

巢湖市城镇建设投资有限公司

2012 年 12 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。

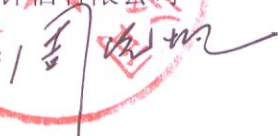
本报告及本次评级结果不能作为发行人发行证券或证券上市的充分必要条件，也不能作为投资者买卖、持有或放弃持有证券的建议，更不能作为是否做出上述行为的决定依据。

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>

巢湖市城镇建设投资有限公司 2012年12亿元公司债券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：土地使用权抵押

债券剩余期限：78 个月

债券剩余规模：12 亿元

评级日期：2013 年 07 月 04 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：土地使用权抵押

债券剩余期限：84 个月

债券剩余规模：12 亿元

评级日期：2012 年 12 月 04 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对巢湖市城镇建设投资有限公司（以下简称“巢湖城建”或“公司”）及其 2012 年 12 月 24 日发行的 12 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）	1,122,053.74	466,377.85	343,056.73
所有者权益合计（万元）	877,113.24	409,136.64	284,797.64
资产负债率	21.83%	12.27%	16.98%
有息债务（万元）	187,946.00	21,650.00	24,400.00
营业收入（万元）	139,124.82	17,973.83	21,142.41
补贴收入（万元）	12,465.00	6,400.00	7,600.00
利润总额（万元）	45,981.32	19,304.60	23,398.47
综合毛利率	25.96%	74.15%	75.76%
总资产回报率	5.79%	4.77%	9.23%
EBITDA（万元）	45,983.53	19,306.79	23,400.05
EBITDA 利息保障倍数（万元）	12.71	12.34	17.41
经营活动现金流净额（万元）	13,665.42	32,628.54	5,429.63

资料来源：公司审计报告

正面：

- 巢湖市经济平稳增长，财政收入增长较快；
- 安徽省进行行政区划调整，将巢湖市纳入“大合肥”，有利于巢湖市经济发展；
- 公司业务结构进行了一定调整，收入规模大幅增加；
- 公司在资产注入、财政补贴、项目回购等多方面继续得到地方政府的大力支持。

关注：

- 公司工程项目建设收入大幅增加，但受当地土地使用规划影响，未来业务量具有不确定性；
- 公司的林木销售收入不具有持续性，未来该业务对公司收入和盈利的影响需持续关注；
- 公司承担的基建工程建设任务未来仍有一定的资金需要，存在一定资金压力；
- 公司投资环节现金支出量大，项目建设对外部融资的依赖程度较高；
- 公司负债规模大幅增长，有息债务比重上升，整体偿债压力加大；
- 公司政府补助金额每年不确定，未来对公司盈利的影响需持续关注；
- 公司存货规模较大，主要为土地和开发成本，该部分资产流动性一般；
- 公司部分工程建设项目政府的回购款实际到位不及时，进一步加大了公司的资金压力。

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巢湖市城镇建设投资有限公司发行2012年市政项目建设债券核准的批复》（发改财金[2011]2594号文件）批准，公司于2012年12月24日发行了12亿元市政项目建设债券，本期债券票面利率为7.00%。

本期债券计息期限为2012年12月24日至2019年12月23日，按年计息，每年付息一次，同时设置本金提前偿付条款，自债券存续期第3至7年末每年按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金。截至2013年5月末，本期债券尚未发生本息兑付。

截至2013年5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2013年5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
巢湖市入湖河道水环境综合治理	250,126.43	120,000.00	118,085.00	118,085.00
合计	250,126.43	120,000.00	118,085.00	118,085.00

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

2012年8月，根据巢湖市人民政府《关于同意与安徽国元信托有限责任公司合作进行信托股权融资的批复》（巢政秘[2012]72号），公司的注册资本从上年末的5亿元增加到10亿元，其中巢湖市人民政府占90%，安徽国元信托有限责任公司占10%，控股股东和实际控制人仍为巢湖市人民政府。

表2 公司2011-2012年注册资本变化情况（单位：万元）

股东名称	2011年末		本年增加	2012年末	
	出资金额	持股比例		出资金额	持股比例
巢湖市人民政府	50,000.00	100.00%	40,000.00	90,000.00	90%
安徽国元信托有限责任公司	-	-	10,000.00	10,000.00	10%
合计	50,000.00	100.00%	50,000.00	100,000.00	100.00%

