

启东国有资产投资控股有限公司

2012 年 15 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。

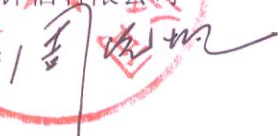
本报告及本次评级结果不能作为发行人发行证券或证券上市的充分必要条件，也不能作为投资者买卖、持有或放弃持有证券的建议，更不能作为是否做出上述行为的决定依据。

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>

启东国有资产投资控股有限公司

2012 年 15 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：113 个月

债券剩余规模：15 亿元

评级日期：2013 年 06 月 30 日

首次信用评级结果：

本期债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券发行期限：120 个月

债券发行规模：15 亿元

评级日期：2012 年 05 月 25 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对启东国有资产投资控股有限公司（以下简称“启东国投”或“公司”）及其 2012 年 11 月 20 日发行的 15 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）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）	2,514,143.64	1,693,367.47	1,428,911.29
归属于母公司所有者权益（万元）	964,743.62	640,412.49	604,388.92
资产负债率	61.41%	61.93%	57.22%
流动比率	0.80	0.58	0.63
速动比率	0.68	0.45	0.53
营业收入（万元）	103,721.07	105,530.49	84,825.91
营业利润（万元）	26,902.53	43,812.15	31,578.79
政府补贴（万元）	11,127.09	6.50	-
利润总额（万元）	35,538.37	42,811.57	27,432.30
综合毛利率	57.52%	76.18%	66.71%
总资产回报率	2.39%	4.00%	-
EBITDA（万元）	55,358.19	64,934.83	-
经营活动现金流净额（万元）	13,237.79	176,332.30	120,254.32

资料来源：公司审计报告

正面：

- 启东市经济保持较快增长，财政实力持续增强；
- 公司业务开展较为稳定，土地开发整理业务和工程代建业务毛利率较高；
- 跟踪期内，公司获得了地方政府持续支持，资产规模增长较快。

关注：

- 受房地产调控政策等因素影响，公司土地开发整理业务收入有所下滑；
- 由于公司在建项目投资规模波动等原因，公司 2012 年工程代建业务收入下滑较大；
- 公司目前在建基础设施和安置房项目较多，投资规模较大，存在一定资金压力；
- 安置房建设具有一定的公益性，该业务毛利率不高；
- 公司应收账款账龄较长，资金回笼速度较慢；
- 2012 年公司其他应收款增长幅度较大，对公司资金形成较大占用；
- 受公司工程代建业务收入下滑等因素，公司 2012 年毛利率有所下滑；
- 公司流动比率、速动比率较低，短期偿债能力表现一般；
- 公司有息负债规模较大，未来存在一定还本付息压力较大；
- 公司对外担保余额较大，存在一定或有负债风险。

分析师

姓名：季俊杰 祝超

电话：021-51035670

邮箱：jijj@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发改财金【2012】3522号文件核准，公司于2012年11月20日公开发行15亿元公司债券，债券期限为10年，票面利率为7.30%。

本期债券计息期限为2012年11月20日至2022年11月19日，按年计息，每年付息一次；如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日。本期债券设置本金提前偿还条款，分别于本期债券的第3至第6个计息年度末偿还本期债券本金的10%，分别于第7至第10个计息年度末偿还本期债券本金的15%；债券存续期后八年本金随利息一起兑付。截至2013年5月31日，本期债券未到首次付息日，本息未开始兑付。

截至2013年5月31日，本期债券募集资金使用情况如下表所示，不存在募集资金用途变更情况。

表1 截至2013年5月31日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	计划		实施进度	
	总投资	拟使用募集资金额度	已投资	已使用募集资金
四海家园	32,718	19,000	19,251	19,000
临海公路	228,267	131,000	195,000	121,000
合计	260,985	150,000	214,251	140,000

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期内，公司于2012年7月10日变更注册资本，变更后公司注册资本为53,337.34万元；控股股东为启东市人民政府，持有公司100%股权，控股股东及实际控制人未发生变更。2012年度，公司合并范围新增3家子公司，具体变动情况见下表。

