

铜仁市梵净山投资有限公司

**2012年12亿元公司债券  
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发行主体构成委托关系外，本评级机构与发行主体不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员与受评对象亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由发行主体提供，本评级机构并不保证引用资料的准确性和完整性。

本评级机构有充分理由保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因发行主体和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。

本评级机构同意将本信用评级报告作为发行主体申请发行本次债券所必备的法定文件，随其他材料一起提交相关监管部门审查，并依法对其承担责任。



# 铜仁市梵净山投资有限公司

## 2012 年 12 亿元公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA

发行主体长期信用等级：AA-

发行规模：12 亿元

债券期限：7 年

评级展望：稳定

担保方式：土地使用权抵押

评级日期：2012 年 05 月 24 日

### 评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对铜仁市梵净山投资有限公司（以下简称“铜仁梵投”或“公司”）本次拟发行的12亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级是鹏元基于公司的运营环境、经营竞争状况、财务实力以及本期债券的增信方式等因素综合评估确定的。

### 主要财务指标：

	2011 年	2010 年	2009 年
总资产（万元）	2,050,722.36	892,058.74	458,779.24
归属于母公司所有者权益合计（万元）	1,693,843.81	551,966.67	317,133.84
资产负债率	17.40%	38.12%	30.87%
流动比率	18.25	12.07	15.95
速动比率	2.97	5.77	12.23
营业收入（万元）	90,914.87	58,203.86	48,684.66
政府补助（万元）	12,000.00	8,384.72	15,952.12
营业利润（万元）	14,422.86	22,386.92	14,492.91
利润总额（万元）	26,456.99	30,739.99	30,443.23
综合毛利率	35.47%	81.04%	50.77%
总资产回报率	1.80%	4.55%	11.07%
EBITDA（万元）	26,657.23	30,911.07	30,536.99
EBITDA 利息保障倍数（万元）	8.69	5.79	11.19
经营活动现金流净额（万元）	-8,078.19	-54,296.49	-55,938.40

资料来源：公司提供

**基本观点：**

- 铜仁经济保持较快增长，财政实力不断增强，为公司发展提供了良好的外部环境；
- 公司作为铜仁市主要的投融资主体，得到了地方政府的大力支持；
- 公司目前土地储备较多，未来土地出让收入较有保障；
- 公司受托进行新增耕地流转指标相关业务，并进行旅游等经营性业务的开发，未来公司的盈利能力有望得到进一步的改善；
- 土地使用权抵押担保有效提升了本期债券的信用水平。

**关注：**

- 公司在建项目和投资规模较大，面临持续资金压力；
- 目前土地市场存在较大波动，不排除土地市场出现价格下行的风险，未来可能会影响到公司资产的流动性和债务的偿还。

**分析师**

姓名：陈远新 林心平

电话：0755-82872863

邮箱：chenyx@pyrating.cn

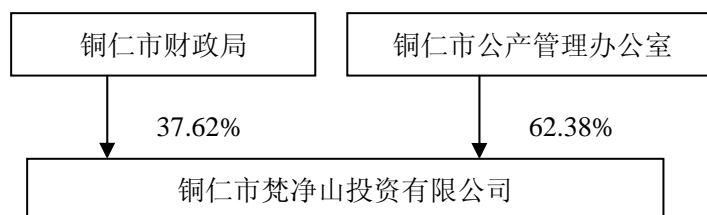
## 一、发行主体概况

铜仁市梵净山投资有限公司（以下简称“铜仁梵投”或“公司”）成立于 2006 年 12 月 6 日，原名铜仁地区维信投资有限公司，系经铜仁地区行政公署“铜署发【2006】49 号”文件批准，由铜仁地区财政局出资组建的国有独资有限公司，初始注册资本 30,000.00 万元。2008 年 11 月，经铜仁地区行政公署“铜署发【2008】54 号”文件批准，公司更名为贵州省铜仁地区梵净山投资有限责任公司。2008 年 12 月，公司申请增加注册资本 370,000.00 万元，由铜仁地区财政局和铜仁地区公产管理办公室分五期缴足。

2011 年 12 月，根据国务院“国函【2011】131 号”文件，撤销铜仁地区，设立地级铜仁市<sup>1</sup>；2012 年 1 月，根据铜党办发【2011】177 号《关于撤地设市后更换各单位标牌和印章有关问题的通知》，公司更名为现名。

截至 2011 年 12 月 31 日，公司实收资本 209,000.00 万元，其中铜仁市财政局出资 78,632.00 万元，占股 37.62%，铜仁市公产管理办公室出资 130,368.00 万元，占股 62.38%。

图1 截至2011年12月31日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司从事的业务范围包括：重点投资各类基础设施建设、文化旅游产业开发、矿产资源开发、农业产业化经营、房地产及土地资源开发等其它风险类投资与担保项目。截至 2011 年 12 月 31 日，公司拥有子公司 4 家，分别为铜仁梵净山旅游开发投资有限公司、铜仁桃源公路开发建设有限责任公司（以下简称“桃源公司”）、铜仁市梵净山房地产开发有限责任公司和贵州省铜仁梵净山物业服务有限公司。

截至 2011 年 12 月 31 日，公司资产总额 2,050,722.36 万元，归属于母公司所有者权益合计 1,693,843.81 万元，资产负债率为 17.40%。2011 年度公司实现营业收入 90,914.87 万元，利润总额 26,456.99 万元，经营活动现金净流出 8,078.19 万元。

<sup>1</sup>除特别指明外，本文提及的铜仁市或全市系撤销之前的铜仁地区，铜仁市政府或市政府系撤销之前的铜仁地区行政公署

## 二、本期债券概况

**债券名称：**2012年铜仁市梵净山投资有限公司公司债券（以下简称“本期债券”）；

**发行总额：**人民币12亿元；

**债券期限及利率：**本期债券为7年期固定利率债券；

**还本付息方式：**每年付息一次，分次还本，即自债券发行后第3年起，逐年分别按照债券发行总额20%的比例提前偿还本期债券本金；

**债券担保：**公司以自有的位于铜仁市川硐镇谭木桥、松桃县城市主干道两侧、江口县梵净山环线两侧、铜仁市城市主干道两侧共27宗商服用地的土地使用权为本期债券提供抵押担保，土地总面积4,401,355.34平方米，土地评估价值402,954.31万元。

## 三、本期债券募集资金用途

本期债券募集资金总额12亿元，全部用于铜仁市城市棚户区改造项目。

**表 1 本次债券募集资金投向情况表（单位：亿元）**

募集资金投向项目	项目总 投资	拟使用募集 资金额度	占募集资 金比重	审批情况
铜仁市城市棚户区改造项目	20.84	12	100%	铜地发改投[2011]480号、铜地国土资函[2011]29号、铜地环审[2011]4号