资料来源：公司审计报告

2012年度，公司的主营业务收入结构发生一定的变化，原上年度占公司营业收入90%以上的土地开发收入，由于在2012年没有土地出让，因此当年没有该业务收入；同时工程建设收入大幅增加，并于当年新增加了林木销售收入。详见表8和下文详述。

表3 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	合并方式
巢湖市现代农业示范园有限公司	100%	2,000.00	生态农业项目投资、开发	新设

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112.21亿元，所有者权益合计为87.71亿元，资产负债率为21.83%；2012年度，公司实现营业收入13.91亿元，利润总额4.60亿元，经营活动现金流净额1.37亿元。

三、地方经济与财政实力

➤ 区域经济

合肥市近年来经济发展速度较快，2012年，地区经济各项指标继续位居安徽省首位

近年，合肥市经济总体保持了快速发展态势，经济实力不断增强。根据《合肥市2012年国民经济和社会发展统计公报》，2012年合肥市全年生产总值4,164.34亿元，按可比价格计算，较上年同比增长13.6%。其中，合肥市第一、二、三产业增加值分别为229.05亿元、2,303.91亿元和1,631.38亿元，分别增长5.4%、15.4%和12.3%，三次产业结构调整为5.5：55.3：39.2。全市规模以上工业企业主营业务收入6,002.74亿元，实现增加值1,653.54亿元，按可比价格计算，增加值同比增长17.4%。2012年全市完成固定资产投资4,001.10亿元，同比增长23.7%。全年社会消费品零售总额1,293.62亿元，同比增长16.7%。

表4 合肥市主要经济指标及同比变动情况（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	4,164.34	13.6%	3,636.61	15.4%
第一产业增加值	229.05	5.4%	208.20	3.5%
第二产业增加值	2,303.91	15.4%	2,002.20	19.8%
第三产业增加值	1,631.38	12.3%	1,426.20	11.4%
固定资产投资	4,001.10	23.7%	3,376.97	26.8%
社会消费品零售总额	1,293.62	16.7%	1,111.12	19.0%
进出口总额（亿美元）	176.42	43.3%	123.09	20.9%

资料来源：合肥市国民经济和社会发展统计公报

2012年，巢湖市经济平稳增长；2011年安徽省区划调整，巢湖市纳入“大合肥”，有利于巢湖市经济发展

巢湖市位于安徽省中部，临近长江，环抱巢湖，周边分别与肥东、全椒、含山、庐江、无

为接壤。2011年7月14日，安徽省收到国务院下发《关于同意安徽省撤销地级巢湖市及部分行政区划调整的批复》文件。地级巢湖市被一拆为三，分别并入合肥、芜湖、马鞍山三市。8月22日，地级巢湖市正式解体，撤销原地级巢湖市的居巢区，设立县级巢湖市，新设的县级巢湖市由安徽省直辖，合肥市代管。截至2012年末，巢湖市全市总面积2,046平方公里，总人口88.95万人，下辖12个乡镇、6个街道办事处。

巢湖区位优势较优越，交通便捷。位于长三角经济区沿江经济带中部、“合芜宁”金三角中心，距合肥市区和芜湖各60公里，是皖江开发开放及示范区建设的中心地带。宁西高速铁路、淮南干线铁路，合宁、合巢芜高速公路穿境而过。南京、合肥、芜湖3个航空港及芜湖朱家桥外贸码头构成了巢湖通往国内外的快速通道。巢湖港是安徽省八大内河港口之一，水路运输经裕溪河航道通江达海。

2012年来，巢湖市继续立足传统产业优势，大力培育水泥、渔网、锚链、钢构和鞋业等五大产业集群，经济发展平稳，目前已发展成为全国最大的水泥建材基地、全国最大的渔网生产基地和全国十大钢构生产基地之一。2012年，巢湖市主要经济指标平稳增长，实现地区生产总值192.56亿元，同比增长10.50%。其中，工业增加值69.42亿元，增长17.90%；全年固定资产投资增长52.20%，完成130.96亿元；社会消费品零售总额55.79亿元，增长9.50%；进出口总额20,800.20万美元，增长32.80%。整体经济运行发展较为平稳。

