

金湖县国有资产经营投资
有限责任公司

**2012 年 8 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。

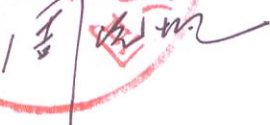
本报告及本次评级结果不能作为发行人发行证券或证券上市的充分必要条件，也不能作为投资者买卖、持有或放弃持有证券的建议，更不能作为是否做出上述行为的决定依据。

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
PENG YUAN 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>

金湖县国有资产经营投资有限责任公司 2012年8亿元公司债券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

增信方式：土地使用权及房产所有权抵押

债券剩余期限：66个月

债券剩余规模：8亿元

评级日期：2013年06月30日

上次信用评级结果：

本期债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

增信方式：土地使用权及房产所有权抵押

债券剩余期限：72个月

债券剩余规模：8亿元

评级日期：2012年08月28日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对金湖县国有资产经营投资有限责任公司（以下简称“金湖国资”或“公司”）及其2012年12月7日发行的8亿元公司债券（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）	987,090.39	795,276.83	727,603.65
所有者权益（不含少数股东权益）（万元）	707,451.70	672,499.56	623,651.41
资产负债率	28.33%	15.44%	14.29%
有息债务（万元）	131,375.21	42,200.00	39,200.00
主营业务收入（万元）	84,496.97	71,070.18	63,320.28
补贴收入（万元）	10,025.00	-	-
利润总额（万元）	25,152.78	22,751.51	21,649.04
主营业务毛利率	25.92%	36.80%	38.69%
总资产回报率	3.32%	3.28%	-
EBITDA（万元）	29,878.57	25,322.29	24,027.61
EBITDA 利息保障倍数（万元）	4.32	9.84	10.49
经营活动净现金流净额（万元）	10,194.26	8,651.86	10,937.62

资料来源：公司提供

正面：

- 金湖县继续依托水、水生动植物和林木等资源优势，发展农业和生态旅游等产业，经济保持较快发展；
- 政府通过资产注入等方式持续给予公司支持，进一步提升了公司的资本实力和投融资能力；
- 为本期债券提供抵押担保的土地使用权及房产金额较大，对本息的覆盖倍数较高。

关注：

- 金湖县地方一般预算收入相对偏弱，跟踪期内，在土地出让金收入大幅下降的情况下，财政收入呈大幅下降态势；
- 公司在建、拟建项目投资规模较大，未来将面临一定的资金压力；
- 公司存货规模较大，主要以土地储备和建成的基建项目为主，该部分资产流动性不高；
- 公司的无形资产主要为土地使用权，2012 年呈大幅下降态势；
- 公司其他应收款占比较大，回收时间存在不确定性；
- 公司部分项目建设的回购资金实际到位不及时，加大了公司的资金压力；
- 公司有息债务规模快速增加，债务压力显著加大；
- 跟踪期内，公司主业资金回笼较慢，经营和投资环节对外部融资的依赖程度较高。

分析师

姓名：周璘 刘书芸

电话：021-51035670

邮箱：zhoul@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金湖县国有资产经营投资有限责任公司发行2012年公司债券核准的批复》（发改财金[2012]3766号文件）批准，公司于2012年12月7日发行了8亿元公司债券，本期债券票面利率为7.76%。

本期债券计息期限为2012年12月7日至2018年12月6日，按年计息，每一年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券第一次付息日为2013年12月7日，截至2013年5月末，本期债券尚未发生本息兑付。

截至2012年12月末，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2012年12月末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
金湖县生态农业观光项目	140,500	80,000	765,400	43,000

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均为发生变更。

跟踪期内，公司合并报表范围没有变化。

截至2012年12月31日，公司资产总额为98.71亿元，所有者权益（不含少数股东权益）为70.75亿元，资产负债率为28.33%；2012年度，公司实现主营业务收入8.45亿元，利润总额2.52亿元，经营活动现金流净额1.02亿元。

三、地方经济与财政实力

依托水、水生动植物和林木等资源优势，金湖县经济保持较快发展

金湖县位于淮河下游、江苏省中部偏西地区，东与宝应县、高邮市接壤，南与安徽省天长市相邻，西与盱眙县、洪泽县交界，北与洪泽县毗邻。金湖地理位置较好，距南京 133 公里，扬州 105 公里、上海 399 公里。金湖县于 1959 年 10 月建县，截至 2012 年末，目前辖 11 个镇，

总人口 35.71 万人，地域面积 974 平方公里。2012 年金湖县实现地区生产总值 142.39 亿元，较上年增长 16.80%，高于同期江苏省和全国 GDP 平均增速，经济保持了良好的发展态势。

表2 金湖县各项经济指标情况

项目	2012 年		2011 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	142.39	16.80%	121.96	23.80%
第一产业增加值（亿元）	22.94	14.10%	20.10	18.70%
第二产业增加值（亿元）	58.42	14.70%	52.94	18.00%
第三产业增加值（亿元）	61.03	19.80%	50.94	32.50%
工业增加值（亿元）	58.42	16.30%	43.91	17.50%
全年固定资产投资（亿元）	169.00	29.00%	131.00	35.60%
社会消费品零售总额（亿元）	55.75	20.20%	46.37	23.10%
进出口总额（万美元）	3.09	93.50%	1.60	29.80%
存款余额（亿元）	128.70	22.10%	105.39	13.20%
贷款余额（亿元）	103.64	27.70%	81.15	12.80%

