资金计划综合安排（单位：亿元）

年 度	保税区收入	12 湘潭九华债 BT 回款金额	13 湘潭九华债土地出让收入	合计
-----	-------	------------------	----------------	----

表 10 本期债券募投项目未来收入明细

项目	合计	计算期				
		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
工业土地出让收入（万元）	173100	34620	34620	34620	34620	34620

2013 年		4.00		4.00
2014 年		4.00	3.54	7.54
2015 年		4.00	4.09	8.09
2016 年		4.00	8.96	12.96
2017 年	9.61	4.00	8.90	22.51
2018 年	9.69	4.00	6.97	20.66
2019 年	9.76	4.00	6.97	20.73
2020 年	9.79	4.86	6.90	21.55
2021 年	9.79		1.26	11.05
合计	48.64	32.86	47.59	129.09

资料来源：公司提供，联合资信整理

注：表中保税区收入未考虑专项补贴收入 3.50 亿元。

总体看，结合“12 湘潭九华债”BT 回款安排及“13 湘潭九华债”土地出让收入返还，公司 2018~2021 年获取的回款资金能够覆盖各年度待偿债券总额。但联合资信同时关注到，保税区预期收入虽在总额上可覆盖本期债券本金，但其实现期间为 2017~2021 年，与本期债券分期偿付安排 2018~2022 年具有一定不匹配性，对于 2022 年本期债券应付本金 3.00 亿元，公司需通过保税区之前年度收入现金流入结余或当年公司日常经营收入进行偿还，考虑到保税区收入总规模及公司近三年 EBITDA 平均水平（9.46 亿元），上述不匹配性对本期债券 2022 年应付本金按期偿付的影响不大。

3. 本期债券偿债资金来源

根据湘潭市人民政府出具的《关于湘潭综合保税区配套基础设施建设项目投资收益情况及偿债资金支持的说明》（潭政[2014]32号）等文件，本期债券偿债资金主要来源为湘潭综保区项目范围内除必要建设用地之外的 5770 亩工业土地出让净收益、项目周边区域配套商住服务用地共 2150.3 亩土地出让净收益、标准厂房出售及出租收入、保税仓库和货物堆场出租收入、专项补贴收入。

单价（万元/亩）	30	30	30	30	30	30
数量（亩）	5770	1154	1154	1154	1154	1154
出让比例		20%	20%	20%	20%	20%
扣除税费（万元）	-6975.93	-1395.19	-1395.186	-1395.186	-1395.186	-1395.186
工业土地出让净收益（万元）	166124.07	33224.81	33224.81	33224.81	33224.81	33224.81
配套商住用地出让收入（万元）	430060	86012	86012	86012	86012	86012
单价（万元/亩）	200	200	200	200	200	200
数量（亩）	2150.3	430.06	430.06	430.06	430.06	430.06
出让比例		20%	20%	20%	20%	20%
扣除税费及土地综合开发成本（万元）	-147919.14	-29583.83	-29583.83	-29583.83	-29583.83	-29583.83
工业土地出让净收益（万元）	282140.86	56428.17	56428.17	56428.17	56428.17	56428.17
标准厂房出售收入（万元）	28800	5760	5760	5760	5760	5760
单价（元/平方米）	2000	2000	2000	2000	2000	2000
数量（万平方米）	14.4	2.88	2.88	2.88	2.88	2.88
出售比例		20%	20%	20%	20%	20%
标准厂房出租收入（万元）	6566.40	518.40	1036.80	1555.20	1728.00	1728.00
单价（元/平方米×年）	120	120	120	120	120	120
数量（万平方米）	14.40	4.32	8.64	12.96	14.4	14.4
出租比例		30%	60%	90%	100%	100%
保税仓库出租收入（万元）	2188.80	172.80	345.60	518.40	576.00	576.00
单价（元/平方米×年）	120	120	120	120	120	120
数量（万平方米）	4.8	1.44	2.88	4.32	4.8	4.8
出租比例		30%	60%	90%	100%	100%
货物堆场出租收入（万元）	547.20	43.20	86.40	129.60	144.00	144.00
单价（元/平方米×年）	72	72	72	72	72	72
数量（万平方米）	2	0.6	1.2	1.8	2	2
出租比例		30%	60%	90%	100%	100%
小计	486367.33	96147.39	96881.79	97616.19	97860.99	97860.99
专项补贴收入（万元）	35000					
合计	521367.33					