表5 巢湖市主要经济指标及同比变动情况（单位：亿元）

项目	2012 年		2011 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	192.56	10.50%	184.20	8.90%
第一产业增加值（亿元）	24.41	5.80%	20.20	3.20%
第二产业增加值（亿元）	104.02	12.90%	100.90	12.30%
第三产业增加值（亿元）	64.14	8.50%	63.10	5.80%
工业增加值（亿元）	69.42	17.90%	62.00	13.50%
全年固定资产投资（亿元）	130.96	52.20%	90.18	-2.50%
社会消费品零售总额（亿元）	55.79	9.50%	53.54	16.60%
进出口总额（万美元）	20,800.20	32.80%	15,776.00	32.00%
存款余额（亿元）	264.71	25.30%	211.30	-2.90%
贷款余额（亿元）	162.74	13.90%	142.90	4.70%

资料来源：公司提供

➤ 财政实力

合肥市工业基础较好，2012年，地区经济的持续增长带动了合肥市财政实力的上升，但土

土地出让收入有所下降

近年合肥市一般预算收入逐年增加。合肥市一般预算收入主要由税收收入构成，近年由于合肥市工业基础较好，地区经济的持续增长带动了合肥市财政实力的上升，合肥市税收收入增长较快，一般预算收入持续增长。政府对合肥市的财政支持力度大，上级补助收入水平高，上级补助是财政收入的重要补充，在一定程度提升了合肥市的财政实力。另外，政府性基金收入以国有土地使用权出让收益为主，近年受房地产调控影响，合肥市土地出让收入有所下降。

表6 合肥市全口径及本级财政收支情况（单位：亿元）

项目	2012年		2011年	
	全口径	本级	全口径	本级
财政收入	821.68	500.09	766.02	464.35
（一）一般预算收入	362.74	240.96	338.52	222.7
其中：税收收入	311.93	187.86	274.54	174.39
非税收收入	50.81	53.10	63.98	48.31
（二）上级补助收入	193.03	94.96	151.18	63.52
其中：返还性收入	14.29	10.37	14.11	10.26
一般性转移支付收入	67.80	13.69	52.32	4.94
专项转移支付	110.94	59.33	84.75	36.45
（三）政府基金收入	249.85	155.47	261.06	169.16
其中：土地出让收入	227.36	141.61	235.52	152.61
（四）预算外收入	16.06	8.70	15.26	8.97
财政支出	842.82	501.02	774.3	459.81
（一）一般预算支出	572.29	323.60	474.89	264.91
（二）上级补助支出	24.43	13.78	18.76	11.89
（三）政府基金支出	232.25	155.64	267.27	174.27
（四）预算外支出	13.85	8.00	13.38	8.74

资料来源：合肥市财政局提供

总体来看，合肥市较强的财政实力为地方经济的发展提供了较强的资金保障，随着合肥市产业结构的进一步优化、经济增长方式转型升级，预计合肥市地区经济将继续保持快速增长。

2012年，巢湖市财政收入增长较快，但财力支出对上级补助的依赖程度较大

得益于区域经济的平稳发展，近年来巢湖市一般预算收支快速增长，2012年，巢湖市完成一般预算收入14.91亿元，增长126.94%，其中，2012年巢湖市税收收入占一般预算收入的比重为85.87%，一般预算收入的稳定性相对较好。近年来配合区、乡、镇、街道办事处及相关部门的项目积极争取省里专项资金补助和财力补助，争取支持区域经济发展资金，2012年全年共争

