

2016 年湖南邵东生态产业园开发建设投资  
有限责任公司

城市地下综合管廊建设和城市停车场  
建设专项债券 2018 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报  
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要  
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何  
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或  
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果  
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本  
评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间  
变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用  
评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>



报告编号:

鹏信评【2018】跟踪第  
【1598】号 01

债券简称: 16 邵开建专  
项债/16 邵开债  
增信方式: 土地使用权  
抵押  
债券剩余规模: 20 亿元  
债券到期日期: 2023 年  
12 月 13 日

债券偿还方式: 每年付  
息一次, 债券存续期内  
第 3-7 个计息年度逐年  
分别偿还本期债券发行  
总额的 20%

分析师

姓名:  
余佳徽 宋根南

电话:  
0755-82872850

邮箱:  
yujh@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资  
信评估有限公司城投公  
司主体长期信用评级方  
法, 该评级方法已披露  
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司  
地址: 深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

## 2016 年湖南邵东生态产业园开发建设投资有限公司 城市地下综合管廊建设和城市停车场建设专项债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 9 月 28 日	2017 年 5 月 19 日

### 评级观点:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对湖南邵东生态产业园开发建设投资有限公司(以下简称“公司”)及其 2016 年 12 月 13 日发行的城市地下综合管廊建设和城市停车场建设专项债券(以下简称“本期债券”)的 2018 年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持 AA, 发行主体长期信用等级维持 AA-, 评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到外部环境较好, 为公司发展提供了良好基础, 公司业务持续性较有保障, 公司持续得到较大的外部支持, 以及土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的安全性; 同时我们也关注到, 公司主要在建项目后续需投入资金规模大, 面临较大的资金压力, 资产流动性较弱, 有息债务规模增长迅速, 存在较大的偿债压力, 面临一定或有负债风险等风险因素。

### 正面:

- 外部环境较好, 为公司发展提供了良好基础。2017 年邵东县实现 GDP 381.56 亿元, 同比增长 10.1%, 实现公共财政收入 14.44 亿元, 同比增长 4.87%, 区域经济和财政保持较快增长, 继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司业务持续性较有保障。公司主要承担邵东生态产业园的土地整理及市政基础设施项目建设任务, 截至 2017 年末该园区内待开发面积较多, 截至 2018 年 6 月末公司拥有在建基础设施项目 15 个, 总投资约 64.34 亿元, 业务持续性较有保障。
- 公司继续得到较大力度的外部支持。2017 年, 当地政府向公司拨付财政补贴

14,495.23 万元，对公司支持力度较大，有效提升了公司的可持续经营能力。

- **土地使用权抵押担保有效提升了本期债券安全性。**公司以其持有的 9 宗共计 1,515,548.40 平方米、评估值合计 365,663.53 万元（评估基准日 2017 年 12 月 26 日）的国有土地使用权为本期债券还本付息提供抵押担保，土地评估价值对债券本金的覆盖倍数为 1.83 倍，有效提升了本期债券的安全性。

### 关注：

- **公司主要在建项目后续需投入资金规模大，且公司往来款流出规模持续增加，经营现金流表现较差。**2017 年公司主业投入规模持续扩大，需垫付项目建设资金而政府回款较慢；公司主业后续建设任务较重，面临较大的资金压力；公司往来款净流出规模持续增加，综上，2017 年公司经营活动现金净流出规模达到 405,287.14 万元。
- **公司资产流动性较弱。**截至 2017 年末公司资产以土地资产和在建项目为主，占总资产比例达 73.08%，其中大部分土地资产已抵押，已抵押土地价值占土地总价值的比例为 58.73%；此外，公司与政府部门及其所属机构的往来款规模较大，占总资产比例为 13.15%，该部分款项回款时间不确定，资金占用明显。
- **公司有息债务规模增长迅速，存在较大的偿债压力。**近年随着公司业务开展，公司融资力度不断增加，2017 年末公司有息债务大幅增加至 901,991.24 万元。EBITDA 利息保障倍数从上年的 1.45 下降为 0.59，EBITDA 对利息费用的覆盖程度同比大幅下降，公司偿债压力加大。
- **公司面临一定或有负债风险。**截至 2018 年 6 月末，公司对外担保金额合计 11.55 亿元，占 2017 年末净资产比重为 7.31%，均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

### 主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	2,502,914.46	2,155,665.84	1,726,129.12
所有者权益合计（万元）	1,580,459.99	1,555,666.90	1,533,228.23
有息债务（万元）	901,991.24	565,278.82	176,143.80
资产负债率	36.86%	27.83%	11.18%
流动比率	24.92	26.65	35.26
营业收入（万元）	68,630.50	66,709.89	63,025.24

营业外收入（万元）	17,323.48	15,507.30	14,425.28
利润总额（万元）	27,415.45	24,815.83	24,421.09
综合毛利率	20.77%	20.77%	22.43%
EBITDA（万元）	30,420.63	26,909.19	26,610.63
EBITDA 利息保障倍数	0.59	1.45	2.42
经营活动现金流净额（万元）	-405,287.14	-185,751.99	-22,132.76

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

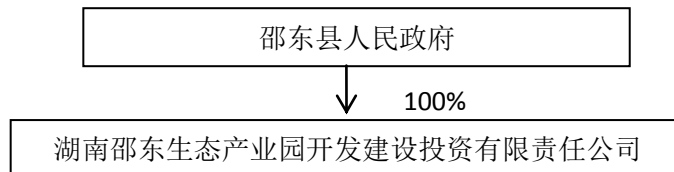
## 一、发行主体存续债券募集资金使用情况

公司于2016年12月13日发行了20亿元城市地下综合管廊建设和城市停车场建设专项债券，债券期限7年，其中18亿元拟用于邵东生态产业园地下综合管廊建设项目，2亿元用于邵东生态产业园地下停车场建设项目。截至2018年6月30日，本期债券募集资金已使用完毕。

