

信用等级公告

联合[2014]323 号

浏阳经开区开发投资有限公司：

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：

浏阳经开区开发投资有限公司主体长期信用等级为 AApi
浏阳经开区开发投资有限公司拟发行的 2014 年公司债券信用等级为 AApi

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二零一四年十一月二十六日

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.unitedratings.com.cn/](http://www.unitedratings.com.cn/)

2014 年浏阳经开区开发投资有限公司 公司债券主动评级报告

主体长期信用等级：AA_{Pi}

本期债券信用等级：AA_{Pi}

本期债券发行额度：13 亿元

本期债券期限：7 年

偿还方式：按年计息，分期还本，从第 3 年起
每年偿还本金的 20%

发行目的：用于项目建设

评级时间：2014 年 11 月 26 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年
资产总额(亿元)	50.03	71.76	100.55
所有者权益(亿元)	30.09	42.22	63.27
长期债务(亿元)	12.48	19.77	27.22
全部债务(亿元)	13.00	21.50	29.31
营业收入(亿元)	2.09	2.58	3.48
利润总额(亿元)	1.41	1.35	1.43
EBITDA(亿元)	1.48	1.44	1.51
经营性净现金流(亿元)	0.41	-1.23	-3.93
营业利润率(%)	36.85	17.15	7.72
净资产收益率(%)	4.11	2.99	2.20
资产负债率(%)	39.85	41.16	37.08
全部债务资本化比率(%)	30.16	33.74	31.66
流动比率(%)	604.98	698.77	984.91
全部债务/EBITDA(倍)	8.79	14.93	19.37
EBITDA 利息倍数(倍)	1.48	1.16	0.76
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.11	0.11	0.12

注：①本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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本报告中数据如无特别注明均为合并口径。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对浏阳经开区开发投资有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为浏阳市重要的土地开发和基础设施建设主体，目前业务主要在国家级浏阳经济技术开发区（以下简称“浏阳经开区”）范围内，公司系浏阳经开区内唯一的土地整理开发、基础设施建设主体，区域内唯一的供水和污水处理企业，在资本金、运营补贴及土地资产注入等方面得到浏阳市政府的大力支持。联合评级同时注意到，公司资产流动性较弱、土地资产抵押规模大等因素给公司经营带来不利影响。

近年来，浏阳市经济持续快速增长、财政实力稳步增强，浏阳经开区园区经济快速发展，为公司业务发展提供了良好的外部环境。未来公司经营前景良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券分期偿还将有助于减轻公司未来集中偿付压力；此外公司设置了偿债资金专户以保障本息偿还；同时浏阳市政府通过未来土地出让收益保障本期债券募投项目建设的资金需求，有效提升了本期债券本息偿付安全性。联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险低，安全性高。

优势

1. 浏阳市经济持续快速增长，财政实力稳步增强，浏阳经开区园区经济快速发展，为公司业务发展提供了良好的外部环境。
2. 公司是浏阳市重要的土地开发和基础设施建设主体，目前业务主要在浏阳经开区范围内，系开发区内唯一的土地整理开发、基础设施建设主体，唯一的供水和污水处理企业，公司获得浏阳市政府的大力支持。
3. 本期债券分期偿还本金，同时公司设置了

偿债资金专项账户，浏阳市政府通过未来土地出让收益保障本期债券募投项目建设的资金需求，有效提升了本期债券本息偿付的安全性。

关注

1. 公司存货主要由土地资产构成，且土地资产均已用于抵押；公司资产流动性弱，整体资产质量一般。
2. 公司现金收入比持续下降，经营活动获现能力持续弱化。
3. 目前浏阳经开区内土地出让规模偏小，未来土地出让市场存在不确定性；公司土地整理开发业务毛利率持续下滑。
4. 本期发债额度较大，对公司现有债务有较大影响。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@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.unitedratings.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浏阳经开区开发投资有限公司提供，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，未因浏阳经开区开发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、评级人员与浏阳经开区开发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

浏阳经开区开发投资有限公司（以下简称“公司”）系浏阳市财政局根据浏政复[1999]10号文件批准，于1999年11月3日出资成立的国有独资公司，成立时名为湖南浏阳工业园开发投资有限公司，注册资本为人民币1,000万元；2000年4月、2001年7月、2008年12月，浏阳市财政局分别对公司增资1,600万元、5,400万元和7,000万元；2009年，公司更名为长沙国家生物产业基地开发投资有限公司；2010年，浏阳市财政局对公司增资20,000万元；2013年4月，公司名称更为现名。截至2013年底，公司实收资本35,000万元，浏阳市财政局持有公司100%股权，系公司实际控制人。

公司经营范围：对长沙国家生物产业基地（亦称：国家级浏阳经济技术开发区，以下简称“浏阳经开区”）内建设项目的投资开发；接受国土资源部门委托对园区规划范围内进行土地整理开发；房地产开发（不含建筑）；水利、供热、能源开发（法律、行政法规禁止的不得经营；涉及行政许可的凭许可证经营）。

公司下设6个职能部门，包括行政部、财务部、投资经营部、技术管理部、工程建设部和安置发展部。截至2013年底，公司拥有全资子公司8家、控股子公司1家。

截至2013年底，公司合并资产总额100.55亿元，负债合计37.28亿元，所有者权益（含少数股东权益）63.27亿元。2013年，公司实现营业收入3.48亿元，净利润（含少数股东损益）1.39亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.93亿元，现金及现金等价物净增加额0.88亿元。

公司住所：长沙国家生物产业基地内；公司法定代表人：罗其胜。

二、本期公司债券及募投项目概况

1. 本期公司债券概况

公司计划于2014年发行13亿元公司债券（以下简称“本期债券”），债券期限为7年。本期债券按年付息；在本期债券存续期的第3、4、5、6、7年末，每年按照发行总额20%的比例偿还本金。公司设立偿债资金专项账户，有效提升对本期债券还本付息的保障作用。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金13亿元，全部用于浏阳经济技术开发区南园片区路网建设工程等5个项目，项目总投资为25.61亿元。

表1 本期债券募集资金使用分布（单位：万元、%）

序号	项目名称	总投资	拟使用募集资金	募集资金占投资总额比例	项目批复
1	浏阳经济技术开发区南园片区路网建设工程	101,940.94	49,500.00	48.56%	浏发改投[2014]135号
2	浏阳经济技术开发区北园片区路网建设工程	36,066.43	21,000.00	58.23%	浏发改投[2014]139号
3	浏阳经济技术开发区智慧港路网建设工程	45,845.09	23,000.00	50.17%	浏发改投[2014]133号

4	浏阳经济技术开发区东扩区路网建设工程	30,681.58	12,000.00	39.11%	浏发改投[2014]134号
5	浏阳经济技术开发区西园片区路网建设工程	41,562.50	24500.00	58.95%	浏发改投[2014]136号
总计		256,096.54	130,000.00	50.76%	

资料来源：公司提供

（一）浏阳经济技术开发区南园片区路网建设工程

项目位于浏阳经开区，项目主要内容包括南园片区内12条道路建设以及道路相关附属工程（包括排水、照明、景观和交通设施工程）；项目总投资101,940.94万元，已于2014年3月开工，建设期3年；截至2014年6月底，已完成项目前期各种手续，征地完成61%，拆迁已完成17%，拆迁72户，整体完工量约为10%。

（二）浏阳经济技术开发区北园片区路网建设工程

项目位于浏阳经开区，项目主要内容包括北园片区内5条道路建设以及道路相关附属工程（包括排水、照明、景观和交通设施工程）。项目总投资为36,066.43万元，已于2014年4月开工，建设期2年；截至2014年6月底，已完成项目前期各种手续，征地完成33%，拆迁22户，拆迁完工38%，整体完工量约为6%。

（三）浏阳经济技术开发区智慧港路网建设工程

项目位于浏阳经开区，项目主要内容包括智慧港内7条道路建设以及道路相关附属工程（包括排水、照明、景观和交通设施工程）。项目总投资为45,845.09万元，已于2014年3月开工，建设期2年；截至2014年6月底，已完成项目前期各种手续，征地完成28%，拆迁已完成31%，拆迁19户，整体完工量约为8%。

（四）浏阳经济技术开发区东扩区路网建设工程

项目位于浏阳经开区，项目主要内容包括东扩区内6条道路建设以及道路相关附属工程（包括排水、照明、景观和交通设施工程）。项目总投资为30,681.58万元，已于2014年3月开工，建设期2年；截至2014年6月底，已完成项目前期各种手续，征地完成30%，拆迁已完成27%，拆迁17户，整体完工量约为8%。

（五）浏阳经济技术开发区西园片区路网建设工程

项目位于浏阳经开区，项目主要内容包括西园片区内8条道路建设以及道路相关附属工程（包括排水、照明、景观和交通设施工程）。项目总投资为41,562.50万元，已于2014年4月开工，建设期2年；截至2014年6月底，已完成项目前期各种手续，征地完成35%，拆迁已完成24%，拆迁23户，整体完工量约为6%。

经济效益方面，根据浏政函[2014]223号文件，本期债券募投项目均为浏阳经开区内的重点工程，项目周边可整理新增商业用地 1,147.20 亩、商住用地 641.35 亩、居住用地 197.1 亩、工业用地 3,182.25 亩，共计 5,167.90 亩；根据测算，预计上述土地出让总收入为 34.01 亿元，可返还公司的土地出让净收益为 27.21 亿元，并将于 2015-2021 年逐年拨付到位，足以平衡项目建设成本并保障公司适当的建设利润。

社会效益方面，募投项目均为浏阳经开区园区内路网基础设施建设项目，项目建设完成后，能够全面完善园区内的道路交通体系，匹配园区内企业快速发展过程中对高效交通运输体系的迫切需求，进一步改善园区周边景观生态、民居生态，提升园区居民居住水平以及投资环境。

三、行业分析

（一）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为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 568,845 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 2,000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62,831 亿元，同比增长 12.20%。

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 237,810 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）436,528 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 41,600 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 2,592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，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，中国财政累计收入为 129,143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，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，贷款基准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，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6,885 亿元，比上年增加 1,044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2,803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4,082 亿元，增加 1,369 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1,000万户；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。

