

信用等级公告

联合[2014]222 号

衡阳白沙洲开发建设投资有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的 2014 年公司债券进行了主动评级，确定：

衡阳白沙洲开发建设投资有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}

衡阳白沙洲开发建设投资有限公司拟发行的 2014 年公司债券信用等级为 AA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任

分析师：

二零一四年八月十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.lianhecreditrating.com.cn>

衡阳白沙洲开发建设投资有限公司

2014年公司债券信用评级分析报告

本期债券信用等级：AA_{pi}

公司主体信用等级：AA_{pi}

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过12亿元（含12亿元）

债券期限：不超过7年（含7年）

还本付息方式：按年付息，存续期内第3年至第7年末每年分期偿还本金的20%

评级时间：2014年8月12日

财务数据：

项目	2011年	2012年	2013年
资产总额(亿元)	27.06	52.80	67.41
所有者权益(亿元)	15.58	37.86	42.45
长期债务(亿元)	2.00	3.50	12.10
全部债务(亿元)	2.66	5.56	15.36
营业收入(亿元)	8.75	6.83	7.07
净利润(亿元)	1.18	1.39	1.46
EBITDA(亿元)	1.34	1.88	1.95
经营性净现金流(亿元)	1.23	-21.52	2.51
营业利润率(%)	7.42	7.45	8.22
净资产收益率(%)	7.59	3.66	3.39
资产负债率(%)	42.42	28.29	37.03
全部债务资本化比率(%)	14.58	12.80	26.57
流动比率	185.59	370.56	394.06
EBITDA/利息倍数(倍)	5.07	3.44	1.91
EBITDA/全部债务(倍)	0.51	0.34	0.13
EBITDA/本期发债额(倍)	0.11	0.16	0.16

注：已将其他应付款中的有息部分纳入全部债务中核算

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对衡阳白沙洲开发建设投资有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为衡阳市重要的投融资实体，是高新区的开发建设主体，在经营环境、政府支持等方面的突出优势。同时，衡阳市政府大力支持公司发展，对公司给予流动性资金支持，有助于提高公司偿还债务的能力。联合评级也关注到，公司建设项目前期投入较大、资产流动性较弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

近年来，衡阳市以及衡阳市高新区经济持续快速增长，财政实力稳步增强，为公司发展提供了良好的外部环境。未来随着衡阳市以及衡阳高新区开发进度的逐步推进，衡阳市和衡阳高新区的财政实力及其对公司持续的支持也有助于支撑公司的整体偿债能力。联合评级对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本期债券到期不能偿还的风险低，安全性高。

优势

1. 衡阳市以及衡阳高新区经济实力和财政实力不断增强，为公司营造了良好的发展环境。
2. 公司是衡阳市的重要投融资主体，作为高新区的开发建设主体，得到高新区政府在资产注入、财政补贴等方面的大力支持，同时衡阳市政府对公司经营过程中形成的债务提供流动性支持。
3. 公司土地储备规模较大，具备一定升值空间。
4. 本期债券设置为分期偿付，有助于降低集中偿付风险。

关注

1. 公司资产构成以存货为主,变现能力较弱,整体资产质量一般。
2. 公司目前收入采用固定毛利率补偿,盈利能力偏弱,且对财政资金依赖程度高。
3. 公司项目建设前期投入较大,存在一定资本性支出压力。
4. 公司土地整理业务易受国家对房地产市场宏观调控影响,未来土地市场存在不确定性。

分析师

刘洪涛

电话: 010-85172818

邮箱: liuht@unitedratings.com.cn

唐玉丽

电话: 010-85172818

邮箱: tangyl@unitedratings.com.cn

电话: 010-85172818

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层 (100022)

Http: //www.lianhecreditrating.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以“pi”后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由衡阳白沙洲开发建设投资有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因衡阳白沙洲开发建设投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。联合评级、评级人员与衡阳白沙洲开发建设投资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对衡阳白沙洲开发建设投资有限公司主体及本期债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

衡阳白沙洲开发建设投资有限公司（以下简称“公司”）系根据2005年12月9日衡阳市人民政府常务会议纪要（第15期），于2005年12月29日依法成立的国有独资公司，注册资本2,000万元人民币，湖南兴泰联合会计师事务所出具验资报告（兴泰会验字[2005]第240号。）

2011年11月18日，根据《衡阳市人民政府关于衡阳白沙洲开发建设投资有限公司股权有关事项的批复》（衡政函[2010]80号），衡阳市人民政府出于公司经营发展需要，将公司100%股权无偿划拨给衡阳市白沙洲工业园区管理委员会，衡阳市白沙洲工业园区管理委员会对公司增资8,000万元，公司注册资本变为1亿元。湖南中信高新有限责任会计师事务所出具验资报告（湘中新衡验字[2011]第001号。）

2013年9月10日，根据衡阳市人民政府衡政函[2013]127号文，公司股东变更为衡阳高新技术产业开发区管理委员会。截至2013年底，公司实收资本1亿元，衡阳高新技术产业开发区管理委员会为其实际控制人。

公司经营范围包括：园区招商引资服务；园内基础设施投资经营；土地的开发及整理（以上范围不含前置许可项目，涉及其他行政审批的凭相关证件经营）。

截至2013年底，公司下设财务部、产业发展部、规划建设部、人力资源部、综合管理部和招商合作部等6个职能部门（公司组织结构图见附件1-2）；拥有云谷潮建设投资有限公司（以下简称“云谷潮公司”）和衡阳白沙洲电子信息创业园有限公司2家全资子公司。

截至2013年底，公司资产总额67.41亿元，所有者权益42.45亿元。2013年，公司实现营业收入7.07亿元，利润总额1.46亿元。

公司注册地址：衡阳市蒸湘区蒸湘南路29号石油大厦4楼；法定代表人：曾义国。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

公司计划发行12亿元公司债券（以下简称“本期债券”），期限为7年，采用固定利率形式。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本期债券设立提前偿还条款，在存续期内每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第3年至第7年末每年分别偿还本金的20%，当期利息随本金一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金总额为12亿元，全部用于衡阳综合保税区建设项目。项目计划总投资27.37亿元，项目总用地面积257.88万平方米（折合3,868.24亩），总建筑面积284.08万平方米。项目建设工期为2013年4月至2020年12月。

（1）项目概况

项目位于洋湖路、兴业路以东，富园路、金叶路以西，外环南路以南，中航路以北。衡阳综合保税区规划总用地面积为257.88万平方米（约3,868.24亩），规划总建筑面积284.08万平方米。规划分为五个产业功能区域，其中包含电子信息产业区，机械加工产业区，口岸办公区，物流仓储区，产品展示区。

项目建设总投资 27.37 亿元，其中：工程费用 21.23 亿元，工程建设其它费用 3.55 亿元，预备费用 1.54 亿元，建设期贷款利息 1.05 亿元。

项目建设采取分期建设、滚动开发的模式。2013 年 1 月~2013 年 10 月为一期建设，总投资 8.64 亿元；2016 年 1 月~2017 年 3 月为二期建设，总投资 10.06 亿元；2020 年 1 月~2020 年 12 月为三期建设，总投资 8.66 亿元，截至 2013 年底，公司已投入 6.69 亿元。

(2) 项目审批情况

项目已经衡阳市发改委《关于核准衡阳白沙洲开发建设投资有限公司衡阳综合保税区建设项目的批复》(衡发改外经[2013]01 号)、湘环评[2013]155 号、国函[2012]176 号、衡国土[2013]148 号批准。

(3) 项目未来收益

根据项目可行性研究报告，本项目未来收益主要来源于标准厂房的出租收入，项目建成后，标准厂房总面积将达到 260.52 万平方米，仓库 16.84 万平方米，出租总面积为 277.36 万平方米，租金初步计划定价 24 元/m²·月。

该项目税后内部收益率为 21.57%，税后动态投资回收期为 17.26 年。

表 1 项目收益测算

第一期						
年份	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018-2029 年 (共 12 年)	合计
出租比例 (%)	30	50	70	100	100	-
出租面积 (万平方米)	25.63	42.72	59.81	85.45	1025.34	1,238.95
标准 (元/m ² ·年)	288	288	288	288	288	-
第二期						
年份	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021-2029 年 (共 9 年)	合计
比例 (%)	30	50	70	100	100	-
出租面积 (m ²)	30.76	51.26	71.76	102.52	922.68	1,178.98
标准 (元/m ² ·年)	288	288	288	288	288	-
第三期						
年份	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025-2029 年 (共 5 年)	合计
比例 (%)	30	50	70	100	100	-
出租面积 (m ²)	26.82	44.70	62.57	89.39	446.95	670.43
标准 (元/m ² ·年)	288	288	288	288	288	-