取上级各类补助资金19.06亿元，占当年财政收入的51.36%。近年来，受巢湖市土地出让价格和出让面积的影响，巢湖市基金收支有所下降。

2012年，巢湖市一般预算支出30.12亿元，增长40.01%。2012年巢湖市一般预算支出仍持续高于一般预算收入，财力支出对上级补助收入的依赖程度较大。

表7 巢湖市财政收支情况（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年
财政收入	371,030.00	256,083.00
（一）一般预算收入	149,059	65,683
其中：税收收入	128,002	60,690
非税收入	21,057	4,993
（二）上级补助收入	190,568	151,621
其中：一般性转移支付收入	101,401	77,128
专项转移支付收入	83,958	69,779
返还性收入	5,209	4,714
（三）政府性基金收入	27,796	31,759
（四）预算外收入	3,607	7,020
财政支出	339,995	258,687
（一）一般预算支出	301,182	215,109
（二）政府性基金支出	35,421	36,558
（三）预算外支出	3,392	7,020

注：财政收入=一般预算收入+上级补助收入+政府性基金收入+预算外收入

资料来源：巢湖市财政局

总体来看，2012年，受益于巢湖市经济的稳步增长，巢湖市财政收入增长较快，但是财力支出对上级补助的依赖程度较大。

四、经营与竞争

公司业务结构进行了一定调整，收入规模大幅增加，主要为工程建设收入和林木销售收入

2011-2012年间，公司营业收入的结构发生一定变化。2011年，公司营业收入主要由土地开发收入构成；2012年，由于巢湖市当年无土地出让，因此当年无土地开发收入。同期，公司工程建设收入和林木销售收入大幅上升，但受到没有土地开发收入的影响，公司2012年的综合毛利水平较上年度大幅下降。

表8 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
营业收入	139,124.82	100.00%	25.96%	17,973.83	100.00%	74.15%
其中：工程建设收入	88,948.98	63.93%	22.02%	994.00	5.53%	93.58%
土地开发收入	-	-	-	16,972.28	94.43%	73.00%
销售收入（林木）	50,120.00	36.03%	32.88%	-	-	-
其他收入	55.84	0.04%	100.00%	7.56	0.04%	100.00%

资料来源：公司审计报告

公司承担的基建工程建设任务未来仍有一定的资金需要，存在一定资金压力

公司是当地政府基建项目投资运营的主体，主要负责重大基础设施建设工程项目的投资融资和开发建设。公司基建项目建设主要采取委托代建回购的模式，即：当地政府相关部门将拟建项目委托给公司进行建设开发，并签订委托代建协议书。项目启动资金部分由财政拨款，部分由企业自筹解决。项目完工后，按照一定比例（在项目审计工程总造价加上融资成本和一定的工程项目代建费确定）由当地政府进行回购，但回购款挂账的现象较多，实际到位时间具有一定的不确定性。此外，公司的工程项目建设业务受当地土地使用规划影响，未来业务量具有不确定性。

截至 2012 年末，公司从事的主要基建项目绝大部分通过代建回购的方式收回成本和取得收益，在建的有巢湖市入湖河道水环境综治、民营经济园、中庙重点工程建设项目、城区水环境综合治理等多个项目，合计总投资 29.13 亿元，截至当年末已投资 19.74 亿元，未来建设期间仍有较大的资金需求。

表9 截至 2012 年末公司在建基础设施项目投资情况表（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资
柘皋河项目	2,860.00	2,020.00
南岸项目	858.00	503.00
民营经济园	28,000.00	54,333.00
105 省道	6,839.00	6,723.00
马尾河项目	2,000.00	1,008.00
中庙旅游码头项目	900.00	157.00
姥山岛环岛路项目	6,000.00	3,073.00
中庙重点工程建设项目	38,491.82	7,608.00
巢湖南岸（巢湖段）综合治理	1,500.00	784.00
柘皋饮用水源水质改善综合治理	1,500.00	505.00
城区水环境综合治理	31,700.00	60.00
柘皋河、烔炀河水环境综合治理	19,000.00	85.00

巢湖市入湖河道水环境综治	120,000.00	118,085.00
农村环境连片整治	1,125.00	734.00
卫生监督所及计生服务站综合服务项目	4,000.00	154.00
其他	26,569.55	1,522.85
合计	291,343.37	197,354.85