## 二、发行主体概况

2017年，公司名称、注册资本、控股股东、实际控制人均未发生变更，公司实际控制人和股东仍为邵东县人民政府（以下简称“县政府”）。截至2018年6月30日公司产权及控制关系如下图所示。公司于2017年内发生董事、监事、高管等变更，并未对公司经营造成负面影响。2017年公司不存在党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职）的情况。

图1 截至2018年6月30日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司系县政府的基础设施项目投融资主体之一，主要负责邵东生态产业园的土地开发、城市建设投资、市政基础设施建设等工作。2017年公司合并范围新增邵东创业投资有限责任公司（新设），纳入合并范围的子公司见附录五。

截至2017年12月31日，公司总资产2,502,914.46万元，所有者权益合计1,580,459.99万元，资产负债率为36.86%；2017年度公司实现营业总收入68,630.50万元，利润总额27,415.45万元，经营活动产生的现金流净额为-405,287.14万元。

## 三、外部运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

美元强势周期叠加贸易摩擦升级使我国经济外部环境不确定因素增加；我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，经济运行保持稳定态势，但随着贸易摩擦的不断升级，未来经济下行压力仍较大



2017年以来，全球经济整体呈现复苏态势，但遇到的风险和困难逐步增多。从主要经济体来看，美国经济增长较为平稳，美联储保持了渐进加息的态势，美元处于强势周期，全球资本回流美国的态势较为显著。欧洲经济逐渐复苏但复苏动能有所减弱，政治风险有所缓解。日本经济维持温和增长，货币政策维持宽松，紧缩步伐放缓。新兴经济体表现参差不齐，受美联储加息及强势美元影响，部分新兴市场资本流出，货币大幅贬值，金融市场持续动荡。此外，美国推行的贸易保护主义使地区间贸易摩擦升级，特朗普政府行为的不确定性等因素不利于经济形势和金融市场的稳定。

2017年以来，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济运行保持稳定态势。2018年上半年国内生产总值（GDP）同比增长6.8%，其中第三产业同比增长7.6%，占GDP的比重提高到54.3%，对经济增长的贡献不断提升。固定资产投资增速持续回落，基础设施投资大幅下滑，但民间投资增速回升；消费保持稳健增长，成为稳定经济增长的主力；进出口总额同比稳定增长，受贸易摩擦升级影响，出口增速回落，进口增速明显加快，贸易顺差收窄。

财政政策方面，2017年我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应，适度扩大支出规模；2018年以来财政政策更加积极，加大减税降费力度，优化财政支出结构，通过加快地方专项债券发行、稳定融资平台贷款来源有效保障在建项目融资需求，加大基础设施建设投资力度。货币政策整体上保持稳健中性，广义货币M2增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长；采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。

中美贸易摩擦是今年以来我国经济面临的最大的不确定因素，尽管近年来我国大力推进经济结构调整，转变发展方式，促进新旧动能接续转换，内需对经济增长的拉动作用逐渐增强，外贸抗压能力正在加强，并积极开拓新的海外市场，中美贸易摩擦升级对我国经济运行的影响有限。但是，在外部贸易摩擦、内部防风险双重挑战下，未来我国经济下行压力较大，补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，基建投资仍是稳定经济增长的主要手段，未来投资增速有望回升。

**2017年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快**

2017年，城投行业监管政策密集出台，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。具体来看，5月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预

[2017]50号，以下简称“50号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供任何形式的担保，并严禁地方政府利用PPP变相举债、承诺回收本金等行为。6月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号，以下简称“87号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。50号文、87号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018年以来，城投行业监管政策依旧密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号文），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号，以下简称“61号文”），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。61号文的出台意味着在今年地方政府债务强监管形势下，财政部在封堵灰色融资渠道的同时加大地方政府债券融资力度，解决地方经济发展融资需求。

**表 1 2017 年以来城投行业主要政策梳理**

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017年5月	《关于进一步规范地方	财政部、发展	全面组织开展地方政府融资担保清理整改



	政府举债融资行为的通知》(财预[2017]50号)	改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017年5月	《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]62号)	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等进行了明确规定
2017年6月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87号)	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时,严格限定政府购买服务的范围,严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资,并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]97号)	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义,收费公路专项债券明确发债资金用途,限定偿债来源,同样实行额度管理,规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(发改投资[2017]1266号)	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式,扩大PPP存量项目社会资本投入比例
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金[2017]92号)	财政部	严格新PPP项目入库标准,清理已入库PPP项目
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号)	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号文)	财政部	明确除了购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资,不得违规新增地方融资平台公司贷款,不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”,统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型,鼓励地方政府债券投资主体多元化,要求加强债券资金管理

资料来源:各政府部门网站,鹏元整理

## (二) 区域环境

### 2017年邵东县经济实力进一步增强,但整体规模不大

2017年,邵东县经济继续稳步增长,地区生产总值为381.56亿元,按可比价计算,比上年增长10.1%,按常住人口计算,邵东县人均GDP40,827元,为全国人均GDP的68.43%。

其中，第一产业增加值为53.33亿元，同比增长2.3%；第二产业增加值为178.75亿元，同比增加10.0%；第三产业增加值为149.47亿元，同比增加13.4%。三次产业结构从15.9:46.0:38.1调整为14.0:46.8:39.2，第三产业占比有所增加。

2017 年全县完成全部工业增加值 160.55 亿元，增长 9.3%。其中：规模工业完成增加值 138.68 亿元，增长 10.1%；新增规模工业企业 88 家。但我们也注意到邵东县以打火机、箱包皮具、五金、中药材等传统产业为主导行业，产品偏低端，产业核心竞争力较低，一旦成本上升或受到其他更低成本竞争产品的冲击，容易失去竞争力丧失市场，主导产业经济面临较大的转型升级压力。