数据来源：公司提供

总体看，该项目有较好的盈利预期，但租金标准较现行标准提高幅度较大，且厂房实际出租率和租金变动将对项目收益带来较大影响，其收益实现有一定不确定性。

三、行业分析

1. 基础设施建设行业分析

(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

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。原国家体改办出台的《1998 年建设事业体制改革工作要点》为城市基础设施建设投资主体多元化、资金来源多渠道化、筹资方式多样化、产权结构股份化打开了通道。为进一步深化投资体制改革，国务院于 2004 年 7 月 16 日发布了《国务院关于投资体制改革的决定》，明确指出：要转变政府管理职能，确立企业的投资主体地位，企业的投资决策权应由企业自己行使，并提出进一步拓宽企业投资项目的融资渠道。在信贷支持上，2009 年 3 月，中国人民银行和中国银行业监督管理委员会（以下简称“银监会”）联合发布了《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，提出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。在 2009 年 4 万亿投资的刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，由此造成的投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，为有序合理地发挥该类政府性投资公司的投融资能力，2010 年“两会”提出了正确处理政府融资平台带来的潜在财政风险和金融风险，随后一批清理及监管政策出台，严控平台债风险。

2010 年国务院出台《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》国发[2010]19 号文对融资平台债务进行全面清理（1）对于因承担公益性项目建设举借、主要依靠财政性资金偿还的债务不得再通过融资平台公司融资，应通过财政预算等渠道，或采取市场化方式引导社会资金解决建设资金问题。（2）融资平台公司因承担公益性项目建设举借、项目本身有稳定经营性收入并主要依靠自身收益偿还的债务及融资平台公司因承担非公益性项目建设举借的债务，要继续按协议提供贷款，推进项目建设。同时，国发[2010]19 号对资产质量提出进一步要求，学校、医院、公园等公益性资产不得作为资本注入融资平台公司。

2010 年银监会出台《关于地方政府融资平台贷款清查工作的通知》及相关监管文件，并建立了“名单制”，对名单以内的融资平台不得发放贷款。2012 年，银监会出台《关于加强 2012 年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》进一步对融资平台存量贷款处理原则进行规范，按照不同的风险定性结果（全覆盖，基本覆盖，半覆盖，无覆盖），对融资平台的存量贷款

出台了不同的风险缓释措施，以降旧控新为重点，以提高现金流覆盖率为抓手，有效防范平台贷款风险。按照“保在建、压重建、控新建”的要求，严格准入标准；严格把握贷款投向，优先保证重点在建项目需求；严格新增贷款条件，确保达到现金流覆盖、抵押担保、存量贷款整改和还款资金落实等方面的要求。

2010 年国家发改委《关于进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题的通知》发改办财金[2010]2881 号，凡是申请发行公司债券的投融资平台公司，其偿债资金来源 70%以上（含 70%）必须来自公司自身收益，且公司资产构成等必须符合国发[2010]19 号文件的要求。经营收入主要来自承担政府公益性或准公益性项目建设，且占企业收入比重超过 30% 的投融资平台公司发行公司债券，除满足现行法律法规规定的公司债券发行条件外，还必须向债券发行核准机构提供本级政府债务余额和综合财力的完整信息，作为核准投融资平台公司发行公司债券的参考。如果该类投融资平台公司所在地政府负债水平超过 100%，其发行公司债券的申请将不予受理。

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：（1）禁止地方政府公益性项目向影子银行举债；（2）地方各级政府不得以委托单位建设并承担逐年回购（BT）责任等方式举借政府性债务；（3）地方各级政府不得授权融资平台公司承担土地储备职能和进行土地储备融资，不得将土地储备贷款用于城市建设以及其他与土地储备业务无关的项目；（4）制止地方政府违规担保承诺行为。财预[2012]463 号文件的出台，化解了地方政府债务不断累积的长期担忧，长期来看，融资平台债务风险应将有所下降，但短期内地方政府及其融资平台的资金周转将受到一定的冲击。

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。整体上，《指导意见》的出台延续了银监会既往的融资平台监管思路。首先，《指导意见》继续对融资平台贷款实施“总量控制”，严格新增贷款条件，整体上 2013 年政府融资平台将继续面临较为严峻的信贷融资环境，将迫使政府融资平台继续转向公开市场进行融资，城投债仍将保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施的差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策将使省级、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，监管政策预留着一定的空间，执行将存在一定的灵活性。此外，《指导意见》新增了“隔离风险”的监管政策，对于融资平台全口径债务和银行持有融资平台债券进行监控，有利于降低政府融资平台风险集中在银行系统内。

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。

（3）行业展望

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。

以 2012 年为例，全国固定资产投资总额完成 36.48 万亿元，比 2011 年名义增长 20.6%。其中电力、燃气及水的生产和供应业完成固定资产投资 1.65 万亿元，全年基础设施（不包括电力、燃气及水的生产与供应）投资 5.84 万亿，比 2011 年增长 13.3%。2012 年全年新开工项目计划总投资 3.09 万亿元，比 2011 年增长 28.6%；新开工项目 35.63 万个，比 2011 年增加 2.89

万个。

未来随着中国城镇化率的继续上升、国民经济实力的不断增强和全社会固定资产投资总额的持续增加，基础设施建设作为推进城市化进程必不可少的物质保证将成为社会发展的重点。

2. 区域经济

衡阳市概况

衡阳是湘南政治经济文化中心，属于湖南省长、株、潭“3+5”城市群（“3”是指长沙、株洲和湘潭，“5”是指岳阳、常德、益阳、娄底、衡阳）范围，是国家发改委继安徽皖江城市带、广西桂东、重庆沿江之后批复的第4个国家级承接产业转移示范区—湘南地区的重要组成部分，现为全国现代物流枢纽城市、中南地区区域性物流中心、华南北部区域性中心城市。现辖5县2市5区，总面积1.53万平方公里，总人口731.14万

根据《衡阳市2013年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，初步核算，全市地区生产总值2,169.44亿元，按可比价格计算，增长10.2%。其中，一产业实现增加值338.41亿元，增长2.8%；二产业实现增加值1,039.42亿元，增长10.7%；三产业实现增加值791.61亿元，增长12.8%。一、二、三产业对全市经济增长贡献率分别为4.3%、50.4%、45.2%，分别拉动全市GDP增长0.4、5.2、4.6个百分点。按常住人口计算，人均地区生产总值30,030元，增长9.6%。固定资产投资方面，全市固定资产投资1,446.60亿元（含跨区项目投资9.3亿元，不计增速），增长35.1%。其中，城镇和非农户固定资产投资1,326亿元，增长37.1%；国有投资382.47亿元，增长37.5%。年内新开工项目个数1,901个，增长0.6%。

衡阳市近年来财政实力得到了较快增长。2011~2013年，衡阳市全口径财政收入分别为153.93亿元、185.36亿元和211.88亿元，一般预算收入分别为104.05亿元、133.38亿元和157.20亿元。从地方综合财力构成来看，一般预算收入是重要组成部分，且近年来平稳增长；国有土地使用权收入逐年增长；转移支付对地方可控财力贡献较大，近年较为稳定；预算外财政专户收入规模相对较小。

衡阳市本级地方政府债务以直接债务为主；截至2013年底，衡阳市本级政府债务97.18亿元，其中直接债务97.14亿元，主要体现为国内金融机构借款和债券融资。

表2 2013年衡阳市本级债务情况

地方债务（截至2013年底）	金额（万元）
（一）直接债务余额	971,418.31
1、外国政府贷款	18,769.67
2、国际金融组织贷款	11,726.80
（1）世界银行贷款	168.99
（2）亚洲开发银行贷款	11,557.81
3、国债转贷资金	5,798.55
4、农业综合开发借款	1,698.43
5、解决地方金融风险专项借款	6,700
6、国内金融机构借款	356,940.60
（1）政府直接借款	65,567
（2）由政府承担偿还责任的融资平台公司借款	291,373.60

7、债券融资	548,000
（1）中央代发地方政府债券	58,000
（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	490,000
8、粮食企业亏损挂账	21,784.26
9、向单位、个人借款	
10、拖欠工资和工程款	
11、其他	
（二）担保债务余额	752
1、政府担保的外国政府贷款	
2、政府担保的国际金融组织贷款	
3、政府担保的国内金融机构借款	752
地方政府债务余额=（一）+（二）*50%	971,794.31