资料来源：国民经济和社会发展统计公报

金湖县经济以工业为主，2012 年三次产业结构为 16.1：41.0：42.9。目前已形成机械制造、仪表线缆和新型建材等六大重点产业，目前金湖县拥有金石集团、理士科技、苏仪集团和神舟车业等一批骨干企业，其中国家级高新技术企业 11 家。

金湖县水、水生动植物和林木资源丰富，为农业和生态旅游的发展奠定了良好基础。截至 2012 年末，金湖县拥有白马湖、宝应湖、高邮湖三大湖泊，全县水面积 4.2 万公顷，占县域总面积的三分之一。全县水产养殖总面积 10,000 公顷，其中，内河养殖 4,000 公顷，湖泊围养 6,000 公顷。水产品产量 4.82 万吨，人均产量 134.2 公斤，居江苏省之首。水面与滩涂为发展水禽生产提供了极好条件，高邮湖鸭为省推广良种，金湖小白鹅久负盛名，金湖县在 1978 年被誉为全国“禽蛋之乡”。荷藕、芡实是金湖名产，金湖被命名为“中国荷藕之乡”。全县水生蔬菜种植面积 8,000 多公顷，其中荷藕 5,000 多公顷，茭白 1,000 公顷，还有菱角、芡实等种植，水生蔬菜总产量 18 万吨。全县现有成片林保存面积 6,560 公顷，农田林网 3.42 万公顷，活立木总蓄积量 89.8 万立方米，森林覆盖率 21.5%。目前金湖拥有三河滩、白马湖和高邮湖等多个景点，独特的生态农业游、水上风光游和民俗风情游具有一定特色，2012 年共接待国内游客 119 万人次，旅游收入 3.58 亿元。近年金湖高效种植业、水产养殖业比重逐年增长，2012 年分别为 21.2 万亩和 10 万亩。截至 2012 年末，金湖拥有农业龙头企业省级 4 家、市级 13 家。根据《金湖县国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》战略定位，未来要将金湖建设成长三角北部制造业

基地、荷乡园林特色城市和沪宁都市圈旅游休闲“后花园”，可见金湖县农业和生态旅游等产业面临较好发展机遇。

金湖县一般预算收入相对偏弱，2012 年土地出让金大幅下降导致地方财政收入大幅下降

2012 年，金湖县财政收入从上年的 50.22 亿元下降至 35.54 亿元，主要系土地出让金收入大幅下降所致。一般预算收入方面，2012 年为 15.35 亿元，占财政收入比重为 43.19%，较上年有大幅提高。从一般预算收入的结构看，税收占比较高，2012 年金湖县税收收入占地方一般预算收入的比重为 86.32%。2012 年，金湖县继续得到上级政府的大力支持，2012 年上级补助收入为 12.94 亿元，较上年增长 12.13%。金湖县 2012 年基金性收入大幅下降，主要系 2012 年来土地出让收入大幅下降所致，对金湖县政府的财政收入产生了较大的负面影响。预计未来随着国家宏观调控的政策进一步深化，当地的土地市场仍存在较大的不确定性，我们认为国有土地使用权出让收入在未来可能继续存在较大的波动。

表3 金湖县本级财政收入情况（单位：亿元）

项目	2011 年	2010 年
财政收入	35.54	50.22
（一）一般预算收入	15.35	13.00
其中：税收收入	13.25	10.66
非税收收入	2.10	2.34
（二）上级补助收入	12.94	11.37
其中：返还性收入	1.00	1.03
一般性转移支付收入	2.10	4.21
专项转移支付	6.84	6.12
（三）政府基金收入	7.25	23.42
其中：土地出让收入	6.91	23.00
（四）预算外收入	-	2.43
财政支出	33.20	48.27
（一）一般预算支出	25.33	22.42
（二）上级补助支出	-	-
（三）政府基金支出	7.87	23.42
（四）预算外支出	-	2.43

资料来源：金湖县财政局

从金湖县的财政支出情况来看，2012 年财政支出为 33.20 亿元。支出以一般预算支出为主，其次为政府性基金支出为主，主要为国有土地使用权出让金支出。此外，一般预算支出在 2012 年进一步增长，为 25.33 亿元。

四、经营与竞争

2012年公司实现主营业务收入8.45亿元，其中当年新增了农田水利基础设施工程收入，占主营业务收入的66.63%，成为公司主营业务收入的主要来源；其次是农业产业收入，占主营业务收入的26.03%；此外，公司主营业务收入还包括租赁收入。2011-2012年公司主营业务收入情况如下表所示。

表4 公司主营业务收入及毛利率构成（单位：万元）

项目	2012 年			2011 年		
	收入	比重	毛利率	收入	比重	毛利率
农田水利基础设施工程收入	56,300.32	66.63%	16.67%	-	-	-
农业产业收入	21,996.65	26.03%	38.76%	64,870.18	91.28%	34.16%
租赁	6,200.00	7.34%	64.40%	6,200.00	8.72%	64.40%
合计	84,496.97	100.00%	25.92%	71,070.18	100.00%	36.80%

