

大同市经济建设投资有限责任公司

**2011 年 25 亿元公司债券
2013 年跟踪信用评级报告**



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

声 明

所有本报告的使用者均应认真阅读本声明。

本报告是本机构依据自身评级方法、评级标准和评级程序，对受评对象的偿债能力和偿债意愿所做的主观判断和预测，揭示的是相对信用风险，而非绝对信用风险，也并非对受评对象的全面评价。

高信用级别的受评对象和低信用级别的受评对象都存在违约的可能性。一般来说，高信用级别的受评对象的违约风险小于低信用级别的受评对象的违约风险。

本机构做出的评级是跨周期的、非即时评级，本次评级更多地考虑逆周期性和长周期性，而逆周期性和顺周期性，长周期性和短周期性难以全面吻合和兼顾。

本机构已对本报告中所依据的基础信息和资料进行了必要的核查，但并不保证上述基础信息和资料的真实性、准确性和完整性。评级不比信息本身更可靠。

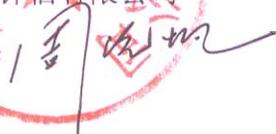
本报告及本次评级结果不能作为发行人发行证券或证券上市的充分必要条件，也不能作为投资者买卖、持有或放弃持有证券的建议，更不能作为是否做出上述行为的决定依据。

不同评级机构的评级方法、评级标准、评级假设和评级程序存在很大差异，即使是针对同一受评对象的评级，不同评级机构的评级结果也不具有简单可比性。

本机构已对跟踪评级做出了明确安排，并有可能根据受评对象情况对评级结果作出调整。

未经本机构或法律规定允许，任何机构和个人不得擅自使用本报告及报告中的内容。

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>

大同市经济建设投资有限责任公司

2011年25亿元公司债券2013年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券剩余期限：48个月

债券剩余规模：25亿元

评级日期：2013年06月28日

上次跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券剩余期限：60个月

债券剩余规模：25亿元

评级日期：2012年06月28日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对大同市经济建设投资有限责任公司（以下简称“大同经建”或“公司”）及其2011年6月发行的25亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的2013年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，发行主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

项目	2012年	2011年	2010年
总资产（万元）	5,278,395.55	4,811,637.02	3,962,538.15
归属于母公司所有者权益（万元）	727,210.63	722,558.83	712,059.50
资产负债率	85.34%	84.08%	81.06%
流动比率	1.22	1.28	1.15
速动比率	0.85	0.93	0.92
营业收入（万元）	102,416.54	83,086.91	67,918.40
营业利润（万元）	3,142.99	-413.73	4,828.62
补贴收入（万元）	10,094.48	6,101.47	7,983.32
利润总额（万元）	11,886.94	5,674.56	13,153.70
综合毛利率	45.64%	47.10%	57.49%
总资产回报率	0.24%	0.13%	0.36%
EBITDA（万元）	14,188.45	5,719.28	15,937.50
经营活动现金流净额（万元）	-23,257.99	-132,430.43	115,251.87

资料来源：公司提供

正面：

- 大同市经济持续增长，金融形势运行平稳，财政实力稳步增强，为公司提供了较好的发展环境；
- 公司商业银行业务发展较快，盈利水平增长迅速，不良贷款下降较快，贷款资产质量得到了有效提升；
- 公司营业收入增长较快，营业利润由亏转盈。

关注：

- 受国内宏观经济增速放缓影响，大同市 GDP 增速不断下滑；
- 以国有土地使用权出让金为主的政府性基金收入占大同市综合财力的比重较高，易使未来大同市财政收入产生波动；
- 公司募投项目回购款到位时间存在一定的不确定性；
- 公司在建及拟建项目较多，尚需投入资金规模较大，存在资金压力，未来公司对外部融资依赖度较高；
- 大同机场仍依靠政府补贴维持运营；
- 公司资产中大同商行应收账款与公司存货占比较高，整体资产流动性一般；
- 公司利润对政府补贴的依赖性较大；
- 公司资产负债率水平较高，债务保障程度较低，长期偿债压力较大。

分析师

姓名：王晨 李飞宾

电话：010-66216006

邮箱：wangch@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会《国家发展改革委关于大同市经济建设投资有限责任公司发行2011年公司债券核准的批复》（发改财金[2011]1037号文件）批准，公司于2011年6月1日发行25亿元公司债券，票面利率为6.50%。

本期债券计息期限为2011年6月1日至2017年5月31日，采用固定利率形式，单利按年计息，逾期不另计利息。本期债券附设提前还本条款，即在债券存续期的第4、5、6年末分别按照债券发行总额30%、30%和40%偿还债券本金。截至2013年6月15日，本期债券本息兑付情况见表1。

表1 截至2013年6月15日本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2012年6月1日	250,000	-	16,250	250,000
2013年6月1日	250,000	-	16,250	250,000
合计	-	-	32,500	-

资料来源：公司提供

截至2013年6月15日，本期债券募集资金使用情况如表2所示，不存在募集资金用途变更情况。

表2 截至2013年6月15日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目类型	项目名称	总投资额	拟使用募集资金	已使用募集资金
廉租保障房建设	大同市云波里东侧廉租住房建设项目	23,151.00	13,000.00	13,000.00
	大同市南环路南侧廉租住房建设项目	132,122.52	78,000.00	78,000.00
	大同市御河西路北段东侧廉租住房建设项目	96,451.98	56,000.00	56,000.00
城市道路建设工程	南三环东延道路建设工程	63,578.00	19,000.00	19,000.00
	新胜街延伸段道路建设工程	35,470.53	10,000.00	10,000.00
	文瀛西路道路建设工程	39,111.16	11,000.00	11,000.00
	雁同街道路建设工程	71,415.20	21,000.00	21,000.00
补充公司营运资金		-	42,000.00	42,000.00
合计		461,300.39	250,000.00	250,000.00