资料来源：项目申请报告，联合资信整理

注：工业用地、配套商住用地出让扣除的税费、政策性计提基金及开发成本按5年平均计入各年度。

根据湘潭市人民政府出具的《关于湘潭综合保税区配套基础设施建设项目投资收益情况及偿债资金支持的说明》（潭政[2014]32号），公司发行本期债券后，在存续期内所需偿还的本息金额较大，公司将依靠日常经营收入、九华示范区财政返还的募投项目区域（包括配套服务用地）的土地出让收入和财政补贴以及对湘潭综保区内资产的运营管理收入作为偿债资金的主要来源。

对于前文所述保税区收入实现期限与本期债券分期偿付安排的不匹配性，公司可通过保税区各年收入结余及日常经营收入对本期债券2022年应付本金进行覆盖。

总体看，湘潭市政府及九华管委会为公司募投项目偿债资金来源提供了有力支持。联合资信同时关注到，上述资金来源主要为土地出让收益，该类收益受国家宏观调控政策、产业政策及土地出让进度影响较大，未来收益实现存在一定不确定性。

十、债权保障措施

公司聘请中国建设银行股份有限公司湘潭九华支行作为本期债券的资金监管银行。根据《2014年湘潭九华经济建设投资有限公司公司债券偿债资金监管协议》的约定，公司将于本期债券发行首日前5个工作日内在监管银行开立唯一的偿债资金专户，并应在本期债券的付息日或兑付日前7个工作日内（T-7日）之前，按照《募集说明书》中确定的利息/本息金额，将项目资金支持款划入偿债资金专户中；在本期债券当期应付本息支付日前7个工作日内（T-7日）偿债账户资金数额不足以支付本期债券当期应付本息的情况下，监管银行应在当日通知公司在T-5日前将当年应付利息/本息金额划入偿债资金专户；在T-5日，若公司未按监管银行通知的要求，将当年应付利息/本息金额划入偿债资金专户，监管银行有权将额度为当年应付利息/本息的资金直接从公司在监管银行开

立的募集资金使用专户中划入偿债资金专户，若公司在监管银行开立的募集资金使用专户中的资金余额小于当年应付利息/本息，则监管银行有权将该募集资金使用专户的所有资金直接划入偿债资金专户，监管银行完成上述划转后，应书面通知公司和海通证券股份有限公司。若公司预计不能按照协议中上述规定按时、足额划转偿债资金，应当立即或不得迟于知悉相关事件之日起 2 个工作日内以通讯、传真、公告或其他有效方式通知监管银行及海通证券股份有限公司。若公司发出任何未按本协议规定划转、提取和使用偿债资金的指令时，监管银行应予以拒绝，并立即书面通知海通证券股份有限公司。

公司聘请海通证券股份有限公司为本期债券的债券代理人，在本期债券存续期限内，对偿债资金专户的设立、资金存储及支付情况进行监督，代表本期债券的全体债券持有人处理相关事务，维护债券持有人的利益。

整体看，公司为本期债券设立了偿债资金专户，并由监管银行对偿债资金专项账户进行监管，能够在一定程度上加强本期债券本息偿还的安全性。

十一、 结论

湘潭市地处长株潭城市群核心地带，近年来经济平稳发展，地方可控财力稳步提升，债务负担处于可控范围内。九华示范区作为“两型社会”示范区、国家级经济技术开发区，享有国家级、省级及市级多级政府支持，财力增速快，为公司发展创造了良好的外部环境。