（二）行业及区域经济环境

1. 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

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。

2013 年 8 月底，国家发改委办公厅正式下发发改办财金[2013]2050 号文，支持“债贷组合”模式，即采取“融资统一规划、贷债统一授信、动态长效监控、全程风险管理”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，

未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

（3）中国基础设施建设发展展望

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。

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 19.30%，扣除价格因素，实际增长 18.90%。其中电力、燃气及水的生产和供应业完成固定资产投资 1.97 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 7.17 万亿，比上年增长 21.20%。2013 年全年新开工项目计划总投资 35.78 万亿元，比上年增长 14.20%；新开工项目 38.93 万个，比上年增加 6.62 万个。2013 年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 年底，中国城镇化率为 53.70%，较上年提高 1.13 个百分点，未来中国城镇化进程将逐渐深入。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

十八大报告指出要推动城乡发展一体化。通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣。加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后中国经济增长的动力。

整体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

2. 区域环境概况

公司是浏阳市重要的土地整理开发和基础设施建设主体，目前业务主要位于浏阳市浏阳经开区内，系开发区范围内唯一的土地开发整理、基础设施投融资平台，唯一的供水和污水处理公司，浏阳市和浏阳经开区的经济发展水平和财政状况对公司业务发展影响较大。

浏阳市

浏阳市为湖南省直管县级市，是湖南省重点建设的五座县级大城市之一，位于长沙、株洲、湘潭三市“金三角”地带，是国家两型社会试验区长株潭城市群的组成部分；截至 2013 年底，浏阳市总人口为 143.97 万。浏阳市经济以鞭炮烟花、生物医药、纺织服装、建筑材料、机械制造、矿产冶炼、食品加工、化工塑料、竹木加工、花卉苗木等十大产业为支撑，浏阳市是世界闻名的“花炮之乡”。

根据《浏阳市 2013 年国民经济和社会发展统计公报》，2013 年，浏阳市实现地区生产总值 924.29 亿元，同比增长 14.5%；其中第一产业增加值 78.13 亿元，第二产业增加值 663.95 亿元，第三产业增加值 182.21 亿元，同比分别增长 4.3%、16.8%和 10.4%；三次产业结构为 8.5:71.8:19.7；2013

年度，浏阳市城乡居民人均可支配收入 24,183 元。

2013 年，浏阳市实现固定资产投资 588.22 亿元，同比增长 40.3%。其中工业投资 360 亿元，增长 32.8%。2013 年，浏阳市房地产业实现增加值 21.25 亿元，同比增长 6.7%；商品房销售面积 108.98 万平方米，同比增长 15.4%。

地方财力方面，随着浏阳市经济快速发展，浏阳市地方财政收入快速增长；2011~2013 年，浏阳市地方一般公共预算收入年均复合增长 44.01%，2013 年增长主要由非税收入构成；2011~2013 年，浏阳市地方可控财力年均复合增长 30.88%，2013 年为 74.58 亿元，其中一般公共预算收入占比 49.23%；2013 年度浏阳市一般公共预算收入中非税收入对增长贡献较大，非税收入新增中约 8 亿元为浏阳市政府拥有的办公楼等资产处置收入。2014 年上半年，浏阳市实现地方一般公共预算收入 21.50 亿元，其中税收收入 14.77 亿元、非税收入 6.73 亿元。

表 2 2011~2013 年浏阳市地方财力情况表（单位：万元、%）

科目	2011 年	2012 年	2013 年	年均复合增长	2014 年上半年
（一）地方一般公共预算收入	177,068	247,313	367,195	44.01	215,020
其中：税收收入	131,685	179,079	217,190	28.43	147,711
非税收入	45,383	68,234	150,005	81.81	67,309
（二）转移支付和税收返	188,656	239,794	249,007	14.89	125,000
1. 一般性转移支付	75,297	100,803	108,720	20.16	55,000
2. 专项转移支付收入	77,089	101,533	101,256	14.61	50,000
3. 税收返还收入	36,270	37,458	39,031	3.74	20,000
（三）国有土地使用权出	63,747	85,725	117,380	35.70	111,741
1. 国有土地使用权出让	63,647	85,375	117,180	35.69	108,983
2. 国有土地收益基金					
3. 农业土地开发资金	100	350	200	41.42	
4. 新增建设用地有偿使					2,758
（四）预算外财政专户收	5,897	10,108	12,231	44.02	5,107
地方可控财力	435,368	582,940	745,813	30.88	456,868

资料来源：浏阳市财政局

浏阳市地方政府债务主要由直接债务及担保债务两部分构成，占比分别为46.70%和53.30%，担保债务规模较大。截至2013年底，浏阳市全部债务余额25.89亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），地方债务率34.71%，浏阳市地方政府债务水平较轻。

表3 浏阳市地方政府债务余额及综合财力统计表（单位：万元）

地方债务（截至 2013 年底）	金额	地方财力（截至 2013 年底）	金额
（一）直接债务余额	120,889	（一）地方公共预算收入	367,195
1、外国政府贷款	7,766.5	1. 税收收入	217,190
2、国外金融组织贷款	99.6	2. 非税收入	150,005
（1）世界银行贷款	99.6	（二）转移支付和税收返还收入	249,007
（2）亚洲开发银行贷款		1. 一般性转移支付收入	108,720
3、国债转贷资金	26.2	2. 专项转移支付收入	101,256
4、农业综合开发借款		3. 税收返还收入	39,031
5、解决地方金融风险专项借款	529.6	（三）国有土地使用权出让收入	117,380
6、国内金融机构借款	96,145	1. 国有土地使用权出让金	117,180
（1）政府直接借款	96,145	2. 国有土地收益基金	
（2）由政府承担偿还责任的融资平台公		3. 农业土地开发资金	200

司借款			
7、债券融资		4. 新增建设用地有偿使用费	
8、粮食企业亏损挂账	9,464	(四) 预算外财政专户收入	12,231
9、向单位、个人借款	652.1		
10、拖欠工资和工程款	3,120		
11、其他	3,086		
(二) 担保债务余额	276,001		
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	276,001		
4、其他			
地方政府债务余额= (一) + (二) *50%	258,889.5	地方综合财力= (一) + (二) + (三) + (四)	745,813
债务率= (地方政府债务余额 ÷ 地方综合财力) × 100%		34.71%	

资料来源：浏阳市财政局

浏阳经开区

浏阳经济技术开发区初创于1997年，成立时名为“浏阳工业园”；2000年更名为“湖南浏阳生物医药园”；2006年10月，园区被国家发改委批准认定为国家级生物产业基地，成为中部地区第一个国家级生物产业基地。2012年3月，园区获国务院批准设立为国家级浏阳经济技术开发区，为湖南省唯一一家生物医药类国家级开发区。

浏阳经开区距浏阳市区25公里、距长沙星沙收费站30公里、距长沙黄花国际机场15公里、距长沙高铁站33公里，园区首期规划面积13.4平方公里（未来规划将拓展），目前已开发面积达到16平方公里。园区内有各类注册企业459家，有外资企业22家，工业企业230家（其中规模以上工业企业90家）；年产值亿元以上企业45家、5亿元以上企业25家、100亿元以上企业1家。经过多年的发展，浏阳经开区已形成医药、信息、食品三大特色产业群，并涉及环保、新材料、新能源领域。园区内重点企业有蓝思科技、介面光电、尔康制药、基伍通讯、领胜科技、永清环保等，其中尔康制药、永清环保为上市企业；同时，园区内有“丰日”、“盐津铺子”、“绿之韵”、“好味屋”共4个中国驰名商标。

2013年，浏阳经开区工业总产值520亿元，同比增长38%，其中规模工业增加值160.47亿元，同比增长27.8%；实现固定资产投资96亿元，其中企业固定资产投资91.5亿元；招商引资到位资金33亿元，其中外资8,800万美元，在长沙市“四区十园”中规模工业增长速度位列第一。

浏阳经开区财政方面，浏阳市财政局在浏阳经开区设立浏阳市财政局工业园分局，开发区无独立财政；2013年，浏阳经开区地方综合财力收入24.42亿元，同比增长27.18%，其中，税收收入为14.99亿元、国有土地使用权出让收入7.6亿元、预算外财政专户收入1.08亿元；截至2013年底，浏阳经开区地方政府债务余额2.04亿元，债务率为8.34%，园区地方政府债务水平低。

区域发展规划

根据《浏阳经济技术开发区“十二五”发展规划（2011-2015）》，园区将在与土地利用总体规划及城市总体规划充分衔接的基础上，充分拓展开发区用地空间；同时，坚持集约、高效开发利用土地，不断提高土地投资强度。计划到2015年，园区规划面积扩大到25.36平方公里，新增建设用地15.34平方公里；土地投资强度达到2,860.00万元/公顷，土地产出效益达到3,940.00万元/公顷；到2020年，园区面积将扩大到32.00平方公里。

经济发展目标方面，到2015年，实现高新技术产值612亿元，力争实现工业总产值1,000亿元，年均复合增长42.3%；工业增加值250亿元，年均复合增长35.5%；2015年实际利用外资1.2亿美元，

利用内资20亿元；到2015年上交税金总额达到17.5亿元。

四、基础素质分析

1. 产权状况

浏阳市财政局持有公司 100%股权，公司实际控制人系浏阳市财政局。

2. 区域地位

公司为浏阳经开区范围内唯一的土地整理开发和基础设施建设主体，公司下属拥有园区内唯一的自来水供应公司和污水处理公司，同时涉及园区内政策性住房建设、标准厂房建设、中小企业投融资服务等业务。