邵东县 2017 年全年完成固定资产投资 307.86 亿元，增长 17.1%。其中房地产投资完成 43.15 亿元，增长 5.13%；工业投资为 112.78 亿元，与同期比降低 4.17%。全年开工重点项目 132 个，累计完成投资 138.6 亿元。

邵东县外贸发展形势良好，2017 年全年实现进出口总额 6.79 亿美元，增长 19.9%，以高新技术产品出口、纺织纱线、织物及制品出口为主。邵东县商贸持续发展，电商行业持续繁荣。2017 年全年实现社会消费品零售总额 171.89 亿元，增长 12.5%，新增限额以上商贸企业 53 家。

**表 2 2016-2017 年邵东县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	381.56	10.1%	336.37	8.2%
其中：第一产业增加值	53.33	2.3%	51.76	1.0%
第二产业增加值	178.75	10.0%	154.63	7.5%
第三产业增加值	149.47	13.4%	129.98	11.2%
工业增加值	160.55	9.3%	140.21	7.3%
固定资产投资	307.86	17.1%	265.60	14.8%
社会消费品零售总额	171.89	12.5%	152.86	12.1%
进出口总额（亿美元）	6.79	19.9%	5.66	25.2%
存款余额	456.54	22.89%	371.50	25.44%
贷款余额	223.12	27.3%	175.27	17.27%
人均 GDP（元）	40,827		36,119	
人均 GDP/全国人均 GDP	68.43%		66.91%	

注：生产总值、各产业增加值绝对数按现行价格计算，增长速度按可比价格计算。

资料来源：2016-2017 年邵东县国民经济和社会发展统计公报

### 2017年邵东县地方综合财力较上年增加，但整体规模偏小且财政自给率较低

受政府性基金收入大幅增长的影响，2017 年邵东县地方综合财力 61.17 亿元，较上年

增长 17.91%，收入规模仍较小。收入结构以上级补助收入和公共财政收入为主，其中上级补助收入占比最高。

2017 年邵东县上级补助收入占地方财政收入的比例为 62.74%，邵东县地方综合财力对上级补助依赖程度较高。邵东县上级补助收入主要为一般性转移支付收入，占上级补助收入比例为 63.55%，表明邵东县地方财政对上级补助收入的可支配性相对较好。

2017 年邵东县实现公共财政收入 14.44 亿元，同比增长 4.87%。结构方面，2017 年税收收入占公共财政收入的比重为 59.76%，表明邵东县公共财政收入的质量和稳定性一般。

邵东县政府性基金收入主要来自国有土地使用权出让，2017 年政府性基金收入为 8.35 亿元，较上年大幅增加。该等收入容易受地方土地出让市场波动影响。

财政支出方面，2017 年邵东县公共财政支出 60.57 亿元，同比增长 11.02%，其中公共服务支出、教育支出、社会保障和就业支出、医疗卫生与计划生育支出等支出合计达 29.13 亿元，占公共财政支出的比重达 48.09%，刚性支出占比较低，财政支出灵活性尚可。2017 年邵东县财政自给率为 23.84%，覆盖程度较低，财政自给能力较弱。

**表 3 2016-2017 年邵东县地方财政收支情况（单位：亿元）**

项目	2017 年	2016 年
（一）公共财政收入	14.44	13.77
税收收入	8.63	7.66
非税收入	5.81	6.12
（二）上级补助收入	38.38	36.83
一般性转移支付收入	24.39	22.52
专项转移支付收入	12.35	12.89
税收返还收入	1.64	1.42
（三）政府性基金收入	8.35	1.28
<b>地方综合财力=（一）+（二）+（三）</b>	<b>61.17</b>	<b>51.88</b>
（一）公共财政支出	60.57	54.56
（二）政府性基金支出	6.22	2.20
<b>地方财政支出=（一）+（二）</b>	<b>66.79</b>	<b>56.76</b>
财政自给率	23.84%	25.24%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：邵东县财政局

## 四、经营与竞争

2017 年公司营业收入仍全部来自于土地整理收入，在建的基础设施项目由于本年未达到验收条件并未产生收入。受益于土地整理收入的持续增加，公司营业收入呈增长趋势，

2017 年达到 68,630.50 万元，同比增长 2.88%。

**表 4 2016-2017 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整理收入	68,630.50	20.77%	66,709.89	20.77%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

**跟踪期内，公司收入规模保持增长，当前在建基础设施项目及邵东生态产业园内待整理土地规模较大，未来业务持续性较有保障，但也面临较大的资金压力**

公司是邵东县土地开发和基础设施建设投资主体之一，根据2011年11月公司与邵东县人民政府签订的《邵东县城市基础设施项目建设及土地整理开发合作协议书》，授予公司在邵东县内进行土地整理和基础设施项目建设的任务。土地整理方面，县政府将邵东生态产业园所有配置用地所需的土地征收、房屋拆迁、迁坟补偿、杆线迁移、构造物补偿、工作经费、奖励经费、周边配套投入等一切与土地征拆整理开发安置相关的费用以包干方式给公司。县政府指定邵东县财政局财政投资评审中心于每年度12月31日前对公司当年度土地整理开发投入进行评审，并对土地整理熟化达到可出让状况的土地向公司确认土地整理开发成本，并按照不低于投资总额的25% 确认土地整理项目收益。基础设施项目建设方面，县政府指定公司对邵东县城市基础设施建设项目进行投资、融资和施工建设，县政府确认公司投资项目所发生的实际支出成本，并按照不低于投资总额的25%<sup>1</sup>确认项目收益。基础设施建设业务部分项目在完工时结算并确认收入，部分项目按照施工进度节点结算并确认收入。项目达到结算条件时，县政府与公司组成投资决算组对投资总额进行核算确认并委托审计机构进行审计，审计结束后县政府按审计结果向公司支付项目投资成本和收益。值得注意的是，上述合同并未对地方政府的付款时间进行约定，公司需先行垫付资金，政府回款安排受其资金充裕程度影响，回款时间存在一定不确定性。