资料来源：公司提供

目前，大同市云波里东侧廉租住房建设项目、大同市南环路南侧廉租住房建设项目、大同市御河西路北段东侧廉租住房建设项目、南三环东延道路建设工程、新胜街延伸段道路建

设工程、文瀛西路道路建设工程、雁同街道路建设工程均已完工。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本及实收资本均为2.9亿元，未发生变更；公司控股股东亦无变更。跟踪期内，公司未新增纳入合并范围内子公司。

表3 跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人变更情况

项目	截至 2012 年 12 月 31 日	截至 2011 年 12 月 31 日
公司名称	大同市经济建设投资有限责任公司	大同市经济建设投资有限责任公司
注册资本（万元）	29,000	29,000
实收资本（万元）	29,000	29,000
控股股东	大同市人民政府国有资产监督管理委员会	大同市人民政府国有资产监督管理委员会
控股股东持股比例	100%	100%
实际控制人	大同市人民政府国有资产监督管理委员会	大同市人民政府国有资产监督管理委员会

资料来源：公司提供

截至2012年12月31日，公司资产总额为527.84亿元，归属于母公司所有者权益为72.72亿元，资产负债率为85.34%。2012年度，公司实现营业收入10.24亿元，实现利润总额1.19亿元，经营活动产生的现金流净流出2.33亿元。

三、地方经济与财政实力

➤ 区域经济

大同市经济持续增长，金融形势运行平稳，但受国内宏观经济增速放缓影响，大同市GDP增速不断下滑，且大同市经济实力位居山西省靠后位置

近年来，大同市GDP总量一直位居山西省各地市靠后位置。从2012年山西省下属各市、地区GDP总量来看，大同市以931.30亿元位居山西省第9位，仅高于忻州市和阳泉市。煤炭与电力作为大同市的支柱产业，与冶金、医药化工、机械制造、建材等行业企业共同带动着大同市的经济发展。同时，大同市GDP增长速度也位居山西省各地市靠后位置。从2012年山西省下属各市、地区GDP增长速度来看，大同市以10.0%位居山西省第9位，仅高于阳泉市与运城市，略低于山西省GDP的增长速度。整体看来，大同市的经济实力处于山西省靠后位置。

表4 2011-2012年山西省下属各市、地区GDP及增长速度（单位：亿元）

各市、地区		2012年		2011年	
		GDP	同比增长	GDP	同比增长
1	太原市	2,311.43	10.5%	2,080.12	9.9%
2	长治市	1,328.60	10.6%	1,218.60	15.4%
3	吕梁市	1,230.40	10.8%	1,130.70	14.0%
4	临汾市	1,220.50	10.1%	1,135.10	15.3%
5	运城市	1,068.10	7.8%	1,016.80	14.1%
6	晋城市	1,011.60	11.0%	895.00	13.6%
7	朔州市	1,007.10	11.1%	855.20	15.2%
8	晋中市	985.90	10.2%	890.20	13.1%
9	大同市	931.30	10.0%	842.59	13.0%
10	忻州市	620.90	11.5%	554.50	15.0%
11	阳泉市	602.00	9.6%	528.10	12.8%
山西省		12,112.80	10.1%	11,100.20	13.0%

资料来源：山西省及下属各市、地区2011-2012年国民经济与社会发展统计公报

近年来，大同市依托资源优势，实施工业强市战略，初步形成了煤炭、电力、冶金、医药化工、机械制造、建材等六大支柱产业，但煤炭与电力依旧为大同市主导产业。受国内宏观经济增速放缓影响，煤炭及电力行业景气度不断下滑，2012年，大同市能源工业投资完成220.1亿元，比上年增长29.2%，增速较上年下降42.4个百分点。其中，煤炭工业投资111.5亿元，增长25.7%，增速较上年下降38个百分点；电力工业投资73.4亿元，增长26.6%，增速较上年下降79.4个百分点。2012年大同市原煤产量10,491万吨，同比下降2.13%，其中铁路外运煤炭9,269万吨，同比下降5.46%；发电量364亿千瓦时，同比下降6.86%，其中外输电力225亿千瓦时，同比下降10.52%。受此影响，大同市经济增速不断放缓，2010-2012年，大同市GDP同比增速分别为14.1%、13.0%和10.0%。

2012年，大同市实现地区生产总值931.30亿元，按可比价格计算同比增长10.0%；其中，第一产业实现增加值49.70亿元，同比增长5.8%；第二产业实现增加值472.20亿元，同比增长10.8%；第三产业实现增加值409.40亿元，同比增长9.7%。2012年三次产业比例由上年的5.5:50.9:43.6调整为5.3:50.7:44.0，“两降一升”的产业格局得到进一步巩固和发展，产业结构不断优化。2012年，大同市人均生产总值达到27,813元；全年完成固定资产投资831.79亿元，同比增长25.1%；实现社会消费品零售总额413.65亿元，增长16.0%。