资料来源：公司提供

### 1、项目建设内容

项目建设地址为铜仁市桐梓坳片区和纸厂片区，总用地面积351.15亩，其中桐梓坳片区用地面积70亩，纸厂片区用地281.15亩。

（1）桐梓坳片区：位于铜仁市主城区东侧，紧临东太大道和火车站广场，项目区规划占地70亩，涉及拆迁户528户，拆迁总面积34,756平方米，其中：居民住宅34,320平方米，商铺436平方米。改造完成后将新建住房452,991平方米、商业用房8,000平方米、地下停车场26,000平方米。

（2）纸厂片区：位于铜仁市主城区东侧，紧临沿江大道，项目区规划占地281.15亩，有562户居民，单位1家，拆迁总面积71,324平方米，其中居民住宅36,530平方米，商铺849平方米，办公楼3,146平方米，仓库/经营生产用房30,799平方米。改造完成后将新建住房340,864平方米、商业用房8,000平方米、地下停车场26,000平方米。



## 2、项目资金来源

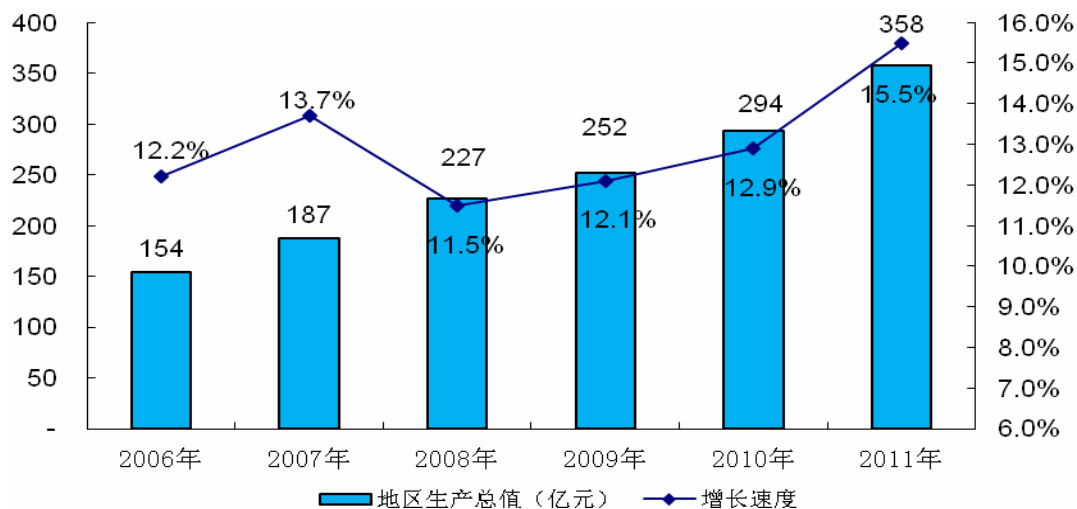
项目总投资为20.84亿元，其中使用本期债券资金12亿元，其余资金利用自有资金和银行贷款筹集。

## 四、运营环境

### 铜仁矿产资源丰富，近年经济发展速度较快，但总体经济实力仍然较弱

铜仁市位于贵州高原东部，武陵山区腹地，东邻湖南，北接重庆，是连接中原地区与西南边陲的纽带，享有“黔东门户”之美誉。随着国家继续深入推进西部大开发战略，以及东部产业逐渐向西部地区转移，“十一五”期间，铜仁市获得了较快的经济发展速度，2010年铜仁市实现地区生产总值293.62亿元，是2006年的1.91倍。2011年，铜仁市经济增长速度进一步加快，根据铜仁市统计局的数据，2011年铜仁市实现地区生产总值357.72亿元，较上年增长15.5%；其中：第一产业实现增加值103.5亿元，增长2.6%；第二产业实现增加值99.9亿元，增长22.1%；第三产业实现增加值154.31亿元，增长20.8%。第二、第三产业的较快增长，成为当地经济快速增长的主要动力，三次产业的结构由2010年的32.3:26.3:41.4变为28.93:27.93:43.14。

图2 近年铜仁市地区生产总值及增长情况



资料来源：铜仁市统计局

铜仁市矿产资源丰富，拥有锰、钒、石英砂岩、饰面板岩、紫袍玉带石等多种矿产资源。目前，石英砂岩已探明储量超过30亿立方米，饰面砂岩已探明储量1,836万立方米，紫袍

玉带石已探明储量 78,858 万立方米，锰矿远景储量 1.2 亿吨，工业储量 0.6 亿吨。但是，由于交通相对闭塞，矿产资源处于开发初期。

**表 2 铜仁市主要非金属矿产资源情况表**

矿种名称	已探明储量（万立方米）	主要用途
石英砂岩	304,942	铁路道碴等
饰面板岩	1,836	建筑装饰等
紫袍玉带石	78,858	工艺品等

资料来源：公司提供

铜仁虽有毗邻三省市的区位优势 and 自然生态矿产等资源优势，但铜仁市经济发展一直较为滞后，工业化水平较低，总体经济不如沿海发达地区。为尽快摆脱经济欠发达的现状，铜仁市结合实际，确立了构建“两带两圈”产业体系，推进“六个新跨越”发展战略。目前，玉铜松工业循环经济产业带、乌江特色产业经济带、铜仁城市经济圈、梵净山文化旅游经济圈都已制定详细的发展规划，在资源整合、产业升级、投资建设等方面提出了明确的目标。地方政府也制定了多项产业和区域发展规划，力图“十二五”期间实现铜仁的跨越式发展。

可以预见在“十二五”期间，铜仁市围绕“两带两圈”产业规划会出台更多更有针对性的具体政策，同时潜在的资源优势将逐渐转化为现实的经济优势，资源的较大升值空间将有利于区域的发展，未来铜仁经济发展的潜力较大。

#### **铜仁文化旅游资源丰富，开发潜力大**

近年来，贵州省提出了“十二五”期间将贵州省建设成旅游大省的发展目标，力图把旅游业培育成为贵州省国民经济的战略性支柱产业和现代服务业。据此，贵州省提出了发展旅游业的主要目标：到 2015 年，接待旅游总人数 2.2 亿人次左右，旅游业总收入达到 2,200 亿元以上，旅游业增加值达到 650 亿元以上，旅游直接就业人员达到 30 万人。在此基础上再经过 5 年努力，到 2020 年基本建成旅游强省。