资料来源：公司提供

公司的林木销售收入不具有持续性，未来该业务对公司收入和盈利的影响需要持续关注

2012年3月，根据巢湖市人民政府印发的《关于同意向巢湖市城镇建设投资有限公司追加投资的通知》（巢政[2012]134号），将苏湾苗圃及高铁两侧等75个单位、共计671.20公顷林木资产注入公司名下，作为巢湖市政府的追加投资，合计评估价值19.05亿元。

2012年8月，根据巢湖市财政局和公司签订的林木收购协议书，巢湖市财政局收购的标的资产为公司名下账面价值为3.36亿元的经营性林木资产，收购价款为5.01亿元，差额部分作为公司资产销售利润。因此2012年度，公司产生了5.01亿元的林木销售收入。但未来巢湖市政府和公司对于剩余部分林木资产是否仍有出售或收购计划尚不确定，因此未来该业务对公司收入和盈利的影响需要持续关注。

公司在资产注入、财政补贴、项目回购等多方面得到了地方政府的大力支持，但公司目前在建的项目较多，总体面临一定的资金压力

2012年以来，公司投资的多个基础设施项目面临较大的投资支出，截至2012年末，公司在建项目中后续还需投资金额约10亿元，面临一定的资金压力。2012年来，当地政府除了直接对公司增加注册资本5亿元以外，还通过资产注入（土地、房屋、林权、股权）、财政补贴、项目回购等多方面予以公司大力支持，增强了公司的财务弹性和再融资能力，为公司的持续运营和债务偿还提供了一定保障。

表10 2012年以来公司获得的政府支持情况

项目	价值/金额	面积	注入时间	依据文件
注入房产（252处）	39,221.30 万元	798,98.82 平方米	2012 年 9 月	巢政[2012]135 号
注入土地（4宗）	50,458.54 万元	108,898.00 平方米	2012 年 9 月	巢政[2012]135 号
注入土地（120宗）	130,744.15 万元	2,459,904.95 平方米	2012 年 11 月	巢政[2012]172 号
注入林权（75单元）	19,054.04 万元	671.20 公顷	2012 年 3 月	巢政[2012]134 号
广厦置业担保有限公司100%股权划拨	11,068.69 万元	-	2012 年 9 月	巢政秘[2012]86 号
财政补贴	12,465.00 万元	-	2012 年	-
润农粮食购销公司100%股权划拨	尚未评估入账	-	2013 年 3 月	巢政秘[2013]25 号
巢湖市入湖河道水环境	32.01 亿元	-	2012 年 9 月回购	回购协议

综合治理工程项目回购

资料来源：公司提供

综合看，尽管公司在资产注入、财政补贴和项目回购等多方面得到了地方政府的大力支持，但公司在建项目较多，尚需投资的资金规模较大；加之截至2012年末，公司有息负债规模达到18.79亿元，较上年末的2.17亿元大幅增长，未来面临的资金偿还压力加大。总体看未来的资金需求仍很大。尽管公司作为政府下属平台单位，资金筹资能力较强，可获得的政府支持也较多，但仍面临较大的资金压力。

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2011-2012年度审计报告。公司财务报表均按新会计准则编制。

资产结构与质量

公司资产规模大幅增长，资产结构符合其主业经营特征

2012年末，在大额资产注入的情况下，公司总资产增至112.21亿元，较上年大幅增长。从长短期资产构成看，流动资产占77.23%，非流动资产占22.77%。

2012年末，公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。公司货币资金全部为非限制性资金，由于公司当年发行了12亿元公司债券，使得货币资金较上年末大幅增长。公司应收账款和其他应收款均较上年末大幅增长，账龄绝大部分都在一年以内，欠款对象基本上为巢湖市财政局，应收账款的欠款内容主要是巢湖市入湖河道水环境综治代建收入、巢湖市滨湖大道工程代建收入、林木销售收入和政府补助收入等，其他应收款主要是财政局的资金拆借款，尽管金额较大，但财政局系市政府下属单位，信誉较好，因此不能回收的风险较小。公司存货规模较上年大幅增长，主要系政府当年注入了较多土地、房产和林权资产所致，该部分资产流动性一般。2012年末，公司的非流动资产绝大部分为在建工程，由于公司当年新开工的工程项目较多，因此在建工程呈大幅上升的态势。总体看，公司当年的业务规模较上年大幅增长，整体资产分布符合其主业的经营特征。