表5 2011-2012年大同市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2012年		2011年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	931.30	10.0%	842.59	13.0%
第一产业增加值	49.70	5.8%	46.50	9.4%
第二产业增加值	472.20	10.8%	428.54	16.1%
第三产业增加值	409.40	9.7%	367.55	10.3%
固定资产投资	831.79	25.1%	664.91	36.2%
社会消费品零售总额	413.65	16.0%	356.57	17.7%
进出口总额（亿美元）	5.04	16.9%	4.31	-24.0%
存款余额	2,013.93	7.7%	1,870.20	12.8%
贷款余额	770.52	17.0%	658.70	10.3%

资料来源：大同市2011-2012年国民经济与社会发展统计公报

大同市金融形势运行平稳。截止2012年底，大同市金融机构各项存款余额2,013.93亿元，比年初增加144.62亿元，比上年同期增长7.7%，其中，储蓄存款余额1,220.11亿元，比年初增加143.08亿元，比上年同期增长13.3%；大同市金融机构各项贷款余额770.52亿元，比年初增加111.81亿元，比上年同期增长17.0%，其中，短期贷款余额237.40亿元，比年初减少2.04亿元，比上年同期下降0.8%；中长期贷款余额458.82亿元，比年初增加80.64亿元，比上年同期增长21.3%。

➤ 财政实力

大同市财政实力位居山西省中游靠后水平，增长速度稳定提升，但以国有土地使用权出让金为主的政府性基金收入占比较高，对未来财政收入的稳定性有一定影响

近年来，在经济不断发展的带动下，大同市财政总收入稳定增长，财政实力稳步增强。2012年，大同市财政总收入为190.7亿元，位居山西省各地市第8位。同时，大同市财政总收入增长速度稳定提升，2010-2012年大同市财政总收入增速分别为14.5%、17.2%与17.6%，2012年大同市财政总收入增长速度位于山西省第6位。

表6 2011-2012年山西省下属各市、地区财政总收入及增长速度（单位：亿元）

地区	2012年		2011年	
	财政总收入	增长率	财政总收入	增长率
1 太原市	454.5	15.6%	393.0	22.1%
2 吕梁市	341.7	23.4%	276.9	41.2%
3 长治市	302.1	18.2%	255.5	29.1%
4 晋城市	213.5	17.4%	181.8	18.6%
5 晋中市	210.4	18.1%	178.1	21.1%
6 朔州市	210.0	20.0%	175.0	32.1%

7	临汾市	201.6	7.0%	188.4	17.5%
8	大同市	190.7	17.6%	162.3	17.2%
9	忻州市	144.2	18.0%	122.2	35.5%
10	阳泉市	141.0	16.1%	121.5	21.3%
11	运城市	80.1	-8.4%	87.4	8.9%
山西省		2,650.4	17.2%	2,260.6	24.9%

资料来源：山西省及下属各市、地区2011-2012年国民经济与社会发展统计公报

从大同市本级财政收入结构来看，一般预算收入、上级补助收入和政府性基金收入是大同市财政收入的主要来源。2012年大同市实现一般预算收入517,849万元，比上年增长25.16%。其中，税收收入达420,754万元，比上年增长25.06%，税收收入占一般预算收入的比重达81.25%，一般预算收入的稳定性较高。2012年大同市上级补助收入为338,045万元，比上年增长58.28%，其中返还性收入、一般性转移支付收入与专项转移支付收入分别为15,346万元、95,243万元和227,456万元，较2011年分别上涨6.23%、112.45%和47.41%。2012年大同市政府性基金收入达614,943万元，比上年增长17.27%，占地方综合财力的比重为40.98%。大同市国有土地使用权出让收入是政府性基金收入的重要来源，2012年占比达到75.76%。由于土地出让收入受国家宏观政策、土地出让计划及土地市场的影响很大，因而未来收入的实现存在一定的不确定性，较高的政府性基金收入占比对财政收入增长的稳定性有一定的影响。

表7 2011-2012年大同市本级财政收入情况（单位：万元）

项目	2012年	2011年
一般预算收入	517,849	413,735
其中：税收收入	420,754	336,448
非税收入	97,095	77,287
上级补助收入	338,045	213,577
其中：返还性收入	15,346	14,446
一般性转移支付收入	95,243	44,830
专项转移支付收入	227,456	154,301
政府性基金收入	614,943	524,400
其中：国有土地使用权出让金收入	465,882	369,360
预算外财政专户收入	29,738	26,963
地方综合财力	1,500,575	1,178,675

注：地方综合财力=一般预算收入+上级补助收入+政府性基金收入+预算外财政专户收入。

资料来源：公司提供

四、经营与竞争

2012年，公司主营业务收入主要来源于商业银行业务的利息收入、手续费收入，航空服务业的服务收入和销售收入，其中商业银行的利息收入占比达到97.23%，其他业务收入主要是租赁收入。2012年，公司营业收入水平继续保持增长，达到102,416.54万元，较2011年增长23.26%；同时，毛利率水平为45.64%，基本保持稳定。

表8 2011-2012年公司营业收入及毛利率构成（单位：万元）

主营业务	2012年		2011年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
主营业务	102,365.32	45.61%	83,034.37	47.06%
其中：利息收入	99,583.88	57.02%	80,420.22	57.79%
手续费收入	813.81	-0.49%	500.25	-481.49%
服务收入	1,739.91	-592.69%	1,324.35	-436.28%
销售收入	227.72	97.39%	789.54	100.00%
其他业务	51.22	97.00%	52.54	99.11%
合计	102,416.54	45.64%	83,086.91	47.10%