铜仁具有以梵净山为代表的旅游资源，特别适于发展相关服务产业。梵净山集合了四大资源。一是奇妙的自然景观：主峰海拔 2,572 米，保存着 14 亿年前冰川时期留下的自然奇迹，云海、佛光与日出等景观独特；太平河两岸自然景色古朴秀丽，如诗如画。二是丰富的生态资源：梵净山一山拥有四个气候带谱，是地球同纬度上保存最完好的原始森林，繁衍着 5,000 多种动植物，珙桐、黔金丝猴等 40 多种被列为国家保护对象，被誉为“地球绿洲”、“动植物基因库”和“人类的宝贵遗产”，是国家级自然保护区、联合国“人与生物圈”保护网成员。三是悠久的佛教文化：早在明朝万历年间，梵净山作为佛教名山、“弥勒道场”，就已经声名远播，许多景点如太子石、万卷书、说法台等都与佛的传说相连，处处显现佛教



文化的气息。四是多彩的民族文化：梵净山周围聚居着苗、土家、侗、仡佬等民族，长期相对封闭的生活环境，造就了独特的民族风情和绚丽多彩的民间文化，土家傩戏傩技曾走出国门，远赴美国和日本演出，被誉为戏剧的“活化石”，还有苗族“四月八”、侗族“赶坳”节、土家摆手舞和肉莲花、仡佬族“敬雀”节等民族风情。此外，铜仁还有国家级自然保护区麻阳河及乌江百里画廊、国家级风景名胜区铜仁九龙洞，省级风景名胜区玉屏舞阳河、石阡温泉群等一大批融自然与人文景观为一体的风景名胜区，形成了以梵净山为核心，联接湖南凤凰古城、张家界为一体的旅游网络体系。

## 五、地方财政实力

### 铜仁市财政收入增长较快，财政实力不断增强，上级补助收入占比较高

近年来铜仁市经济实力不断增强，财政收入增速较快。2009-2011 年，铜仁市一般预算收入分别为 137,535 万元、181,607 万元和 284,097 万元，复合增长率达 43.72%，其中，税收收入复合增长率达到 38.05%，均高于同期地区生产总值的增速，且上升趋势明显。此外，2009-2011 年税收收入占一般预算收入的比重分别为 71.50%、72.62%和 65.96%，总体水平尚可。

作为国家西部不发达地区，铜仁市在上级财政转移方面获得了国家和省级财政的支持，2009-2011 年上级补助收入分别为 759,015 万元、1,029,918 万元和 1,302,301 万元，是财政收入的主要组成部分。2009-2011 年上级补助收入分别占财政总收入的比重分别为 81.63%、75.86%和 72.22%，比重虽然有所下降但依然较高。此外，随着当地房地产市场的逐步发展，政府性基金收入增长较快，2009-2011 年政府性基金收入分别为 33,313 万元、146,088 万元和 216,905 万元，复合增长率达 155.17%。

**表 3 2009-2011 年铜仁市财政收入情况（单位：万元）**

	2011 年	2010 年	2009 年
1、一般预算收入	284,097	181,607	137,535
其中：税收收入	187,398	131,876	98,331
2、上级补助收入	1,302,301	1,029,918	759,015
其中：返还性收入	25,860	24,455	21,155
一般性转移支付收入	678,598	476,111	410,297
专项转移支付收入	597,843	529,352	327,563
3、政府性基金收入	216,905	146,088	33,313
合计（1+2+3）	1,803,303	1,357,613	929,863

税收收入/一般预算收入	65.96%	72.62%	71.50%
-------------	--------	--------	--------

资料来源：铜仁市财政局

除预算外收入外，2009-2011 年一般预算收入、上级补助收入和政府性基金收入三者合计分别达到 929,863 万元、1,357,613 万元和 1,803,303 万元，复合增长率达 39.26%，财政收入快速增加，财政实力不断增强。未来随着经济实力的较快增长，财政实力仍有较大的增长空间。

## 六、经营与竞争

公司为铜仁市国有企业，主要业务包括各类基础设施建设、文化旅游产业开发、矿产资源开发和土地资源开发等。从近三年收入结构来看，土地转让收入是公司营业收入的主要来源，其他收入主要包括担保费收入和融资费收入等。

**表 4 公司 2009-2011 年营业收入构成和毛利率情况（单位：万元）**

项目	2011 年		2010 年		2009 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地转让收入	88,511.30	33.75%	56,667.00	80.63%	47,851.00	49.94%
其他收入	2,403.57	98.90%	1,536.86	92.67%	833.66	97.12%
合计	90,914.87	35.45%	58,203.86	81.04%	48,684.66	50.77%

资料来源：公司提供

公司是铜仁城市基础设施建设和重大投资项目的管理主体，政府支持力度大；存量土地的转让收入，是公司收入和利润的主要来源

公司作为铜仁市主要的投融资主体，也是铜仁城市基础设施建设和重大投资项目的管理主体，得到的政府支持力度大。截至 2011 年底，公司在建项目较多，包括铜仁城市主干道等城市公路项目、教育园区市政工程项目、梵净山环线及连线旅游公路建设项目等，总投资 341,236 万元，截至 2011 年底，已投资 215,125 万元，资金主要来自财政拨款、银行贷款及自筹资金等。

**表 5 截至 2011 年 12 月 31 日公司在建工程情况（单位：万元）**

项目名称	建设内容	计划总投资	已投资	建设周期	后续资金安排
梵净山环线及连线旅游公路建设	旅游公路	94,205	85,653	1.5 年	财政补贴，银行贷款，
民族风情园	剧场	15,314	13,148	1.5 年	自筹
铜仁城市主干道	城市公路	92,246	73,145	1.5 年	自筹
大兴工业园区	场平及增地	77,076	63,108	1.5 年	自筹

教育园区市政工程	市政设施	62,395	40,275	1.5 年	自筹
合计	-	341,236	215,125	-	-

资料来源：公司提供

公司在承担大量城市基础设施建设任务的同时，也获得了铜仁市政府在资产注入、一级土地开发等方面的大力支持。2009 年 10 月，铜仁市政府将铜仁市交通局持有的桃源公司 100%的股权无偿划转给公司。同时，根据铜署发【2009】3 号文、铜署发【2010】6 号文、铜署函[2010]116 号文等文件，铜仁市政府将坐落于地区建筑公司等 78 宗、共计约 16,687 亩的土地使用权划拨给公司。

**表 6 近年公司获得划转土地的相关文件情况**

文件名称	文件号	文件主要内容
铜仁地区行政公署关于划转国有土地使用权的通知	铜署发【2009】34 号	将坐落于地区建筑公司等 14 宗国有土地使用权面积 298 亩划转铜仁梵投
铜仁地区行政公署关于划转国有土地使用权的通知	铜署发【2009】3 号	将坐落于锦江宾馆等 23 宗国有土地使用权面积 1,225 亩划转铜仁梵投
铜仁地区行政公署关于划转国有土地使用权的通知	铜署发【2010】6 号	将坐落于地区木材纸箱公司等 13 宗国有土地使用权面积 92 亩划转铜仁梵投
铜仁地区行政公署关于划转国有土地使用权的通知	铜署发【2011】116 号	将坐落于铜仁市滑石乡塔冲和松桃县大兴镇城市主干道两侧的 2 宗土地（合计面积 9,530 亩）划转铜仁梵投
铜仁地区行政公署关于划转国有土地使用权的通知	铜署发【2011】296 号	将滑石乡新树坳等 26 宗土地（5,542 亩，评估价 39.83 亿元）划转铜仁梵投