表11 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	118,499.37	10.56%	20,135.97	4.32%
应收账款	133,765.25	11.92%	5,123.78	1.10%
其他应收款	134,294.70	11.97%	49,628.87	10.64%
存货	472,985.25	42.15%	292,321.81	62.68%
流动资产合计	866,509.85	77.23%	368,710.78	79.06%
在建工程	239,470.96	21.34%	97,658.68	20.94%
非流动资产合计	255,543.88	22.77%	97,667.07	20.94%
资产总计	1,122,053.74	100.00%	466,377.85	100.00%

资料来源：公司审计报告

盈利能力

公司营业收入较上年大幅增长，呈现较快的发展态势；主要来源于工程建设收入和林木销售收入

目前公司经营收入主要来自工程建设收入以及当年新增的林权销售收入。2012年公司营业收入为13.91亿元，较上年增加约7倍。

根据公司与和当地政府签订的项目代建回购协议，由公司具体承担项目的投融资与建设任务，巢湖市政府在项目建成后进行回购。截止2012年末，公司后续工程项目建设规模较大，但大部分已与政府签订合作协议，后续基础设施建设收入来源较有保障。

公司2012年的期间费用较小，主要是由于公司近年来将借款利息全部做资本化处理，因此财务费用很少。此外，由于公司业务多为政府基础设施建设业务，盈利空间有限，为了支持公司业务的发展，巢湖市财政局每年给予公司一定的项目建设补贴，2012年公司获得补贴收入1.25亿元，有效提升了公司的盈利水平。

表12 公司盈利能力指标（单位：万元）

指标名称	2012 年	2011 年
营业收入	139,124.82	17,973.83
综合毛利率	25.96%	74.15%
营业利润	33,516.75	12,899.30
补贴收入	12,465.00	6,400.00
利润总额	45,981.32	19,304.60
总资产回报率	5.79%	4.77%
期间费用率	0.19%	2.19%

资料来源：公司审计报告

总体来看，公司主业盈利水平2012年有所增长，总资产回报水平有所提高，为5.79%，较上

年增长1.02个百分点，此外巢湖市政府每年给予公司的项目补贴较好的支持了公司业务的长期稳定发展。目前公司在建项目较多，预计随着公司承建项目投入的不断增加及逐步完工，公司获得的工程项目建设收入将继续维持在较大规模。

现金流

公司项目投资建设的资金需求量大，对外部融资的依赖程度较高

2012年，尽管公司收入规模大幅增长，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，而当地政府给予公司阶段性的资金支持也较有限，使得公司2012年经营环节获得的现金流入仍偏少，而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资金，致使公司经营及投资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。

根据巢湖市的发展规划，未来几年公司仍将投入大量资金用于巢湖市内基础设施项目和拆迁安置项目建设，未来投资规模较大，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13 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	68,378.87	53,461.73
经营活动现金流出小计	54,713.44	20,833.19
经营活动产生的现金流量净额	13,665.42	32,628.54
投资活动现金流入小计	1,280.00	-
投资活动现金流出小计	219,914.93	27,070.69
投资活动产生的现金流量净额	-218,634.93	-27,070.69
筹资活动现金流入小计	309,702.50	7,000.00
筹资活动现金流出小计	6,369.59	4,331.61
筹资活动产生的现金流量净额	303,332.91	2,668.39

资料来源：公司审计报告

资本结构与财务安全性

公司负债规模大幅增长，有息债务比重上升，整体偿债压力加大

2012年，公司注册资本从上年末的5亿元增加到10亿元；加之当年度巢湖市政府给予公司较多的资产注入，使得公司的资本公积从上年末的29.63亿元增至67.66亿元，资本实力大幅增强。2012年末所有者权益合计为87.71亿元，较上年增长1倍多。

在资本实力增强的同时，大规模的工程项目资金投入使得公司负债规模也迅速扩大，截至2012年末，公司负债总额从上年末的5.72亿元增加到24.49亿元，资产负债率为21.83%，较上年提高9.56个百分点，但负债经营程度尚处于可控状态。