资料来源：公司提供

公司募投项目回购款到位时间存在一定的不确定性，且公司在建及拟建项目较多，尚需投入资金规模较大，存在资金压力

公司作为大同市基础设施与安置房建设的投资主体，担负着全市城市建设资金的归集、筹措及支付等职能。由于大同市城市道路建设以及安置房建设已度过上一轮高峰期，故公司2012年以来并无新增项目。本期债券募投项目已全部建设完工，且公司已与大同市财政局签订了《南三环东延道路建设工程等项目投资建设及转让收购(BT)合作协议》(以下简称“《BT协议》”)，根据《BT协议》，大同市财政局应于2010年12月30日至2017年12月30日分八年向公司支付总额为479,936.73万元的回购款，回购款包括建设投资额和投资回报，每年投资回报按上年BT项目回购款余额的7.5%计算，其中，投资回报总额为146,357.76万元，每年均支付，建设投资总额为333,578.97万元，自2013年12月30日至2017年12月30日分五年支付，支付比例分别为20%、20%、30%、15%和15%。截止目前，大同市财政局并未按时支付回购款，而仅是根据公司借款及利息的到期时间向公司拨付资金，用于公司借款的还本付息，以代替回购款的支付。未来，该回购资金到位时间仍存在一定的不确定性。

公司安置房项目并未与大同市政府签订BT协议，该业务的投资额按照以下模式回收：大同市政府根据公司相关借款到期情况，向公司拨付资金，用于公司安置房业务建设资金的

还本付息。目前公司安置房业务计划总投资为50.85亿元，已投资26.41亿元，未来尚需投入资金24.43亿元，存在一定的资金压力。

表9 截至2013年5月31日公司主要安置房业务的在建及拟建项目（单位：万元）

项目	总投资额	已投资额
南三环安置房建设	81,312.00	66,431.00
开源街二期安置房建设	15,106.00	11,602.49
滨河西路安置房建设	9,353.00	7,497.05
同泉路北侧安置房建设	43,964.00	35,598.39
大同市迎宾东街廉租房建设项目	358,731.00	143,003.96
合计：	508,466.00	264,132.89

资料来源：公司提供

除公司募投项目与上述安置房项目外，公司在建项目主要为大同市城市道路建设与机场基建项目，截止2012年底，道路建设账面价值为80.24亿元，机场基建项目账面价值为1.04亿元。公司道路建设项目的投资收回同样依靠大同市政府的资金拨付，机场基建项目未来用于公司航空服务业务运营。

公司商业银行业务发展较快，盈利水平增长迅速，不良贷款下降较快，贷款资产质量得到了有效提升

公司的商业银行业务主要由大同市商业银行股份有限公司（以下简称“大同商行”）运营。2012年，大同商行坚持“资产、负债、中间业务”的方针，全面拓宽资产业务。截至2012年底，大同商行资产总额达256.42亿元，同比增长13.90%。大同商行积极拓展营业网点，截止2013年5月底，大同商行共有1家异地分支机构，32家一级支行，4家二级支行，共37家分支机构。

从业务开展的情况上看，2012年大同商行的存贷款规模继续保持增长，截止2012年底，大同商行存贷款规模分别为241.97亿元和102.96亿元，较2011年分别增长13.93%和13.30%，但整体规模仍偏小。大同商行将审慎经营作为经营原则的首位，因此其存贷比较低。2012年，大同商行以提高资金使用效率为重点工作，贷款利息回收率由70%升至85%左右，贷款利息收入4.29亿元，同比上涨31%。此外，大同商行积极开展票据贴现业务与债券投资业务，2012年大同商行累计办理票据业务2,107笔，累计金额98.49亿元，实现利息收入2.49亿元；各类投资余额41.36亿元，实现利息收入1.56亿元；存放同业及央行利息收入1.62亿元。2012年，大同商行实现营业收入5.68亿元¹，较2011年增长28.79%。

同时，2012年大同商行成本控制取得一定进展，营业支出为4.25亿元，较2011年增长

¹ 大同商行营业收入中包含的利息收入指利息净收入。

10.35%，增幅低于营业收入增长幅度。受益于此，2012年大同商行利润水平增长迅速，营业利润和利润总额分别达到1.43亿元和1.30亿元，较2011年分别增长155.17%和131.90%。

表10 2011-2012年大同商行主要财务数据指标（单位：万元）

项目	2012年	2011年
存款规模	2,419,715.00	2,123,938.00
贷款规模	1,029,592.00	908,725.00
存贷比	44.56%	44.78%
营业收入	56,838.09	44,133.91
营业利润	14,333.48	5,617.13
投资收益	35.00	28.00
利润总额	12,993.79	5,603.22

资料来源：公司提供

大同商行的贷款业务集中在大同市，贷款主要投向建筑业、批发零售业、制造业、卫生和社会工作和居民服务、修理及其他等，投放行业集中度不高。与2011年相比，2012年大同商行贷款投放前五名行业变化不大。