资料来源：公司提供

近年来，存量土地的转让收入构成了公司目前收入的主要来源。根据铜署函【2009】207 号文、铜署函【2010】218 号文等文件，铜仁市政府同意按存量土地成交价款扣除成本后作为公司收益。2009-2011 年，公司共计出让土地 200.15 万平方米，取得土地出让收入 19.32 亿元，占到同期营业收入的 97.98%。

**表 7 2009-2011 年公司土地转让收入情况**

年份	成交价（万元）	出让土地面积（万平方米）
2011 年	88,511	112.37
2010 年	56,767	28.31
2009 年	47,929	59.47
合计	193,207	200.15

资料来源：公司提供

此外，根据《2009 年第十三次专员办公室会议纪要》（铜署署议【2009】14 号），公司作为铜仁唯一的投融资主体，享有向投资项目业主（借款单位）收取融资成本费和担保费的

权利。融资成本费收入标准为融资额\*同期银行贷款基准利率\*30%；担保费收取标准为担保融资额\*同期银行贷款基准利率\*30%。融资成本费和担保费是公司收入的重要补充，体现了地方政府对公司的支持。

**公司是铜仁市主要的土地整治和土地收储单位，土地开发收入将增加公司的收入**

根据《关于印发省人大铜仁地区工委对行署<关于地本级重大项目及投融资情况的报告>的决议和审议意见的通知》（铜地人大【2010】26号），明确由公司负责对川硐片区和城市主干道周边规划用地进行收储。同时，根据《铜仁地区行政公署关于铜仁市新城区土地收购储备实施方案的批复》（铜署函【2010】83号），公司还将对已收储的土地进行一级市场开发和整理，土地出让所产生的收益，在扣除土地收储、土地报批和土地出让成本后的收益，作为公司的经营收入。

截至2011年底，公司已取得产权证的土地共计1,162.78万平方米，土地使用权证尚未办理的地块包括碧江新区4,180亩，以及梵净山环线凯马至冷家坝段土地1,528亩等。此外，公司用于本期债券抵押的其中26宗土地为2011年取得（见表15），合计宗地面积36.95万平方米。

总体看来，公司拥有的土地资源丰富，未来随着土地的顺利出让，土地开发收入将进一步增加公司的收入。

**表8 截至2011年12月31日公司已取得产权证的土地情况（单位：万元）**

产权证	面积（㎡）	土地取得方式	土地用途	评估入账价值	是否已抵押
铜市国用（2009）第2346号	12,000	出让	综合用地	9,327	抵押
铜市国用（2010）第1768号	706,670	出让	商住	36,840	否
江国用（2010）第370号	23,334	出让	综合用地	15,750	抵押
江国用（2010）第371号	43,334	出让	综合用地	28,687	抵押
江国用（2010）第372号	86,380	出让	综合用地	6,003	抵押
铜市国用（2010）第0542号	2,786,681	出让	综合用地	130,835	抵押
铜市国用（2010）第0165号	1,986,638	划拨	工业	91,135	否
铜市国用（2009）第1609号	132,000	出让	工业	11,550	抵押
铜地国用（2006）第571号	2,264,998	出让	工业	44,858	抵押
铜地国用（2008）第109号	846,991	出让	工业	17,298	抵押
铜地国用（2006）第570号	2,131,997	出让	工业	32,481	抵押
铜市国用（2009）第1525号	3,545	出让	商业	200	否
铜市国用（2010）第525号	3,615	出让	商业	800	否
铜地国用（2009）第491号	5,254	出让	公共管理与公共服务	210	否

铜地国用（2009）第 357 号	9,673	出让	商服	650	否
铜市国用（2009）第 592 号	74,078	出让	商业	12,500	否
铜市国用（2010）第 1769 号	93,543	出让	商业	3,650	否
铜市国用（2010）第 1770 号	138,772	出让	商业	5,400	否
铜市国用（2010）第 1771 号	138,689	出让	商业	5,400	否
铜市国用（2010）第 1025 号	139,654	出让	商业	9,300	否
合计	11,627,844	-	-	462,875	-

资料来源：公司提供

### 公司受托进行新增耕地指标相关业务，并进行旅游等经营性资产的开发，未来有助于提高公司的盈利能力

公司从 2009 年 4 月起受铜仁市政府委托办理新增耕地指标相关业务。目前，公司主要是向铜仁市各县市购买新增耕地指标，待条件成熟后进行转让，而成交差价为公司所有。截至 2011 年底，公司已经购买的耕地流转指标达 4.5 万亩，共支出了 5.5 亿元，总体成本不高。目前，公司已经争取了 30 万亩的耕地开垦目标，未来这些新增耕地流转指标的转让收入将成为公司新的重要收入来源。

根据《贵州省物价局关于调整梵净山国家级自然保护区门票价格请示的复函》（【2010】74号）、《关于调整梵净山国家级自然保护区门票价格的通知》（铜地价费【2011】1号）、《铜仁地区行政公署关于梵净山旅游景区门票收入分配及收费权质押的批复》（铜署函【2010】116号），公司作为梵净山旅游景区公路建设和环线内所有景区开发的业主，梵净山国家级自然保护区门票收入新增50元/人次分配给公司作为还款来源，同时用梵净山旅游景区现行门票收入50元/人次收费权作为贷款质押，价格调整从2011年7月1日开始执行。随着近年来梵净山旅游人数的较快增长，未来门票收入可观。

此外，公司投资250万元与上海盛强投资管理有限公司成立了贵州省贵福生态肥业有限公司（以下简称“贵福肥业”，公司占股25%），主要从事有机无机复混肥的生产和销售。未来，公司还将依托现有资源，积极将经营性业务扩展到矿产资源开发、茶产业、特种养殖业等行业。

综上，随着经营性资产的增加，将有助于提高公司的盈利能力。

## 七、财务分析

### （一）财务分析基础说明

以下我们的分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2009-2011 年审计报告，公司的财务报表按照新会计准则进行编制。报表合并范围见下表。

**表 9 2009-2011 年纳入合并报表范围的子公司情况（单位：万元）**

子公司名称	持股比例	注册资本	投资额
铜仁梵净山旅游开发投资有限公司	100%	1,000.00	1,000.00
铜仁桃源公路开发建设有限责任公司	100%	5,825.03	5,825.03
铜仁市梵净山房地产开发有限责任公司	100%	2,000.00	2,000.00
贵州省铜仁梵净山物业服务有限公司	100%	500.00	500.00