资料来源：公司审计报告

2012 年，公司的农田水利基础设施工程收入已成为当年主要的收入来源

作为金湖县人民政府出资的国有独资公司，公司主要从事农业综合开发相关业务。截至 2012 年底，公司已完成人民公园、园林南路接金宝南线路桥工程、衡阳南路排水管道工程、金湖县城城区防洪排涝一期工程、“金湖”（东海水库、西海水库）土地综合整理项目、金湖县 2010 城乡建设用地增减挂钩土地复垦工程项目一期、金湖县 2010 城乡建设用地增减挂钩土地复垦工程项目二期等项目建设。截至 2012 年末，公司在建的项目基本都属于农业综合开发业务，按照政府相关文件规定，在建的项目完工后由政府回购，回购价以公司投入成本加上不超过 30%的利润构成。2012 年，公司的合计获得政府回购款 5.63 亿元，成为公司主要的收入来源。2012 年底公司在建项目投资规模较大，目前在建项目总投资额为 22.25 亿元，累计已投资额为 18.35 亿元。

表5 截至 2012 年末公司在建农田水利基础设施工程投资进度情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	项目工期
金湖县区域供水管网工程项目	2.35	2.35	2011.1-2012.12
金湖县水环境（丘陵片）综合治理工程	2.31	1.98	2011.8-2012.8
金湖县万顷良田一期建设项目	3.54	3.54	2010.4-2012.5
金湖县生态农业观光项目	14.05	10.48	2011.3-2013.3
合计	22.25	18.35	-

资料来源：公司提供

公司 2012 年的农业产业收入较上年有所下降,租赁收入，租赁收入相对稳定

根据金湖县人民政府金政发[2003]087 号文，由公司负责农业综合开发，具体包括道路、水利工程、园区、公用设施的建设、土地前期整理及动拆迁服务、农业开发配套服务、农业流通服务和高效农业等。对于公司土地前期整理及动拆迁等服务，由县财政每年末进行认定，并按支出加一定比例的利润率，确认为县财政应支付给公司的相关收入。2012 年，公司农业产业收入为 2.20 亿元，较上年大幅下降，主要是由于公司农业综合开发收入中土地前期整理及动拆迁服务收入目前主要来自土地出让金返还，但 2012 年金湖县土地出让收入大幅下降，影响了该业务的收入和盈利情况。

公司租赁收入主要来自滩涂水面、林地和内陆滩涂的出租，承租方为金湖县滩涂开发公司。根据公司与承租方签订的《国有土地租赁合同书》，租期 8 年（即自 2009 年 1 月 1 日起至 2016 年 12 月 31 日止），年租金 6,200 万元。租赁业务成本主要为租赁资产的摊销。

表6 公司滩涂水面、林地及内陆滩涂出租情况

土地使用证编号	土地用途	租赁面积(亩)	出租单价（元/亩）	年租金（万元）
金国用[2008]第 7702 号	滩涂水面	10,000.00	1,600.00	1,600.00
金国用[2008]第 7703 号	林地	5,000.00	2,000.00	1,000.00
金国用[2008]第 7704 号	内陆滩涂	15,000.00	2,400.00	3,600.00
合计	-	30,000.00	-	6,200.00

资料来源：公司提供

政府通过资产注入等方式给予公司支持，进一步提升了公司的资本实力和投融资能力

为支持公司可持续发展，2012年，政府继续通过土地资产注入的方式给予公司支持，根据金政发（2012）248号文件，金湖县政府将18宗土地、16处房产合计评估价值为18.32亿元的资产注入公司，进一步提升了公司的资本实力和投融资能力。

表7 公司资产注入情况（单位：万元、平方米）

土地和房产证号	评估价值	土地性质	土地用途	土地面积	注入时间	依据文件
金国用（2012）第 6327 号	11,064.50	出让	商业	22,129.00	2012.12	金政发（2012）248 号
金国用（2010）第 6325 号	11,509.50	出让	商业	23,019.00	2012.12	金政发（2012）248 号
金国用（2012）第 6324 号	7,790.40	出让	商业	12,984.00	2012.12	金政发（2012）248 号
金国用（2012）第 6323 号	1,627.68	出让	商服	2,712.80	2012.12	金政发（2012）248 号
金国用（2012）第 6352 号	5,960.77	出让	商服	6,978.00	2012.12	金政发（2012）248 号
金房产权证字第 J201224152 号				4,257.69		金政发（2012）248 号
金国用（2012）第 6351 号	1,947.23	出让	商服	903.60	2012.12	金政发（2012）248 号
金房产权证字第 J201224164 号				1,390.88		金政发（2012）248 号
金国用（2012）第 6360 号	71,304.22	出让	商业	115,199.00	2012.12	金政发（2012）248 号