公司自成立以来投资成立多家子公司，截至 2013 年底，合并范围内共有 9 家子公司，承担政府授予的多项职能，涵盖的业务领域较广。浏阳经济技术开发区水务有限公司（以下简称“水务公司”）由公司于 2001 年 9 月投资设立，系浏阳经开区范围内唯一的供水企业，水务公司主要负责浏阳经开区范围内的自来水生产经营、城市垃圾处理、水务项目的投资等；浏阳生物医药园污水处理工程有限公司（以下简称“污水处理公司”）由公司于 2004 年 4 月投资设立，污水处理公司负责园区内城市污废水处理、水处理项目运营管理等；浏阳汇远房地产开发有限公司（以下简称“汇远公司”）成立于 2001 年 9 月，公司持有 100%股权，汇远公司负责标准厂房、公租房建设、旅游开发及物业管理等；浏阳银信投资管理有限公司（以下简称“银信投资”）由公司全资子公司浏阳生物医药园汉邦投资有限公司和长沙国家生物产业基地中小企业创业服务中心于 2012 年 6 月共同出资设立，目前公司间接持有该公司 80%股份，银信投资业务包括投资项目的管理、投融资服务、资产管理服务、财务咨询服务、企业管理与策划等；浏阳工业园金源给排水工程服务有限公司（以下简称“金源公司”），由公司于 2006 年 6 月投资设立，业务主要为水、暖、电、排污、园林绿化、路面硬化工程施工；公司子公司明细情况见附表。

总体看，公司业务在浏阳市经开区范围内具有较强公益性质，拥有一定区域垄断性优势，业务竞争优势明显，同时还获得浏阳市政府的大力支持。

3. 人员素质

截至 2013 年底，公司共有高层管理人员 6 人。

公司董事长、总经理罗其胜先生，出生于 1969 年，党员，研究生学历；曾任浏阳市古港镇城建所所长，浏阳市规划管理局副局长，浏阳市住房和城乡建设委员会副主任，浏阳市城市建设集团有限公司总经理，浏阳市建设局局长、党委副书记，浏阳市淮川街道工委书记；现任公司法定代表人、董事长、总经理。

截至 2013 年底，公司合并口径共拥有员工 69 人。从年龄分布划分，30 岁以下员工占 20%，30 岁~50 岁员工占 80%；从文化程度划分，研究生及以上员工占 6%，本科占 49%，大专占 36%，中专及以下占 9%。

总体来看，公司高管有较丰富的管理经验，公司人员构成较合理，能够满足日常经营需要。

4. 外部支持

公司负责的土地整理开发、基础设施建设、工程施工、供水业务、污水处理业务等均具有较

强的公益性质，公司的业务发展获得浏阳市政府和浏阳市经开区管委会的大力支持，主要体现在以下方面：

资本金注入

公司于 1999 年 11 月时注册资本 1,000 万元，浏阳市财政局分别于 2000 年 4 月、2001 年 7 月、2008 年 12 月及 2010 年 11 月对公司增资 1,600 万元、5,400 万元、7,000 万元及 20,000 万元；浏阳市财政局对公司的增资有效增强了公司资金实力及业务经营能力。

土地资产注入

由于公司承担了长沙国家生物产业基地园区内大量的基础设施建设、土地开发整理及供水等任务，为满足公司日常经营需要、增强公司的融资能力，截至 2013 年底，浏阳市政府累计注入公司经营性土地 7,200 多亩；其中 2011~2013 年分别向公司注入 1,096.97 亩、1,097.54 亩和 1,898.92 亩，合计共 4,093.43 亩，土地性质均为国有出让用地，其中商服住宅用地 3,706.71 亩、商服用地 386.72 亩；注入的土地均拥有国有土地使用权证，但目前公司拥有土地资产均已用于抵押。

财务处理上，公司将注入的经营性土地资产按评估报告的评估价值计入资本公积和存货，目前公司账面上 2011 年以前注入土地的账面价值为 17.07 亿元，2011~2013 年期间注入土地的账面价值为 49.38 亿元。

政府补助

为支持公司日常经营发展需要，根据浏财建[2011]105 号、浏财建[2012]126 号和浏财建[2013]122 号，浏阳市财政局工业园分局分别拨付公司运营补贴 0.73 亿元、0.99 亿元和 1.33 亿元。

基础设施项目建设支持

2012 年 6 月，公司与浏阳市财政局签订《关于浏阳经济技术开发区基础设施建设项目代建协议书》，约定公司负责浏阳经开区基础设施建设项目进行投资、融资和施工建设，按规定使用项目建设用地，并独家享有代建项目管理费收益权。浏阳市财政局全额支付公司投资项目发生的实际支出成本，并按不低于上述投资成本的 20%支付管理服务费。

募投项目建设支持

针对公司本期债券的募投项目，浏阳市政府出具《关于平衡浏阳经开区开发投资有限公司南园片区路网建设工程等 5 个园区基础设施项目建设收益的说明》（浏政函[2014]223 号），本期债券募投项目均为浏阳经开区内的重点工程，项目周边可整理新增商业用地 1,147.20 亩、商住用地 641.35 亩、居住用地 197.1 亩、工业用地 3,182.25 亩，共计 5,167.90 亩；浏阳市政府授权公司负责上述新增土地的开发与整理工作，待土地开发整理完成后将上述土地交至浏阳市土地储备中心，土储中心按照“招、拍、挂”程序进行出让，将出让后的净收益返还给公司，以补偿公司项目建设成本并保障公司适当的建设利润。

根据《浏阳市人民政府关于浏阳市 2013 年至 2014 年 6 月出让用地成交价情况的说明》（浏政函[2014]222 号），2014 年上半年，浏阳市商业（商服）用地出让均价为 144.08 万元/亩，商住用地出让均价为 138.01 万元/亩，工业用地出让均价为 24.088 万元/亩，据此保守估计新增商业用地价格为 140 万元/亩，商住用地为 130 万元/亩，居住用地为 100 万元/亩，工业用地为 24 万元/亩；按此价格测算，上述土地出让总收入为 34.01 亿元，按总收入的 8%扣除土地开发成本，以及按 12%扣除法律规定上缴国家的以后，返还公司的土地出让净收益为 27.21 亿元，可完全覆盖本期债券募投项目总投资 25.61 亿元，并实现适当的利润。

为保障公司开发净收益，浏阳市政府决定，对于公司开发成本和规费超过转让挂牌总收入

20%的项目，以及土地出让价格低于上述估计价格的项目，浏阳市财政将直接投入补贴，以确保公司土地返还净收益不低于 27.21 亿元。2015~2021 年，匹配土地净收益分别为 1.66 亿元、1.55 亿元、5.58 亿元、4.72 亿元、4.77 亿元、4.66 亿元和 4.26 亿元。如果未来土地市场发生波动，相关土地不能按照计划整理完成并出让，浏阳市政府将根据当年土地实际出让情况，协调其他资金解决当年资金缺口。

该募投项目建设收益为本期债券本息金额（按 8.5%利率测算）合计 21.38 亿元的 127.28%，覆盖程度较好。

应收款项回款安排

截至 2013 年底，公司应收账款和其他应收款合计 11.63 亿元，其中浏阳市政府应承担偿还责任的款项合计 8.72 亿元，包括应收浏阳市财政局工业园分局的项目建设工程款，以及应收浏阳市政府、浏阳经开区管委会及其下属有关单位的往来款项。根据浏阳市政府《关于浏阳经开区开发投资有限公司应收账款资金兑付的说明》（浏政函[2014]224 号），浏阳市政府安排 2015~2017 年将浏阳经开区范围内的 780.21 亩商住用地和 717.01 亩工业用地进行出让，参考市场价值，上述土地保守估计商住用地价格为 130 万元/亩，工业用地为 24 万元/亩，按此价格计算，土地出让挂牌总收入为 11.86 亿元，扣除 20%土地开发整理成本和相关税费后，土地出让净收益 9.49 亿元，高于公司应收政府款项 8.72 亿元，2015~2017 年公司分别可获得回款资金 2.60 亿元、2.60 亿元和 3.52 亿元。为确保公司利益不受损失，浏阳市政府决定，对于土地开发成本以及相关税费超过转让挂牌总收入 20%的地块，土地出让价格低于上述估计价格的项目，以及未来土地市场发生波动，相关土地不能按照计划出让的情形，浏阳市政府将根据实际情况，安排其他资金拨付，以确保按时偿付。

募投项目建设收益的资金平衡用地和应收政府款项保障用地均位于浏阳经开区范围内，目前区域内出让市场规模小，且土地出让市场易受国家对房地产市场调控影响，未来土地变现情况存在不确定性。

五、管理分析

1. 法人治理结构

根据《公司法》及有关法律、法规的规定，公司由浏阳市财政局出资设立。公司不设股东会，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。根据公司《公司章程》，公司设董事会，董事会每届任期三年，董事会成员为 5 人（另有 2 名职工董事），设董事长 1 名；董事会成员由出资者委派或更换，董事长由出资者从董事会成员中指定，董事长为公司的法定代表人。公司设总经理，由董事会聘任或解聘；公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理对公司的经营和行政管理工作全面负责，总经理对董事会负责。公司设监事会，由 5 名监事组成，监事任期 3 年；董事、高级管理人员不得兼任监事。

2. 管理水平

根据有关法律、行政法规等，公司制定了财务管理、安全生产管理等制度。

财务管理

财务审批方面，公司实行集体领导的、计划控制支出总额前提下的董事长责任审批制、董事

长授权审批制；董事长对公司业务全权“一支笔”审批，为方便工作，董事长在审批月度总计划费用开支的情况下，授权总经理及财务副总执行部份审批职能。

资金管理方面，公司不设立“现金”账户，实行出纳备用金制度，出纳备用金限额为伍万元，出纳严格按审批程序和审批制度支付备用金，对金额超 2,000 元以上的款项原则上不支付现金，超过 2,000 元以上的对外业务原则上必须对公支付。

子公司财务管理上，财务设专职会计核算子公司业务，子公司会计人事编制及业务统一归公司财务部管理；子公司财务管理参照公司财务管理制度执行，子公司费用开支管理实行全年限额审批制和单项限额管理制度；子公司工程建设、材料采购、设计监理等支出参照总公司支付流程支付。

安全生产管理

公司市政工程施工单位应设立安全生产管理机构，建立健全各级各部门安全生产责任制，并有考核记录，总分包单位签定的合同必须有双方明确的安全生产内容和责任；市政工程施工企业应制定、分解、落实安全管理目标，并有相应的奖惩、考核制度；市政工程施工企业施工前，应编写全面、具体、针对性强、并经企业技术负责人审批、签名盖公章的安全技术措施和施工现场临时用电方案，专业性较强的工程项目，应编制专项安全施工方案。