资料来源：公司提供

### （二）财务状况

#### 资产结构与质量

公司资产规模增长很快，存货占比较高，资产流动性一般

公司资产规模稳步增加，2009-2011 年的复合增长率为 111.74%，主要原因是政府为支持企业发展，将大量的政府资产注入公司，并授权公司对川硐片区和城市主干道周边土地进行收储和开发，公司享有土地开发收益权。资产结构中，流动资产的占比较大，截至 2011 年底，公司流动资产占比为 91.33%。

**表 10 公司 2009-2011 年主要资产构成情况（单位：万元）**

	2011 年		2010 年		2009 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
流动资产合计	1,872,857.33	91.33%	802,223.26	89.93%	417,714.87	91.05%
其中：货币资金	32,970.53	1.61%	138,025.37	15.47%	61,699.98	13.45%
应收账款	88,521.00	4.32%	119,351.00	13.38%	62,684.00	13.66%
其他应收款	173,860.14	8.48%	115,911.07	12.99%	173,227.93	37.76%
存货	1,568,360.86	76.48%	418,505.07	46.91%	97,426.83	21.24%
非流动资产合计	177,865.04	8.67%	89,835.48	10.07%	41,064.36	8.95%
长期股权投资	64,639.10	3.15%	35,145.80	3.94%	23,366.70	5.09%
在建工程	97,773.61	4.77%	41,449.32	4.65%	4,365.46	0.95%
资产总计	2,050,722.36	100.00%	892,058.74	100.00%	458,779.24	100.00%



资料来源：公司提供

流动资产主要包括应收账款、其他应收款和存货。截至 2011 年 12 月 31 日，公司存货占比较高，以开发成本为主，主要为拥有的土地使用权，其中部分土地已抵押，该部分资产的流动性一般。公司应收账款 88,521.00 万元，主要是公司委托铜仁市土地矿权储备交易局进行土地交易后形成的应收土地出让款。其他应收款 173,860.14 万元，其中主要是与股东单位铜仁市财政局的往来款 8,341.71 万元，以及大兴工业区委员会等的政府项目借款，公司收取一定的融资成本费。

非流动资产主要包括长期股权投资和在建工程。截至 2011 年 12 月 31 日，公司长期股权投资主要是对铜仁至大龙高速路及思南至石阡高速公路等的投资，根据铜署办发电[2009]226 号文件及铜署专议[2009]90 号会议纪要，铜仁至大龙高速路及思南至石阡高速公路的建设由铜仁市承担 10% 的资本金，铜仁市政府确定全市承担的高速公路资本金全部由桃源公司作长期投资；2011 年末长期股权投资增加，主要是新增了对贵福肥业等的投资，这些投资尚未给公司带来投资收益。在建工程 97,773.61 万元，占公司总资产的 4.77%，主要是在建的梵净山环线公路等项目工程，资产质量一般。

总体上看，公司资产规模呈快速上升态势，存货占比较高，但资产的流动性较为一般。

## 盈利能力

### 公司收入主要来自存量土地转让收入，未来收入来源将有所增加

公司主要业务包括各类基础设施建设、文化旅游产业开发、矿产资源开发和土地资源开发等。从近年收入结构来看，存量土地的转让收入是公司主要来源，融资成本费、担保费等是公司收入的重要补充。目前，公司受托进行新增耕地流转指标相关工作，并进行旅游资源等经营性业务的开发，未来公司收入来源将明显增加。

**表 11 公司 2009-2011 年主要盈利指标（单位：万元）**

	2011 年	2010 年	2009 年
营业收入	90,914.87	58,203.86	48,684.66
营业利润	14,422.86	22,386.92	14,492.91
政府补助	12,000.00	8,384.72	15,952.12
利润总额	26,456.99	30,739.99	30,443.23
净利润	22,731.31	25,116.52	26,785.69
综合毛利率	35.47%	81.04%	50.77%
期间费用率	0.87%	1.20%	0.70%

总资产回报率	1.80%	4.55%	11.07%
--------	-------	-------	--------

资料来源：公司提供

公司还承担部分城市基础设施建设，公司每年均会获得一定数量的政府补助收入，是公司利润的重要补充。公司的期间费用主要为管理费用，总体规模不大，由于收入规模较快增长，2009-2011 年公司期间费用率保持在较低水平。此外，随着资产规模的大幅增长，而收入尚未得到充分体现，公司总资产回报率逐年下降。

总体上看，公司目前收入主要来自存量土地的转让收入，未来随着各项经营性业务的发展，公司盈利能力有望得到进一步的提高。

## 现金流

**较大规模的投入和投资，公司经营活动现金流和投资现金流处于流出状态，筹资活动是公司主要的资金来源**

近年来，虽然有较为可观的存量土地转让收入，但由于公司在土地整理、土地收储和购买新增耕地流转指标上的投入较大，使得公司近三年经营活动现金流始终处于流出状态。

从公司投资活动来看，由于公司主要进行城市基础设施投资建设，这种投资回报主要体现在为政府配套的土地开发收益，而土地开发收入体现为经营性活动，这使得公司投资活动无现金回流，投资活动表现为持续净流出。同时，公司还加大经营性业务的投资，使得近年投资活动现金流流出规模较大。未来，公司在建项目还需要投入资金在10亿元以上，将使公司面临较大的资金压力。

综上，由于现阶段公司经营活动净现金流不足，难以支撑大规模的投资支出，公司资金仍主要来源于筹资活动，2011年筹资活动净现金流为负，主要是当期偿还贷款较多所致。未来随着公司经营性资产的增加和业务的发展，公司经营活动现金流有望得到改善。

**表 12 公司 2009-2011 年现金流量情况（单位：万元）**

	2011 年	2010 年	2009 年
净利润	22,731.31	25,116.52	26,785.69
非付现费用	491.38	171.08	93.76
非经营损益	-172.90	-	-
FFO	23,049.79	25,287.60	26,879.45
营运资本变化	-31,127.97	-79,584.09	-82,817.85
其中：存货减少（减：增加）	-540,160.68	-321,078.24	-48,739.40
经营性应收项目的减少（减：增加）	442,805.95	211,199.47	-53,341.35
经营性应付项目增加（减：减少）	66,226.76	30,294.68	19,262.90

经营活动现金流量净额	-8,078.19	-54,296.49	-55,938.40
投资活动的现金流量净额	-55,007.80	-37,247.33	-47,929.42
筹资活动产生的现金流量净额	-41,968.85	167,869.22	160,615.92
现金及现金等价物净增加额	-105,054.85	76,325.40	56,748.10

数据来源：公司提供

## 资本结构与财务安全性

### 公司债务规模持续增长，债务压力不断增加

与资产规模的大幅增长相对应，近年公司债务规模持续增加。截至 2011 年 12 月 31 日，公司总负债为 356,878.55 万元，近三年复合增长率达 58.73%，持续增长的债务规模增加了公司的债务压力。