金房房权证字第 J201224300 号				13,842.12		金政发（2012）248 号
金房房权证字第 J201224151 号				36,728.25		金政发（2012）248 号
金国用（2012）第 6365 号				43,158.00		金政发（2012）248 号
金房房权证字第 J201224204 号	12,993.31	出让	商业	5,505.10	2012.12	金政发（2012）248 号
金房房权证字第 J201224150 号				3,712.14		金政发（2012）248 号
金国用（2012）第 6364 号	17,384.41	出让	商业	29,624.30	2012.12	金政发（2012）248 号
金房房权证字第 J201224153 号				12,329.37		金政发（2012）248 号
金国用（2012）第 6371 号	10,287.98	出让	商服	12,910.70	2012.12	金政发（2012）248 号
金房房权证字第 J201224167 号				7,348.56		金政发（2012）248 号
金国用（2012）第 6370 号				812.00		金政发（2012）248 号
金国用（2012）第 6357 号	1,413.92	出让	商服	4,630.40	2012.12	金政发（2012）248 号
金房房权证字第 J201224168 号				1,009.94		金政发（2012）248 号
金国用（2012）第 6366 号	1,965.75	出让	商服	12,298.30	2012.12	金政发（2012）248 号
金房房权证字第 J201224165 号				1,404.11		金政发（2012）248 号
金国用（2012）第 6369 号	3,844.34	出让	商服	4,419.50	2012.12	金政发（2012）248 号
金房房权证字第 J201224166 号				2,745.96		金政发（2012）248 号
金国用（2012）第 6354 号	237.08	出让	商服	196.60	2012.12	金政发（2012）248 号
金房房权证字第 J201224207 号				169.34		金政发（2012）248 号
金国用（2012）第 6353 号	4,902.37	出让	商业	17,759.00	2012.12	金政发（2012）248 号
金房房权证字第 J201224209 号				3,476.86		金政发（2012）248 号
金国用（2012）第 6367 号	13,704.65	出让	商业	33,127.12	2012.12	金政发（2012）248 号
金房房权证字第 J201224208 号				9,719.61		金政发（2012）248 号
金国用（2012）第 6362 号	3,987.22	出让	商业	504.07	2012.12	金政发（2012）248 号
金房房权证字第 J201224206 号				2,868.50		金政发（2012）248 号
金国用（2012）第 6368 号	1,271.37	出让	商业	13,430.00	2012.12	金政发（2012）248 号
金房房权证字第 J201224169 号				901.68		金政发（2012）248 号
合计	183,196.70	-	-	464,205.50	-	-

资料来源：公司提供

除注入土地资产外，政府还给予公司一些政策支持。根据金政发[2003]087号文，公司对其出资建设的道路、水利工程等设施工程拥有所有权，工程完工后确认为公司固定资产，每年按会计制度计提的折旧费由县财政承担。公司如遇财务危机，无法清偿银行借款等对外债务时，县政府将用等量优质资产予以补偿或无条件回购工程设施，回购总价为公司资产账面价值加上税费。2012年，根据金财[2012]168号文件，金湖县财政局给予公司10,025万元财政补贴予以资

金支持。总体来看，2012年，政府对公司的支持力度较大，随着资产注入，公司资本实力和投融资能力有所提升。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析均基于北京兴华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2010-2012年度审计报告。公司财务报表均按旧会计准则编制。

财务分析

资产结构与质量

2012年末，公司资产持续大幅增长，资产结构以流动资产为主，资产流动性一般

2012年末，公司总资产为98.71亿元，较上年增长24.12%，公司资产增加主要是货币资金和存货规模增长所致。公司当年资产以流动资产为主，年末占71.96%，非流动资产占28.04%。

2012年末，公司资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。由于公司当年发行了8亿元公司债券所致，因此存量的货币资金大幅增长，年末达到7.71亿元，绝大部分为非限制性存款。公司的应收账款较上年有大幅增长，其中70.76%应收对象为县财政局，29.24%为应收金湖县滩涂开发公司租金，由于公司当年确认了较多的农业产业收入和农田水利基础设施工程收入，但县财政局回购款的实际到位时间有所滞后，因此造成了公司应收账款大幅增加，从账龄看，其中78.55%在一年以内，9.61%在1-2年。公司当年末的其他应收款也较上年末增长12.97%，主要应收对象也是县财政局和金湖经济开发区管理委员会。尽管公司当年应收款项较上年大幅增长，但大部分是政府下属关联单位欠款，不能收回的风险较小，但回收时间存在较大的不确定性。2012年，随着公司收储土地规模的进一步增加，公司存货规模也大幅增长，其中59.57%为收储土地，其中有较多是林地和滩涂用地，7.16%为农业综合开发支出，开发产品占33.28%，主要系已建成尚未回购的基建项目。

表8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2012 年		较上年末 增长	2011 年	
	金额	占比		金额	占比
货币资金	77,138.91	7.81%	327.88%	18,028.28	2.27%
应收账款	79,566.47	8.06%	366.22%	17,066.15	2.15%

其他应收款	88,718.73	8.99%	12.97%	78,534.28	9.88%
存货	454,406.32	46.03%	112.70%	213,637.90	26.86%
流动资产合计	710,299.34	71.96%	110.08%	338,114.02	42.52%
固定资产净值	44,917.51	4.55%	-6.03%	47,798.34	6.01%
无形资产	216,237.94	21.91%	-45.46%	396,494.88	49.86%
非流动资产合计	276,791.05	28.04%	-39.45%	457,162.81	57.48%
资产总计	987,090.39	100.00%	24.12%	795,276.83	100.00%