综合看，公司法人治理结构与管理制度建立比较完善，能够保障公司日常经营运转。

六、经营分析

1. 经营概况

公司是浏阳市重要的土地整理开发和基础设施建设主体，目前业务主要位于浏阳经开区范围内，负责浏阳经开区的土地整理开发、基础设施建设、自来水销售、污水处理，同时涉及政策性住房和标准厂房建设、投融资服务、租赁等业务。近三年公司收入主要由土地整理开发业务和基础设施建设业务收入等构成，两项合计占比在 78%以上。

近三年公司营业收入保持稳定增长，分别为 2.09 亿元、2.58 亿元和 3.48 亿元。其中土地整理开发业务收入，2012 年度有所下滑，2013 年与上年保持稳定；基础设施建设业务规模持续快速增长，年均复合增长 103.95%，2013 年达到 2.18 亿元；自来水销售和污水处理保持稳定快速增长，近三年年均复合增长分别为 54.07%和 60.30%，2013 年实现收入分别为 0.31 亿元和 0.08 亿元；其他业务收入由政策性住房建设、投融资服务收入构成，规模相对较小且不稳定，其中 2012 年主要为政策性住房销售形成收入 0.22 亿元。

毛利率方面，土地开发整理业务受成本大幅增长影响，毛利率持续下滑，2013 年降至-20.93%；基础设施建设业务，公司按项目成本的 20%收取代建管理费，毛利率稳定为 16.67%；自来水销售业务毛利率有所波动，2012 年受管道铺设成本计入营业成本影响、毛利率大幅下降至 36.10%，2013 年恢复正常水平；污水处理业务处于持续亏损状态，2012 年受收费价格调整影响，亏损面有所减少，2013 年因公司运营成本增长，毛利率进一步下滑至-58.13%；其他业务收入构成不稳定导致毛利率波动较大，2012 年较低系当期主要贡献收入的政策性住房销售业务毛利率较低（约为 14%），2013 年投融资、租赁等业务毛利率相对较高；整体看，受土地整理开发业务影响，公司整体业务毛利率持续下滑，2013 年降至 11.47%。

表 4 2011~2013 年公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

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
土地整理开发	13,729.56	65.56	52.64	8,148.82	31.56	27.73	8,110.63	23.28	-20.93
基础设施建设	5,246.40	25.05	16.67	12,200.78	47.25	16.67	21,822.71	62.63	16.67
自来水销售	1,316.24	6.28	52.27	2,479.34	9.60	36.10	3,124.52	8.97	58.07
污水处理	312.38	1.49	-44.81	569.05	2.20	-16.16	802.65	2.30	-58.13
其他	338.35	1.62	46.87	2,424.64	9.39	17.18	982.58	2.82	72.33
合计	20,942.93	100.00	42.06	25,822.62	100.00	21.35	34,843.08	100.00	11.47

资料来源：公司提供

土地开发整理

公司自成立以来即负责浏阳经开区范围内的土地开发整理业务，目前园区已开发面积达到 16 平方公里；自成立以来 10 余年内，公司累计整理开发 3,000 亩商业用地、17,000 亩工业用地。

根据浏政函[2010]415 号文件（2010 年 12 月 30 号），浏阳经开区的土地在出让后，其出让收入全额上缴浏阳市财政；土地经浏阳市国土局审核，其中公司进行前期征地平整的土地，按照土地出让协议价对公司进行返还，并作为公司当期土地出让返还收入。土地出让收入扣除上缴国家的各项规费（约 12%）后的净收益将全部返还给公司，返还期一般为 3~6 个月。

财务处理方面，公司将报批、征地、拆迁、市政配套开发修路、配套设施发生的支出计入存货-开发成本，待地块开发完成后将其从存货-开发成本转入存货-开发产品，待土地出让时进行结转，公司按照土地出让价格确认收入；受开发成本和土地出让市场价格变动影响，公司土地整理业务获得净收益存在波动。

公司整理的土地包括工业用地及商住用地，近三年整理开发并完成出让的土地面积分别为 463.36 亩、200.45 亩和 338.50 亩，其中工业用地分别为 414.86 亩、164.42 亩和 338.5 亩，近三年公司整理并完成出让的土地以工业用地为主。

受征地拆迁成本及人工成本上升影响，近几年土地开发整理成本快速增长，2012 年商业用地平均整理成本达到 82.39 万元/亩，同比增长 70.54%；2013 年工业用地平均整理成本达到 28.97 万元/亩，同比增长 64.60%；受土地整理成本增长影响，土地整理开发业务毛利率持续下降，2013 年度整理出让的工业用地成本倒挂，当期业务毛利率降至-20.93%。

截至 2013 年底，公司已开发整理完成土地包括工业地 918 亩、商住地 210 亩，在存货-开发产品中账面价值 4.39 亿元。

未来，随着浏阳经开区规划面积扩大，2015 年园区规划面积达到 25 平方公里左右，2020 年扩大至 32 平方公里，将持续产生大量待开发整理的土地；预计 2014~2016 年公司将整理出让商住用地面积 550 亩、750 亩和 800 亩，整理出让工业用地面积 2,450 亩、2,750 亩和 3,200 亩。

总体看，公司土地开发整理业务规模大，但近年公司土地整理业务毛利率持续下滑；未来，公伴随浏阳经开区的扩大，公司土地开发整理业务规模有所持续扩大。

基础设施建设

2012 年 6 月以前，公司参与的基础设施建设项目分别单独签订委托代建协议；2012 年 6 月，公司与浏阳市财政局签订框架性的基础设施建设项目代建协议书，原单独签订的协议与框架性协

议书的基本内容一致，协议约定：公司负责浏阳经开区基础设施建设项目进行投资、融资和施工建设，浏阳市财政局全额支付公司投资项目发生的实际支出成本，并按不低于上述投资成本的20%支付管理服务费。

成本及管理服务费支付方面，公司的项目建设成本及管理服务费全部由浏阳市政府支付至公司，其中公司当年支付的项目成本，由浏阳市政府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。

财务处理上，公司将基础设施建设项目前期投入计入在建工程，待项目结算时进行结转相应确认成本，对应按照成本加成20%确认为收入。

截至2013年底，公司主要负责的基础设施建设项目包括纬二线、安阳安置区、环园南路、经六线、经三线、经一线等，项目总投资12.89亿元，2011~2013年，公司分别实现收入5,246万元、12,201万元和21,823万元，近三年公司参与的基础设施建设项目明细情况如下表所示。

表5 2011~2013年公司基础设施建设项目实现收入情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	2011年	2012年	2013年	截至2013年底 累计实现收入
文化馆项目	2,500	343	526	94	2,633
纬二线	12,000	630	219	2,756	16,301
纬三线	3,360	325	462	55	3,973
环园东路	3,520	407	93	73	3,733
东扩区三号路	2,400	563	929	144	2,596
东四路	3,950	2,170	1,406	1,584	6,051
纬一路	9,200	807	53	95	10,456
安阳安置区	26,500	--	2,777	249	3,026
环园南路	2,500	--	2,931	--	2,931
经六线	3,000	--	2,806	--	2,806
经三线	5,000	--	--	5,863	5,863
经一线	5,000	--	--	5,905	5,905
永龙路	5,000	--	--	5,004	5,004
总计	83,930	5,246	12,201	21,823	71,278

资料来源：公司提供

受基础设施建设项目收入确认与约定回款时间存在差异，项目收到回款金额小于各期确认收入额，2011~2013年收到回款分别为4,197万元、9,273万元和9,149万元；根据浏政函[2014]224号文件，浏阳市政府已安排通过未来三年的土地出让收益逐步兑付公司应收款项。截至2013年底，公司在建的基础设施建设项目仅安阳安置房项目，拟建项目为北园第二污水厂项目，2014~2015年基础设施建设项目需投入资金3.33亿元和3.37亿元。

总体看，公司基础设施建设业务板块收入规模较大，但收入回款时间有延迟性，相应确认应收款项较大；伴随政府逐步兑付相关款项，公司该板块收入将逐步回款。

自来水供给及污水处理

自来水业务方面，公司下属全资子公司水务公司负责浏阳经开区范围内的自来水生产经营，2012年下属自来水厂三期项目投入运营，供水能力达8万吨/日；2011~2013年总供水量分别为800万吨、1,015万吨和1,430万吨；目前自来水业务产能利用率约50%。

2012 年 7 月，浏阳经开区的部分水价进行调整，其中居民用水价格由 1.58 元/吨调整至 1.98 元/吨，非居民用水价格由 1.72 元/吨调整至 2.56 元/吨；而特种用水价格由 4 元/吨调整至 7.2 元/吨。虽 2012 年供水价格整体上调，但受当期供水管道铺设成本约 400 万元计入业务成本影响，当期自来水销售业务毛利率降至 36.10%，2013 年毛利率恢复至正常水平。

污水处理业务方面，公司下属的污水处理公司负责浏阳经开区范围内的工业废水及生活污水处理，2013 年污水处理厂三期投入使用，污水处理能力达到 5.5 万吨/日；2012 年 6 月以前浏阳经开区排污费标准为 0.4 元/吨，之后调整为 0.6 元/吨，排污费收取则由负责供水业务的子公司水务公司按照实际用水量计量统一收取；2011~2013 年污水处理公司分别处理污水 576 万吨、619 万吨和 622 万吨；目前产能利用率约 30%。2012 年污水价格上调，当期业务亏损面减少、毛利率回升至-16.16%；2013 年度，由于污水处理公司改制中层工资调整、公司员工数由 15 人增至 25 人导致人工成本大幅增加，另污水处理厂三期项目投入运营电耗及折旧大幅上升，导致 2013 年底毛利率大幅降至-58.13%。