2017年邵东生态产业园建设加快，公司土地开发任务较重，全年开发整理土地面积2,600亩，投入土地开发成本5.44亿元，较上年增加2.88%，取得土地整理收入6.86亿元。

**表 5 2016-2017 年土地整理业务明细**

项目	2017 年	2016 年
当年开发土地面积（亩）	2,600	1,800
当年开发土地宗数（宗）	13	12

资料来源：公司提供

截至2017年底，邵东生态产业园范围内尚待开发土地规模在5,500亩以上，仍有较大开

<sup>1</sup> 实际结算土地整理收入和成本时，根据具体的项目情况进行调整，毛利率在 20%以上波动。



发空间，园区招商引资数量的不断增加会持续增加用地需求，该业务持续性较有保障。我们也注意到，待开发土地规模较大，未来仍需投入较多资金，将给公司带来较大资金压力。

基础设施项目建设方面，近年公司相继开工建设了绿汀大道南段、昭阳大道、希望大道等项目。2017年未确认该项收入。截至2018年6月末，公司主要在建基础设施项目15项，计划总投资64.34亿元，尚需投资23.86亿元，后续随着该部分项目的完工验收，可为公司带来一定的收入。我们也注意到，公司当前在建基础设施项目尚需投资规模较大，将为公司带来较大的资金压力。公司自营项目为邵东县地下综合管廊建设项目与邵东县城市停车场建设项目、湖南邵东创新创业示范基地建设项目，均为公司发行债券的募投项目。募投项目主要以出租和销售厂房和商业地产带来收益，但是，考虑到目前经济下行压力较大，企业投资意愿低迷，未来项目建成后能否顺利对外出租或销售存在一定不确定性。

**表 6 截至 2018 年 6 月底公司主要在建项目明细（单位：万元）**

项目	计划总投资	已投资	是否有回购协议	收入模式
邵东县地下综合管廊建设项目	269,360.00	185,960.00	否	自营
湖南邵东创新创业示范基地建设项目	192,977.64	126,611.20	否	自营
生态产业园绿汀大道、昭阳大道、希望大道、民意路路网工程	55,845.58	37,041.07	否	回购
邵东县城市停车场建设项目	48,930.86	17,950.00	否	自营
国际商贸城建设项目	32,585.88	10,563.03	否	回购
饮水工程建设项目	22,966.46	10,399.02	否	回购
北岭路建设项目	5,649.72	5,829.27	否	回购
生态产业园人民路东延伸段建设项目	4,776.35	3,229.86	否	回购
安置房及周边道路建设项目	3,205.56	2,705.13	否	回购
晚安家居土石方工程项目	2,385.21	1,950.58	否	回购
企业安置园建设项目	1,531.96	2,542.26	否	回购
景秀路建设项目	1,200.00	1,000.00	否	回购
物流园建设项目	171.91	137.52	否	回购
竹鸡岭公园建设项目	950.00	69.00	否	回购
农贸市场建设项目	890.60	58.80	否	回购
<b>合计</b>	<b>643,427.73</b>	<b>406,046.74</b>		

注：邵东县地下综合管廊建设项目与邵东县城市停车场建设项目为“16 邵开建专项债”的募投项目，湖南邵东创新创业示范基地建设项目为“16 邵东专项债”的募投项目，公司通过出租和销售实现收入。

资料来源：公司提供

#### 公司在财政补贴方面继续得到当地政府支持，有效地提升了公司的利润水平

跟踪期内，公司在建基础设施项目及邵东生态产业园内待整理土地规模较大，面临较大资金压力。为提升公司可持续经营能力，2017年县政府在财政补助方面仍给予了公司较

多支持。2017年，邵东县人民政府给予公司财政补贴14,495.23万元，占同期利润总额的52.87%，有效提升了公司利润水平。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下财务分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017年审计报告，公司财务报表均按照新会计准则编制。2017年公司合并范围新增邵东创业投资有限责任公司，纳入合并范围的子公司见附录五。

### 资产结构与质量

跟踪期内，公司资产规模快速增长，主要由土地、在建项目和应收款项组成，且大部分土地资产已经抵押，资产流动性较弱；应收款项回款时间不确定，形成较大资金占用

截至2017年底，公司资产规模为250.29亿元，同比增速达16.11%，主要系扩大融资规模所致。跟踪期内，公司资产仍以流动资产为主，2017年末流动资产占比为99.12%。

从资产结构来看，公司资产以货币资金、应收账款、其他应收款和存货为主。货币资金方面，公司2017年末货币资金余额为174,702.92万元，以银行存款为主，其中使用受限的货币资金合计3,500.00万元，为用于担保的定期存款或通知存款。截至2017年末，公司应收账款余额为147,918.78万元，全部为对邵东生态产业园管理委员会（以下简称“生态园管委会”）的项目回购款，其中账龄1年以上的应收款合计77,229.37万元，占比为52.51%，对公司资金存在较大占用。公司其他应收款余额为329,137.42万元，主要为应收生态园管委会、邵东县财政局、邵东县经济开发区管理委员会、邵东县东城快线建设指挥部等政府部门及所属机构的往来款，其中应收该类部门及机构的其他应收款占比为95.70%。公司应收款项规模较大，增长速度快，应收对象为政府部门，该等款项回收风险不大，但回收时间不确定，对公司资金形成较大占用。