资料来源：衡阳市财政局，联合评级整理

总体来看，近年来衡阳市经济平稳发展，地方可控财力稳步提升，债务负担处于可控范围内，其外部运营环境有利于公司业务的持续发展。

衡阳高新区概况

衡阳高新技术产业开发区（含白沙洲工业园，规划控制面积 37.92 平方公里）为国家级高新技术产业开发区，位于衡阳市区西南郊，湘江和蒸水河从园区通过，园区距丁家桥千吨级码头 2 公里，湘桂铁路衡阳南站位于园区中，距离京珠、衡昆、潭衡西、衡邵、衡炎、衡岳 6 条高速有 5~10 分钟车程，园区内银行、医院、学校等配套设施较为完善。园区通过“园中园”建设，引导产业集聚发展，形成了深圳工业园、台湾工业园、外资工业园、电子信息创业园、钢管深加工集聚区等极具特色的核心产业板块。园区内现有包括世界 500 强和中国 500 强的富士康、欧姆龙、燕京啤酒、南岳电控等企业，现已形成了电子信息、能源和新能源、装备制造、生物医药、汽车关键零部件及新材料等五大高新技术产业集群。建区以来，累计完成基础设施投资 20.62 亿元，修建道路总里程 73 公里，敷设自来水主管 43 公里，亮化道路 66.8 公里；建成平湖公园、生态公园、船山公园、太阳广场、蒸水风光带，完成绿化面积 274 万平方米，区内绿地率达 40%。

2011~2013 年，衡阳高新区综合财力分别为 15.68 亿元、36.43 亿元和 39.38 亿元，年复合增长 58.48%，其中一般预算收入分别为 7.80 亿元、12.79 亿元和 16.17 亿元，分别占当年综合财力的 49.47%、35.11%和 41.06%。

表 3 2011~2013 年衡阳高新区财政收入情况
(单位: 万元)

科目	2011 年	2012 年	2013 年
（一）地方一般预算本级收入	79,969	127,872	161,692
1. 税收收入	18,648	33,684	5,3935
2. 非税收入	61,321	94,188	107,757
（二）转移支付和税收返还收入	32,907	66,756	77,758
1. 一般性转移支付收入	27,695	38,282	54,530
2. 专项转移支付收入	2,510	25,772	20,526
3. 税收返还收入	2,702	2,702	2,702
（三）国有土地使用权出让收入	43,914	169,706	154,308

1. 国有土地使用权出让金	43,914	169,706	154,308
2. 国有土地收益基金			
3. 农业土地开发基金			
4. 新增建设用地有偿使用费			
(四) 预算外财政专户收入			
地方综合财力	156,790	364,334	393,758

资料来源：公司提供

截至 2013 年底，衡阳市高新区无债务。

总体来看，衡阳市高新区财政实力尚可，增长速度较快。衡阳高新区可控财力中国有土地使用权出让收入占比较高，一般预算收入以非税收入为主，稳定性一般；衡阳高新区债务负担轻，有利于公司未来发展。

四、基础素质分析

1. 企业规模

公司为衡阳高新区唯一的建设主体，负责园区内的基础设施建设、市政配套、工业地产等项目建设，具有垄断优势。高新区规划面积 37.92 平方公里，2006 年 3 月开园建设以来，公司累计完成基础设施投资 31 亿元，建成了白沙南路、金叶路、工业大道和长塘、鸿园、高平等道路，园区道路总里程达 20 多公里，首期区域路网基本成型；建成安置房 26 栋 12.3 万平方米、廉租房 4.12 万平方米。

2. 人员素质

目前公司高管人员包括董事长、总经理和副总经理等合计 3 人。

公司董事长曾义国先生，1963 年出生，本科学历；曾任历任衡阳县环境监测站站长，衡阳县牌楼乡党委书记（正科），衡阳县金兰寺镇党委书记、衡阳县洪市镇党委书记、衡阳县委办公室主任、衡阳市雁峰区常委等职，目前任现任衡阳市白沙洲工业园区党工委书记、管委会主任、衡阳白沙洲开发建设投资有限公司董事长兼总经理。

截至 2013 年底，公司本部共有员工 131 人，其中本科及以上学历人员占 85%，大专学历人员占 9%，高中及中专学历人员占 6%；从年龄结构看，30 岁及以下人员占 45%，30-50 岁员工占 48%，50 岁及以上人员占 7%。公司员工整体素质较高，年龄结构能够满足公司日常经营需要。

总体看，公司高管人员具有丰富的工作经验，在公司经营管理上有利于公司发展；公司员工素质和年龄构成能满足日常经营管理需要。

3. 政府支持

(1) 资产注入

2012 年，衡阳市人民政府授权衡阳市财政局（衡财金〔2012〕390 号）以货币资金 1.5 亿元增加对公司的资本性投入，计入资本公积；白沙洲管委会（白工函〔2012〕39 号）以货币资金 5.97 亿元增加对公司的资本性投入，计入资本公积；白沙洲管委会（白工函〔2012〕40 号）以货币资金 13.48 亿元增加对云谷潮公司的资本性投入，计入资本公积。

2013 年，白沙洲管委会（白工函〔2013〕44 号）以货币资金 3.15 亿元增加对公司的资本性

投入，计入资本公积。

（2）补贴收入

高新区政府对公司拨付土地拆迁补助、税收返还、新型工业化专项补助等财政补贴。2011~2013 年，公司分别取得政府补助金额为 1.11 亿元、1.72 亿元和 1.69 亿元，计入营业外收入，其中 2011 和 2012 年，公司分别取得土地拆迁补助 0.99 亿元（衡财金〔2011〕409 号）、1.34 亿元（衡财金〔2012〕389 号），2013 年取得小城镇基础设施建设补贴 1.41 亿元（白工函〔2013〕40 号）。

2012 年，公司获得富金廉租房专项补贴 0.30 亿元；2013 年度获得富士康房租补贴 0.37 亿元和财政拨保障性住房补贴 1.28 亿元（富金廉租房项目）。因富金廉租房尚处于建设期、富士康房租补贴为用于以后年度发生的费用，公司将上述补贴计入其他非流动负债。

（3）流动性支持

根据衡阳市人民政府出具的《关于增强衡阳白沙洲开发建设投资有限公司债务偿还能力的批复》，衡阳市人民政府表示，为支持衡阳市及白沙洲区基础设施和配套项目建设，人民政府对于公司在经营过程中形成的债务，在出现偿债困难时，衡阳市人民政府协调衡阳市财政局给予流动性资金支持，以保障公司及时足额还本付息。

总体看，衡阳市人民政府和白沙洲管委会对公司支持力度较大，为公司业务的持续发展提供了有力支撑。

五、公司治理与内控

1. 法人治理结构

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

公司不设股东会，由出资者授权公司董事会行使股东会的职权，决定公司的重大事项，但公司的合并、解散，增减注册资本和发行公司债券，由出资者决定。

公司设立董事会，是公司经营决策机构。公司董事会由 7 名董事组成，其中 1 名为职工代表，公司设监事会，成员 5 人。

公司设董事长兼总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。总经理对董事会负责。

总体来看，公司法人治理结构比较简单。

2. 管理水平

公司依据《公司法》、《公司章程》及相关法律法规要求，结合公司实际状况和特点，建立和完善了各项管理制度，保障了公司有效的内部控制和稳定运行，有效提升了管理水平。

财务管理方面，公司制订了《应付账款管理制度》、《投资授权审批制度》和《筹资风险评估制度等》，对资金筹集、投资决策、筹资决策等方面做出了规定。筹资方面，公司规定企业筹资授权均需以授权书为准，逐级授权，口头通知与越级授权视为无效授权，总经理授权财务经理全权负责筹资活动，财务部经理授权筹资主管负责具体的筹资行为，包括编制筹资预算与筹资方案。

行政管理方面，公司制订了《保密工作规则》、《会议管理办法》和《公文处理办法》等管

理制度，公司规定，对公司的机密文件，必须实行严格的保密制度，确保公司机密；公司内部发文（函）签呈由拟稿人交文件至综合管理部，综合管理部人员填写公司发文（函）签呈，并报部门领导，根据发文内容，分别由经理层、监事会、董事会按权限批示。