总体看，目前公司拥有的供水能力和污水处理能力均能够满足浏阳经开区的需求，产能利用率处于较低水平，未来两项业务收入的增长主要依赖于浏阳经开区整体园区经济的发展。

其他业务

公司其他业务包括政策性住房建设、投融资服务和租赁等业务。近三年，其他业务的毛利率总体呈上升趋势，2013 年毛利率达到 72.33%，但其他业务收入在营业收入中占比较低，对综合毛利率的影响有限。

政策性住房销售业务主要由汇远公司负责，业务包括浏阳经开区范围内标准厂房及公租房的开发建设，2012 年公司政策性住房销售实现收入 0.22 亿元，系销售的紫星园三期项目（政策性住房项目，总建筑面积 1.3 万平方米，当期销售面积 1.10 万平方米）；2013 年汇远公司出租自有门面获得租赁收入 203 万元。2014 年 2 月，公司已开工建设标准厂房项目中小企业创业基地，建筑面积 26.2 万平方米，总投资 4 亿元；2014 年下半年，公司拟开工建设两个公租房项目包括东郡和瑞林两个项目，总投资约 4.2 亿元，总建筑面积 17.82 万平方米。

投融资服务业务方面，子公司银信投资主要负责管理总额为 8,000 万元的“种子基金”，该基金主要为园区企业提供融资服务和资产管理服务，2013 年实现收入 275 万元。

工程施工方面，2013 年，子公司金源公司完成了经一南路、永龙路等主管铺设 6 公里；并拓展至安装业务，完成了金科、普济、永和阳光、威尔曼新厂区、蓝思中水回用等企业给水工程 16 个；金源公司 2013 年实现收入 505 万元。

总体看，公司业务规模持续增长，以土地整理开发和基础设施建设等为主。但受制于成本上升影响，土地整理开发业务毛利率持续下滑，拉动综合毛利率下降。

2. 在建及拟建项目情况

除本期债券募投项目外，截至 2013 年底，公司主要在建及拟建项目有 5 个，总投资额 15.16 亿元，主要项目为中小企业创业基地、北园第二污水厂、东郡公租房项目、瑞林公租房项目等；预计未来三年公司主要在建项目将分别投入 6.29 亿元、7.61 亿元和 0.81 亿元；未来公司项目支出规模较大。

表 6 截至 2013 年底公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目内容	建设期	总投资	截至 2013 年底 完成投资	2014 年计 划	2015 年计 划	2016 年 计划
中小企业创业基地	26.2 万平方米 标准厂房	2013.10~ 2015.10	40,000	2,000	16,648	21,352	--
安阳安置区	7.8 万平方米安 置房	2012.10~ 2015.10	26,500	2,500	11,737	12,263	--
北园第二污水厂	3 吨/日污水厂	2014.1~ 2016.1	43,106	--	21,553	21,453	100
东郡项目	9.32 万平方米 公租房	2014.1~ 2015.12	22,000	--	12,000	10,000	--
瑞林项目	8.5 万平方米公 租房	2014.9~ 2016.9	20,000	--	1,000	11,000	8,000
合计			151,606	4,500	62,938	76,068	8,100

资料来源：公司提供

截至目前，中小企业创业基地项目已建成 8 栋标准厂房主体建筑，主体完工约 90%，已建成标准厂房面积为 12 万平方米，未来建成后标准厂房面积将达到 26.2 万平方米，目前租金暂定为 420 元/年·平方米，预计建成后每年可以产生 8000 万元租金收入。

总体看，公司在建及拟建项目需投入的资金规模较大，公司存在较大的对外融资压力。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2011~2013 年合并财务报表经中审亚太会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

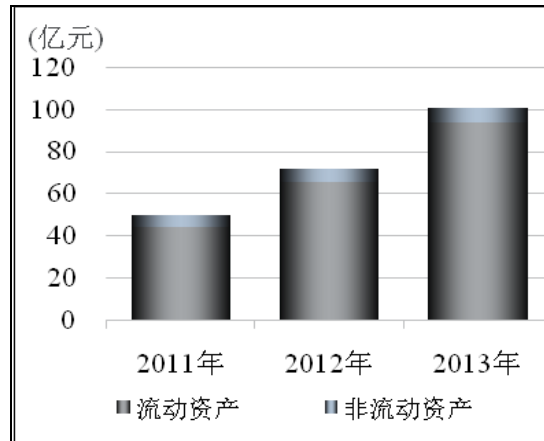
公司纳入合并范围的企业共 9 家，其中 7 家子公司 2011 年底已并入合并范围，2012 年新成立湖南昆云文化传播有限公司和浏阳银信投资管理有限公司，两家新成立公司注册资本分别 200 万元和 100 万元，规模较小，对公司近三年财务数据可比性影响较小；以下分析以 2013 年度财务数据为主。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 100.55 亿元，负债合计 37.28 亿元，所有者权益（含少数股东权益）63.27 亿元。2013 年，公司实现营业收入 3.48 亿元，净利润（含少数股东损益）1.39 亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.93 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.88 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 41.77%，截至 2013 年底为 100.55 亿元，其中流动资产占 93.20%，非流动资产占 6.80%。

图 1 2011~2013 公司资产构成情况

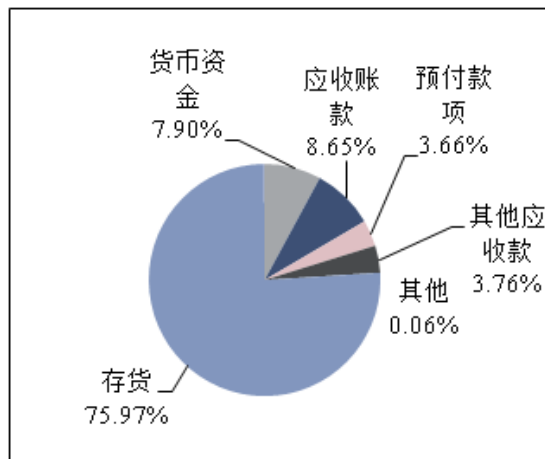


资料来源：审计报告

流动资产

2011~2013 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 45.34%，主要系存货增长所致。截至 2013 年底，流动资产合计 93.72 亿元，其中货币资金占 7.90%、应收账款占 8.65%、存货占 75.97%。

图 2 截至 2013 年底公司流动资产构成



资料来源：审计报告

2011~2013 年，公司货币资金规模快速增长，年均复合增长 73.29%，截至 2013 年底为 7.40 亿元，其中银行存款 7.03 亿元，2.25 亿元为定期存款（已用于抵押贷款，为受限类资金）；其他货币资金主要为 0.32 亿元短期保值增值投资活动资金。

近三年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 40.22%，截至 2013 年底为 8.11 亿元，其中 1 年以内的占 37.34%，1 至 2 年的占 13.49%，2 至 3 年的占 9.35%，3 年以上的占 39.82%；公司应收账款主要为应收浏阳市财政局工业园分局基础设施建设项目款项 7.13 亿元，占应收账款总额的 87.90%，应收账款集中度高；主要欠款单位为国有单位，公司未计提坏账准备。

2011~2013 年，公司其他应收款小幅波动增长，2013 年底为 3.53 亿元，主要由往来款项构成；主要欠款单位为国有单位，公司未计提坏账准备。

根据浏政函[2014]224 号，浏阳市政府安排在 2015-2017 年将经开区内的 780.21 亩商住用地和

717.01 亩工业用地进行出让，共计可实现土地出让净收益 9.49 亿元以支付公司应收政府款项 8.72 亿元，2015~2017 年公司分别可获得回款资金 2.60 亿元、2.60 亿元和 3.52 亿元。

2011~2013 年，公司存货快速增长，年均复合增长 48.42%，2013 年底为 71.20 亿元，其中土地共有 101 宗（其中 2013 年新增 24 宗，价值 24.67 亿元），账面价值合计 66.45 亿元（均已用于抵押）；存货开发产品主要为公司整理开发完成的土地，账面价值 4.39 亿元。

非流动资产

2011~2013 年，公司非流动资产有所增长，年均复合增长 9.90%，2013 年底为 6.84 亿元，其中固定资产占 39.13%，在建工程占 57.70%。

近三年，公司固定资产规模快速增长，年均复合增长 50.42%，2013 年底账面价值合计 2.68 亿元，累计折旧合计 0.44 亿元；固定资产主要由房屋及建筑物（占 70.76%）和机器设备（占 24.93%）构成。

2011~2013 年，公司在建工程波动下降，2013 年底为 3.95 亿元，其中包括自有在建项目 1.10 亿元（自有项目数量多、规模较小，包括办公楼、实验中心等），不满足结算条件未确认收入的基础设施建设项目投入成本 2.85 亿元。

总体来看，随着浏阳经济开发区的快速发展，伴随着土地及其他资产的注入，公司承接的基础设施建设规模的扩大，公司资产规模快速增长。公司资产以存货、固定资产和在建工程为主，公司整体资产质量及流动性一般。

3. 负债及所有者权益

负债

2011~2013 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 36.75%，2013 年底，公司负债合计 37.29 亿元，其中流动负债占 25.52%，非流动负债占 74.48%。

近三年，公司流动负债不断增长，年均复合增长 13.91%，截至 2013 年底，流动负债合计 9.52 亿元，其中应付账款占 23.89%、预收款项占 22.15%、其他应付款占 30.55%、一年内到期的非流动负债占 20.94%。

2011~2013 年，公司应付账款波动中有所增长，年均复合增长 5.66%，2013 年底为 2.27 亿元，其中应付金额前五名合计 0.62 亿元，占应付账款总额的 27.23%，应付账款集中度一般。

近三年，公司预收款项波动中有所下降，年均减少 13.37%，2013 年底为 2.11 亿元，主要为湖南源昌房地产开发有限公司、株洲八达房地产有限公司和湖南有色金属投资有限公司等公司预收土地款，预收金额前五名合计占预收款项总额的 22.59%，预收款项集中度一般。

2011~2013 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 22.81%，2013 年底为 2.91 亿元，主要为浏阳市城市建设集团有限公司、浏阳经开区投资发展公司和浏阳市财政局工业园分局等单位往来款，应付金额前五名合计占其他应付款总额的 50.09%，其他应付款集中度较高。