资料来源：公司审计报告

2012年末，公司非流动资产主要为固定资产和无形资产，固定资产大部分为道路，部分为水利设施，剩余少量为房屋建筑物。公司的无形资产主要为政府拨入的土地使用权，其中大部分是林地、滩涂和水面，较上年大幅减少。

总体来说，公司的资产规模增长较快，但林地、滩涂和水面用地占比较高，整体流动性一般。

盈利能力

公司主营业务收入有所增长，毛利率和营业利润有所下降，获得一定的补贴收入

2012年，公司主营业务收入规模较上年进一步增长 18.89%，但主营业务毛利率较上年有所下降，2012 年主营业务毛利率为 25.92%。由于公司主要从事金湖县农业综合开发，取得了政府的一定支持，根据金政发[2003]087 号文，公司土地前期整理及动拆迁等服务收入可按支出加一定的利润率进行确认回购收入，因此尽管公司后续工程项目建设项目较多，但收入来源较有保障。此外，由于公司 2012 年以来有息债务规模扩大，利息支出也相应增加，使得财务费用从上年 1,757.34 万元增至 4,974.57 万元，使得期间费用率从上年 4.27% 上升到 7.53%，一定程度削弱了公司的盈利水平。公司 2012 年获得政府补贴收入 1 亿元，公司利润总额小幅上升。

表9 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

指标名称	2012 年	2011 年
主营业务收入	84,496.97	71,070.18
主营业务毛利率	25.92%	36.80%
营业利润	15,127.78	22,781.50
补贴收入	10,025.00	0.00
利润总额	25,152.78	22,751.51
总资产报酬率	3.32%	3.28%
期间费用率	7.53%	4.27%

资料来源：公司审计报告

现金流

公司经营活动产生的现金流量净额变化不大，后续项目投资资金需求较大，存在一定的资金压力

2012年，尽管公司收入规模较上年增长，但由于公司项目建设的回购资金实际到位时间存在一定的滞后性和不确定性，公司当年销售商品、提供劳务收到的现金较从上年的6.34亿元下降至2.22亿元，主营业务现金回笼能力大幅下降。而同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金为8.43亿元，因此，当地政府主要通过下属关联单位给予公司阶段性的资金支持，公司当年收到的其他与经营活动有关的现金为20.17亿元，较大程度补充了公司主营业务的现金流量的不足，使得公司当年经营环节现金流仍呈现净流入的状态，但关联单位的往来款在较大程度影响公司经营性现金流的稳定性。公司主营业务主要是承担巢湖市基础设施项目建设，投资环节的现金支出量较大，项目建设期间需要公司自筹的资金量较大，致使公司在经营和投资环节所需资金大多来自银行借款和发行债券等外部融资渠道，主业经营和投资环节对外部融资的依赖程度较高，公司当年由于发行了8亿元7年期公司债券，使得筹资活动产生的现金流量净额为8.08亿元，较好的补充其资金缺口。根据金湖县的发展规划，未来几年公司仍将投入大量资金用于县内农业基础设施项目和农业综合开发项目建设，整体投资规模较大，后续仍将主要通过外部融资来筹集项目建设资金，面临一定资金压力。

表10 公司现金流情况（单位：万元）

项 目	2012 年	2011 年
经营活动现金流入小计	223,955.17	253,326.84
经营活动现金流出小计	213,760.91	244,674.98
经营活动产生的现金流量净额	10,194.26	8,651.86
投资活动现金流入小计	-	4,500.00
投资活动现金流出小计	31,837.72	12,055.42
投资活动产生的现金流量净额	-31,837.72	-7,555.42
筹资活动现金流入小计	106,790.00	36,800.00
筹资活动现金流出小计	26,035.91	37,409.83
筹资活动产生的现金流量净额	80,754.09	-609.83

资料来源：公司审计报告

资本结构与财务安全性

公司负债规模有所扩大，有息债务比重上升，存在一定的债务压力

2012年，公司实收资本仍为5亿元，加上当年公司的经营积累，未分配利润有所增加，2012年末所有者权益合计（不含少数股东权益）为70.75亿元，较上年有小幅增长。2012年，较多项目资金投入致使公司有息债务大幅增加，从而提高了公司的负债规模。截至2012年末，公司负债总额为27.96亿元，资产负债率从上年的15.44%提高到28.33%，但负债经营程度仍处于较低水平。

从债务结构看，2012年末，公司债务以流动负债为主，年末占60.73%，非流动负债占39.27%。公司流动负债主要为短期借款、其他应付款和一年内到期的长期负债，其中其他应付款较上年大幅增长，年末为14.15亿元，欠款单位主要是政府下属关联单位，但其中存在部分公司通过为关联单位提供担保获取的银行借款，但实际借款为公司所使用的情况，该部分借款实际为刚性负债。

表11 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	10,050.00	3.59%	11,200.00	9.12%
其他应付款	141,495.44	50.60%	76,123.89	62.00%
一年内到期的长期负债	11,500.00	4.11%	6,100.00	4.97%
流动负债合计	169,813.48	60.73%	97,877.27	79.72%
长期借款	29,400.00	10.51%	24,900.00	20.28%
应付债券	80,425.21	28.76%	-	-
非流动负债合计	109,825.21	39.27%	24,900.00	20.28%
负债合计	279,638.68	100.00%	122,777.27	100.00%