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

六、经营分析

1. 经营现状

公司为衡阳高新区唯一的建设主体，负责园区内的基础设施建设、市政配套、工业地产等项目建设。

2011~2013 年，公司主营业务收入分别为 8.75 亿元、6.83 亿元、7.07 亿元，收入主要来源于土地开发业务。

毛利率方面，2011~2013 年，公司主营业务毛利率分别为 7.45%、7.49%和 8.29%，保持相对稳定。

表 4 2011~2013 年公司主营业务收入分类情况（单位：亿元）

项目	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	7.56	86.37%	7.23%	5.44	79.60%	7.38%	5.40	76.46%	8.00%
基础设施建设	1.15	13.14%	8.00%	1.35	19.70%	8.00%	1.57	22.28%	8.00%
标准厂房租赁	0.04	0.49%	30.67%	0.05	0.70%	6.53%	0.09	1.27%	31.16%
合 计	8.75	100.00%	7.45%	6.83	100.00%	7.49%	7.07	100.00%	8.29%

资料来源：公司审计报告

注：分类数与合计数不一致系四舍五入所致

2. 业务运营

土地开发

公司受管委会委托，对高新区辖区内的土地进行开发整理，在办理征地、拆迁和市政基础设施建设相关手续后，组织实施征地、拆迁和有关基础设施建设。根据公司与管委会签订的《土地开发整理协议书》，管委会委托公司对区内土地进行开发整理，并按土地开发成本的 1.08 倍向公司支付收益，且采取分地块建设、分地块结算模式进行。土地开发成本包括公司在地块开发建设中支付的一切前期开发费，包括但不限于规划费、勘测费、征地拆迁费、征地补偿费、三通一平建设费用、其他市政设施建设费、管理费用、财务费用等，开发成本在地块项目完工后，由双方共同确定。同时，高新区管委会在项目土地出让完毕后 3 个月内向公司支付土地一级开发收入，土地被摘牌后，公司确认收入。

2011~2013 年，公司土地开发业务分别实现收入 7.56 亿元、5.44 亿元和 5.40 亿元，毛利率分别为 7.23%、7.38%和 8.00%。政府实际返还和账务处理上，除个别地块仅得到成本补偿外，其余地块均按照 8%的毛利率确认收入。

2011~2013 年，公司该板块确认收入的土地总面积分别为 2,953.70 亩（15 宗）、1,894.10 亩（14 宗）和 1,195.93 亩（9 宗），土地开发投入在存货-开发成本科目核算。同期，公司土地开发业务投入金额分别为 6.35 亿元、15.96 亿元和 5.85 亿元，截至 2013 年底，公司账内有已完成土

地开发整理、满足土地出让条件、持有待售的土地成本 6.25 亿元，土地面积 3,264.49 亩，在存货-土地开发产品科目核算。

基础设施建设

公司是衡阳高新区管委会授权的实施基础设施工程代建项目的唯一主体，目前由公司承建的基础设施项目包括高新区内道路、行政楼的新建、扩建、恢复和更新改造等多种形式，公司均直接经营，具有垄断性。

2012年10月26日公司与衡阳市政府签订《衡阳市高新技术产业开发区（含白沙洲工业园区）基础设施建设和保障性住房项目委托代建协议书》，约定衡阳市政府应支付公司投资（含白沙洲工业园区）基础设施建设和保障性住房项目建设所发生的实际支出成本，此外依据以下条款收取管理服务费，管理服务费按照不低于公司代垫相关业务成本的8%收取，相关建设成本由概算总价、管理成本、融资成本、税费和其它费用组成支付方式上，公司未来的项目建设成本及管理服务费由衡阳市政府100%支付至公司，其中公司当年支付的项目成本，由政府5年内支付完毕，其中第一年累计不低于20%，第二年累计不低于40%，第三年累计不低于60%，第四年累计不低于80%；管理服务费需当年全部支付。

另根据《衡阳市人民政府关于对衡阳市白沙洲工业园区管理委员会授权的批复》，衡阳市人民政府授权衡阳市白沙洲工业园区管理委员会全权负责《衡阳市高新技术产业开发区（含白沙洲工业园区）基础设施建设和保障性住房项目委托代建协议书》中项目的相关事宜，包括包括对项目工程建设进行监管；项目工程建成后与衡阳白沙洲开发建设投资有限公司进行结算；与衡阳白沙洲开发建设投资有限公司签署保障性住房、基础设施建设的相关回购协议等。

基础设施项目竣工验收合格后，公司按照回购金额确认收入。2011~2013年，公司基础设施建设业务确认的收入主要由道路建设项目形成，随着公司业务开展，该板块收入不断增长，分别为1.15亿元、1.35亿元和1.57亿元，同时占营业收入的比重逐年提高，三年分别为13.14%、19.70%和22.28%。2011~2013年，该板块毛利率均为8.00%。

表 5 公司基础设施建设业务确认收入情况(单位: 亿元)

2011 年		2012 年		2013 年	
工业大道东西延伸	0.67	工业大道三期	0.97	金龙路	1.23
长塘路	0.10	富园路	0.18	金龙路二期(湘江南路南端)	0.20
高平路	0.18	中航路	0.01	新民路	0.06
鸿园路	0.10	幸福河改造(富园路-兴业路)	0.19	富金路	0.08
桔园路	0.07	-	-	-	-
新湘路	0.03	-	-	-	-
公共设施——警用岗亭	-	-	-	-	-
合计	1.15	合计	1.35	合计	1.57

资料来源：公司提供

厂房租赁业务

目前公司租赁收入主要来源于高新区内厂房出租给区内企业取得的租金收入，是未来公司相对稳定的收入来源。目前公司的大多数标准厂房仍处于建设期内，因此形成的厂房租赁收入较少。未来随着公司第三创业园区，第四创业园区及综合保税区的标准厂房及配套设施陆续建成，厂房租赁板块将为公司提供持续增加且稳定的盈利来源。

截至 2013 年底，公司正在出租的标准厂房主要为第一和第二创业园，面积为 20.5 万平方米，

平均租金为 9 元/平方米·月。

3. 未来发展

公司未来的经营方向为：以园区配套为主业，积极发展基础设施建设、投资与资产管理、园区运营等多元业务，快速准确占有资源、高效低耗经营资源、发挥优势创造资源，致力于成为业务组合合理、资源整合高效、利润稳定可靠的综合性、现代化园区资源整合者。

在建项目方面，公司目前主要在建项目预算金额15.68亿元，截至2013年底累计完成投资11.98亿元，占预算金额的76.40%。2014年公司尚需投入4.94亿元。

项目建设完成后，政府将通过回购的方式补偿成本。根据《衡阳市人民政府关于对衡阳市白沙洲工业园区管理委员会授权的批复》，2012年，云谷潮公司与白沙洲管委会签定《和谐小区廉租房建设项目回购协议》、《富士康第一员工生活区配套设施建设回购项目协议》，协议约定，项目建设完工后，白沙洲管委会将以不低于该账面价值的价格予以回购。承诺对于公司建设的铜桥路、铜桥港路、南外环路、富金路、兴业路、富康路和衡枣通路等道路及第三员工生活区、东部商业配套设施项目，衡阳市政府授权白沙洲管委会以不低于该账面价值的价格予以回购。

表 6 公司主要在建项目情况（单位：亿元）

在建项目名称	预算数	截至 2013 年底已完成投资	2014 计划投资	2015 年计划投资
富士康第一员工生活区配套设施建设回购项目	3.94	3.15	0.79	
和谐小区廉租房回购项目	6.20	0.08	0.9	
铜桥路道路	0.83	0.25	0.58	
铜桥港改造	0.38	0.08	0.3	
南外环路道路	2.80	1.52	1.05	0.23
兴业路道路	0.61	0.05	0.56	
富康路道路	0.65	0.10	0.55	
富园路	0.11	0.01	0.1	
工业大道三期	0.16	0.05	0.11	
综合保税区（募投项目）	27.37	6.69	-	-
合 计	15.68	11.98	4.94	0.23

资料来源：公司提供

拟建项目方面，公司拟投资建设金茶家园公租房、第五、六管理处安置房和湘江风光带等安置房项目和基础设施建设项目，以及通过招拍挂取得600亩土地的使用权计划，2014年共需投入资金20.73亿元。

总体看，公司2014年需投入25.67亿元，资本支出压力较大。

表 7 公司拟建项目情况（单位：亿元）

在建项目名称	预算数	截至 2013 年底已完成投资	2014 计划投资
金茶家园公租房	4.04	0.28	1.00
第五、六管理处安置房	1.40	-	0.20
新民安置小区	1.20	-	0.40
园区已建成的 10 条道路提质工程	1.10	-	1.10
富金公租房廉租房、第三创业园生活区及金桥安置区水电气等配套工程	0.20	-	0.20
第四创业园配套工程	0.18	-	0.18
东外环提质改造	1.80	-	1.80

湘江风光带	5.00	-	1.00
1500 亩国土报批指标	1.05	-	1.05
600 亩商业用地招拍挂	13.80	-	13.80
合计	29.77	0.28	20.73