2017年末公司存货规模1,829,167.96万元，占总资产比重为73.08%，由配套设施成本（在建项目）和存量土地构成，其比例分别为19.62%、80.38%，土地占比很高。公司存量土地共52宗，面积合计为7,640,690.10平方米（11,461.04亩），账面价值总计1,470,338.29万元，土地使用权类型均为出让。截至2017年末，公司存货科目中已有账面价值总计863,481.04万元的土地使用权用于抵押，已抵押土地价值占土地总价值的比例为58.73%，

其余未抵押土地大部分为其他商服用地和高住用地。

**表 7 2016-2017 年公司主要资产构成（单位：万元）**

项目	2017 年		2016 年	
	金额	比重	金额	比重
货币资金	174,702.92	6.98%	233,174.03	10.82%
应收账款	147,918.78	5.91%	136,622.51	6.34%
其他应收款	329,137.42	13.15%	92,104.90	4.27%
存货	1,829,167.96	73.08%	1,624,092.34	75.34%
<b>流动资产合计</b>	<b>2,481,009.96</b>	<b>99.12%</b>	<b>2,145,993.78</b>	<b>99.55%</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,502,914.46</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,155,665.84</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

总体来看，公司资产规模增长迅速，但主要由土地使用权、在建项目及应收款项等组成，土地使用权和在建项目在极端情况下难以集中变现，且土地使用权大部分已抵押；应收款项规模较大账龄较长，回款时间不确定，占用了公司的流动资金，公司资产流动性较弱。

## 盈利能力

**2017 年公司营业收入保持增长，综合毛利率相对稳定，利润对政府补助的依赖较大**

2017 年公司营业收入为 68,630.50 万元，同比增加 2.88%，收入全部来自土地整理业务。公司与县政府就土地整理业务和基础设施建设业务签订了框架协议，约定了项目收益比例不低于 25%，因此公司综合毛利率维持在 20% 以上。公司当前在建的代建项目规模较大，且公司账上土地资产较丰富，后续随着代建项目的完工回购和土地整理业务推进，公司未来业务来源相对较有保障。但是，当前受公司代建项目建设进度影响，已连续两年未确认该等收入，且房地产市场政策存在一定不确定性，可能对公司的土地整理业务造成不利影响，预计公司未来收入规模存在一定的波动性。2017 年公司获得政府补助 14,495.23 万元，占同期利润总额的比重为 52.87%，公司对政府补贴的依赖较大。

**表 8 2016-2017 年公司盈利能力主要指标（单位：万元）**

项目	2017 年	2016 年
营业收入	68,630.50	66,709.89
营业利润	10,091.97	9,308.53
营业外收入	17,323.48	15,507.30
利润总额	27,415.45	24,815.83
综合毛利率	20.77%	20.77%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

## 现金流

跟踪期内，公司经营活动现金净流出规模持续大幅增加，主要依靠外部融资弥补资金缺口，当前公司主营业务资金需求较大，面临较大的资金压力

2017 年公司主业收现情况有所改善，收现比为 0.87，但经营活动现金流净流出规模持续扩大，为 405,287.14 万元。一方面公司主业在建项目投入规模不断增大，需先行垫资，且政府回款较差；另一方面，与生态园管委会及其他单位的往来款项净额增加约 26.25 亿元。受此影响，公司经营活动现金流状况较上年恶化。

跟踪期内，公司依靠筹资来弥补经营活动的资金缺口，从筹资规模看，2017 年净筹资规模为 37.48 亿元，与上年基本持平；从筹资渠道看，公司资金来源主要是银行长期贷款和融资租赁。2017 年，公司取得借款 120,000.00 万元，取得融资租赁款 361,106.50 万元。

总体来看，一方面，公司当前主业投入规模较大，存货规模较大；另一方面，公司其他应收款大幅增加，部分往来款账龄较长，为公司带来较大的资金占用。公司筹资规模将持续增长，资金压力将持续增大。截至 2018 年 6 月底，公司主要在建基础设施项目未来仍需投资 23.86 亿元；公司作为邵东生态产业园土地整理业务的主体，后续承担的土地整理的任务也较重，面临较大的资金压力。

**表 9 2016-2017 年公司主要现金流量指标情况表（单位：万元）**

项 目	2017 年	2016 年
收现比	0.87	0.27
销售商品、提供劳务收到的现金	59,393.13	18,216.90
收到的其他与经营活动有关的现金	50,504.09	36,286.29
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>109,897.23</b>	<b>54,503.19</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	228,048.07	145,279.53
支付给职工以及为职工支付的现金	80.19	52.68
支付各项税费	17.55	0.00
支付的其他与经营活动有关的现金	287,038.56	94,922.97
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>515,184.36</b>	<b>240,255.18</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-405,287.14</b>	<b>-185,751.99</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-12,455.08</b>	<b>-1,312.72</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>374,771.11</b>	<b>376,536.99</b>
现金及现金等价物净增加额	-42,971.11	189,472.28

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理



## 资本结构和财务安全性

### 公司有息债务增长迅速，偿债压力加大

随着融资力度的增大，公司负债水平不断增加，2017 年末达到 922,454.47 万元，较上年末增加 53.74%；2017 年末所有者权益达到 1,580,459.99 万元，同比变动不大。综上影响，2017 年末公司产权比率上升至 58.37%，所有者权益对债务的保障程度下降。考虑到公司资产主要为在建的基础设施项目和土地资产，变现较为困难，因此我们认为公司实际的长期债务偿付能力仍然表现一般。

**表 10 2016-2017 年公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	922,454.47	599,998.94
所有者权益合计	1,580,459.99	1,555,666.90
产权比率	58.37%	38.57%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