近三年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 96.12%，2013 年底为 1.99 亿元，全部为中国民生银行股份有限公司长沙分行、国家开发银行湖南省分行和中国银行股份有限公司湖南省分行等单位的抵押借款。

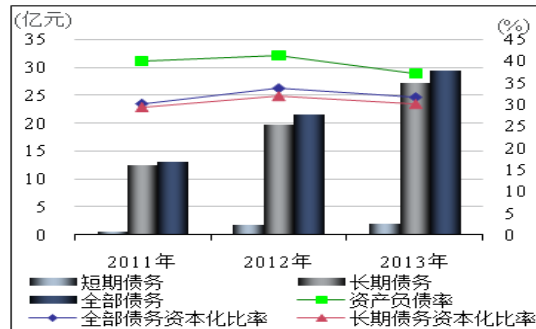
2011~2013 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 48.44%，2013 年底为 27.77 亿元，主要由长期借款构成。

近三年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 47.69%，2013 年底为 27.22 亿元，全部为抵

押借款，其中银行借款 21.97 亿元，非银行金融机构借款 5.25 亿元。目前公司长期债务（包括长期借款和一年内到期的其他非流动负债）均为土地抵押借款，已用于抵押的土地账面价值 66.45 亿元。公司银行借款土地抵押率偏低。

有息债务方面，近三年公司全部债务快速增长，年均复合增长 50.18%，2013 年底为 29.31 亿元，其中短期债务占 7.14%，长期债务占 92.86%。

图 3 公司近年债务负担情况



资料来源：审计报告

近三年，公司资产负债率分别为 39.85%、41.16%和 37.08%；全部债务资本化比率分别为 30.16%、33.74%和 31.66%；长期债务资本化比率分别为 29.31%、31.89%和 30.08%。除资产负债率外，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较 2011 年底有所上升。

总体来看，随着公司业务规模的扩大，公司长期借款快速增长，推动负债规模快速上升，但公司整体债务结构保持相对稳定，资产负债率略有下降。

所有者权益

2011~2013 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 45%，主要来源于资本公积和未分配利润的快速增长所致。截至 2013 年底，公司所有者权益为 63.27 亿元，其中实收资本占 5.53%、资本公积占 82.94%、盈余公积占 1.04%、未分配利润占 10.47%、少数股东权益占 0.01%。公司资本公积全部由浏阳市政府历年注入公司的土地资产形成；截至 2013 年，公司资本公积为 52.48 亿元，为历年注入公司的土地评估价值 66.45 亿元扣除公司前期对土地进行整理开发投入成本的净额。

总体来看，公司所有者权益主要以资本公积为主，结构稳定性较好。

4. 盈利能力

2011~2013 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 28.99%，公司 2013 年实现营业收入 3.48 亿元，主要由基础设施建设、土地返还和自来水销售等构成。

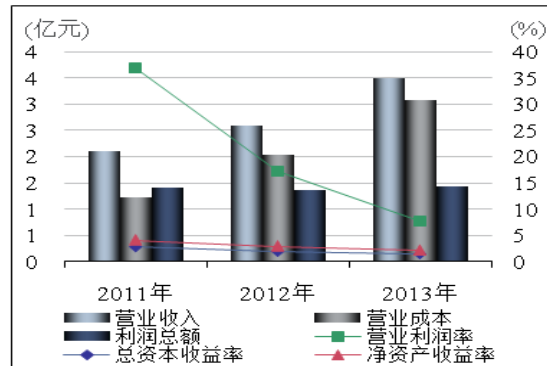
从期间费用来看，公司管理费用占比较销售费用和财务费用占比较大。近三年，期间费用占营业收入的比重分别为 5.51%、3.63%和 6.11%，公司期间费用控制较好。

2011~2013 年，公司营业外收入分别为 0.77 亿元、1.01 亿元和 1.38 亿元，其中分别收到政府补助 0.76 亿元、1.00 亿元和 1.38 亿元，公司营业外收入对利润总额影响较大。

盈利指标方面，2011~2013 年，受土地整理业务成本增长影响，公司营业利润率快速下降，三年分别为 36.85%、17.15%和 7.72%；总资本收益率分别为 2.91%、2.01%和 1.55%；净资产收益率

分别为 4.11%、2.99%和 2.20%。

图 4 2011~2013 年公司盈利能力情况



资料来源：审计报告

总体来看，公司营业利润持续快速下降，公司期间费用在收入中占比较小，政府补助对公司利润总额影响较大，公司整体盈利能力弱。

5. 现金流

经营活动方面，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 4.42 亿元、2.90 亿元和 1.75 亿元，公司近三年现金收入比分别为 211.12%、112.31%和 50.16%，其中 2011 年较高主要系获得前期土地出让金返还（2010 年公司出让商住用地 315 亩和工业用地 60 亩），2013 年较低主要由于基础设施建设项目收入确认与回款时间上存在差异所致。由于往来款项的增加，近三年公司收到其他与经营活动有关现金快速增长，年均复合增长 54.35%，三年分别为 4.38 亿元、9.84 亿元和 10.43 亿元，主要为往来款、政府补助款、保证金及定金。2011~2013 年，公司经营活动现金流入量分别为 8.80 亿元、12.74 亿元和 12.17 亿元。随着公司营业规模的快速增加，公司购买商品、提供劳务支付的现金也快速增长，近三年年均复合增长 66.40%，分别为 2.40 亿元、4.03 亿元和 6.63 亿元。近三年，公司经营活动现金流出量分别为 8.39 亿元、13.97 亿元和 16.10 亿元；经营活动现金流量净额分别为 0.41 亿元、-1.23 亿元和 -3.93 亿元。

投资活动方面，近三年公司收到投资收到的现金主要为投资于短期保值增值产品获得的收益；而在投资活动现金流出方面，2011 年公司投资支付的现金主要为浏阳生物医药园汉邦投资有限公司成为公司全资子公司前对其增资的支出，2012 及 2013 年主要系短期保值增值产品投资活动支出；近三年，公司投资活动现金流量净额分别为 -0.54 亿元、-1.93 亿元和 -0.99 亿元。

2011~2013 年，公司筹资活动前产生的现金流量净额分别为 -0.14 亿元、-3.16 亿元和 -4.92 亿元，公司存在较大的外部融资需求。

从筹资活动来看，近三年，公司筹资活动现金流入主要由借款收到的现金构成，受公司取得借款收到的现金快速增长的影响，筹资活动现金流入量快速增长，近三年分别为 4.00 亿元、9.45 亿元和 10.54 亿元；公司筹资活动现金流出规模呈稳定增长趋势，近三年分别为 3.48 亿元、4.48 亿元和 4.73 亿元，筹资活动现金流量净额分别为 0.52 亿元、4.97 亿元和 5.81 亿元。

总体来看，随着基础设施建设业务规模扩大，公司现金收入质量弱化，公司投资现金流规模相对较小，存在较大的对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，公司近三年流动比率分别为 604.98%、698.77%和 984.91%；速动比率分别为 164.29%、199.98%和 236.67%。近三年，公司经营现金流动负债比分别为 5.56%、-13.14%和-41.30%。公司经营活动对短期债务覆盖能力较弱，但短期债务规模较小。考虑到应收账款规模较大，总体来看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力来看，2011~2013年，公司EBITDA分别为1.48亿元、1.44亿元和1.51亿元；EBITDA全部债务比分别为8.79倍、14.93倍和19.37倍，EBITDA对全部债务保障能力较弱；整体看，考虑到基础设施回购、土地整理储备及返还机制，以及政府对公司的持续性支持，公司实际偿债能力尚可。

截至 2013 年底，公司共获得银行授信额度为 39 亿元，其中尚未使用授信额度 10 亿元。公司间接融资渠道较为畅通。

截至 2013 年底，公司无对外担保及其他或有事项。

总体看，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力尚可。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10430181001505309），截至 2014 年 7 月 9 日，公司无未结清不良信贷信息记录，存在 4 笔已结清关注类贷款信息；根据相关贷款银行提供的说明，其中 2 笔为系统信息错误造成，另 2 笔均正常偿还贷款本息；整体看公司债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

近年来，浏阳市经济快速发展、财政实力不断增强，浏阳经开区园区经济发展迅速、规模不断扩大，为公司业务经营发展提供良好外部环境。公司作为浏阳经开区内唯一的土地整理开发、基础设施建设、水务等业务的主体，得到浏阳市政府的大力支持；公司业务具有较强区域垄断性。总体看，公司整体抗风险能力强。

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13亿元，占2013年底公司全部债务的44.35%，占公司长期债务的47.76%。本期债券的发行对公司整体债务结构影响很大。

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37.08%、31.66%和30.08%。以2013年底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，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将分别上升至44.28%、40.08%和38.86%，公司债务负担将有所加重。

2. 本期债券偿债能力分析

2011~2013 年，公司 EBITDA 分别为 1.48 亿元、1.44 亿元和 1.51 亿元，分别为本期债券发行额的 0.11 倍、0.11 倍和 0.12 倍。考虑本期债券设置提前分期偿还条款，2011~2013 年公司 EBITDA

分别为本期债券分期偿还额 2.60 亿元的 0.57 倍、0.55 倍和 0.58 倍。公司 EBITDA 对本期债券保障程度较弱。

2011~2013 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 8.80 亿元、12.74 亿元和 12.17 亿元，分别为本期债券发行额的 0.68 倍、0.98 倍和 0.94 倍；同期，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 0.41 亿元、-1.23 亿元和 -3.93 亿元，分别为本期债券发行额的 0.03 倍、-0.09 倍和 -0.30 倍。考虑本期债券设置提前分期偿还条款，2011~2013 年公司经营活动产生的现金流入量分别为本期债券分期偿还额 2.60 亿元的 3.38 倍、4.90 倍和 4.68 倍；公司经营活动产生的现金流量净额分别为每年本金偿付额 2.60 亿元的 0.16 倍、-0.47 倍和 -1.51 倍；公司经营活动现金流入量对本期债券保障能力较弱。