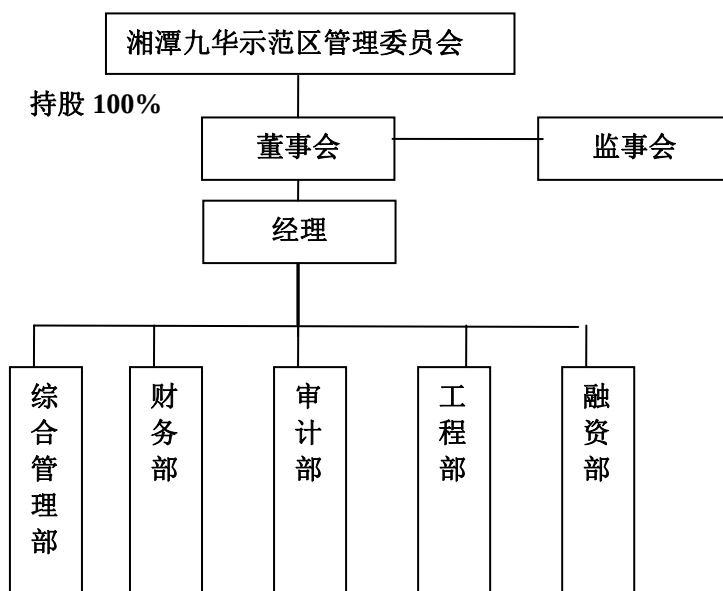
公司作为湘潭九华示范区唯一的基础设施建设主体，在资金注入、土地划拨及财政补贴等多方面均得到了九华示范区管委会的大力支持。目前公司资产规模快速扩张，资产质量好；债务结构合理，债务负担处于适宜水平；自身盈利能力对政府依赖程度大；整体偿债能力正常；公司土地一级开发及基础设施建设投

资规模不断加大，未来筹资压力大。

公司为本期债券设立提前偿还条款，能够有效缓解公司未来集中偿付压力，同时，湘潭市政府及九华管委会为公司募投项目偿债资金来源提供了有力支持，一定程度上提高了本期债券本息偿付的安全性。

总体看，本期债券到期不能偿还的风险低。

附件 1-1 公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2 截至 2013 年底子公司情况

序号	子公司名称	注册资本 (万元)	公司持 股比例	经营范围
1	湘潭九华建设置业有限公司	800	100%	房地产开发建设、九华基础设施建设投资和项目建设、项目策划、物业管理
2	湘潭九华资产管理与经营有限公司	10500	100%	房屋的租赁与管理，户外广告位的租赁与管理
3	湘潭九华创新创业服务有限公司	3500	100%	房产租赁；创业指导；融资咨询服务、管理咨询服务；人才培养、技术创新；国家部委及省市各类公共财政支持项目的申报服务；各类科技计划项目的申报服务；高新技术、知识产权、专利等认定申报服务；项目投融资、股权投资、投资咨询服务、信贷担保咨询服务
4	湘潭九华产业发展投资有限公司	5000	100%	土地收储、整理开发经营；市政基础设施建设开发；房地产开发经营；供水、供电、供气工程建设；通信线路及配套设施开发建设；实业投资；建筑材料批发零售；物业管理

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	3.26	5.35	23.38
资产总额(亿元)	201.95	357.82	413.40
所有者权益(亿元)	128.57	232.45	240.42
短期债务(亿元)	2.00	3.05	32.48
长期债务(亿元)	36.45	74.46	103.93
全部债务(亿元)	38.45	77.51	136.40
主营业务收入(亿元)	17.90	36.37	36.72
利润总额(亿元)	3.75	8.32	9.14
EBITDA(亿元)	4.02	9.46	11.63
经营性净现金流(亿元)	-30.22	-47.55	-34.94
财务指标			
存货周转次数(次)	0.17	0.14	0.12
总资产周转次数(次)	0.18	0.13	0.10
现金收入比(%)	67.42	86.09	93.09
主营业务利润率(%)	11.05	16.38	19.17
总资本收益率(%)	2.12	2.38	2.26
净资产收益率(%)	2.64	3.09	3.33
长期债务资本化比率(%)	22.09	24.26	30.18
全部债务资本化比率(%)	23.02	25.01	36.20
资产负债率(%)	36.33	35.04	41.84
流动比率(%)	522.28	489.53	440.46
速动比率(%)	14.77	25.97	38.76
经营现金流动负债比(%)	-81.86	-93.40	-50.60
EBITDA 利息倍数(倍)	1.34	1.53	1.29
全部债务/EBITDA(倍)	9.57	8.19	11.73
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	1.56	2.35	2.82
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-2.01	-3.17	-2.33
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.27	0.63	0.78

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	
主营业务收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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	
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
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 湘潭九华经济建设投资有限公司 2015 年度 15 亿元公司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）将在本期公司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。

湘潭九华经济建设投资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。湘潭九华经济建设投资有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，湘潭九华经济建设投资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湘潭九华经济建设投资有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现湘潭九华经济建设投资有限公司出现重大变化，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。

如湘潭九华经济建设投资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湘潭九华经济建设投资有限公司、主管部门、交易机构等。