截至 2017 年末，公司负债仍以非流动负债为主，其中，非流动负债 822,899.06 万元，占总负债之比为 89.21%，较上年提升 2.63 个百分点。

公司流动负债主要是其他应付款和一年内到期的非流动负债。截至 2017 年末，公司其他应付款余额为 2,874.20 万元，主要为应付其他单位的往来款和工程押金。受公司近年有息债务规模不断增加的影响，2017 年公司一年内到期的非流动负债规模较去年同期大幅增加。截至 2017 年末，公司一年内到期的非流动负债余额为 79,092.18 万元，其中一年内到期的长期借款 25,550.00 万元、长期应付款 53,542.18 万元。

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券和长期应付款。截至 2017 年末，公司长期借款余额为 282,464.70 万元，较上年同比大幅增加 33.45%，其中抵押借款 167,998.00 万元，其余保证借款、信用借款和质押借款合计 18,000.00 万元。截至 2017 年末公司应付债券余额为 297,865.01 万元。公司当前存续的债券系“16 邵东专项债”（期限 7 年，发行规模 10 亿元，固定利率 6.50%）和“16 邵开建专项债”（期限 7 年，发行规模 20 亿元，固定利率 6.58%）。截至 2017 年末，公司长期应付款余额为 242,569.35 万元，主要公司应付邵东县中医院、邵东县人民医院、邵东县自来水有限责任公司等机构的借款，其中，根据邵东县人民政府同意，公司以邵东县中医院和邵东县人民医院的名义与恒信金融租赁有限公司、华润租赁有限公司、远东国际租赁有限公司分别签订《售后回租赁合同》，以售后回租方式融资，融资款项全部由湖南邵东新农村建设投资有限公司使用，湖南邵东新农村建设投资有限公司负责债务清偿，资金规模为 235,488.12 万元。该款项需公司支付利息，加权平

均年利率为 6.98%，期限至 2019 年 1 月。

公司有息债务包括一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款。利率主要为浮动利率和固定利率，利率区间主要在 6%-7%，浮动利率主要为贷款基础利率上下浮动一定百分点。

**表 11 2016-2017 年公司负债主要构成（单位：万元）**

项目	2017 年		2016 年	
	金额	比重	金额	比重
其他应付款	2,874.20	0.31%	18,825.00	3.14%
一年内到期的非流动负债	79,092.18	8.57%	38,800.00	6.47%
<b>流动负债合计</b>	<b>99,555.41</b>	<b>10.79%</b>	<b>80,520.12</b>	<b>13.42%</b>
长期借款	282,464.70	30.62%	211,666.70	35.28%
应付债券	297,865.01	32.29%	297,357.84	49.56%
长期应付款	242,569.35	26.30%	10,454.29	1.74%
<b>非流动负债合计</b>	<b>822,899.06</b>	<b>89.21%</b>	<b>519,478.82</b>	<b>86.58%</b>
<b>负债合计</b>	<b>922,454.47</b>	<b>100.00%</b>	<b>599,998.94</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	901,991.24	97.78%	565,278.82	94.21%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

跟踪期内，公司融资力度持续加大，有息债务余额持续快速攀升。截至 2017 年末公司有息债务规模为 901,991.24 亿元，占总负债的比例为 97.78%。我们注意到目前公司在建基础设施建设项目及待整理土地规模较大，资金需求较多，预计未来公司有息债务规模将继续增长，偿债压力也将不断增加。公司多笔长期借款将于 2019 年集中到期，或将面临一定的集中偿付压力。

截至 2017 年底，公司流动比率、速动比率分别为 24.92 和 6.55。与去年同期相比，流动资产对流动负债的覆盖程度略有降低，主要系本年流动负债增幅大于流动资产增幅所致。2017 年，公司资产负债率为 36.86%，资产负债水平有所上升。我们也注意到，公司资产以土地资产和在建项目为主，流动性较弱，一定程度上削弱了资产对债务的保障能力。2017 年，EBITDA 对利息的保障程度同比上年大幅下降，主要缘于公司融资规模快速增长使利息支出大幅增加所致。截至 2017 年末，EBITDA 利息保障倍数为 0.59，EBITDA 对利息费用的覆盖程度同比大幅下降。公司债务水平迅速上升使 EBITDA 对有息债务的保障程度较上年同期大幅下降。总体来看，跟踪期内公司利润对负债和利息的保障能力下降。

**表 12 2016-2017 年公司偿债能力指标**

项目	2017 年	2016 年
资产负债率	36.86%	27.83%

流动比率	24.92	26.65
速动比率	6.55	6.48
EBITDA（万元）	30,420.63	26,909.19
EBITDA 利息保障倍数	0.59	1.45
有息债务/EBITDA	29.65	21.01

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

**抵押土地资产的评估价值对本期债券本金的覆盖倍数较高，有效提高了本期债券本息偿付的安全性**

公司以其合法拥有的 9 宗土地使用权为本期债券提供抵押担保，担保范围为本期债券应付本息、逾期利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的费用。公司已于 2016 年 9 月 23 日对本期债券抵押资产办妥了抵押登记手续，他项权证号为“邵他项（2016）第 116 号”、“邵他项（2016）第 117 号”。

中国建设银行股份有限公司邵东支行（以下简称“建设银行邵东支行”）是本期债券的债权代理人及抵押权代理人，根据抵押资产监管协议：（1）在本期债券存续期间，建设银行邵东支行有合理的理由认为需要对抵押资产的价值进行重新评估的，公司应当聘请经其认可的具备相应资质的资产评估机构对抵押资产的价值进行评估并出具资产评估报告；（2）建设银行邵东支行有权对抵押资产的价值评估进行监督。本期债券存续期间，若前述抵押标的评估价值减少至低于本期债券未偿还本金的 1.5 倍，公司应追加质物、抵押物或经建设银行邵东支行认可的其他担保，以确定担保物评估价值及其他担保金额之和不低于本期债券未偿还本金的 1.5 倍。如抵押比超过 1.5 倍，则抵押人可以要求对超过 1.5 倍部分的抵押资产进行增值释放。