资料来源：公司审计报告

2012年末，公司有息债务合计为13.14亿元，占公司负债总额的46.98%，由于公司当年发行了8亿元6年期公司债券使得有息债务规模较上年大幅增长，其他有息债务主要为短期借款、一年内到期的长期负债和长期借款，公司债务压力显著加大。

表12 公司有息债务构成情况（单位：万元）

金额	2012 年	2011 年
短期借款	10,050.00	11,200.00
一年内到期的长期借款	11,500.00	6,100.00
长期借款	29,400.00	24,900.00
应付债券	80,425.21	-
有息债务合计	131,375.21	42,200.00
有息债务合计/负债合计	46.98%	34.37%

资料来源：公司审计报告

公司2012年的流动比率和速动比率分别为4.18和1.51，较上年有所上升，主要是一方面由于当地政府对公司的资产注入较多集中于存货，该部分资产流动性一般。2012年，尽管公司利润较上年有所增长，EBITDA也相应增加，但由于利息支出增加，EBITDA对借款利息的保障倍数从去年的9.84倍降至4.32倍。

表13 公司主要偿债能力指标

指标名称	2012 年	2011 年
资产负债率	28.33%	15.44%
流动比率	4.18	3.45
速动比率	1.51	1.27
EBITDA（万元）	29,878.57	25,322.29
EBITDA 利息保障倍数	4.32	9.84

资料来源：公司审计报告

六、或有事项

截至 2012 年末，公司为金湖县政府下属多家关联单位提供借款担保，年末余额合计为 5.22 亿元，当年末公司的未到期对外担保余额占年末所有者权益合计的比重为 7.38%，存在一定的或有负债风险。

表14 截止 2012 年末公司对外担保情况（单位：万元）

指标名称	2012 年
金湖水利建设工程公司	3,000.00
金湖县城建市政工程有限公司	2,400.00
金湖县妇幼保健所	2,000.00
金湖县人民医院	5,800.00
金湖县润民新农村建设有限公司	13,000.00
金湖县新城保障性住房开发中心	10,000.00
金湖县职业技术教育中心	2,500.00
金湖县中医院	6,000.00
金湖县自来水公司	7,500.00
合计	52,200.00
年末担保余额/年末所有者权益合计	7.38%

资料来源：公司审计报告

七、担保方式

公司国有土地使用权和房产所有权抵押担保能为本期债券偿付提供较好的保障

本期债券采用土地使用权和房产所有权抵押的担保方式，金湖国资、淮安市金鑫投资有限公司（以下简称“金鑫投资”）和淮安市金湖交通投资有限公司（以下简称“金湖交投”）各以其有权处置的资产为本期债券提供抵押。抵押资产的担保范围为本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金及实现抵押权的费用。抵押资产所有人应在本期债券发行前完成抵押资产的抵押登记手续。抵押资产清单见附录四。

1、国有土地使用权

金鑫投资所属 2 宗国有土地使用权金国用（2010）第 4814 号、金国用（2010）第 4815 号总面积为 45,248.0 平方米，经江苏苏地行土地房产评估有限公司（苏）苏地行（2011）（估）字第 09 号评估，总价值为 22,574.0 万元。

金湖交投名下 2 宗国有土地使用权金国用（2010）第 162 号、金国用（2010）第 3172 号总面积为 45,148.0 平方米，经江苏苏地行土地房产评估有限公司（苏）苏地行（2011）（估）字第 10 号评估，总价值为 9,418.08 万元。

2、房地产

金湖国资所属金湖县 2 宗地房地产，总建筑面积 12,818.3 平方米，土地使用权面积 32,036.5 平方米，经江苏苏地行土地房产评估有限公司（苏）苏地行房估字 2011-56 号评估，总价值为 18,714.72 万元。

金湖交投所属金湖县 16 宗房地产，总建筑面积 107,410.11 平方米，土地使用权面积 295,950.59 平方米，经江苏苏地行土地房产评估有限公司（苏）苏地行房估字 2011-57 号评估，总价值为 151,204.62 万元。

上述抵押资产经江苏苏地行土地房产评估有限公司评估，总评估价为 201,911.42 万元（估价基准日为 2011 年 11 月 17 日），用于抵押的国有土地使用权和房地产情况见附录六。

根据抵押协议规定，在本期债券存续期间，公司应聘请并经江苏常熟农村商业银行股份有限公司金湖支行认可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。由于公司本期债券首次付息日尚未到，因此截止目前公司抵押资产未进行重新评估。

截至 2012 年末，上述抵押资产评估价值合计仍为 201,911.42 万元，为本期债券剩余金额的 2.52 倍，符合抵押资产的合计价值除以本期债券未偿还本金及其一年利息之和的比率（以下简称“抵押比率”）不得低于 1.5 倍的规定。我们认为，金湖国资、金鑫投资和金湖交投以其合法拥有的资产为本期债券提供的抵押担保为本期债券的偿付提供了较好的保障。