表2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	变动原因
启东市协兴生态渔业有限公司	100%	3,000.00	滩涂开发、水产品、农产品销售	新设
启东市旅游开发建设有限公司	95%	10,000.00	旅游及相关产业开发、建设，投资，农产品、水产品开发、销售等	新设
启东市土地开发复垦公司	99.67%	15,050.00	土地综合开发、园林绿化、土地复垦整理和土石方工程	资产划拨转入

资料来源：公司审计报告

截至2012年12月31日，公司资产总额为2,514,143.64万元，归属于母公司的所有者权益

为 964,743.62 万元，资产负债率为 61.41%；2012 年度，公司实现营业收入 103,721.07 万元，利润总额 35,538.37 万元，经营活动现金流净额 13,237.79 万元。

三、区域经济与财政实力

➤ 区域经济

跟踪期内启东市经济保持较快增速，经济实力稳步增强

跟踪期内，启东市保持较快增速，全县经济实力稳步增强。2012 年，启东市实现地区生产总值 589.14 亿元，比上年增长 11.8%。分产业来看，第一产业实现增加值 61.48 亿元，比上年增长 4.5%；第二产业实现增加值 306.09 亿元，比上年增长 12.7%；第三产业实现增加值 221.57 亿元，比上年增长 12.4%；三次产业结构由上年的 10.76：53.27：35.97 调整为 10.44：51.96：37.61，第三产业比重有所提高，产业结构进一步优化。2012 年，全市社会消费品零售总额 227.31 亿元，比上年增长 15.6%；进出口总额 20.28 亿美元，比上年下降 18.6%。

表 3 2011-2012 年启东市经济发展情况（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	589.14	11.8%	520.17	12.3%
第一产业增加值	61.48	4.5%	55.96	0.5%
第二产业增加值	306.09	12.7%	277.10	13.8%
第三产业增加值	221.57	12.4%	187.11	14.5%
固定资产投资	359.53	18.7%	302.99	20.8%
社会消费品零售总额	227.31	15.6%	196.75	17.1%
进出口总额（亿美元）	20.28	-18.6%	24.91	-3.2%
存款余额	697.03	-	580.54	-
贷款余额	417.55	-	342.22	-

注：增长率按可比价格计算

资料来源：公开资料

工业经济方面，2012 年全市规模以上工业企业实现工业增加值 265.14 亿元，按可比价格计算，比上年增长 14.9%。全市实现规模以上工业总产值 1201.74 亿元，比上年增长 16.3%。其中高新技术产业产值 473.12 亿元，增长 4.6%，占全市规模以上工业总产值的比重为 39.4%；新兴产业实现产值 358.02 亿元，增长 1.5%，占全市规模以上工业总产值的比重为 29.8%。

固定资产投资方面，2012 年，全市完成全社会固定资产投资 359.53 亿元，比上年增长 18.7%。其中，第二产业完成投资 255.42 亿元，比上年增长 9.4%；第三产业完成投资 103.18 亿元，比上年增长 48.4%。全市全年完成房地产开发投资 32.20 亿元，比上年增长 62.4%；实现商品房销售面积 66.71 万平方米，比上年增长 11.2%；实现商品房销售额 39.40 亿元，比上年增长 3.3%。

总体而言，启东市地处经济较为发达的南通地区，经济实力在南通下辖各区县中处于中上游水平。

表 4 2011-2012 年南通市下属各区、县地区 GDP 及增长速度（单位：亿元）

项目	2012 年		2011 年	
	地区生产总值	增长率	地区生产总值	增长率
1 通州区	680.00	12.10%	604.71	12.30%
2 海门市	663.10	12.00%	590.33	12.00%
3 如皋市	590.17	11.80%	520.67	12.00%
4 启东市	589.14	11.80%	520.17	12.30%
5 海安县	480.14	12.20%	418.00	13.80%
6 如东县	478.00	11.90%	425.45	12.10%
7 崇川区	-	-	420.00	11.80%
8 港闸区	235.00	11.00%	218.40	12.20%
南通市	4,558.70	11.80%	4,080.22	12.10%