根据长沙永信评估咨询有限公司评估[评估基准日：2017 年 12 月 26 日，土地估价报告编号：（长沙）长永信（2018）（估）字第 21 号、22 号]，抵押资产总评估价值 36.57 亿元，为本期债券本金的 1.83 倍。抵押倍数较高，满足抵押资产监管协议的要求，能为本期债券的本息偿付提供一定保障。

**表 13 用于本期债券抵押增信的土地使用权情况（单位：平方米、万元）**

土地权证编号	土地性质	土地用途	土地面积	评估价值	评估报告编号
邵国用【2015】第 1004 号	出让	其他商服用地	188,076.40	39,928.62	（长沙）长永信（2018）（估）字第 21 号

邵国用【2015】第 1562 号	出让	其他商服用地	189,737.00	44,493.33	(长沙)长永信(2018)(估)字第 21 号
邵国用【2015】第 1578 号	出让	其他商服用地	175,465.00	42,181.79	(长沙)长永信(2018)(估)字第 21 号
邵国用【2015】第 1580 号	出让	其他商服用地	114,715.70	28,093.87	(长沙)长永信(2018)(估)字第 21 号
邵国用【2015】第 1581 号	出让	其他商服用地	193,168.70	51,479.46	(长沙)长永信(2018)(估)字第 21 号
邵国用【2015】第 1834 号	出让	其他商服用地	181,739.90	43,108.70	(长沙)长永信(2018)(估)字第 22 号
邵国用【2015】第 1855 号	出让	其他商服用地	151,139.10	38,706.72	(长沙)长永信(2018)(估)字第 22 号
邵国用【2015】第 2420 号	出让	其他商服用地	139,209.80	35,651.63	(长沙)长永信(2018)(估)字第 22 号
邵国用【2015】第 2732 号	出让	其他商服用地	182,296.80	42,019.41	(长沙)长永信(2018)(估)字第 22 号
<b>合计</b>	-	-	<b>1,515,548.40</b>	<b>365,663.53</b>	-

资料来源：(长沙)长永信(2018)(估)字第 21、22 号

但我们也关注到，该等土地的价值较为稳定，但其合计评估价值较高，存在一定集中变现的困难。

## 七、或有事项分析

截至 2018 年 6 月底，公司对外担保金额合计 115,500.00 万元，占 2017 年末净资产的比重为 7.31%，均为国有企业。公司对外担保均无反担保措施，担保规模较大，公司面临一定或有负债风险。

**表 14 截至 2018 年 6 月公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保金额	担保期限	是否有反担保
邵东新区开发建设投资有限责任公司	100,000.00	2017.7-2025.7	否
邵东县创新实验有限公司	5,500.00	2017.12-2018.12	否
邵东县人民医院	10,000.00	2017.11-2022.11	否
<b>合计</b>	<b>115,500.00</b>		

资料来源：公司提供

## 八、评级结论

跟踪期内，外部环境较好，区域经济和财政保持增长，为公司发展提供了较好的基础，公司作为邵东县重要的开发主体，业务来源持续性较有保障，公司持续得到较大外部支持，土地使用权抵押担保有效提升了本期债券安全性。但我们也注意到，公司主要在建项目后



续需投入资金规模大，面临较大的资金压力，且公司往来款流出规模持续增加，经营现金流表现较差，资产流动性较弱，有息债务规模增长迅速，利润对债务和利息的覆盖能力下降，存在较大的偿债压力及面临一定或有负债风险等风险因素。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA-，维持本期债券信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
货币资金	174,702.92	233,174.03	37,674.25
应收账款	147,918.78	136,622.51	86,128.22
预付款项	0.00	60,000.00	0.00
其他应收款	329,137.42	92,104.90	18,369.36
存货	1,829,167.96	1,624,092.34	1,582,932.22
一年内到期的非流动资产	82.88	0.00	0.00
<b>流动资产合计</b>	<b>2,481,009.96</b>	<b>2,145,993.78</b>	<b>1,725,104.06</b>
可供出售金融资产	2,060.00	1,000.00	1,000.00
长期股权投资	4,892.00	1,060.00	0.00
固定资产	1,595.90	19.68	25.06
长期待摊费用	0.00	207.20	0.00
在建工程	7,385.18	7,385.18	0.00
其他非流动资产	5,971.43	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>21,904.50</b>	<b>9,672.06</b>	<b>1,025.06</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,502,914.46</b>	<b>2,155,665.84</b>	<b>1,726,129.12</b>
短期借款	0.00	7,000.00	5,830.00
应付票据	0.00	0.00	6,945.00
应付账款	6,468.44	6,833.44	9,926.41
应交税费	4,060.21	2,001.30	0.00
应付利息	7,060.38	7,060.38	0.00
其他应付款	2,874.20	18,825.00	6,830.68
一年内到期的非流动负债	79,092.18	38,800.00	19,390.00
<b>流动负债合计</b>	<b>99,555.41</b>	<b>80,520.12</b>	<b>48,922.08</b>
长期借款	282,464.70	211,666.70	129,340.00
应付债券	297,865.01	297,357.84	0.00
长期应付款	242,569.35	10,454.29	14,638.80
<b>非流动负债合计</b>	<b>822,899.06</b>	<b>519,478.82</b>	<b>143,978.80</b>
<b>负债合计</b>	<b>922,454.47</b>	<b>599,998.94</b>	<b>192,900.89</b>
实收资本	10,000.00	10,000.00	10,000.00
资本公积	1,470,633.35	1,470,633.35	1,470,633.35
盈余公积	8,663.50	6,804.59	5,272.24
未分配利润	91,163.14	68,228.96	47,322.65
归属于母公司的所有者权益合计	1,580,459.99	1,555,666.90	1,533,228.23
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,580,459.99</b>	<b>1,555,666.90</b>	<b>1,533,228.23</b>
<b>负债及所有者权益合计</b>	<b>2,502,914.46</b>	<b>2,155,665.84</b>	<b>1,726,129.12</b>