表11 2011-2012年大同商行贷款投放前五位的行业及比例（单位：万元）

行业	2012年		行业	2011年	
	金额	占比		金额	占比
建筑业	119,357	11.59%	建筑业	125,501	13.81%
批发零售业	109,478	10.63%	制造业	123,861	13.63%
制造业	96,361	9.36%	批发零售业	114,965	12.65%
卫生和社会工作	55,692	5.41%	卫生和社会工作	46,818	5.15%
居民服务、修理及其他	46,293	4.50%	电力、热力及燃气的生产和供应	40,710	4.48%
合计	427,181	41.49%	合计	451,855	49.72%

资料来源：公司提供

2012年，大同商行成立多个工作小组，与会计师事务所、律师事务所及公检法机关合作，专项负责清收不良贷款。截止2012年底，大同商行不良贷款清收工作取得较大成效，不良贷款总额为8,623万元，较2011年下降68.08%；不良贷款率为0.84%，较2011下降2.14个百分点，贷款资产质量得到有效提升。

表12 2011-2012年大同商行贷款资产质量情况（单位：万元）

行业	2012年		2011年	
	金额	占比	金额	占比
正常	966,160	93.84%	802,153	88.27%
关注	54,809	5.32%	79,556	8.75%
次级	8,498	0.83%	9,921	1.09%

可疑	44	0.00%	15,095	1.67%
损失	81	0.01%	1,999	0.22%
不良贷款总额	8,623	0.84%	27,015	2.98%
贷款总额	1,029,592	100%	908,725	100%

资料来源：公司提供

大同机场新航站楼已投入使用，航空服务业收入增长较快，但机场仍依靠政府补贴维持运营

公司航空服务业的运营主体为大同机场有限责任公司（以下简称“大同机场”）。目前大同机场扩建工程已基本完工，该工程投资额达33,680万元，资金来源包括国家、山西省及大同市的财政拨款。新航站楼已于2013年1月正式投入运营。

随着新航站楼的投入使用，机场设施不断健全。截止2013年5月底，大同机场跑道长为3,000米，停机坪为3.8万平方米。跟踪期内，大同机场飞行区等级维持为4C，消防救援等级维持为6级。

同时，大同机场积极拓展航空市场，2012年，大同机场新开大同一西安航线，目前正在筹备大同一成都与大同一厦门航线。新航线的开辟进一步扩大了大同机场的旅客吞吐量、货运吞吐量、飞机起降架次。

表13 2011-2012年大同机场年旅客、货邮吞吐能力和飞机起降架次

项目	2012年	2011年	增幅
旅客吞吐量（万人次）	28.25	21.82	29.45%
货运吞吐量（吨）	2,131.66	1,761.38	21.02%
飞机起降架次（架次）	4,294	3,354	28.03%

资料来源：公司提供

2012年，大同机场航空业务平稳发展，大同机场实现营业收入1,767.03万元，较2011年增长31.98%，但机场运营成本较高，主要系大同机场向航空公司支付的航线补贴规模较大所致，2012年大同机场营业成本达12,053.79万元。因此，大同机场营业亏损较大，2012年达到11,079.40万元。为保持大同机场的持续运营能力，2012年大同市财政局给与大同机场财政补贴10,094.48万元。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中磊会计师事务所有限责任公司审计并出具标准无保留意

见的2011-2012年审计报告²，公司会计报表按照新会计准则编制。2012年公司会计报表合并范围未发生变化。

财务综合分析

公司资产和收入水平稳定增长，但资产流动性及盈利能力有待进一步提高；未来公司资金需求较大，对外部融资依赖度较高；公司资产负债率水平较高，长期偿债压力较大

截至2012年底，公司总资产为527.84亿元，较2011年增长9.70%，资产规模保持稳定增长，其中，公司资产以流动资产为主。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款与存货构成。公司货币资金由库存现金与银行存款构成，截止2012年底的规模分别为1.50亿元和19.06亿元。除大同商行对应收款项按照估值方法确认减值损失外，公司未对其余应收款项计提坏账准备，截止2012年底公司应收账款为245.65亿元，账龄在一年以内的占比为99.61%，应收账款前五名分别为存放中央银行一般准备金、存放中央银行法定准备金、企业贷款和垫款、存放中央银行财政性存款和个人贷款，占总资产的比重分别为24.08%、15.47%、38.51%、4.13%和0.47%，合计达82.66%；公司母公司的应收账款规模为0.92亿元，主要为应收同泉路建设改造工程和御河综合治理工程指挥部款项，规模分别为0.34亿元和0.20亿元，占比分别为36.94%和21.54%，期限均在5年以上，未来回收期存在一定的不确定性。公司存货主要为公司承担的大同市城市道路建设以及安置房建设工程，截止2012年底，公司存货规模达120.46亿元，其中包括专项工程58.18亿元，开发产品62.27亿元，公司存货规模较2011年增长28.24%，主要系公司开发产品增加所致。

表14 2011-2012年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2012年		2011年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	205,594.19	3.90%	340,322.02	7.07%
应收账款	2,456,473.94	46.54%	2,104,875.54	43.75%
存货	1,204,603.18	22.82%	939,326.85	19.52%
流动资产合计	3,938,878.19	74.62%	3,472,688.90	72.17%
可供出售金融资产	68,944.77	1.31%	77,518.11	1.61%
在建工程	849,898.36	16.10%	836,495.30	17.38%
无形资产	370,013.62	7.01%	369,787.71	7.69%
非流动资产合计	1,339,517.36	25.38%	1,338,948.12	27.83%

² 该审计报告于2013年4月30日报出。

资产总计	5,278,395.55	100.00%	4,811,637.02	100.00%
------	--------------	---------	--------------	---------