资料来源：公开资料

➤ 财政实力

跟踪期内，地方经济不断发展，启东市财政实力持续增强；但土地出让收入规模较大，易受市场环境和国家政策影响

跟踪期内，随着启东市经济保持较快增速，启东市财政实力持续增强，2012 年，启东市地方综合财力较上年增长 19.83%，至 112.29 亿元。

从地方综合财力结构来看，2012 年，启东市一般预算收入为 52.21 亿元，同比增长 18.47%，其中税收收入同比增长 19.18%；上级补助收入为 16.22 亿元，同比减少 1.88%，其中一般性转移支付收入同比大幅增长 58.55%，专项转移支付则下降 12.01%；政府性基金收入主要为国有土地使用权出让收入，2012 年尽管受到国家对房地产调控政策影响，启东市政府性基金收入仍保持较快增速，达 45.46%，未来政府性基金收入的增长会面临市场环境和国家政策等因素影响，保持较快增速存在一定不确定性。

表 5 2011-2012 年启东市地方综合财力情况（单位：亿元）

项目	2012 年	2011 年
一般预算收入	52.21	44.07
其中：税收收入	42.37	35.55
非税收入	9.84	8.52
上级补助收入	16.22	16.53
其中：返还性收入	3.2	3.28
一般性转移支付收入	3.06	1.93
专项转移支付收入	9.96	11.32

政府性基金收入	36.38	25.01
其中：国有土地使用权出让金收入	30.5	18.25
预算外财政专户收入	7.48	8.1
地方综合财力	112.29	93.71
一般预算支出	59.58	55.34
一般预算收入/一般预算支出	87.63%	79.63%

资料来源：启东市财政局

从财政支出来看，启东市 2012 年财政支出保持一定增速，2012 年全市一般预算支出较上年增加 7.66%，增速低于一般预算收入增速；受此影响，一般预算收入对一般预算支出的比重上升至 87.63%。

总体而言，启东市财政实力在南通下辖各区县中处于中上游水平。

表 6 2011-2012 年南通市各区县财政总收入及增长率情况（单位：亿元）

各区、县	2012 年		2011 年	
	一般预算收入	增长率	一般预算收入	增长率
崇川区	56.8	12.05%	50.69	22.38%
如皋市	53.6	17.50%	45.63	35.44%
通州区	52.5	23.90%	42.4	25.11%
启东市	52.21	18.50%	44.07	40.98%
海门市	51.61	21.90%	42.35	35.43%
海安县	37.53	31.30%	28.51	38.94%
如东县	32.17	26.70%	25.39	33.35%
港闸区	27.66	15.10%	24.03	25.29%

资料来源：公开资料

四、经营与竞争

公司作为启东市重要的国有资产运营平台和城市基础设施建设主体，收入来源比较广泛，其中土地开发整理、安置房销售和工程项目建设等业务是公司的主要收入来源。2012年，毛利率较低的安置房销售收入增长较快，但土地开发整理收入和工程项目建设收入规模均有所下滑，受此影响，公司全年营业收入较上年微降1.72%；毛利率则下滑至57.52%，但保持在较高水平。

表 7 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2012 年度		2011 年度	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地开发整理收入	46,811.00	94.78%	52,650.00	94.45%
工程项目建设收入	8,207.65	100.00%	26,000.00	100.00%
安置房销售	29,402.02	3.76%	9,628.50	2.76%

自来水销售收入	9,876.36	43.61%	8,608.21	43.61%
管道安装收入	7,795.55	5.10%	8,010.76	3.04%
租赁收入	1,295.37	99.06%	414.68	97.11%
其他收入	328.70	-2.06%	218.34	-2.08%
合计	103,716.65	57.52%	105,530.49	76.18%

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司土地开发整理业务和工程项目建设业务收入均有所下滑；安置房销售业务收入上升较多但毛利率较低；未来在建基础设施、安置房等项目的建设会给公司带来一定资金压力