资料来源：公司提供

七. 财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2011~2013 年度财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）进行了审计，均出具标准无保留意见的审计结论。从报表合并范围看，2012 年公司新增一家二级子公司，即云谷潮建设投资有限公司。合并范围变化对财务数据可比性有一定影响。

截至2013年底，公司资产总额67.41亿元，所有者权益42.45元。2013年公司实现营业收入7.07亿元，利润总额1.46亿元。

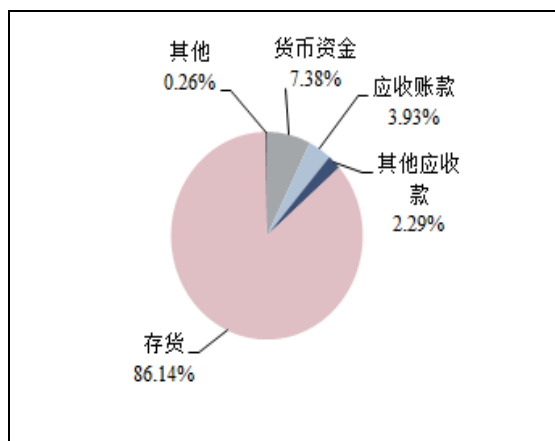
2. 资产质量

2011~2013 年，公司资产总额持续快速增长，年复合增长率为 57.82%，主要是存货、在建工程以及无形资产增加所致。截至 2013 年底，公司资产总额 67.41 亿元，同比增长 27.66%。截至 2013 年底，公司资产构成中流动资产 42.99 亿元，占资产总额的比重为 63.78%，公司非流动资产占资产总额的比重为 36.22%。公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

2011~2013 年，公司流动资产呈快速增长态势，年复合增长率为 56.32%。截至 2013 年底，公司流动资产为 42.99 亿元，较 2012 年底增长 4.15%，主要来自存货的增加。公司流动资产构成主要以货币资金（占 7.38%）、应收账款（占 3.93%）和存货（占 86.14%）为主。

图 1 截至 2013 年底流动资产构成图



资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司货币资金快速增长，年复合增长率为 26.79%。截至 2013 年底公司货币资金 3.17 亿元，同比上升 28.04%，公司货币资金构成主要是银行存款（占 95.27%），其他货币资金为受限部分。

2011~2013 年，公司应收账款快速下降，年复合增长率为-37.59%，主要由于 2012 年公司

收回土地开发款所致。截至 2013 年底，公司应收账款余额 1.69 亿元，同比下降 10.23%，主要为应收白沙洲管委会的土地开发款（占 99.75%），账龄在 1 年以内，未计提坏账准备。

2011~2013 年，公司其他应收款在波动中快速增长，年复合增长率为 84.94%，主要由于 2012 年公司新增应收衡阳楚盛建筑公司往来款 0.86 亿元和衡阳胜添精密电子公司往来款 0.31 亿元。截至 2013 年底，公司其他应收款余额为 0.98 亿元，较 2012 年底下降 25.08%，主要为应收往来款。从集中度上看，公司其他应收款欠款金额前五名客户欠款占其他应收款总额的 92.04%，集中度较高，其中应收白沙洲工业园区征地拆迁安置领导小组 0.64 亿元往来款。从账龄来看，1 年以内的占 50.96%，1~2 年的占 46.78%，2 年以上的占 2.26%。公司累计计提坏账准备 0.09 亿元。

表 8 2013 年底公司其他应收款欠款金额前五名客户情况（单位：万元、%）

欠款单位	金额	占比	账龄
白沙洲工业园区征地拆迁安置领导小组	6447.00	60.27	1 年以内
衡阳楚胜建筑工程公司	2294.69	21.45	1 年以内
凌风实业有限公司	500.00	4.67	1-2 年
衡阳市住建局农民工工资保障金管理工作领导小组办公室	303.16	2.83	1 年以内
湖南中大建设有限公司	300.00	2.80	1 年以内
合计	9844.85	92.04	

资料来源：公司提供。

2011~2013 年，公司存货快速增长，年复合增长率为 83.55%，主要由于 2012 年公司土地开发成本增加以及基础设施回购项目中富士康第一员工生活区设施建设项目、和谐小区廉租房建设项目等项目的建设成本增加所致。截至 2013 年底公司存货为 37.03 亿元，同比增长 4.36%。公司存货构成中开发产品为 6.25 亿元（占 16.88%），开发成本为 21.95 亿元（占 59.27%），基础设施为 8.83 亿元（占 23.85%）。

非流动资产

2011~2013 年，受在建工程、无形资产和投资性房地产的增长，公司非流动资产呈现快速增长态势，年复合增长率为 60.57%。截至 2013 年底，公司非流动资产为 24.42 亿元，同比增长 111.88%。公司非流动资产构成主要以在建工程（占 27.41%）、无形资产（占 43.55%）和投资性房地产（占 18.90%）为主。

2011~2013 年，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长率为 42.68%，主要由于 2012 年公司以土地使用权对衡阳深圳工业园开发建设有限公司增资所致。截至 2013 年底，公司长期股权投资为 1.93 亿元，同比增长 0.44%，主要系公司对衡阳中航地产有限公司及衡阳市企业信

表 9 2013 年底公司主要长期股权投资情况（单位：亿元、%）

公司名称	余额	持股比例	占长期股权投资总额比
衡阳中航地产有限公司	1.88	40.00	97.41
衡阳市企业信用担保投资有限公司	0.05	1.67	2.59
合计	1.93		100.00

资料来源：公司审计报告

注：衡阳中航地产有限公司原名为衡阳深圳工业园开发建设有限公司。

用担保投资有限公司的股权投资。

2011~2013 年，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长率为 48.87%，主要由于公司新增标准厂房建设完工，由存货转入所致。截至 2013 年底，公司投资性房地产为 4.62 亿元，主要为房屋及建筑物，同比增长 61.97%。

2011~2013 年，公司固定资产小幅增长，三年年复合增长 8.74%。截至 2013 年底，公司固定资产原值 0.54 亿元，同比增长 28.52%，主要是由于房屋、建筑物增加所致，构成主要以房屋、建筑物（占 70.47%）、电子设备（占 13.09%）和运输设备（占 8.71%）为主。截至 2013 年底，公司固定资产累计折旧为 0.08 亿元，固定资产账面价值为 0.46 亿元。

2011~2013 年，公司在建工程持续快速增长，年均复合增长率为 114.57%，截至 2013 年底，公司在建工程为 6.69 亿元，同比增长 321.94%，主要由于公司建设综合保税区项目所致。

2011~2013 年，公司无形资产持续快速增长，年均复合增长率为 52.23%，截至 2013 年底，公司无形资产为 10.63 亿元，同比增长 122.21%，主要由于新购置土地用于综合保税区项目建设所致。

截至 2013 年底，公司有 20.29 亿元资产用于抵押担保，具体为存货 8.66 亿元、投资性房地产 4.11 亿元、在建工程 3.32 亿元和无形资产 4.20 亿元，该类抵押对公司资产的流动性产生了一定影响。

整体看，随着股东对公司开发土地及存量土地的持续投入，公司资产规模快速增长。公司资产以存货和无形资产为主，整体资产流动性较弱。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2011~2013 年，公司所有者权益年复合增长率为 67.36%，主要由于衡阳市政府、高新区管委会和白沙洲管委会近年来增加对公司的资本性投入以及同一控制下企业合并带来资本公积大幅增长所致。截至 2013 年底，公司所有者权益合计 43.65 亿元，较 2012 年底增长 15.28%；其中归属于母公司的所有者权益为 42.35 亿元，少数股东权益为 1.30 亿元。归属于母公司的所有者权益中，实收资本为 1.00 亿元、资本公积为 34.20 亿元、盈余公积为 0.68 亿元、未分配利润为 6.47 亿元。

2011 年，公司资本公积增加 3.23 亿元，主要系衡阳市人民政府增加资本性投入和公司 2012 年收购云谷潮，公司对 2011 年资本公积作追溯调整所致；2012 年，公司资本公积增加 22.07 亿元，主要系衡阳市人民政府和白沙洲管委会增加对公司的资本性投入 21.40 亿元及收购云谷潮公司所致；2013 年白沙洲管委会以货币资金 3.15 亿元增加对公司资本性投入，计入资本公积。