资料来源：公司2015-2017年审计报告

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
<b>一、营业总收入</b>	<b>68,630.50</b>	<b>66,709.89</b>	<b>63,025.24</b>
其中：营业收入	68,630.50	66,709.89	63,025.24
<b>二、营业总成本</b>	<b>58,538.53</b>	<b>57,401.35</b>	<b>53,027.43</b>
其中：营业成本	54,376.47	52,854.76	48,888.53
税金及附加	223.44	200.13	150.66
管理费用	634.36	641.46	691.40
财务费用	3,138.47	2,061.60	3,090.88
资产减值损失	165.79	1,643.40	205.96
<b>三、营业利润</b>	<b>10,091.97</b>	<b>9,308.53</b>	<b>9,997.81</b>
加：营业外收入	17,323.48	15,507.30	14,425.28
减：营业外支出	0.00	0.00	2.00
<b>四、利润总额</b>	<b>27,415.45</b>	<b>24,815.83</b>	<b>24,421.09</b>
减：所得税费用	2,622.36	2,377.17	2,536.62
<b>五、净利润</b>	<b>24,793.09</b>	<b>22,438.66</b>	<b>21,884.47</b>

资料来源：公司2015-2017年审计报告



### 附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
销售商品、提供劳务收到的现金	59,393.13	18,216.90	35,985.90
收到的其他与经营活动有关的现金	50,504.09	36,286.29	33,040.52
<b>经营活动产生的现金流入小计</b>	<b>109,897.23</b>	<b>54,503.19</b>	<b>69,026.41</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	228,048.07	145,279.53	68,542.96
支付给职工以及为职工支付的现金	80.19	52.68	49.16
支付各项税费	17.55	0.00	2,571.03
支付的其他与经营活动有关的现金	287,038.56	94,922.97	19,996.01
<b>经营活动产生的现金流出小计</b>	<b>515,184.36</b>	<b>240,255.18</b>	<b>91,159.17</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-405,287.14</b>	<b>-185,751.99</b>	<b>-22,132.76</b>
购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	7,563.08	252.72	3.46
投资所支付的现金	4,892.00	1,060.00	0.00
<b>投资活动产生的现金流出小计</b>	<b>12,455.08</b>	<b>1,312.72</b>	<b>3.46</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-12,455.08</b>	<b>-1,312.72</b>	<b>-3.46</b>
取得借款所收到的现金	120,000.00	439,116.70	96,380.00
发行债券收到的现金	0.00	297,200.00	0.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	380,106.50	4,972.50	0.00
<b>筹资活动产生的现金流入小计</b>	<b>500,106.50</b>	<b>444,089.20</b>	<b>96,380.00</b>
偿还债务所支付的现金	76,652.00	39,010.00	35,300.00
分配股利、利润和偿付利息所支付的现金	34,377.34	11,802.04	11,005.52
支付的其他与筹资活动有关的现金	14,306.05	16,740.18	16,728.39
<b>筹资活动产生的现金流出小计</b>	<b>125,335.39</b>	<b>67,552.21</b>	<b>63,033.91</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>374,771.11</b>	<b>376,536.99</b>	<b>33,346.09</b>
现金及现金等价物净增加额	-42,971.11	189,472.28	11,209.88
加：期初现金及现金等价物余额	214,174.03	24,701.75	13,491.87
期末现金及现金等价物余额	171,202.92	214,174.03	24,701.75

资料来源：公司2015-2017年审计报告

## 附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	24,793.09	22,438.66	21,884.47
加：资产减值准备	165.79	1,643.40	205.96
固定资产折旧、投资性房地产、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	15.44	9.46	16.39
长期待摊费用摊销	124.32	41.44	0.00
财务费用（收益以“-”号填列）	3,665.42	2,342.46	3,869.09
存货的减少（增加以“-”号填列）	-172,054.65	-29,987.04	-12,741.28
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-240,180.51	-185,873.23	907.79
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-21,816.03	11,018.03	-36,275.19
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-405,287.14</b>	<b>-178,366.81</b>	<b>-22,132.76</b>

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

## 附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
资产负债率	36.86%	27.83%	11.18%
流动比率	24.92	26.65	35.26
速动比率	6.55	6.48	2.91
综合毛利率	20.77%	20.77%	22.43%
EBITDA（万元）	30,420.63	26,909.19	26,610.63
EBITDA 利息保障倍数	0.59	1.45	2.42
产权比率	58.37%	38.57%	12.58%

资料来源：公司2015-2017年审计报告，鹏元整理

## 附录五 截至2017年末纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
开元发展（邵东）投资有限责任公司	9,010.00	55.49%	土地开发、城市建设投资等
湖南邵东新农村建设投资有限公司	22,000.00	90.91%	土地开发、城市建设投资等
邵东创业投资有限责任公司	20,000.00	100.00%	租赁和商业服务业

注：中国农发重点建设基金有限公司于2017年3月21日对开元发展（邵东）投资有限责任公司增资3,000.00万元。

中国农发重点建设基金有限公司于2017年2月16日对湖南邵东新农村建设投资有限公司增资2,000.00万元。

资料来源：公司2017年审计报告

## 附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款



## 附录七 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。