针对本期债券的募投项目，根据浏政函[2014]223 号文件，本期债券募投项目均为浏阳经开区内的重点工程，项目周边可整理新增商业用地 1,147.20 亩、商住用地 641.35 亩、居住用地 197.1 亩、工业用地 3,182.25 亩，共计 5,167.90 亩；根据测算，预计上述土地出让总收入为 34.01 亿元，可返还公司的土地出让净收益为 27.21 亿元。2015~2021 年，匹配土地净收益分别为 1.66 亿元、1.55 亿元、5.58 亿元、4.72 亿元、4.77 亿元、4.66 亿元和 4.26 亿元。

应收款项回款方面，根据浏政函[2014]224 号)，浏阳市政府安排在 2015-2017 年将经开区内的 780.21 亩商住用地和 717.01 亩工业用地进行出让，共计可实现土地出让净收益 9.49 亿元，高于公司应收政府款项 8.72 亿元，2015~2017 年公司分别可获得回款资金 2.60 亿元、2.60 亿元和 3.52 亿元。

为保障公司本期债券募投项目建设以及偿付应收款项的资金需求，2015~2021 年期间浏阳市政府每年出让土地均在 900 亩以上，合计需出让土地共计 6,665.12 亩；土地均位于浏阳经开区范围内，区域内目前出让市场规模偏小，且土地出让面积及价格波动大，未来土地变现情况存在不确定性。

根据浏政函[2014]223 号文件和浏政函[2014]224 号文件，如果未来土地市场发生波动，相关土地不能按照计划整理完成并出让，浏阳市政府将根据当年土地实际出让情况，协调其他资金解决当年募投项目及应收款项出让土地应获得的土地出让净收益资金缺口。

同时，公司的基础设施建设业务、自来水销售及污水处理业务近几年保持稳定快速增长趋势，按照 2013 年度各业务收入的 60%~75% 作为基数、年均增速为 5% 进行测算，未来 7 年合计可为公司实现 12.99 亿元收入。

总体上，根据测算，未来 7 年公司可获得的土地出让净收益及经营性收入总额对本期债券本息合计的保障倍数约为 2.64 倍，对本期债券的保障程度较高。

表 7 本期债券偿还资金平衡测算表（单位：万元）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	合计
债券还本金			26,000	26,000	26,000	26,000	26,000	130,000
债券利息	11,050	11,050	11,050	8,840	6,630	4,420	2,210	55,250
债券本息合计	11,050	11,050	37,050	34,840	32,630	30,420	28,210	185,250
匹配土地净收益	16,646.14	15,537.02	55,761.52	47,176.61	47,731.49	46,565.60	42,635.62	272,054.00
基础设施建设收入	13,089.96	13,744.46	14,431.68	15,153.26	15,910.93	16,706.47	17,541.80	106,578.56
自来水销售收入	2,306.70	2,422.04	2,543.14	2,670.29	2,803.81	2,944.00	3,091.20	18,781.18
污水处理收入	561.36	589.43	618.90	649.84	682.34	716.45	752.28	4,570.60

应收账款回收	26,000	26,000	35,191.73	--	--	--	--	87,191.73
收益及收入合计	58,604.16	58,292.95	108,546.97	65,650	67,128.57	66,932.52	64,020.9	489,176.07
保障倍数	5.30	5.28	2.93	1.88	2.06	2.20	2.27	2.64

资料来源：公司提供

注：本期债券利息按 8.5% 测算

整体看，公司作为浏阳市重要的土地开发和基础设施建设主体，目前业务主要位于浏阳经开区范围内，系浏阳市经开区唯一的基础设施建设、土地整理开发主体，唯一的供水和污水处理业务主体，在浏阳市政府的大力支持下，公司营业收入稳定增长，未来收入、利润和经营现金流入有望继续保持增长，对本期债券保障程度将进一步提升。为推动募投项目的建设，政府将逐年划拨未来的土地出让收益给公司作为本期债券的偿债来源，增强对本期债券的保障程度，但未来土地出让市场、相关地块出让进度及收益返还仍存在一定不确定性；浏阳市政府未来对公司的财政补助、经营性资产注入将对本期债券的本息偿付形成一定补充。

九、债权保护条款分析

公司聘请中国工商银行股份有限公司浏阳支行（以下简称“工行浏阳支行”）为本期债券偿债资金监管银行，并与工行浏阳支行签订了本期债券《偿债资金专项账户监管协议》、开立了偿债资金专项账户。偿债资金专项账户专项用于偿付本期债券本息，该账户资金来源为公司日常经营所产生的现金流和项目经营现金流等。

在本期债券存续期内，公司应于年度付息日、本金兑付日10个工作日前将当年应付本息存入专户。在本期债券存续期内，在每年兑付日10个工作日前，如专户内资金数额不足以支付当期本息，工行浏阳支行应在1个工作日内书面通知公司。公司在接到通知后，将通过出售短期投资和票据，使用银行贷款，出售存货或其他流动资产以获得足额资金来弥补差额；专户账户未能完全补足前；公司将暂缓重大对外投资、收购兼并等资本性支出项目的实施；调减或暂缓发放高级管理人员的奖金，以确保本期债券当期应付本息能够完全偿付。

十、综合评价

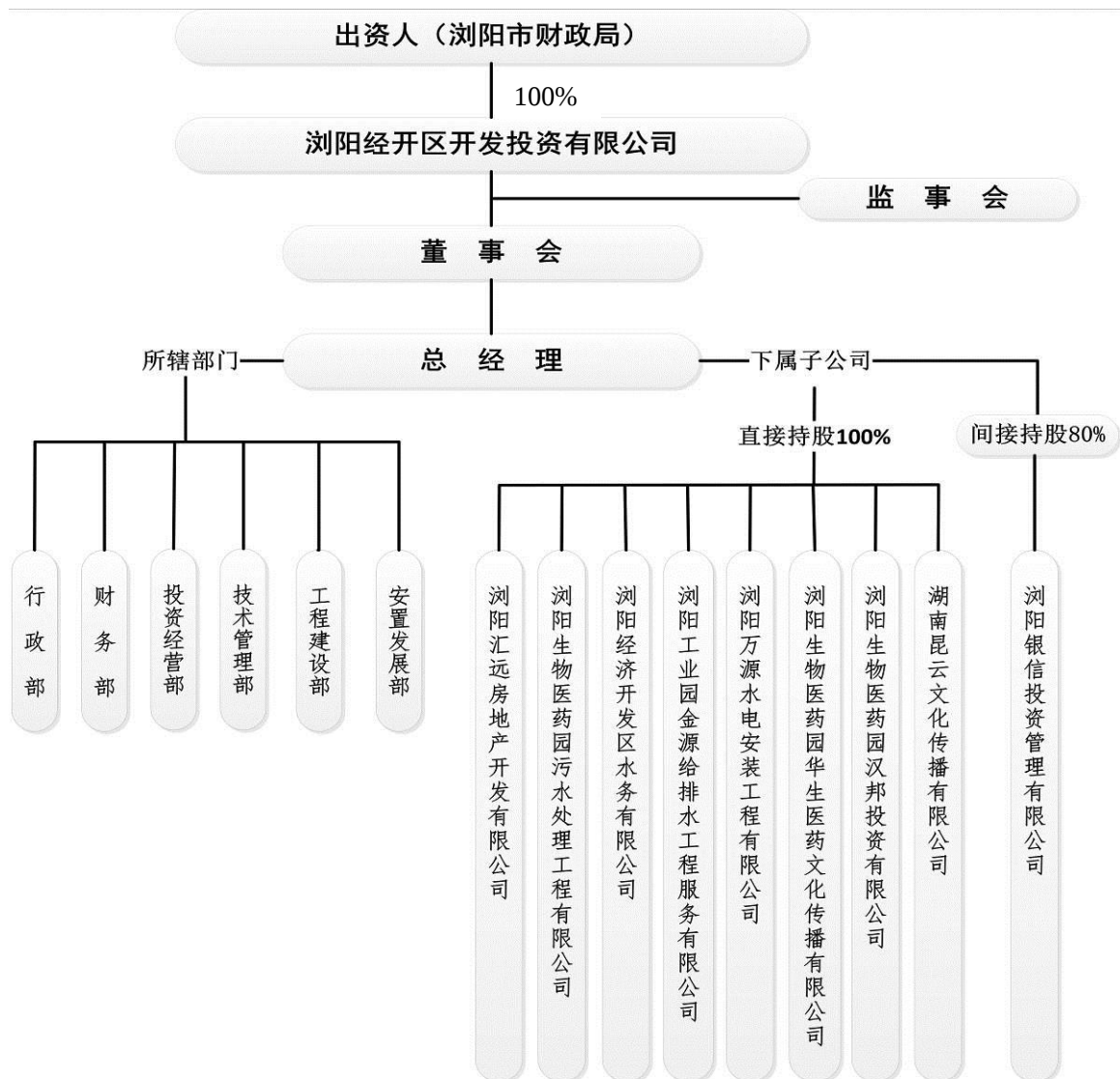
公司作为浏阳市重要的土地开发和基础设施建设主体，目前业务主要位于浏阳经开区范围内，系经开区范围内唯一的土地整理开发和基础设施建设主体，公司系园区内唯一的自来水供应公司和污水处理公司，同时涉及标准厂房建设、园区内公租房建设、中小企业投融资服务等业务；公司在资本金支持、土地资产注入、财政资金补助和项目建设支持等方面得到浏阳市政府的大力支持。同时，浏阳市经济持续快速增长、财政实力稳步增强，浏阳经开区园区经济快速发展，为公司业务发展提供了良好的外部环境。

近年来公司资产规模保持稳定增长，但资产流动性偏弱，公司营业收入保持快速增长，但收入实现质量持续下滑，经营活动净现金流较弱。随着公司业务不断拓展，项目资金需求增大，未来融资压力将进一步上升。

本期债券采取分期偿还本金的发行方式。公司设置了专项偿债资金账户用以保障本息的按期偿还；浏阳市政府通过未来土地出让收益保障本期债券募投项目建设的资金需求，有效提升了本期债券本息偿付的安全性。基于对公司主体长期信用和本期公司债券偿还能力的综合分析，联合