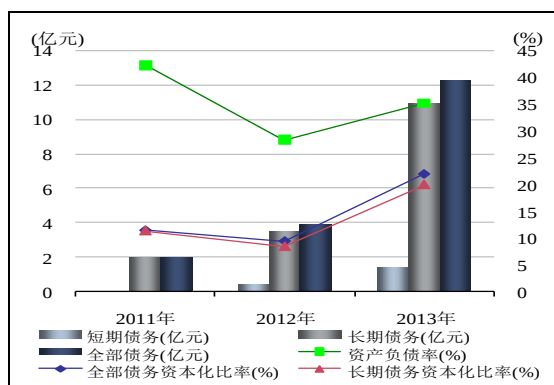
从权益结构来看，实收资本和资本公积合计占母公司所有者权益的 83.11%，所有者权益结构稳定性较好。

总体来看，公司所有者权益以资本公积为主，稳定性较好；近年来衡阳市政府、高新区管委会和白沙洲管委会加大了对公司资产注入的力度，公司所有者权益增长迅速。

负债

2011~2013 年，公司负债规模快速增长，年均复合增长 43.86%。截至 2013 年底，公司负债合计 24.96 亿元；其中流动负债占 43.71%；非流动负债占 56.29%。公司负债以非流动负债为主。

图2 2011~2013年公司负债结构



数据来源：审计报告

截至2013年底，公司流动负债为10.91亿元，以应交税费（占3.02%）、其他应付款（占84.08%）和一年内到期的非流动负债（占12.86%）为主。截至2013年底，公司其他应付款余额9.17亿元，主要为应付衡阳中航地产有限公司垫付资金4.53亿元及衡阳市城市建设投资有限公司借款2.00亿元；一年内到期的非流动负债1.40亿元，主要由于部分长期借款转入所致。

截至2013年底，公司非流动负债为14.05亿元，主要为长期借款（占77.58%）和其他非流动负债（占13.87%）。2011~2013年长期借款持续快速增长，截至2013年底为10.90亿元，较上年底增长211.42%，主要由于增加进出口银行借款4.91亿元和建设银行借款2.50亿元所致。截至2013年底，公司长期借款全部为抵押借款；截至2013年底，公司其他非流动负债1.95亿元，较上年底大幅增长1.65亿元，主要为子公司收到财政拨付的保障性住房补贴1.28亿元、富士康房租补贴0.37亿元及富金廉租房专项补贴，因项目尚处于建设期，公司将其列入其他非流动负债。

从有息债务规模看，公司全部债务（已将其他应付款中的有息部分纳入全部债务中核算）呈快速上升趋势，三年分别2.66亿元、5.56亿元和15.36亿元。从有息债务结构来看，公司负债以长期债务为主，2013年公司长期债务占负债总额的比重为78.76%。

从公司债务负担指标来看，2011~2013年公司资产负债率在波动中有所下降，分别为42.42%、28.29%和37.03%；截至2013年底，公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为22.18%和26.57%，全部债务负担较2012年有所加重。

总体看，公司债务规模增长快速，但整体债务负担仍处于较低水平；债务结构以长期债务为主，符合公司业务特点。

4. 盈利能力

2011~2013年，公司营业收入波动中有所下降，年均复合下降10.13%。2013年公司实现营业收入合计7.07亿元，较2012年增长3.51%，主要由土地开发板块构成（占76.46%）。2011~2013年公司营业成本也随之波动下降，2013年公司营业成本为6.48亿元，较2012年增长2.62%。

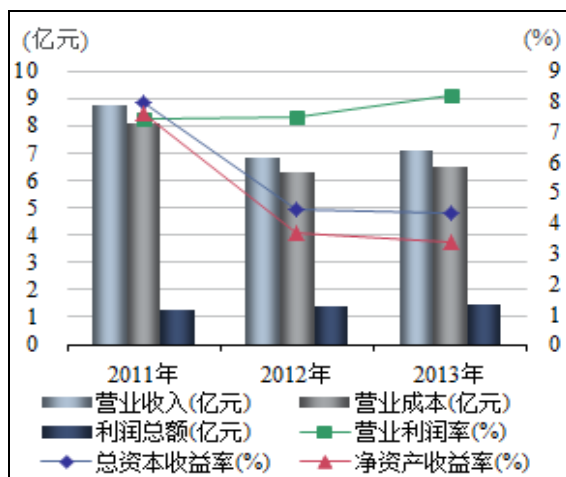
公司期间费用主要体现为管理费用，2011~2013年复合增长45.72%，2013年期间费用为0.81亿元。近三年，公司期间费用占营业收入的比重持续上升，分别为4.36%、11.43%和11.46%。2011~2013年，公司营业利润在波动中下降，三年分别为0.17亿元、-0.33亿元和-0.23亿元。

此外，政府补助收入是公司利润的一个重要保障。2011~2013年，公司获得的政府补助收入在波动中有所上升，三年分别收到政府补助收入1.11亿元、1.72亿元和1.69亿元。2011~2013

年，公司实现利润总额分别为 1.28 亿元、1.42 亿元和 1.46 亿元。

从主要盈利指标来看，2011~2013 年，公司营业利润率稳步上升，分别为 7.42%、7.45%和 8.22%。2011~2013 年，由于公司所有者权益持续快速增长，公司净资产收益率持续下降，分别为 7.59%、3.66%和 3.39%；同期，由于公司有息债务的增长，公司总资本收益率有所下降，分别为 7.94%、4.45%和 4.35%。

图3 2011~2013年公司盈利情况



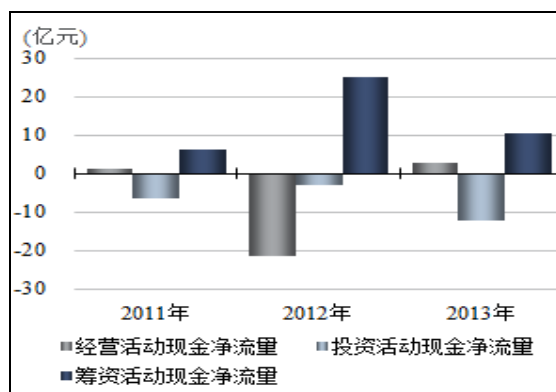
资料来源：公司审计报告

总体看，考虑到公司业务特点，公司主营业务盈利能力偏低但相对稳定，政府补贴等营业外收入是公司利润的主要来源。未来随着公司在建项目进入回购期，以及厂房租赁业务租金收入增加，公司盈利能力有望增长。

5. 现金流

2011~2013 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金波动上升，2011~2013 年，公司现金收入比分别为 79.44%、120.51%和 115.97%，收入实现质量大幅改善，且保持在较好水平。公司收到其他与经营活动相关的现金主要反映政府财政补贴收入和关联方往来借款，2011~2013 年分别为 1.14 亿元、2.23 亿元和 3.88 亿元，年复合增长率为 84.46%。2011~2013 年，公司经营活动产生的现金流量净额波动幅度较大，三年分别为 1.23 亿元、-21.52 亿元和 2.51 亿元，主要由于公

图4 公司现金流量情况



资料来源：公司审计报告

司对高新区片区的土地开发、基础设施及标准厂房建设持续投入所致。

近三年公司投资活动现金流入为 0。2011~2013 年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金分别为 5.93 亿元、2.52 亿元和 12.29 亿元。2011~2013 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-6.53 亿元、-3.10 亿元和-12.29 亿元，净流出规模较大。

公司筹资活动现金流入主要来源于借款收到的现金，以及吸收投资收到的现金；筹资活动现金流出主要体现为分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2011~2013 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 6.04 亿元、25.13 亿元和 10.33 亿元。

总体来看，近三年公司经营活动产生的现金流量波动性较大；考虑到土地开发、基础设施及标准厂房建设所需资金较多，公司未来资金需求上升，外部融资压力将有所加大。

6. 偿债能力

从短期债务指标来看，公司流动比率波动中有所上升和速动比率波动中有所下降，三年均值为 345.31%和 56.85%，2013 年分别为 394.06%和 54.63%，主要由于公司存货占比持续上升所致。近三年，经营现金流动负债比分别为 12.94%、-193.23%和 23.01%，经营活动产生的现金流量对公司流动负债保障能力较差。总体来看，公司存在较大的短期支付压力。

从长期偿债能力看，2011~2013 年，公司 EBITDA/全部债务倍数分别为 0.51 倍、0.34 倍和 0.13 倍。考虑到衡阳市人民政府及高新区管委会近年来对公司持续的资产注入及资金补贴支持、在建项目陆续进入回购期，以及待出售的土地储备资源，公司长期偿债能力尚可。

截至 2013 年底，公司无对外担保。

截至 2013 年底，公司获得授信总额 19.90 亿元，尚未使用余额 6.86 亿元，公司间接融资渠道通畅。

总的来看，公司整体偿债能力尚可。

八、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 12 亿元，占 2013 年底公司长期债务的 99.17%，全部债务的 78.13%，对公司现有债务水平影响很大。