公司作为启东市重要的国有资产运营平台和城市基础设施建设主体，业务范围较广，其中土地开发整理、安置房销售和工程项目建设等业务是公司的主要收入来源。

土地开发整理业务方面，考虑到公司承担的大量基建项目具有公益性，且经营性收入不足，为弥补公司在土地拆迁、工程施工、基础设施建设等方面的成本支出，启东市政府每年会给予公司返还一定比例的土地出让净收益作为公司的土地开发整理收入，同时公司会承担少量出让地的土地开发成本，但总体而言土地开发整理业务毛利率较高。2012 年，根据《关于对启东市桥港开发建设投资有限公司拨付 2012 年度土地出让金款项的函》（启财综[2012]7 号）、《关于对吕四海洋经济开发区开发建设投资有限公司拨付 2012 年度土地出让金款项的函》（启财综[2012]8 号）、《关于对启东滨海工业园开发有限公司拨付 2012 年度土地出让金款项的函》（启财综[2012]9 号）和《关于对启东腾飞建设工程综合开发有限公司拨付 2012 年度土地出让金款项的函》（启财综[2012]10 号）等文件规定，公司全年确认约 4.68 亿元的土地开发整理收入；但受房地产调控等因素影响，公司土地开发整理收入较上年下降 11.09%，未来该业务的稳定性仍将面临土地出让市场环境和国家政策等一系列不确定因素。

由于部分出让土地开发前期涉及拆迁及居民安置工作，公司承担了部分安置房建设任务，2012 年，公司实现安置房销售收入约 2.94 亿元，较上年增长 205.36%，但毛利率较低。目前公司仍有大量在建安置房项目，未来项目建设会给公司带来一定资金压力。

在城市基础设施项目建设等方面，公司每年承担了启东市大量基础设施、安置房建设任务。基础设施项目建设通常采用代建模式，通常公司负责项目前期投融资与建设任务，每年末政府根据工程项目进度支付公司相应的投资成本，并按照投资成本约 5%的比例支付公司工程代建费用，公司对获得的工程代建费确认收入；2012 年，根据启财建[2012]38 号文规定，公司确认当年基础设施代建项目支出成本约 16.42 亿元，当年确认工程代建管理费收入 8,207.65 万元。但由于公司在建项目投资规模波动等原因，公司 2012 年工程代建管理费收入较上年下滑 68.43%；未来随着目前公司在建项目稳步推进，公司未来的工程代建收入管理费收入有望恢复增长。

目前，公司在建项目较多，包括道路、保障房、安置房和厂房等，总投资规模超 70 亿元，

未来尚需投入资金规模较大，会给公司带来一定资金压力。

表 8 公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	开工日期	总投资	已投资
吕北公路	2008 年 4 月	15,870	12,500
王海公路	2009 年 5 月	25,007	6,700
S221	2009 年 5 月	21,504	3,200
通海大道	2009 年 6 月	13,866	5,500
吕四渔港经济区	2010 年	35,410	17,379
南通大学一期	2011 年 1 月	25,000	15,000
协兴港开发	2011 年 3 月	40,000	10,200
蝶湖酒店	2011 年 3 月	60,000	14,000
14000 亩围海造地	2011 年 6 月	40,000	8,000
吕四渔港内港	2012 年	22,839	6,189
南通港吕四港区	2012 年 1 月	93,343	24,401
车城花苑	2012 年 1 月	30,000	15,000
人才公寓	2012 年 12 月	26,000	1,500
高标准厂房	2012 年 12 月	40,000	1,500
小计		488,839	141,069
临海公路	2010 年 6 月	228,267	195,000
四海家园	2011 年 6 月	32,718	19,251
小计		260,985	214,251
合计		749,824	355,320

注：四海家园和临海公路总投资、已投资额数据均截止到 2013 年 5 月 31 日，其余项目总投资、已投资额数据均截止到 2012 年 12 月 31 日

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司自来水业务和管道安装业务稳定，对公司收入形成有益补充

公司自来水业务和管道安装业务分部由下属子公司启东市自来水厂和启东新城管道有限公司负责运营；其中，自来水业务收入以供水收入为主，管道安装业务收入主要来自于全市自来水供水管网建设相关收入。截止 2012 年末，公司供水能力达 15 万吨，年供水量约 2,774 万立方米，全年供水收入 7,489.8 万元。目前，公司中期规划供水能力是 20 万吨/日，远期规划供水能力为 35 万吨/日，随着供水能力的增加和相应配套管网设施的建设，预期未来公司自来水、管道安装业务收入将进一步成为公司收入的有益补充。

表 9 公司自来水业务主要业务指标

项目	2012 年	2011 年
供水能力（万吨/日）	15	15
供水量（万立方米）	2,774	2,421
价格（元/立方米）	2.7	2.82
供水收入（万元）	7,489.8	6,832