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司非流动资产占总资产的比重下降了2.45个百分点至25.38%。公司非流动资产主要由可供出售金融资产、在建工程 and 无形资产构成。截止2012年底公司可供出售金融资产全部为可供出售债券，年末公允价值为6.89亿元，较年初下降11.06%。截止2012年底公司在建工程主要为道路建设和机场基建，其中道路建设规模80.19亿元，机场基建为大同机场扩建工程，规模为1.73亿元。公司无形资产主要为土地使用权，截止2012年底公司土地使用权规模为36.96亿元，较2011年变化不大。

总体来看，跟踪期内公司资产稳定增长，但应收账款与存货占比较高，整体资产流动性一般。

公司收入主要来源于大同商行的利息收入。2012年公司实现营业收入102,416.54万元，较2011年增长23.26%，其中利息收入占比达97.23%。2012年公司资产减值损失主要为大同商行计提的贷款减值损失10,000.00万元和应收款项类投资减值损失5,000.00万元，规模较大。跟踪期内，公司综合毛利率小幅下降1.46个百分点至45.64%。2012年公司营业利润由亏转盈，实现营业利润3,142.99万元，主要系期间费用率下降所致。但公司期间费用率仍保持在较高水平，受制于此，公司营业利润规模仍偏小。

为支持大同机场的运营，大同市财政局向公司拨付财政补贴10,094.48万元，较2011年增长65.44%，因此，2012年公司实现利润总额达11,886.94万元，较2011年增长109.48%。补贴收入仍对利润总额保持较高的贡献度，2012年补贴收入占公司利润总额的比重为84.92%。

表15 2011-2012年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2012年	2011年
营业收入	102,416.54	83,086.91
资产减值损失	15,000.00	14,000.00
营业利润	3,142.99	-413.73
补贴收入	10,094.48	6,101.47
利润总额	11,886.94	5,674.56
综合毛利率	45.64%	47.10%
期间费用率	25.22%	28.11%
总资产回报率	0.24%	0.13%

资料来源：公司提供

总体而言，公司收入主要来源于大同商行的利息收入，但公司营业利润规模偏小，利润总额对政府补贴的依赖性较大。

公司经营活动现金流量持续表现为净流出，2012年公司经营活动现金流量净额为-23,257.99万元，流出规模较2011年大幅减少，主要系公司经营活动现金流出规模减少较多所致，其中公司支付的其他与经营活动有关的现金规模较2011年下降90.19%，该部分现金主要为公司建设工程的往来款；此外，由于公司在跟踪期内并无新增城市基础设施建设工程与保障房项目，导致购买商品、接受劳务支付的现金规模较2011年下降46.20%。

2012年公司投资性净现金流表现为净流出，主要系公司收回投资收到的现金较2011年下降85.72%所致。跟踪期内公司投资活动现金流出主要为公司承担的城市道路与安置房建设业务的投资性资本支出，该项业务未来资金需求仍较大，公司存在一定的资金压力。

2012年公司筹资活动产生的现金流量也表现为净流出，主要系跟踪期内公司偿还债务支付的现金规模较大所致，2012年公司偿还债务支付的现金为169,675.13万元，为2011年的196.21倍。2011年本期债券的发行使公司筹资活动产生的现金流量表现为净流入。

表16 2011-2012年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2012年	2011年
销售商品、提供劳务收到的现金	44,197.68	79,914.83
收到的其他与经营活动有关的现金	10,290.15	57,132.37
经营活动现金流入小计	54,487.83	137,047.21
购买商品、接受劳务支付的现金	47,452.34	88,201.78
支付的其他与经营活动有关的现金	15,768.77	160,784.10
经营活动现金流出小计	77,745.82	269,477.63
经营活动产生的现金流量净额	-23,257.99	-132,430.43
投资活动产生的现金流量净额	-4,794.72	18,182.58
筹资活动产生的现金流量净额	-106,675.13	313,107.11
现金及现金等价物净增加额	-134,727.84	198,859.26

资料来源：公司提供

总体而言，跟踪期内公司经营活动、投资活动及筹资活动产生的现金流量均表现为净流出，未来公司仍存在一定的资金压力。

跟踪期内，公司负债规模继续增长。截至2012年底，公司负债总额为450.45亿元，较2011年增长11.35%。截止2012年底，公司不含子公司大同商行的负债总额为203.87亿元，较2011年增长8.14%。

跟踪期内，公司流动负债占公司负债总额的比重增长了4.81个百分点至71.80%。公司流动负债主要为应付账款、其他应付款和其他流动负债。随着大同商行存款规模的增长，公司应付账款规模不断增加，截止2012年底，公司应付账款规模为247.32亿元，大同商行外

的应付款主要为应付工程款项，其中账龄超过一年的应付账款主要为应付大同市市政工程有限公司和中建八局的款项，规模分别为 1,245.62 万元和 1,519.91 万元，未付原因为项目尚未结算。其他应付款主要为公司建设工程的往来款，跟踪期内该款项变化不大。其他流动负债主要是财政拨款公司城市建设和保障房建设项目的工程款项与拆迁安置款项，随着公司项目的进行，其他流动负债增长较快，截止 2012 年底公司其他流动负债达 63.74 亿元，较 2011 年增长 50.67%。