但我们注意到本期债券抵押担保的土地使用权和房产所有权资产规模较大，未来能否集中变现以及变现金额易受地产行情及政策影响而具有一定的不确定性。

八、评级结论

跟踪期内，金湖县继续依托水、水生动植物和林木等资源优势，发展农业和生态旅游等产业，经济保持较快发展。但金湖县地方一般预算收入相对偏弱，2012年，在土地出让金收入大幅下降的情况下，财政收入大幅下降。政府通过资产注入等方式给予公司支持，进一步提升了公司的资本实力和投融资能力。2012年，公司的农田水利基础设施工程收入已成为当年主要的收入来源，农业产业收入较上年有所下降。公司资产持续大幅增长，资产结构以流动资产为主。公司主业经营的现金流入量较小，主要依靠关联往来和外部融资来补充经营和投资环节的资金缺口；公司负债规模有所扩大，有息债务大幅增加，债务压力有所加大。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA-级，维持本期债券信用等级AA级，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
货币资金	77,138.91	18,028.28	22,041.68
应收账款	79,566.47	17,066.15	9,419.71
其他应收款	88,718.73	78,534.28	61,471.76
预付账款	10,468.92	10,847.42	8,419.64
存货	454,406.32	213,637.90	167,222.80
流动资产合计	710,299.34	338,114.02	268,575.59
长期股权投资	50.00	50.00	2,579.99
固定资产原价	57,616.57	57,616.57	57,616.57
减：累计折旧	12,699.06	9,818.23	6,937.41
固定资产净值	44,917.51	47,798.34	50,679.16
无形资产	216,237.94	396,494.88	405,004.72
资产总计	987,090.39	795,276.83	727,603.65
短期借款	10,050.00	11,200.00	17,000.00
应付账款	696.14	696.14	696.14
应交税金	6,001.40	3,716.95	2,478.09
其他应付款	70.50	40.30	26.35
其他应付款	141,495.44	76,123.89	61,551.67
一年内到期的长期负债	11,500.00	6,100.00	4,200.00
流动负债合计	169,813.48	97,877.27	85,952.25
长期借款	29,400.00	24,900.00	18,000.00
应付债券	80,425.21	-	-
负债合计	279,638.68	122,777.27	103,952.25
实收资本	50,000.00	50,000.00	50,000.00
资本公积	587,548.20	576,098.59	549,088.59
盈余公积	10,490.35	8,140.10	5,956.28
未分配利润	59,413.15	38,260.87	18,606.53
所有者权益合计	707,451.70	672,499.56	623,651.41
负债和所有者权益总计	987,090.39	795,276.83	727,603.65

附录二 利润表（万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
一、主营业务收入	84,496.97	71,070.18	63,320.28
减：主营业务成本	62,593.95	44,914.95	38,823.14
主营业务税金及附加	650.65	339.45	339.45
二、主营业务利润	21,252.36	25,815.79	24,157.68
加：其他业务利润	236.25	-	0.60
减：营业费用	27.10	37.84	63.26
管理费用	1,359.16	1,239.12	461.26
财务费用	4,974.57	1,757.34	1,980.90
三、营业利润	15,127.78	22,781.50	21,652.87
加：投资收益	-	-29.99	6.17
补贴收入	10,025.00	-	-
减：营业外支出	-	-	10.00
四、利润总额	25,152.78	22,751.51	21,649.04
减：所得税	1,650.25	913.35	913.35
五、净利润	23,502.53	21,838.16	20,735.69

附录三-1 现金流量表（万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
销售商品、提供劳务收到的现金	22,246.65	63,423.75	58,881.90
收到的其他与经营活动有关的现金	201,708.52	189,903.09	200,953.90
现金流入小计	223,955.17	253,326.84	259,835.80
购买商品、接受劳务支付的现金	84,336.25	93,827.00	123,701.61
支付给职工以及为职工支付的现金	62.73	43.34	31.62
支付的其他与经营活动有关的现金	129,361.92	150,804.64	125,164.94
现金流出小计	213,760.91	244,674.98	248,898.18
经营活动产生的现金流量净额	10,194.26	8,651.86	10,937.62
收到的其他与投资活动有关的现金	-	4,500.00	-
现金流入小计	-	4,500.00	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	31,837.72	12,055.42	10,374.89
支付的其他与投资活动有关的现金	-	-	3,500.00
现金流出小计	31,837.72	12,055.42	13,874.89
投资活动产生的现金流量净额	-31,837.72	-7,555.42	-13,874.89
借款所收到的现金	27,750.00	36,800.00	32,000.00
发行债券收到的现金	79,040.00	-	-
现金流入小计	106,790.00	36,800.00	32,000.00
偿还债务所支付的现金	19,000.00	33,800.00	10,800.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	6,075.91	3,609.83	4,459.26
支付的其他与筹资活动有关的现金	960.00	-	-
现金流出小计	26,035.91	37,409.83	15,259.26
筹资活动产生的现金流量净额	80,754.09	-609.83	16,740.74
现金及现金等价物净增加额	59,110.62	486.60	13,803.47

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	23,502.53	21,838.16	20,735.69
固定资产折旧	28.50	28.50	28.50
无形资产摊销	302.71	302.71	297.18
财务费用	2,526.24	2,239.57	2,052.88
投资损失（减：收益）	-	29.99	-6.17
存货的减少（减：增加）	-57,571.72	-46,484.28	-83,677.15
经营性应收项目的减少（减：增加）	-29,829.88	-26,852.05	-36,785.85
经营性应付项目的增加（减：减少）	71,235.88	57,549.25	108,292.54
经营活动产生的现金流量净额	10,194.26	8,651.86	10,937.62