表14 公司所有者权益构成情况（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年
实收资本	100,000.00	50,000.00
资本公积	676,605.33	296,300.75
盈余公积	10,048.94	6,287.90
未分配利润	90,458.97	56,547.99
归属于母公司所有者权益合计	877,113.24	409,136.64
所有者权益合计	877,113.24	409,136.64
资产负债率	21.83%	12.27%

资料来源：公司审计报告

从债务结构看，2012年末，公司负债以非流动负债为主，占74.54%，流动负债占25.46%。流动负债以短期借款为主，公司当年新增一笔3亿元短期银行借款用于补充流动资金；公司应付账款主要为应付部分动迁户的动迁安置补偿款；此外，由于公司当年净利润较上年大幅增加，因此所得税上缴的金额也相应大幅增长；公司其他应付款一部分是与关联单位的往来款，一部分是保证金借款；公司当年到期的长期银行借款为5,750万元，短期债务负担较上年进一步增长。

表15 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	30,000.00	12.25%	-	-
应付账款	8,217.17	3.35%	7,930.17	13.85%
应交税费	12,566.58	5.13%	1,630.94	2.85%
其他应付款	5,630.97	2.30%	6,311.49	11.03%
一年内到期的非流动负债	5,750.00	2.35%	2,475.00	4.32%
流动负债合计	62,351.39	25.46%	18,362.59	32.08%
长期借款	33,150.00	13.53%	19,175.00	33.50%
应付债券	119,046.00	48.60%	-	-
专项应付款	30,393.11	12.41%	19,703.61	34.42%
非流动负债合计	182,589.11	74.54%	38,878.61	67.92%
负债合计	244,940.49	100.00%	57,241.20	100.00%

资料来源：公司审计报告

2012年末，公司有息债务合计为18.79亿元，占公司负债总额的76.73%，较上年度大幅增长。主要系公司当年发行了12亿元7年期公司债券所致，此外短期借款和长期借款也有所增长。公司目前以长期债务为主，债务的期限结构尚属合理。总体来看，较大的有息负债规模给公司带来的债务偿付压力较上年大幅增加。

表16 公司有息债务构成情况（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年
短期借款	30,000.00	-
一年内到期的非流动负债	5,750.00	2,475.00
长期借款	33,150.00	19,175.00
应付债券	119,046.00	-
有息债务	187,946.00	21,650.00
有息债务/负债合计	76.73%	37.82%

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13.90和6.31，资产流动性尚好。一方面得益于公司当年发行的12亿元公司债券，增加了账面存量资金，一方面系当年应收财政局的代建款和往来款大幅增长，整体来看，公司年末流动资产变现能力尚可，能为短期债务偿付形成一定的支撑。2012年，由于公司利润大幅增长，EBITDA也相应增加，EBITDA对借款利息的保障程度也较高。

表17 公司主要偿债能力指标

指标名称	2012 年	2011 年
流动比率	13.90	20.08
速动比率	6.31	4.16
EBITDA（万元）	45,983.53	19,306.79
EBITDA 利息保障倍数	12.71	12.34

资料来源：公司审计报告

六、债券偿还保障分析

公司提供的土地使用权抵押担保倍数充足，可有效维持本期债券的信用水平

2012 年，公司（抵押人）与徽商银行（以下简称“债权代理人”或“监管银行”）签署了《土地使用权抵押与资产监管协议》，公司以其合法拥有的安徽省巢湖市 30 宗国有土地使用权为本期债券还本付息提供抵押担保，担保的范围包括本期债券本金和利息，公司因其违约而应支付的违约金等其它经济赔偿，以及徽商银行作为受托管理人为实现本协议项下的抵押权利而发生的费用（包括但不限于诉讼费用、律师费用、执行费用等）。公司已于本期债券发行首