表17 2011-2012年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	2,473,209.90	54.90%	2,157,394.60	53.33%
其他应付款	119,524.23	2.65%	122,258.61	3.02%
其他流动负债	637,381.25	14.15%	423,044.49	10.46%
流动负债合计	3,234,358.29	71.80%	2,709,906.25	66.99%
长期借款	716,237.58	15.90%	821,095.50	20.30%
应付债券	250,000.00	5.55%	250,000.00	6.18%
长期应付款	277,204.15	6.15%	243,696.61	6.02%
非流动负债合计	1,270,179.74	28.20%	1,335,507.20	33.01%
负债合计	4,504,538.03	100.00%	4,045,413.44	100.00%

资料来源：公司提供

公司长期借款规模较大，截至 2012 年底，公司长期借款余额为 71.62 亿元，占负债总额的比例为 15.90%。公司长期借款由质押借款、抵押借款和借用借款构成，截止 2012 年底规模分别为 2.00 亿元、56.16 亿元和 13.47 亿元。公司应付债券为应付本期债券。长期应付款为大同市财政拨入的建设工程专用项目款。

由于大同商行负债经营的行业特性，公司合并口径下的资产负债率水平较高。若不考虑大同商行的资产与债务，2011 年底公司及其他子公司合并的资产负债率为 75.11%，较 2011 年提高了 1.48 个百分点，处于较高水平。跟踪期内公司 EBITDA 增长较快，但公司长期借款与应付债券规模较大，未包含大同商行的有息负债规模达 96.62 亿元，且公司流动比率与速动比率较低，故公司债务保障程度较低，长期偿债压力较大。

表18 公司偿债能力指标

指标名称	2012 年	2011 年
资产负债率	85.34%	84.08%
负债与所有者权益比率	582.09%	527.97%
流动比率	1.22	1.28
速动比率	0.85	0.93

EBITDA (万元)	14,188.45	5,719.28
-------------	-----------	----------

资料来源：公司提供

六、评级结论

跟踪期内，大同市经济总量不断扩大，财政实力稳步增强，金融形势运行平稳；公司商业银行业务发展较快，盈利水平增长迅速，不良贷款下降较快，贷款资产质量得到了有效提升，公司营业收入增长较快，营业利润由亏转盈。

同时值得关注的是，大同市GDP增长速度趋缓，政府性基金收入占大同市综合财力的比重较高；公司在建及拟建项目较多，资金压力较大，且公司航空服务业务依靠政府补贴维持运营；公司资产整体流动性一般，资产负债率水平较高，债务保障程度较低，长期偿债压力较大，经营活动、投资活动及筹资活动产生的现金流量均表现为净流出，对外部融资依赖度较高。

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

附录一 资产负债表（万元）

项 目	2012 年	2011 年	2010 年
流动资产：			
货币资金	205,594.19	340,322.02	141,462.76
应收账款	2,456,473.94	2,104,875.54	1,764,473.61
预付款项	9,541.79	3,462.51	2,284.79
其他应收款	62,540.45	84,701.98	159,015.13
存货	1,204,603.18	939,326.85	496,602.53
其他流动资产	124.65	-	-
流动资产合计	3,938,878.19	3,472,688.90	2,563,838.81
非流动资产：	-		
可供出售金融资产	68,944.77	77,518.11	87,426.98
持有至到期投资	-	-	50,000.05
长期股权投资	2,641.50	2,641.50	2,641.50
固定资产	31,872.68	33,611.84	45,386.86
在建工程	849,898.36	836,495.30	842,659.54
固定资产清理	-	3.78	-
无形资产	370,013.62	369,787.71	369,721.04
长期待摊费用	855.25	518.99	510.02
递延所得税资产	15,291.18	18,370.88	353.35
非流动资产合计	1,339,517.36	1,338,948.12	1,398,699.34
资产总计	5,278,395.55	4,811,637.02	3,962,538.15
流动负债：			
应付账款	2,473,209.90	2,157,394.60	1,907,738.98
预收款项	470.72	66.43	62.23
应付职工薪酬	1,539.83	1,685.22	180.04
应交税费	2,232.35	4,730.12	2,834.62
应付股利	-	726.78	1,538.29
其他应付款	119,524.23	122,258.61	71,161.00
其他流动负债	637,381.25	423,044.49	253,261.77
流动负债合计	3,234,358.29	2,709,906.25	2,236,776.93
非流动负债：			
长期借款	716,237.58	821,095.50	757,128.00
应付债券	250,000.00	250,000.00	-
长期应付款	277,204.15	243,696.61	201,054.29
专项应付款	26,738.01	20,715.09	17,215.09
非流动负债合计	1,270,179.74	1,335,507.20	975,397.38
负债合计	4,504,538.03	4,045,413.44	3,212,174.31

所有者权益（或股东权益）：			
实收资本（或股本）	29,000.00	29,000.00	29,000.00
资本公积	577,876.11	578,214.19	572,330.45
一般风险准备	16,000.00	15,000.00	-
未分配利润	104,334.52	100,344.64	110,729.04
归属于母公司所有者权益合计	727,210.63	722,558.83	712,059.50
少数股东权益	46,646.89	43,664.75	38,304.35
所有者权益合计	773,857.52	766,223.58	750,363.84
负债和所有者权益总计	5,278,395.55	4,811,637.02	3,962,538.15