2013年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为37.03%和26.57%，以公司2013年底报表财务数据为基础，预计本期公司债券发行后，不考虑其他因素，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至46.54%和39.20%，公司债务负担将大幅加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2011~2013 年，公司 EBITDA 分别为 1.34 亿元、1.88 亿元和 1.95 亿元，分别为本期债券额度的 0.11 倍、0.16 倍和 0.16 倍。本期债券本金自存续期内第 3 年起至第 7 年分期等额偿还，每年待偿还金额为 2.40 亿元。2011~2013 年，公司 EBITDA 对每年待偿还本金的保障倍数分别为 0.56 倍、0.78 倍和 0.81 倍，EBITDA 对每年待偿还本金保障程度一般。

2011~2013 年，公司经营活动的现金流入量分别为 8.09 亿元、10.46 亿元和 12.08 亿元，为本期债券发行额度 0.67 倍、0.87 倍和 1.01 倍；本期债券本金自存续期内第 3 年起至第 7 年等额偿还，每年待偿还金额为 2.40 亿元。2011~2013 年，公司经营活动现金流入量对每年待偿还本金的保障倍数分别为 3.37 倍、4.36 倍和 5.03 倍，公司经营活动现金流入量对每年待偿还本金保

障程度较好。2011~2013 年，公司经营活动现金流量净额分别为 1.23 亿元、-21.52 亿元和 2.51 亿元，分别为每年待偿还本金的 0.51 倍、-8.97 倍和 1.05 倍，公司经营活动现金流量净额对本期债券的保障能力弱。

总体看，公司 BEITDA 及经营活动现金流入量对本期公司债券分期等额待偿还金额保障程度一般，考虑到公司可出让土地储备规模较大，具备一定升值空间，以及在建项目回购资金的陆续回流等因素均有望提高公司对本期债券的偿付能力。

九、债权保护条款分析

1. 募投项目未来收入预测

根据公司提供的《衡阳市综合保税区建设工程可研报告》，项目建成后，标准厂房总面积将达到 260.52 万平方米，仓库 16.84 万平方米，出租总面积为 277.36 万平方米，根据公司计划，租金初步定价 24 元/m²·月。项目一期于 2013 年底建设完毕，2014 年开始投入使用，全部出租面积 85.45 万平方米；项目二期于 2017 年 3 月建设完毕，同年投入使用，全部出租面积 102.52 万平方米；项目三期于 2020 年底建设完毕，2021 年投入使用，全部出租面积 89.39 万平方米；出租率方面，投入使用的前 3 年出租面积按照全部面积的 30%、50%、70%进行估算，以后年度按照 100%进行估算。未来实际出租率和租金水平的波动有可能导致租金收入水平出现波动。

另根据《衡阳高新技术产业开发区管理委员会关于支持衡阳综合保税区建设项目的意见》（衡开发[2013]55 号），同意公司将综合保税区周边 1,600 亩商服性质用地整理后依计划出让，所得收入扣除相关税费和其他成本后全额返还给公司。

2014 年起，公司综合保税区项目开始形成收入，2015 年起项目周边土地开始贡献收益，租金收入和土地出让净收益合计的债券本息的保障程度较高，但土地出让收入易受市场行情和国家政策影响，存在一定不确定性。

表 10 公司未来收入测算

年份	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
出租面积（万平方米）	25.63	42.72	59.81	116.21	136.71	157.21	187.97	214.79
租金标准（元/平方·年）	288	288	288	288	288	288	288	288
租金收入（亿元）	0.74	1.23	1.72	3.35	3.94	4.53	5.41	6.19
出让面积（亩）	-	200	300	300	300	300	200	-
出让净收益（万元/亩）	-	210	210	210	210	210	210	-
净收益合计（亿元）	-	4.20	6.30	6.30	6.30	6.30	4.20	-
本期债券还款本金	-	-	-	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
本期债券还款利息	-	-	-	1.08	0.86	0.65	0.43	0.22
收入合计对本期债券本息合计的保障倍数（倍）	-	-	-	1.81	1.93	2.07	2.22	1.61

资料来源：公司提供，联合评级整理

2. 专项债券资金账户监管

公司与中国建设银行股份有限公司衡阳市雁峰支行（以下简称“监管行”）签订了《资金账户监管协议》，偿债资金专项账户专项用于偿付本期债券本息。

本期债券存续期内，公司应于年度付息日、本金兑付日前第 5 个工作日将当年应付本息存入专户。在每年兑付日前 5 个工作日内，如专户内资金数额不足以支付当期本息，监管银行应在 3 个工作日内通知公司、债权代理人 and 信用评级机构。

监管行根据公司的陈述及/或其提供的相关文件资料，认为公司将可能发生无法按时足额偿还本期债券的相关债务时，应依据债权代理协议的相关规定召开债券持有人会议，并根据会议形成的决定采取要求公司采取补救措施或者依法申请法定机关采取财产保全措施等行动。监管行应将公司采取的补救措施或法定机关采取保全措施的具体情况及时告知债券持有人。

十、综合评价

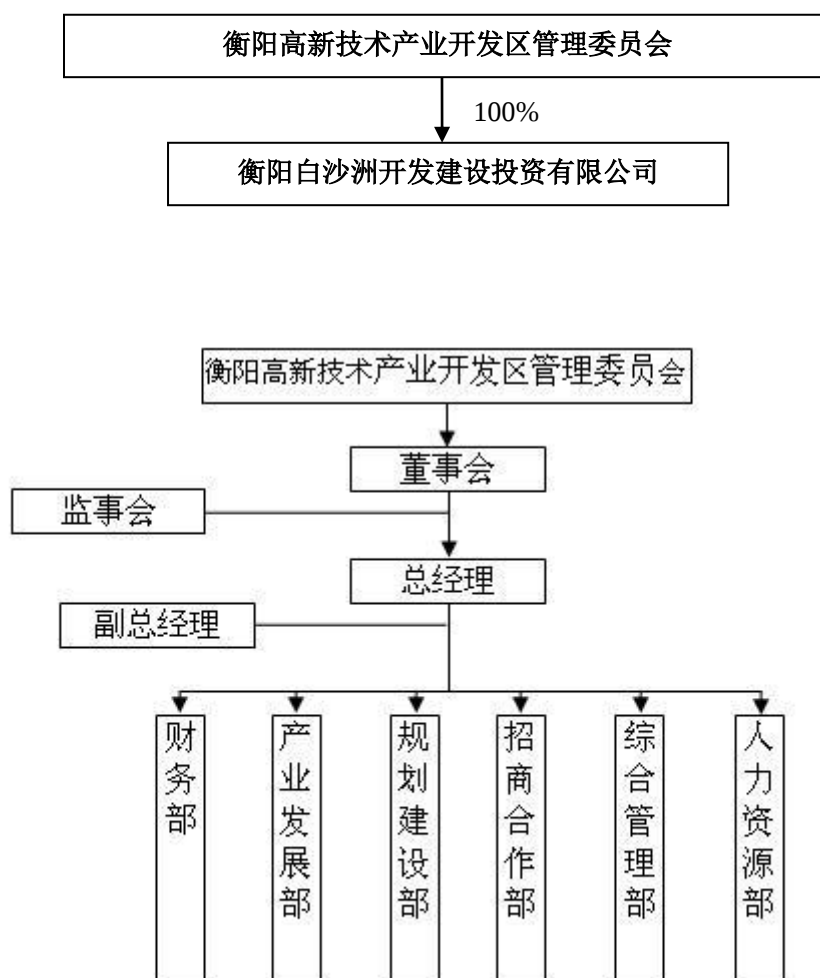
公司作为衡阳高新区的开发建设主体，在资产注入、财政补贴等方面获得政府的大力支持；公司业务以土地开发和基础设施建设为主。近年来衡阳市和衡阳高新区和财政实力快速增长，为公司提供了良好的外部环境。