公司负债主要为长期借款，截至 2011 年底，公司长期借款 254,242.00 万元，占总负债的 71.24%，公司存在一定的长期偿债压力。从银行借款未来的还款期限来看，公司长期借款还款日期总体较为平均的分配在未来的 5-10 年内，不存在集中还款的问题。

**表 13 公司 2009-2011 年负债结构（单位：万元）**

	2011 年		2010 年		2009 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
<b>流动负债合计</b>	<b>102,636.55</b>	<b>28.76%</b>	<b>66,490.08</b>	<b>19.55%</b>	<b>26,195.40</b>	<b>18.49%</b>
其中：短期借款	0.00	0.00%	10,000.00	2.94%	0.00	0.00%
其他应付款	33,343.03	9.34%	8,656.72	2.55%	7,894.24	5.57%
<b>非流动负债合计</b>	<b>254,242.00</b>	<b>71.24%</b>	<b>273,542.00</b>	<b>80.45%</b>	<b>115,450.00</b>	<b>81.51%</b>
其中：长期借款	254,242.00	71.24%	273,542.00	80.45%	115,450.00	81.51%
<b>负债总额</b>	<b>356,878.55</b>	<b>100.00%</b>	<b>340,032.08</b>	<b>100.00%</b>	<b>141,645.40</b>	<b>100.00%</b>

数据来源：公司提供

随着政府大规模的资产注入，公司资产负债率明显下降，总体处于较低水平，截至 2011 年底，公司资产负债率为 17.40%。从 EBITDA 利息保障倍数可以看出，公司借款利息的偿还尚有保障。但公司大部分资产为土地资产，公司债务的偿还主要依赖于土地资产的变现；同时我们也关注到，目前土地市场存在较大波动，不排除土地市场出现价格下行的风险，未来可能会影响到公司资产的流动性和债务的偿还。

**表 14 公司 2009-2011 年偿债能力指标**

	2011 年	2010 年	2009 年
资产负债率	17.40%	38.12%	30.87%
流动比率	18.25	12.07	15.95
速动比率	2.97	5.77	12.23

EBITDA（万元）	26,657.23	30,911.07	30,536.99
EBITDA 利息保障倍数	8.69	5.79	11.19

数据来源：公司提供

综上，我们认为公司债务规模持续增长，债务压力不断增加。

## 八、或有事项

1、公司于 2009 年 12 月 9 日为铜仁市新美广告有限公司向中国农业银行股份有限公司铜仁市支行取得 190 万元短期借款提供保证。

2、公司于 2009 年 7 月 29 日为铜仁市公路处向中国农业银行股份有限公司铜仁锦江支行取得 11,000 万元长期借款提供保证。

3、公司于 2009 年 8 月 3 日为铜仁市公路处向中国农业银行股份有限公司铜仁锦江支行取得 9,000 万元长期借款提供保证。

4、公司于 2011 年将 500 万元的三年期定期存单，用于为铜仁市第一中学贷款 250 万提供质押担保。

考虑到被担保对象为政府部门，且担保余额并不算太大，占 2011 年末净资产的 1.23%，因此该担保应不会对公司经营产生实质性影响。

## 九、债券偿还保障分析

### 国有土地使用权抵押担保有效提升了本期债券的信用水平

#### （一）抵押资产的评估情况

公司以其拥有的 27 宗土地使用权为本期债券提供抵押担保，该等土地主要位于铜仁市川硐镇谭木桥、松桃县城市主干道两侧、江口县梵净山环线两侧、铜仁市城市主干道两侧，土地规划用途为商服用地，土地使用权类型为国有出让，土地总面积 4,401,355.34 平方米。经铜仁同致房地产资产评估土地有限公司出具的“同致[估]字（2011）第 102 号”《土地评估报告》（评估基准日为 2011 年 6 月 30 日），该 27 宗土地价值 402,954.31 万元，为本期债券发行金额的 3.36 倍。

**表 15 公司抵押土地估价结果一览表（单位：平方米、元/平方米、万元）**

土地使用证编号	宗地位置	宗地面积	评估单价	地价总额
---------	------	------	------	------

松国用（2011）第 939 号	大兴镇城市主干道两侧	149,334.08	835.31	12,474.03
松国用（2011）第 940 号	乌罗镇梵净山环线两侧（冷家坝）	97,333.82	918.63	8,941.38
松国用（2011）第 941 号	乌罗镇梵净山环线两侧（田家坝）	70,000.35	927.82	6,494.77
松国用（2011）第 942 号	乌罗镇梵净山环线两侧（核桃坪）	23,333.45	964.56	2,250.65
松国用（2011）第 943 号	乌罗镇梵净山环线两侧（风形一）	48,000.24	946.19	4,541.73
松国用（2011）第 944 号	乌罗镇梵净山环线两侧（风形二）	73,333.70	946.19	6,938.76
松国用（2011）第 945 号	乌罗镇梵净山环线两侧（苦竹坝一）	46,666.90	937.00	4,372.69
松国用（2011）第 946 号	乌罗镇梵净山环线两侧（苦竹坝二）	53,333.60	937.00	4,997.36
松国用（2011）第 947 号	乌罗镇梵净山环线两侧（苦竹坝三）	33,333.50	937.00	3,123.35
江初国用（2011）第 100 号	江口县太平乡梵净山村黄家坝	53,333.60	1,135.20	6,054.43
江初国用（2011）第 101 号	江口县太平乡梵净山村芭蕉湾	46,666.90	1,021.68	4,767.86
江初国用（2011）第 102 号	江口县太平乡梵净山村上坝	26,666.80	1,078.44	2,875.85
江初国用（2011）第 103 号	江口县太平乡梵净山村艾家坝	40,000.20	1,101.14	4,404.58
江初国用（2011）第 104 号	江口县太平乡梵净山村黎家坝	53,333.60	1,112.50	5,933.36
江初国用（2011）第 105 号	江口县太平乡梵净山村二坝（一）	33,333.50	1,021.68	3,405.62
江初国用（2011）第 106 号	江口县太平乡梵净山村上坝（二）	53,333.60	1,021.68	5,448.99
江初国用（2011）第 107 号	江口县太平乡梵净山村明牙池	33,333.50	998.98	3,329.95
江初国用（2011）第 108 号	江口县太平乡梵净山村习家坪（一）	20,000.10	1,021.68	2,043.37
江初国用（2011）第 109 号	江口县太平乡梵净山村习家坪（二）	33,333.50	1,021.68	3,405.62
江初国用（2011）第 110 号	江口乡太平乡梵净山村鹅家坳	63,333.65	976.27	6,183.07
江初国用（2011）第 111 号	江口乡太平乡梵净山村鹅家坳（二）	24,666.79	987.62	2,436.14
江初国用（2011）第 112 号	江口县太平乡梵净山村独岩	20,000.10	976.27	1,952.55
江初国用（2011）第 113 号	江口乡太平乡梵净山村洼溪	53,333.60	987.62	5,267.33
江初国用（2011）第 114 号	江口县太平乡梵净山村顺水坝	18,666.76	998.98	1,864.77
铜市国用（2011）第 5000 号	铜仁市滑石乡桃树湾	513,335.90	940.99	48,304.39
铜市国用（2011）第 5001 号	铜仁市滑石乡新树坳	2,013,343.40	893.94	179,980.82
铜市国用（2010）第 1768 号	铜仁市川硐镇谭木桥 11 号地块	706,670.20	865.48	61,160.89
<b>合 计</b>	<b>-</b>	<b>4,401,355.34</b>	<b>-</b>	<b>402,954.31</b>