资料来源：公司提供

跟踪期内，启东市政府通过财政补贴、资产注入等方式持续给予公司支持

2012年，由于公司实施征拆迁工程涉及居民安置，根据启财综[2012]11号和启财综[2012]12号文件规定，公司分别获得5,552.22万元和5,000万元的居民安置住房保障专项补助，受此推动，公司2012年获得的政府补贴收入大幅上涨至11,127.09万元；但由于上述补助是专项补贴，不具有可持续性。

根据《关于拨入资金作为启东国有资产投资控股有限公司追加资本投入的通知》（启财建[2012]32号）、《关于拨入经济开发区总公司资金作为启东国有资产投资控股有限公司追加资本投入的通知》（启财建[2012]33号）、《关于拨入豪顺农业项目配套资金作为启东国有资产投资控股有限公司追加资本投入的通知》（启财建[2012]34号）、《关于长江船舶工业投资发展有限公司作为启东国有资产投资控股有限公司追加资本投入的通知》（启财建[2012]35号）和《关于拨入经济开发区总公司资金作为启东国有资产投资控股有限公司追加资本投入的通知》（启财建[2012]36号）等文件规定，公司获得了追加资本金投入。根据启政发[2012]47号文件规定，公司获得了启东市土地开发复垦公司99.67%的股权划拨转入。受上述等因素影响，公司2012年所有者权益合计较上年末增长50.51%，至97.03亿元，自有资本实力有所增强。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2010-2012年审计报告，财务报表均按照新会计准则编制。2012年度，公司合并范围新增3家子公司，具体变动情况见表2。

财务分析

跟踪期内，公司资产规模增速较快；但营业利润有所下滑，当年利润总额对财政补贴依赖较大；目前在建项目投资规模较大，投资活动现金流出规模较大，存在一定资金压力；流动负债规模较大，有息负债大幅增加，短期偿债能力表现一般

跟踪期内，受项目投资规模增加、股东资产注入等因素影响，公司资产规模增速较快，2012年末，公司总资产较上年末增长48.47%；公司资产以非流动资产为主，期末非流动资产占比64.16%。

2012年末，公司货币资金规模较上年末大幅增加365%，主要系公司2012年发行10亿元公司

债券资金到账所致，其中10.77亿元为定期存款（已质押）及银行承兑汇票保证金，流动性受到一定限制。公司2012年末应收账款较上年增长较多，但规模不大；其中1年以内应收账款占比56.34%、2-3年应收账款占比43.66%，账期较长，资金回笼速度较慢。由于土地开发整理需要和工程建设项目增加等原因，公司2012年末预付账款较上年大幅93.96%。2012年，由于与政府单位和国有企业资金往来款增加，公司其他应收款较上年末大幅上升71.01%，至43.01亿元；其中账龄在一年以内的款项占比95.96%，对公司资金形成较大占用。公司存货主要是在建安置房和商品房等，2012年末规模较上年末增加26.91%。公司其他流动资产主要为预交税费，期末占总资产比重不高。非流动资产方面，以固定资产、在建工程 and 无形资产为主。2012年，由于部分基础设施建设项目完工，公司年末固定资产较上年末增加237.44%；在建工程主要为城市基础设施项目和代建工程，期末较上年末增加28.74%，占总资产比重为33.27%；公司无形资产以土地使用权为主，期末土地资产规模为62.29亿元，其中52.42亿元土地资产已用于抵押，抵押比例较高，资产流动性一般。

表 10 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	206,288.95	8.21%	44,363.28	2.62%
应收账款	17,873.40	0.71%	1,040.46	0.06%
预付款项	83,590.08	3.32%	43,096.63	2.55%
其他应收款	430,081.80	17.11%	251,498.30	14.85%
存货	132,279.92	5.26%	104,231.79	6.16%
其他流动资产	30,960.52	1.23%	21,641.45	1.28%
流动资产合计	901,074.66	35.84%	465,871.91	27.51%
长期股权投资	52,438.12	2.09%	28,109.35	1.66%
固定资产	140,810.98	5.60%	41,729.02	2.46%
在建工程	836,524.70	33.27%	649,783.49	38.37%
无形资产	583,246.21	23.20%	507,873.70	29.99%
非流动资产合计	1,613,068.98	64.16%	1,227,495.56	72.49%
资产总计	2,514,143.64	100.00%	1,693,367.47	100.00%