附录四 公司本期债券抵押资产情况

一、用于抵押的土地使用权情况

序号	土地使用人	权属证号	座落位置	土地性质	宗地用途	土地使用年限(年)	面积(平方米)
1	淮安市金鑫投资有限公司	金国用(2010)第4814号	金湖县环城西路东侧,上湾路北侧	出让	商业	40	22,129
2	淮安市金鑫投资有限公司	金国用(2010)第4815号	金湖县理士大道西侧/牌楼小区东侧	出让	商业	40	23,019
3	淮安市金湖交通投资有限公司	金国用(2010)第162号	金湖县黎城镇大兴村	出让	商服	40	12,984
4	淮安市金湖交通投资有限公司	金国用(2010)第3172号	金湖县水上新村	出让	商服	40	2,712.8

二、用于抵押的房地产情况

序号	房屋所有权人	房屋产权情况			土地使用权情况			
		产权证号	建筑面积(平方米)	设计用途	土地使用权证号	土地用途	土地使用权类型	使用权面积(平方米)
1	金湖县国有资产经营投资有限责任公司	金房房权证字第200912564号	1,021.38	综合楼	金国用(2009)第2781号	商业用地	出让	1,005.5
2	金湖县国有资产经营投资有限责任公司	金房房权证字第200910985号	11,796.92	综合楼	金国用(2009)第0419号	商服用地	出让	31,031
3	淮安市金湖交通投资有限公司	金房房权证字第200916086号	4,257.69	综合楼	金国用(2010)第159号	商服用地	出让	6,978
4	淮安市金湖交通投资有限公司	金房房权证字第200916077号	1,390.88	综合楼	金国用(2010)第3169号	商服用地	出让	903.6

5	淮安市金湖交通投资有限公司	金房房权证字第201001480号	13,842.12	综合楼	金国用(2010)第5616号	商业用地	出让	115,199
6		金房房权证字第201001481号	36,728.25	综合楼				
7	淮安市金湖交通投资有限公司	金房房权证字第201001478号	5,505.1	综合楼	金国用(2010)第5619号	商业用地	出让	43,158
8	淮安市金湖交通投资有限公司	金房房权证字第201001583号	3,712.14	综合楼				
9	淮安市金湖交通投资有限公司	金房房权证字第201001585号	12,329.37	综合楼	金国用(2010)第5611号	商业用地	出让	29,624.3
10	淮安市金湖交通投资有限公司	金房房权证字第200916080号	7,348.56	综合楼	金国用(2010)第3167号	商服用地	出让	12,910.7
					金国用(2010)第158号	商服用地	出让	812
11	淮安市金湖交通投资有限公司	金房房权证字第201001483号	1,009.94	综合楼	金国用(2010)第163号	商服用地	出让	4,630.4
12	淮安市金湖交通投资有限公司	金房房权证字第200911735号	1,404.11	综合楼	金国用(2010)第3170号	商服用地	出让	12,298.3
13	淮安市金湖交通投资有限公司	金房房权证字第200916082号	2,745.96	综合楼	金国用(2010)第3171号	商服用地	出让	4,419.5
14	淮安市金湖交通投资有限公司	金房房权证字第200916076号	169.34	综合楼	金国用(2010)第3173号	商服用地	出让	196.6
15	淮安市金湖交通投资有限公司	金房房权证字第201001486号	3,476.86	综合楼	金国用(2010)第5610号	商业用地	出让	17,759
16	淮安市金湖交通投资有限公司	金房房权证字第200916084号	9,719.61	综合楼	金国用(2010)第5618号	商业用地	出让	33,127.12
17	淮安市金湖交通投资有限公司	金房房权证字第201001582号	2,868.5	综合楼	金国用(2010)第5620号	商业用地	出让	504.07

	司	号						
18	淮安市金湖交通投资有限公司	金房房权证字 201104647号	901.68	办公	金国用 (2010)第 1510号	商业 用地	出让	13,430

附录五 主要财务指标计算公式

盈利能力	主营业务毛利率	$(\text{主营业务收入} - \text{主营业务成本}) / \text{主营业务收入} \times 100\%$
	主营业务利润率	$\text{主营业务利润} / \text{主营业务收入} \times 100\%$
	主营业务净利率	$\text{净利润} / \text{主营业务收入} \times 100\%$
	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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	成本费用率	$(\text{主营业务成本} + \text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{主营业务收入}$
营运效率	应收账款周转天数(天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期主营业务收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期主营业务成本} / 360)$
	应付账款周转天数(天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{主营业务成本} / 360)$
	主营业务收入/营运资金	$\text{主营业务收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率(次)	$\text{主营业务收入} / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2)$
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	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资产适合率	$(\text{长期负债} + \text{所有者权益}) / \text{长期资产} \times 100\%$
	长期有息债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期有息债务	$\text{短期借款} + \text{一年内到期的长期借款}$
	资本负债率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益}$
	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	$\text{EBIT} / \text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$
	现金流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{主营业务收入}$

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。