资料来源：公司提供

## （二）抵押资产有关的法律手续

公司已出具《抵押资产承诺函》，承诺合法、完整、有效地拥有用于抵押土地的使用权，不存在任何形式的抵押或者任何其他方权利限制，土地使用权处于可抵押状态。铜仁市国土资源局、江口县国土资源局和松桃苗族自治县国土资源局已就用于抵押的国有土地出具权属证明，证明国有土地使用权可以用于为本期债券提供抵押担保。发行人律师在《法律意见书》中出具了对抵押资产合法性的法律意见，明确为本期债券发行担保的国有土地使用权未设定抵押，也未被查封、扣押及不存在其他权属限制，公司可以将该等土地使用权为本期债券发行设定抵押担保。

### （三）对抵押资产的监管

#### 1、聘请抵押资产监管人

为加强对抵押资产的监管，并保障其安全性，公司聘请中国工商银行股份有限公司铜仁分行作为抵押资产监管人。抵押资产监管人的主要职责包括：

- （1）妥善保管为抵押资产办理的抵押登记凭证，并做好相关权利凭证的交接记录；
- （2）对抵押资产进行日常监督；
- （3）在债券存续期间，按照约定计算抵押资产的合计价值与本期债券未偿还本金及其一年利息之和的比率低于 1.2 的倍数时，通知债券发行人追加抵押资产；
- （4）在债券发行人发生无法偿付本期债券的本息时，将协助、配合本期债券持有人处置抵押物。

#### 2、抵押资产的评估

在本期债券存续期间，公司应聘请经抵押资产监管人认可的具有相应资质的资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告。年度评估报告的出具时间应不迟于本期债券当年付息首日后的三十个工作日。

在本期债券存续期间，抵押资产监管人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，发行人应当聘请经抵押资产监管人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。下列情形可以构成合理的理由：（1）抵押资产已经发生重大毁损；（2）抵押资产市场行情发生显著贬值；（3）其他可能导致抵押资产价值发生显著贬值的情形。抵押资产监管人因为上述原因要求对抵押资产价值进行重新评估的，应当向发行人发出书面通知。公司应当在对抵押资产价值进行评估结束后的十个工作日内，将评估报告正本提交给抵押资产监管人。

#### 3、抵押资产追加和释放

抵押资产监管人根据《抵押资产监管协议》约定计算的抵押比率（抵押资产最新合计价值/本期债券未偿还本金及其一年利息之和）低于 1.2 倍时（不含 1.2 倍），应在三个工作日内制作《追加抵押资产通知书》，加盖公章后送达公司。公司经抵押资产监管人同意或经债券持有人会议同意追加抵押资产的，应在五个工作日内，制作《追加抵押资产清单》。追加的抵押资产应按照《抵押资产监管协议》的有关初始抵押的规定进行价值评估、办理抵押登记。公司应自向抵押资产监管人发出《追加抵押资产清单》之日起十五个工作日内完成抵押资产追加工作，但若追加的抵押资产评估价值不实导致债券持有人损失的，抵押资产监管人不承担任何责任。



在本期债券存续期间，在抵押率不低于《抵押资产监管协议》约定或如公司另行提供经债券持有人会议接受的担保的前提下，公司可以向抵押资产监管人申请解除部分或全部抵押资产的抵押。但无论如何，解除部分抵押资产后重新计算的抵押比率在任何时点上均不得低于 1.8 倍。抵押资产监管人同意解除部分或全部资产抵押的，应在两个工作日内制作《解除抵押资产清单》，并以传真的形式通知甲方。抵押资产监管人应在《抵押资产监管协议》约定的办理解除抵押资产条件成就之日起五个工作日内，将该资产对应的抵押权利凭证移交给公司。

#### 4、抵押权的行使

为维护全体债权人的合法权益，保障抵押资产的安全，同时由于债券持有人的不确定性，公司特为债券持有人聘请工商银行股份有限公司铜仁分行担任本期债券的受托管理人，在本期债券存续期限内依照本协议的约定代行债券持有人的权利，维护债券持有人的利益。

在本期债券存续期间，如果公司未按时偿付当期本息，债券受托管理人将提议召开债券持有人大会，按债券持有人大会的相关决议处置担保物，以偿付本期债券本息及相关费用。确保全体债券持有人的合法权益不受损害。

**附录一 合并资产负债表（单位：万元）**

项 目	2011 年	2010 年	2009 年
货币资金	32,970.53	138,025.37	61,699.98
交易性金融资产	0.00	0.00	20,000.00
应收账款	88,521.00	119,351.00	62,684.00
预付款项	9,144.80	10,430.75	2,676.14
其他应收款	173,860.14	115,911.07	173,227.93
存货	1,568,360.86	418,505.07	97,426.83
流动资产合计	1,872,857.33	802,223.26	417,714.87
长期股权投资	64,639.10	35,145.80	23,366.70
投资性房地产	9,167.08	9,167.08	9,167.08
固定资产净额	2,592.09	970.67	998.44
在建工程	97,773.61	41,449.32	4,365.46
无形资产	3,038.53	3,102.61	3,166.69
长期待摊费用（递延资产）	165.99	0.00	0.00
递延所得税资产	172.90	0.00	0.00
其他非流动资产	315.74	0.00	0.00
非流动资产合计	177,865.04	89,835.48	41,064.36
资 产 总 计	2,050,722.36	892,058.74	458,779.24
短期借款	0.00	10,000.00	0.00
应付账款	1,021.11	0.00	0.00
预收款项	16.65	0.63	0.69
应付职工薪酬	2.70	7.32	6.70
其中：应付工资	0.00	4.52	5.09
应付福利费	2.03	2.48	1.61
应交税费	68,253.06	47,825.41	18,293.78
其中：应交税金	67,831.71	47,825.41	18,293.78
其他应付款	33,343.03	8,656.72	7,894.24
流动负债合计	102,636.55	66,490.08	26,195.40
长期借款	254,242.00	273,542.00	115,450.00
非流动负债合计	254,242.00	273,542.00	115,450.00
负 债 合 计	356,878.55	340,032.08	141,645.40
实收资本（股本）	209,000.00	209,000.00	209,000.00
资本公积	1,400,627.37	281,481.54	71,765.23
盈余公积	8,363.03	6,063.42	3,538.21
未分配利润	75,853.41	55,421.70	32,830.40
归属于母公司所有者权益合计	1,693,843.81	551,966.67	317,133.84
少数股东权益	0.00	60.00	0.00