资料来源：公司审计报告

土地开发、安置房销售和工程项目建设等业务是公司的主要收入来源。2012 年，由于土地市场波动和工程建设规模下降等因素影响，公司营业收入较上年微降 1.72%；但由于工程项目建设业务收入下降较大，公司主营业务毛利率有所下滑，受此影响，公司营业利润同比下滑 38.60%。此外，由于公司 2012 年实施城市拆迁项目而获得了政府较高的财政补贴，利润总额仅同比下降 16.99%；但当年盈利对财政补贴依赖度较高，且高额财政补贴不具可持续性。

表 11 公司主要盈利能力指标情况（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年
营业收入	103,721.07	105,530.49
营业利润	26,902.53	43,812.15
补贴收入	11,127.09	6.5
利润总额	35,538.37	42,811.57
总资产回报率	2.39%	4.00%

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司业务开展平稳，经营活动现金持续净流入，2012 年净流入规模约 1.32 亿元；但由于公司承担了较多的基础设施建设项目和安置房建设任务，公司投资活动 2012 年净流出 39.48 亿元，流出规模较大；为满足投资活动需要，公司 2012 年融资规模上升较多，全年筹资活动净流入规模约 44.23 亿元。

目前公司在建项目较多，投资规模较大，未来存在一定资金压力。

表 12 公司主要现金流指标情况（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年
销售商品、提供劳务收到的现金	90,181.04	110,219.23
收到的其他与经营活动有关的现金	61,348.78	193,959.15
经营活动现金流入小计	151,529.82	304,178.38
购买商品、接受劳务支付的现金	85,072.30	73,584.44
支付的其他与经营活动有关的现金	48,616.52	51,105.97
经营活动现金流出小计	138,292.03	127,846.08
经营活动产生的现金流量净额	13,237.79	176,332.30
投资活动产生的现金流量净额	-394,805.57	-233,954.32
筹资活动产生的现金流量净额	442,258.45	26,985.91
现金及现金等价物净增加额	60,690.66	-30,636.11

资料来源：公司审计报告

2012 年，由于投资建设需要，公司融资规模上升较多，期末负债规模较上年末增加 47.22%。为满足投资活动现金需要，2012 年，期末公司短期借款较上年末增加 99.83%，期末应付票据规模则增加至上年末的 40.36 倍；同时由于与部分国有企业和政府单位资金往来款增加，公司期末其他应付款较上年末增加 26.90%，总规模达 70.28 亿元。非流动负债方面，主要为长期借款和应付债券，期末规模分别为 26.39 亿元和 14.92 亿元。总体而言，有息负债大幅增加，公司未来存在一定还本付息压力。

表 13 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
短期借款	60,364.00	3.91%	30,207.00	2.88%
应付票据	92,820.00	6.01%	2,300.00	0.22%
应付账款	155,450.46	10.07%	162,906.92	15.53%
预收款项	66,663.89	4.32%	48,357.29	4.61%
其他应付款	702,788.33	45.52%	553,806.79	52.81%
一年内到期的非流动负债	50,347.10	3.26%	2,900.00	0.28%
流动负债合计	1,128,402.71	73.09%	800,610.52	76.34%
长期借款	263,927.90	17.10%	245,350.00	23.40%
应付债券	149,198.33	9.66%	-	-
非流动负债合计	415,447.23	26.91%	248,083.84	23.66%
负债合计	1,543,849.94	100.00%	1,048,694.37	100.00%

资料来源：公司审计报告

短期偿债能力方面，2012 年，公司流动比率、速动比率分别为 0.80、0.68，短期偿债能力表现一般。同时受部分业务收入下滑等原因，公司 2012 年 EBITDA 较上年下降 14.75%，至 5.54 亿元。

表 14 公司主要偿债能力指标情况

项目	2012 年	2011 年
资产负债率	61.41%	61.93%
负债与所有者权益比率	1.59	1.63
流动比率	0.80	0.58
速动比率	0.68	0.45
EBITDA（万元）	55,358.19	64,934.83