评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险低，安全性高。

附件 1-1 公司股权结构及组织架构图



附件 1-2 公司合并报表范围（截至 2013 年底）

序号	子公司名称	持股比例	注册资本 (万元)	投资额 (万元)	业务范围
1	浏阳汇远房地产开发有限公司	100%	1000	1479	房地产开发、旅游开发、物业管理等
2	浏阳生物医药园污水处理工程有限公司	100%	100	2401	城市污废水处理、城市垃圾处理等
3	浏阳经济技术开发区水务有限公司	100%	480	1886	自来水生产经营等
4	浏阳工业园金源给排水工程服务有限公司	100%	100	100	水、暖、电、排污、园林绿化、路面硬化工程施工等
5	浏阳银信投资管理有限公司	80%	100	80	投资项目的管理，投融资服务、资产管理服务、财务咨询服务等
6	浏阳万源水电安装工程有限公司	100%	100	100	各类工程的水、暖、电安装；兼营绿化园林工程。
7	浏阳生物医药园华生医药文化传播有限公司	100%	100	100	医药文化传播及相关文化论坛、文化交流的服务等
8	浏阳生物医药园汉邦投资有限公司	100%	1000	1000	项目投资及服务
9	湖南昆云文化传播有限公司	100%	200	200	提供文化表演艺术、企业形象、市场营销、晚会策划等

附件2-1 浏阳经开区开发投资有限公司
 2011年~2013年合并资产负债表（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	24,647.67	65,203.13	74,011.93	73.29
交易性金融资产	20.00	220.00	500.00	400.00
应收票据				
应收账款	41,241.65	54,205.58	81,090.00	40.22
预付款项	21,639.95	21,576.03	34,341.24	25.97
应收利息				
应收股利				
其他应收款	32,938.10	46,630.68	35,250.60	3.45
存货	323,179.77	468,508.71	711,958.38	48.42
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	443,667.14	656,344.14	937,152.14	45.34
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	1,731.83	1,931.83	2,131.83	10.95
投资性房地产				
固定资产	11,827.91	14,660.64	26,763.13	50.42
在建工程	43,057.35	44,611.93	39,456.83	-4.27
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	2.14	1.52	0.90	-34.99
开发支出				
商誉	0.00	0.00	32.66	
长期待摊费用	0.00	4.50	3.00	
递延所得税资产				
其他非流动资产				
非流动资产合计	56,619.23	61,210.42	68,388.35	9.90
资产总计	500,286.37	717,554.56	1,005,540.50	41.77

附件2-2 浏阳经开区开发投资有限公司
 2011年~2013年合并资产负债表（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	0.00	10,000.00	1,000.00	--
应付票据				
应付账款				
预收款项	20,359.31	18,259.57	22,729.68	5.66
应付职工薪酬	28,076.20	28,337.93	21,071.92	-13.37
应交税费	2.69	-0.44	0.96	-40.18
应付利息	447.73	992.34	1,358.24	74.17
应付股利				
其他应付款				
预计负债	19,270.31	29,034.90	29,066.22	22.81
一年内到期的非流动负债	5,180.00	7,304.00	19,924.00	96.12
其他流动负债				
流动负债合计	73,336.24	93,928.30	95,151.01	13.91
非流动负债：				
长期借款	124,785.00	197,706.00	272,191.00	47.69
应付债券				
长期应付款				
专项应付款	1,255.95	3,740.95	5,523.86	109.72
递延所得税负债				
其他非流动负债				
非流动负债合计	126,040.95	201,446.95	277,714.86	48.44
负债合计	199,377.20	295,375.25	372,865.87	36.75
所有者权益：				
实收资本(或股本)	35,000.00	35,000.00	35,000.00	0.00
资本公积	219,558.49	328,194.50	524,768.31	54.60
减：库存股				
专项储备				
盈余公积	4,096.59	5,297.72	6,596.54	26.90
未分配利润	42,244.34	53,649.37	66,248.84	25.23
外币报表折算差额				
归属于母公司权益合计	300,899.42	422,141.58	632,613.69	45.00
少数股东权益	9.75	37.72	60.93	149.94
所有者权益合计	300,909.17	422,179.30	632,674.62	45.00
负债和所有者权益总计	500,286.37	717,554.56	1,005,540.50	41.77

附件 3 浏阳经开区开发投资有限公司

2011 年~2013 年合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
一、营业收入	20,942.93	25,822.62	34,843.08	28.99
减: 营业成本	12,134.55	20,309.61	30,845.46	59.44
利息支出	1,090.06	1,085.33	1,308.25	9.55
手续费及佣金支出	326.79	11.00	405.06	11.33
营业税金及附加	650.47	760.96	1,399.83	46.70
销售费用	177.27	164.96	323.35	35.06
管理费用	20,942.93	25,822.62	34,843.08	28.99
财务费用	12,134.55	20,309.61	30,845.46	59.44
资产减值损失				
加: 公允价值变动收益				
投资收益	1.63	0.54	-1.42	
其中: 对合营企业投资收益				
汇兑收益				
二、营业利润	6,565.42	3,491.30	559.72	-70.80
加: 营业外收入	7,654.74	10,092.40	13,847.02	34.50
减: 营业外支出	146.95	64.18	93.98	-20.03
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额	14,073.20	13,519.52	14,312.75	0.85
减: 所得税费用	1,718.40	905.39	381.34	-52.89
四、净利润	12,354.80	12,614.13	13,931.41	6.19
其中: 归属于母公司的净利润	12,354.93	12,606.16	13,898.29	6.06
少数股东损益	-0.13	7.97	33.12	

附件 4-1 浏阳经开区开发投资有限公司
2011 年~2013 年合并现金流量表

(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	44,213.91	29,000.98	17,478.70	-37.13
收到的税费返还				
收到其他与经营活动有关的现金	43,759.97	98,363.90	104,253.84	54.35
经营活动现金流入小计	87,973.87	127,364.88	121,732.55	17.63
购买商品、接受劳务支付的现金	23,939.31	40,343.90	66,283.72	66.40
支付给职工以及为职工支付的现金	532.20	766.65	985.58	36.08
支付的各项税费	1,786.22	1,482.76	2,326.98	14.14
支付其他与经营活动有关的现金	57,637.46	97,110.26	91,433.74	25.95
经营活动现金流出小计	83,895.20	139,703.57	161,030.01	38.54
经营活动产生的现金流量净额	4,078.67	-12,338.70	-39,297.47	
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	130.00	200.00	220.80	30.33
取得投资收益收到的现金	1.63	0.54	0.00	-100.00
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	0.12	1.52	0.00	-100.00
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计	131.75	202.06	220.80	29.46
购建固定资产、无形资产等支付的现金	3,377.84	18,877.65	9,277.30	65.73
投资支付的现金	2,200.00	600.00	700.00	-43.59
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				
投资活动现金流出小计	5,577.84	19,477.65	10,165.86	35.00
投资活动产生的现金流量净额	-5,446.09	-19,275.59	-9,945.06	35.13
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金				
发行债券所收到的现金	40,000.00	94,500.00	105,400.00	62.33
取得借款收到的现金				
收到其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流入小计	40,000.00	94,510.00	105,400.00	62.33
偿还债务支付的现金	24,775.00	9,455.00	27,295.00	4.96
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	9,461.05	12,240.75	18,169.33	38.58
支付其他与筹资活动有关的现金	568.55	23,144.50	1,884.35	82.05
筹资活动现金流出小计	34,804.60	44,840.25	47,348.68	16.64
筹资活动产生的现金流量净额	5,195.40	49,669.75	58,051.32	234.27
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	3,827.98	18,055.46	8,808.79	51.70

附件 4-2 浏阳经开区开发投资有限公司
 2011 年～2013 年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(%)
将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	12,354.80	12,614.13	13,931.41	6.19
加：资产减值准备				
固定资产折旧及其他	524.80	709.90	417.11	-10.85
无形资产摊销	0.59	0.62	0.62	2.64
长期待摊费用摊销	3.50	0.00	1.50	-34.53
处置固定资产、无形资产等损失	1.19	20.87	0.00	-100.00
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	183.77	173.38	398.63	47.28
投资损失	-1.63	-0.54	1.42	
递延所得税资产减少				
递延所得税负债增加				
存货的减少	-15,957.87	-42,385.42	-46,875.76	71.39
经营性应收项目的减少	-12,184.43	-26,592.59	-28,269.54	52.32
经营性应付项目的增加	19,153.95	43,120.95	21,097.15	4.95
其他				
经营活动产生的现金流量净额	4,078.67	-12,338.70	-39,297.47	

附件 5 浏阳经开区开发投资有限公司

主要财务指标

项 目	2011 年	2012 年	2013 年
经营效率			
应收账款周转次数(次)	0.51	0.54	0.52
存货周转次数 (次)	0.04	0.05	0.05
总资产周转次数 (次)	0.04	0.04	0.04
现金收入比率 (%)	211.12	112.31	50.16
盈利能力			
总资本收益率 (%)	5.82	2.39	1.83
总资产报酬率 (%)	5.39	2.25	1.71
净资产收益率 (%)	8.21	3.49	2.64
主营业务毛利率 (%)	--	--	--
营业利润率 (%)	36.85	17.15	7.72
费用收入比 (%)	5.51	3.63	6.11
财务构成			
资产负债率 (%)	39.85	41.16	37.08
全部债务资本化比率 (%)	30.16	33.74	31.66
长期债务资本化比率 (%)	29.31	31.89	30.08
偿债能力			
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.48	1.16	0.76
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.11	0.07	0.05
经营现金债务保护倍数 (倍)	0.03	-0.06	-0.13
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.01	-0.15	-0.17
流动比率 (倍)	6.05	6.99	9.85
速动比率 (倍)	1.64	2.00	2.37
现金短期债务比 (倍)	4.76	3.78	3.56
经营现金流动负债比率 (%)	5.56	-13.14	-41.30
经营现金利息偿还能力 (倍)	0.41	-0.99	-1.97
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 (倍)	-0.14	-2.54	-2.46

附件 6 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) /2] ×100%
净资产收益率	净利润/ [(期初所有者权益+期末所有者权益) /2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 ×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%
财务构成指标	
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/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
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
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
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/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
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/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

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 7 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。