所有者权益合计	1,693,843.81	552,026.67	317,133.84
负债和所有者权益总计	2,050,722.36	892,058.74	458,779.24

**附录二 合并利润表（单位：万元）**

项 目	2011 年	2010 年	2009 年
一、营业总收入	90,914.87	58,203.86	48,684.66
其中：营业收入	90,914.87	58,203.86	48,684.66
其中：主营业务收入	90,885.83	58,175.93	48,128.23
其他业务收入	29.04	27.93	556.43
二、营业总成本	76,492.01	35,816.94	34,191.74
其中：营业成本	58,664.31	11,034.81	23,966.50
营业务税金及附加	16,744.15	24,085.94	9,883.75
管理费用	1,262.89	694.61	340.63
其中：业务招待费	125.25	83.45	86.35
财务费用	-470.47	1.58	0.86
其中：利息收入	472.62	537.79	352.25
资产减值损失	291.14	0.00	0.00
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	14,422.86	22,386.92	14,492.91
加：营业外收入	12,047.20	8,392.90	15,952.42
其中：政府补助	12,000.00	8,384.72	15,952.12
减：营业外支出	13.08	39.83	2.10
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	26,456.99	30,739.99	30,443.23
减：所得税费用	3,725.68	5,623.48	3,657.54
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	22,731.31	25,116.52	26,785.69
归属于母公司所有者的净利润	22,731.31	25,116.52	26,785.69

**附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）**

项 目	2011 年	2010 年	2009 年
销售商品、提供劳务收到的现金	1,229.44	681.04	1,699.94
收到其他与经营活动有关的现金	19,703.65	99,340.33	56,617.08
经营活动现金流入小计	20,933.08	100,021.37	58,317.02
购买商品、接受劳务支付的现金	27,979.78	25,953.36	36,682.14
支付给职工以及为职工支付的现金	292.10	102.68	103.46
支付的各项税费	146.39	345.69	363.74
支付其他与经营活动有关的现金	593.00	127,916.13	77,106.08
经营活动现金流出小计	29,011.27	154,317.86	114,255.42
经营活动产生的现金流量净额	-8,078.19	-54,296.49	-55,938.40
收回投资收到的现金	0.00	20,000.00	0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	29.15	0.00
投资活动现金流入小计	0.00	20,029.15	0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	25,381.89	45,747.38	4,562.72
投资支付的现金	29,625.92	11,529.10	43,366.70
投资活动现金流出小计	55,007.80	57,276.48	47,929.42
投资活动产生的现金流量净额	-55,007.80	-37,247.33	-47,929.42
吸收投资收到的现金	0.00	11,117.50	60,632.00
取得借款收到的现金	35,000.00	173,562.00	105,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	5,200.00	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	40,200.00	184,679.50	165,632.00
偿还债务支付的现金	64,300.00	5,440.00	850.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	17,725.84	11,370.28	4,166.08
支付其他与筹资活动有关的现金	143.01	0.00	0.00
筹资活动现金流出小计	82,168.85	16,810.28	5,016.08
筹资活动产生的现金流量净额	-41,968.85	167,869.22	160,615.92
现金及现金等价物净增加额	-105,054.85	76,325.40	56,748.10

**附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）**

项 目	2011 年	2010 年	2009 年
净利润	22,731.31	25,116.52	26,785.69
加：资产减值准备	291.14	0.00	0.00
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	136.16	107.00	56.38
无形资产摊销	64.08	64.08	37.38
递延所得税负债增加	-172.90	0.00	0.00
存货的减少	-540,160.68	-321,078.24	-48,739.40
经营性应收项目的减少	442,805.95	211,199.47	-53,341.35
经营性应付项目的增加	66,226.76	30,294.68	19,262.90
经营活动产生的现金流量净额	-8,078.19	-54,296.49	-55,938.40



## 附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{财务费用}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	(应收账款+应收票据) 周转天数 (天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期初应收票据} + \text{期末应收账款余额} + \text{期末应收票据}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	存货周转天数 (天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	(应付账款+应付票据) 周转天数 (天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期初应付票据} + \text{期末应付账款余额} + \text{期末应付票据}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	固定资产周转天数	$[(\text{期初固定资产净额} + \text{期末固定资产净额} + \text{期初投资性房地产净额} + \text{期末投资性房地产净额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	净营业周期 (天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	现金流负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$

## 附录五 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
<b>AAA</b>	债券安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债券安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债券安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债券安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债券安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债券安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债券安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债券安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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、债务人长期信用等级符号及定义

符号	定义
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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
<b>正面</b>	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
<b>稳定</b>	情况稳定，未来信用等级大致不变。
<b>负面</b>	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

## 跟踪评级安排

根据监管部门相关规定及鹏元资信评估有限公司的《证券跟踪评级制度》，鹏元资信评估有限公司在初次评级结束后，将在本期债券有效存续期间对被评对象进行定期跟踪评级以及不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，铜仁市梵净山投资有限公司需向鹏元资信评估有限公司提供最新的财务报告及相关资料，鹏元资信评估有限公司将依据其信用状况的变化决定是否调整本期债券信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项，以及被评对象的情况发生重大变化时，铜仁市梵净山投资有限公司应及时告知鹏元资信评估有限公司并提供评级所需相关资料。鹏元资信评估有限公司亦将持续关注与铜仁市梵净山投资有限公司有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。鹏元资信评估有限公司将依据该重大事项或重大变化对被评对象信用状况的影响程度决定是否调整本期债券信用等级。

如铜仁市梵净山投资有限公司不能及时提供上述跟踪评级所需相关资料以及情况，鹏元资信评估有限公司有权根据公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至铜仁市梵净山投资有限公司提供评级所需相关资料。

定期与不定期跟踪评级启动后，鹏元资信评估有限公司将按照成立跟踪评级项目组、对铜仁市梵净山投资有限公司进行电话访谈和实

地调查、评级分析、评审会评议、出具跟踪评级报告、公布跟踪评级结果的程序进行。在评级过程中，鹏元资信评估有限公司亦将维持评级标准的一致性。

鹏元资信评估有限公司将及时在本公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告，并同时报送铜仁市梵净山投资有限公司及相关监管部门。

鹏元资信评估有限公司  
证券评级评审委员会  
2012年05月24日