资料来源：公司审计报告

六、或有事项

截至 2012 年 12 月 31 日，公司为汇龙建筑安装有限公司、江苏金海岸投资建设发展有限公司、江苏省启东中学、南通市通启公路工程有限公司、启东市城市投资经营中心、启东市汇龙中学、启东市临海贸易公路工程有限公司、启东市吕四中学、启东市市政园林有限公司、启东市新城建设投资有限公司、启东新农村建设发展有限公司和启东沿海水利建设有限公司等单位提供的担保余额总计约 25.76 亿元，占 2012 年末所有者权益的比重约为 26.55%，担保余额较大，存在一定或有负债风险。

表 15 截至 2012 年末公司主要对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额
汇龙建筑安装有限公司	4,000
江苏金海岸投资建设发展有限公司	5,000
江苏省启东中学	13,000
南通市通启公路工程有限公司	9,000
启东黄海建材贸易有限公司	3,000
启东市城市投资经营中心	70,000
启东市汇龙中学	3,000
启东市临海贸易公路工程有限公司	6,000
启东市吕四中学	5,000
启东市秦茂交通设施有限公司	3,000
启东市市政园林有限公司	19,000
启东市新城建设投资有限公司	44,419
启东新农村建设发展有限公司	29,210
启东沿海水利建设有限公司	26,772
合计	240,401

资料来源：公司提供

七、评级结论

2012年，启东市经济保持较快增长，财政实力持续增强，公司所处外部经营环境较好。公司业务开展平稳，受项目投资规模增加和政府持续支持等因素推动，公司资产规模增速较快。同时我们也关注到公司在建的基础设施、安置房项目较多，投资规模较大，未来会给公司带来一定资金压力；受工程代建收入下降等因素影响，公司毛利率有所下滑；在建项目较多，投资规模较大，未来会给公司带来一定资金压力；资产负债率较高，且担保余额较高。

基于上述情况，鹏元将发行人主体长期信用等级维持为AA级，将本期债券信用等级维持为AA级，评级展望维持为稳定。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
货币资金	206,288.95	44,363.28	68,484.39
应收账款	17,873.40	1,040.46	541.92
预付款项	83,590.08	43,096.63	31,127.98
其他应收款	430,081.80	251,498.30	215,934.84
存货	132,279.92	104,231.79	61,619.16
其他流动资产	30,960.52	21,641.45	-
流动资产合计	901,074.66	465,871.91	377,708.29
长期股权投资	52,438.12	28,109.35	21,371.60
固定资产	140,810.98	41,729.02	40,956.54
在建工程	836,524.70	649,783.49	474,257.28
无形资产	583,246.21	507,873.70	514,617.59
长期待摊费用	48.96	-	-
非流动资产合计	1,613,068.98	1,227,495.56	1,051,203.01
资产总计	2,514,143.64	1,693,367.47	1,428,911.29
短期借款	60,364.00	30,207.00	65,700.00
应付票据	92,820.00	2,300.00	43,000.00
应付账款	155,450.46	162,906.92	74,457.29
预收款项	66,663.89	48,357.29	44,166.81
应付职工薪酬	125.99	115.37	115.37
应交税费	-157.07	17.15	91.09
其他应付款	702,788.33	553,806.79	368,982.54
一年内到期的非流动负债	50,347.10	2,900.00	-
流动负债合计	1,128,402.71	800,610.52	596,513.10
长期借款	263,927.90	245,350.00	218,375.00
应付债券	149,198.33	-	-
长期应付款	-	2,733.84	2,733.84
其他非流动负债	2,321.00	-	-
非流动负债合计	415,447.23	248,083.84	221,108.84
负债合计	1,543,849.94	1,048,694.37	817,621.94
股本	53,337.34	23,337.34	23,387.34
资本公积	760,873.60	502,101.12	509,028.14
未分配利润	150,532.67	114,974.03	71,973.44
归属于母公司股东权益合计	964,743.62	640,412.49	604,388.92
少数股东权益	5,550.08	4,260.61	6,900.43