附录二 利润表（万元）

项 目	2012 年	2011 年	2010 年
一、营业总收入	102,416.54	83,086.91	67,918.40
其中：营业收入	102,416.54	83,086.91	67,918.40
二、营业总成本	99,308.54	83,528.64	63,116.78
其中：营业成本	55,678.43	43,955.35	28,873.29
营业税金及附加	2,805.41	2,213.87	2,516.42
管理费用	25,825.31	23,456.14	20,805.76
财务费用	-0.61	-96.73	-78.68
资产减值损失	15,000.00	14,000.00	11,000.00
投资收益（损失以“-”号填列）	35.00	28.00	27.00
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	3,142.99	-413.73	4,828.62
加：营业外收入	10,290.15	6,131.49	8,329.46
减：营业外支出	1,546.20	43.20	4.39
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	11,886.94	5,674.56	13,153.70
减：所得税费用	3,741.22	1,458.09	1,486.90
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	8,145.72	4,216.47	11,666.80
归属于母公司所有者的净利润	4,989.88	2,800.85	10,189.08
少数股东损益	3,155.84	1,415.62	1,477.72
六、其他综合收益			-954.43
七、综合收益总额	8,145.72	4,216.47	10,712.37
归属于母公司所有者的综合收益总额	4,989.88	2,800.85	9,600.86
归属于少数股东的综合收益总额	3,155.84	1,415.62	1,111.51

附录三-1 现金流量表（万元）

项 目	2012 年	2011 年	2010 年
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	44,197.68	79,914.83	319,860.79
收到其他与经营活动有关的现金	10,290.15	57,132.37	12,431.98
经营活动现金流入小计	54,487.83	137,047.21	332,292.78
购买商品、接受劳务支付的现金	47,452.34	88,201.78	183,686.92
支付给职工以及为职工支付的现金	11,602.74	12,715.25	12,018.69
支付的各项税费	2,921.97	7,776.51	2,087.11
支付其他与经营活动有关的现金	15,768.77	160,784.10	19,248.18
经营活动现金流出小计	77,745.82	269,477.63	217,040.90
经营活动产生的现金流量净额	-23,257.99	-132,430.43	115,251.87
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	8,573.34	60,040.93	492,754.60
取得投资收益收到的现金	35.00	28.00	11,692.31
投资活动现金流入小计	8,608.34	60,068.93	504,446.91
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	13,403.06	41,779.04	7,438.01
投资支付的现金	-	-	595,400.00
支付其他与投资活动有关的现金	-	107.31	611,726.41
投资活动现金流出小计	13,403.06	41,886.35	1,214,564.42
投资活动产生的现金流量净额	-4,794.72	18,182.58	-710,117.51
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	-	-	9,999.91
取得借款收到的现金	63,000.00	63,967.50	157,002.30
发行债券收到的现金	-	250,000.00	-
收到其他与筹资活动有关的现金	-	-	233,420.15
筹资活动现金流入小计	63,000.00	313,967.50	400,422.36
偿还债务支付的现金	169,675.13	860.39	280,732.96
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-	-	3,518.23
支付其他与筹资活动有关的现金	-	-	8,215.34
筹资活动现金流出小计	169,675.13	860.39	292,466.53
筹资活动产生的现金流量净额	-106,675.13	313,107.11	107,955.82
四、汇率变动对现金的影响			
五、现金及现金等价物净增加额	-134,727.84	198,859.26	-486,909.81

附录三-2 现金流量表补充资料（万元）

项 目	2012 年	2011 年	2010 年
净利润	8,145.72	4,216.47	11,666.80
加：资产减值准备	15,000.00	14,000.00	11,000.00
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,301.51	44.59	2,783.80
投资损失	-	-	-27.00
递延所得税资产减少	3,079.70	-18,017.53	-
存货的减少	-265,276.33	-442,724.32	-242,948.10
经营性应收项目的减少	-94,963.50	-267,266.50	-982,150.84
经营性应付项目的增加	308,454.90	577,316.86	1,314,927.22
经营活动产生的现金流量净额	-23,257.99	-132,430.43	115,251.87

附录四 截至2012年底公司纳入合并范围的子公司情况（万元）

子公司名称	注册资本	主营业务	持股比例
大同市城市发展投资有限公司	130,400.00	城市建设项目的筹融资和贷款的偿还工作、负责组织实施管理城建项目	100.00%
大同市御东新区建设项目管理有限公司	50,000.00	城建项目投资开发经营、政府授权的国有资产地产投资开发、招商引资	100.00%
大同市城市发展开发有限责任公司	500.00	房地产开发销售	100.00%
大同市城祥管网有限责任公司	50.00	出售服务、实施地下管道线路建设、地下管道的出租	90.00%
大同市城方广告有限责任公司	50.00	广告策划设计制作发布	90.00%
大同市县域经济发展担保有限责任公司	3,000.00	根据《担保法》提供担保业务（不含金融业务）	80.00%
大同市商业银行股份有限公司	56,429.00	吸收公众存款、发放短期、中期和长期贷款、办理国内结算等	61.63%
大同机场有限责任公司	12,000.00	民航机场建设民航运输服务、客货运输等	60.00%

附录五 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	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产报酬率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	流动资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / [(\text{期初流动资产} + \text{期末流动资产}) / 2]$
	存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率 (次)	$\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款} + \text{期末应付账款}) / 2]$
	总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / [(\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2]$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期 (天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
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	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期有息债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}$
	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	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	现金流负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$

附录六 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	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	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
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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用等级。

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时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象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或终止评级。

本评级机构将及时在网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。