公司资产主要以存货为主，资产流动性较差；经营盈利能力偏弱，但回报方式较稳定。公司偿债资金主要来源于政府代建回购及土地收益返还，整体偿债能力尚可。

本期债券无担保，公司靠未来租金收益作为偿债资金的主要来源。租金收益产生的现金流入与偿债现金流出匹配性较好，覆盖程度较高。

综合分析，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险低，安全性高。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	19,732.04	24,772.06	31,719.35	26.79
交易性金融资产				
应收票据				
应收账款	43,401.88	18,830.03	16,903.91	-37.59
预付款项	--	78.00	--	--
应收利息				
应收股利	--	1,134.30	1,134.30	--
其他应收款	2,876.08	13,131.54	9,837.52	84.94
存货	109,910.02	354,829.57	370,294.07	83.55
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	175,920.02	412,775.51	429,889.15	56.32
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	9,493.85	19,242.82	19,327.65	42.68
投资性房地产	20,826.45	28,494.39	46,153.78	48.87
固定资产	3,959.91	3,789.06	4,682.33	8.74
在建工程	14,533.57	15,858.93	66,914.98	114.57
工程物资				
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	45,885.12	47,853.23	106,335.03	52.23
开发支出				
商誉				
合并价差				
长期待摊费用	--	--	752.67	--
递延所得税资产	0.44	1.75	0.51	7.91
其他非流动资产				
非流动资产合计	94,699.34	115,240.18	244,166.95	60.57
资产总计	270,619.36	528,015.69	674,056.09	57.82

附件2-2 合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款				
交易性金融负债				
应付票据				
应付账款	4,146.18	53.47	53.47	-88.64
预收款项				
应付职工薪酬				
应交税费	2,510.93	2,931.44	3,289.26	14.45
应付利息				
应付股利				
其他应付款	88,133.62	104,408.91	91,725.49	2.02
预计负债				
一年内到期的非流动负债	--	4,000.00	14,025.00	--
其他流动负债				
流动负债合计	94,790.72	111,393.82	109,093.22	7.28
非流动负债：				
长期借款	20,000.00	35,000.00	108,996.00	133.45
应付债券				
长期应付款	--	--	12000.00	--
专项应付款				
预计负债				
递延收益				
递延所得税负债				
其他非流动负债	--	3,000.00	19,492.00	--
非流动负债合计	20,000.00	38,000.00	140,488.00	153.46
负债合计	114,790.72	149,393.82	249,581.22	43.86
所有者权益：				
实收资本(或股本)	10,000.00	10,000.00	10,000.00	0.00
资本公积	89,828.12	310,484.55	341,954.55	95.11
减：库存股				
盈余公积	3,973.58	5,277.86	6,789.15	30.71
未分配利润	40,247.46	52,859.46	65,731.17	26.82
外币报表折算差额				
归属于母公司权益合计	144,049.16	378,621.87	424,474.87	71.46
少数股东权益	11,779.48	--	--	5.03
所有者权益合计	155,828.64	378,621.87	424,474.87	67.36
负债和所有者权益总计	270,619.36	528,015.69	674,056.09	57.82

附件 3 合并利润表

(单位：人民币万元)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
一、营业收入	87,524.56	68,292.52	70,689.82	-10.13
减：营业成本	81,006.35	63,174.73	64,826.98	-10.54
营业税金及附加	24.10	27.05	50.21	44.36
销售费用				
管理费用	3,892.07	4,798.95	5,719.94	21.23
财务费用	-76.42	3,005.19	2,381.79	--
资产减值损失	158.76	567.29	108.65	-17.27
加：公允价值变动收益				
投资收益	-812.82	-11.23	84.83	--
其中：对合营企业投资收益	-812.82	-11.23	84.83	--
汇兑收益				
二、营业利润	1,706.88	-3,291.92	-2,312.92	--
加：营业外收入	11,076.47	17,505.18	16,919.60	23.59
减：营业外支出	1.69	--	--	--
其中：非流动资产处置损失				
三、利润总额	12,781.66	14,213.26	14,606.68	6.90
减：所得税费用	946.75	352.84	223.68	-51.39
四、净利润	11,834.91	13,860.42	14,383.00	10.24
其中：归属于母公司的净利润	11,760.23	13,916.28	14,383.00	6.70
少数股东损益	74.68	-55.85	--	--

附件 4 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	69,531.49	82,296.47	81,978.91	8.58
收到的税费返还				
收到其他与经营活动有关的现金	11,398.08	22,263.29	38,783.78	84.46
经营活动现金流入小计	80,929.57	104,559.77	120,762.69	22.16
购买商品、接受劳务支付的现金	63,565.13	316,016.05	82,961.12	14.24
支付给职工以及为职工支付的现金	207.35	144.30	128.81	-21.18
支付的各项税费	63.27	141.49	242.91	95.94
支付其他与经营活动有关的现金	4,829.60	3,505.30	12,332.45	59.80
经营活动现金流出小计	68,665.35	319,807.14	95,665.30	18.03
经营活动产生的现金流量净额	12,264.23	-215,247.38	25,097.39	43.05
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金				
取得投资收益收到的现金				
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额				
处置子公司及其他单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金	--	231.72	--	--
投资活动现金流入小计	--	231.72	--	--
购建固定资产、无形资产等支付的现金	59,284.78	25,229.70	122,934.01	44.00
投资支付的现金				
取得子公司等支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金	6,021.72	6,000.00	--	--
投资活动现金流出小计	65,306.50	31,229.70	122,934.01	37.20
投资活动产生的现金流量净额	-65,306.42	-30,997.98	-122,934.01	--
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	44,016.00	213,932.81	33,470.00	-12.80
取得借款收到的现金	12,650.00	19,000.00	76,021.00	145.14
发行债券收到的现金				
收到其他与筹资活动有关的现金	5,603.00	20,800.00	6,730.00	9.60
筹资活动现金流入小计	62,269.00	253,732.81	116,221.00	36.62
偿还债务支付的现金	--	--	2,000.00	--
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,830.74	2,199.43	7,577.72	103.45
支付其他与筹资活动有关的现金	--	248.00	3,359.37	--
筹资活动现金流出小计	1,830.74	2,447.43	12,937.09	165.83
筹资活动产生的现金流量净额	60,438.26	251,285.38	103,283.91	30.73
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	7,396.07	5,040.03	5,447.29	-14.18
加: 期初现金及现金等价物余额	12,335.96	19,732.04	24,772.06	41.71
六、期末现金及现金等价物余额	19,732.04	24,772.06	30,219.35	23.75

附件 5 合并现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	11,834.91	13,860.42	14,383.00	10.24
加：资产减值准备	158.76	567.29	108.65	-17.27
固定资产折旧及其他	446.80	702.19	932.76	44.49
无形资产摊销	192.34	838.34	1351.27	165.05
长期待摊费用摊销	--	--	168.97	--
处置固定资产、无形资产等损失				
固定资产报废损失	1.69	--	--	--
公允价值变动损失				
财务费用	--	3,067.00	2,453.00	--
投资损失	812.82	11.23	-84.83	--
递延所得税资产减少	-0.44	-1.31	1.24	--
递延所得税负债增加				
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	11,343.81	-244,340.77	-14,973.39	--
经营性应收项目的减少	-24,992.39	82,397.42	-12,487.20	-29.31
经营性应付项目的增加	12,465.92	-65,543.89	33,243.93	63.30
其他	--	-6,805.30	--	--
经营活动产生的现金流量净额	12,264.23	-215,247.38	25,097.39	43.05
2、无现金收支的重大投资筹资活动：				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况：				
现金的期末余额	19,732.04	24,772.06	30,219.35	23.75
减：现金的期初余额	12,335.96	19,732.04	24,772.06	41.71
加：现金等价物的期末余额				
减：现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	7,396.07	5,040.03	5,447.29	-14.18

附件 6 主要财务指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	4.03	2.19	3.96	3.44
存货周转次数(次)	1.47	0.27	0.18	0.47
总资产周转次数(次)	0.65	0.17	0.12	0.24
现金收入比(%)	79.44	120.51	115.97	110.03
盈利能力				
营业利润率(%)	7.42	7.45	8.22	7.83
总资本收益率(%)	7.94	4.45	4.26	5.05
净资产收益率(%)	7.59	3.66	3.39	4.31
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	11.37	8.46	22.18	15.90
全部债务资本化比率(%)	14.58	12.80	26.57	20.04
资产负债率(%)	42.42	28.29	37.03	35.48
偿债能力				
流动比率(%)	185.59	370.56	394.06	345.31
速动比率(%)	69.64	52.02	54.63	56.85
经营现金流动负债比(%)	12.94	-193.23	23.01	-43.88
EBITDA 利息倍数(倍)	5.07	3.44	1.91	3.00
EBITDA/全部债务(倍)	0.51	0.34	0.13	5.22
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-1.99	-4.43	-0.64	-2.05
本期债项偿债能力				
EBITDA/本期债券发行额度	0.11	0.16	0.16	0.15
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.67	0.87	1.01	0.90
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.10	-1.79	0.21	-0.41

附件 7 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/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%
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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
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
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/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+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 8 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。