股东权益合计	970,293.70	644,673.10	611,289.35
负债和股东权益总计	2,514,143.64	1,693,367.47	1,428,911.29

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
一、营业收入	103,721.07	105,530.49	84,825.91
减：营业成本	44,056.67	25,138.88	28,238.97
营业税金及附加	1,916.92	1,002.61	897.86
销售费用	921.80	784.58	285.33
管理费用	17,626.93	16,659.63	11,610.85
财务费用	14,103.20	19,274.79	12,781.75
资产减值损失	366.78	595.59	808.30
投资收益	2,173.77	1,737.75	1,375.93
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	2,173.77	1,737.75	1,375.93
二、营业利润	26,902.53	43,812.15	31,578.79
加：营业外收入	11,315.01	69.71	22.73
减：营业外支出	2,679.17	1,070.30	4,169.21
其中：非流动资产处置损失	53.85	1,012.48	13.24
三、利润总额	35,538.37	42,811.57	27,432.30
减：所得税费用	-	-	19.86
四、净利润	35,538.37	42,811.57	27,412.44
归属于母公司所有者的净利润	35,558.64	43,000.59	27,426.27
少数股东损益	-20.27	-189.02	-13.83

附录三-1 现金流量表（单位：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	90,181.04	110,219.23	82,533.30
收到其他与经营活动有关的现金	61,348.78	193,959.15	144,153.95
经营活动现金流入小计	151,529.82	304,178.38	226,687.26
购买商品、接受劳务支付的现金	85,072.30	73,584.44	51,936.39
支付给职工以及为职工支付的现金	2,190.74	1,755.15	2,201.06
支付的各项税费	2,412.47	1,400.52	1,354.81
支付其他与经营活动有关的现金	48,616.52	51,105.97	50,940.68
经营活动现金流出小计	138,292.03	127,846.08	106,432.93
经营活动产生的现金流量净额	13,237.79	176,332.30	120,254.32
二、投资活动产生的现金流量：			
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	387,650.57	228,954.32	232,674.77
投资支付的现金	7,155.00	5,000.00	-
投资活动现金流出小计	394,805.57	233,954.32	232,674.77
投资活动产生的现金流量净额	-394,805.57	-233,954.32	-232,674.77
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	218,572.41	47,620.16	48,343.57
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	500		
取得借款收到的现金	357,499.50	73,057.00	140,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	2,321.00		
筹资活动现金流入小计	578,392.91	120,677.16	188,343.57
偿还债务支付的现金	121,775.00	78,675.00	61,425.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	14,359.47	15,016.25	13,620.80
筹资活动现金流出小计	136,134.47	93,691.25	75,045.80
筹资活动产生的现金流量净额	442,258.45	26,985.91	113,297.77
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	60,690.66	-30,636.11	877.33
加：年初现金及现金等价物余额	37,848.28	68,484.39	67,607.06
六、期末现金及现金等价物余额	98,538.95	37,848.28	68,484.39

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年
1、将净利润调节为经营活动现金流量		
净利润	35,538.37	42,811.57
加：资产减值准备	366.78	595.59
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,513.61	2,398.40
无形资产摊销	2,517.33	75.08
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 （收益以“－”号填列）	-	539.31
固定资产报废损失（收益以“－”号填列）	-	1.68
财务费用（收益以“－”号填列）	14,788.88	19,649.79
投资损失（收益以“－”号填列）	-2,173.77	-1,737.75
存货的减少（增加以“－”号填列）	9,781.12	-42,612.63
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	-87,530.83	137,077.56
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	37,436.29	17,533.70
经营活动产生的现金流量净额	13,237.79	176,332.30
2、不涉及现金收支的重大投资和筹资活动		
3、现金及现金等价物净变动情况		
现金的期末余额	98,538.95	37,848.28
减：现金的期初余额	37,848.28	68,484.39
现金及现金等价物净增加额	60,690.66	-30,636.11

注：由于审计机构变更，没有 2010 年数据

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	财务费用率	$\text{财务费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
营运效率	总资产周转率（次）	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
	固定资产周转率（次）	$\text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2]$
	应收账款周转率	$\text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2]$
	存货周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2]$
	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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{融资租赁款}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{ 年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	金融负债	$\text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$

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
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。