日起 30 个工作日内到巢湖市国土资源局申办抵押登记手续，抵押物设定抵押的期限至本期债券本息全部清偿时止。

经安徽德信安房地产土地评估规划有限公司出具的“安徽德信安地评字(2012)(估)第 014 号”、“安徽德信安地评字(2012)(估)第 014 号”、“安徽德信安地评字(2012)(估)第 015 号”、“安徽德信安地评字(2012)(估)第 016 号”、“安徽德信安地评字(2012)(估)第 017 号”、“安徽德信安地评字(2012)(估)第 019 号”土地估价报告，公司用于抵押的安徽省巢湖市 30 宗国有土地使用权，土地用途为商业及居住用地，使用权类型为出让，总面积 831,051.53 平方米。安徽德信安房地产土地评估规划有限公司以 2012 年 5 月 12 日为评估基准日评估的土地使用权抵押总价为 23.22 亿元，抵押物价值为本期债券本金的 1.55 倍。截至 2012 年末，抵押土地评估总价和土地抵押倍数均没有发生变化。

表18 公司用于抵押的土地使用权情况

序号	使用权证编号	地类（用途）	期限	面积（平方米）	评估价值（万元）
1	巢国用（2012）第 CT012 号	商业用地	2052-4-12	152,188.60	82,927.57
2	巢居 CT 国用（2011）第 000101 号	商业、居住用地	商业至 2051-6-28 居住至 2081-6-28	5,150.72	1,503.50
3	巢居 CT 国用（2011）第 000102 号	商业、居住用地	商业至 2051-6-28 居住至 2081-6-28	8,750.26	2,554.20
4	巢居 CT 国用（2011）第 000105 号	商业、居住用地	商业至 2051-6-28 居住至 2081-6-28	9,865.82	2,879.83
5	巢居 CT 国用（2011）第 000115 号	商业、居住用地	商业至 2051-6-28 居住至 2081-6-28	5,036.07	1,470.03
6	巢居 CT 国用（2011）第 000119 号	商业、居住用地	商业至 2051-6-28 居住至 2081-6-28	5,733.36	1,395.50
7	巢居 CT 国用（2011）第 000120 号	商业、居住用地	商业至 2051-6-28 居住至 2081-6-28	5,387.50	968.67
8	巢居 CT 国用（2011）第 000121 号	商业、居住用地	商业至 2051-6-28 居住至 2081-6-28	5,560.00	980.23
9	巢居 CT 国用（2011）第 000122 号	商业、居住用地	商业至 2051-6-28 居住至 2081-6-28	11,582.13	1,504.52
10	巢居 CT 国用（2011）第 000123 号	商业、居住用地	商业至 2051-6-28 居住至 2081-6-28	6,842.60	820.43
11	巢居 CT 国用（2011）第 000124 号	商业、居住用地	商业至 2051-6-28 居住至 2081-6-28	8,013.60	1,098.66
12	巢居 CT 国用（2011）第 000125 号	商业、居住用地	商业至 2051-6-28 居住至 2081-6-28	5,579.11	956.82
13	巢居 CT 国用（2011）第 000126 号	商业、居住用地	商业至 2051-6-28 居住至 2081-6-28	8,284.50	1,081.96
14	巢居 CT 国用（2011）第 000127 号	商业用地	2061-6-28	64,472.47	14,615.91
15	巢居 CT 国用（2011）第 000128 号	商业用地	2061-6-28	52,252.74	11,845.70
16	巢居 CT 国用（2011）第 000130 号	商业用地	2061-6-28	33,333.33	8,566.67

17	巢居 CT 国用（2011）第 000131 号	商业用地	2061-6-28	28,666.52	6,848.43
18	巢居 CT 国用（2011）第 000132 号	商业、居住用地	商业至 2051-6-28 居住至 2081-6-28	33,400.00	5,477.60
19	巢居 CT 国用（2011）第 000134 号	商业、居住用地	商业至 2051-6-28 居住至 2081-6-28	17,958.00	3,034.90
20	巢居 CT 国用（2011）第 000136 号	商业、居住用地	商业至 2051-6-28 居住至 2081-6-28	55,547.00	12,375.87
21	巢居 CT 国用（2011）第 000139 号	商业、居住用地	商业至 2051-6-28 居住至 2081-6-28	86,616.00	24,555.64
22	巢居 CT 国用（2011）第 000140 号	商业、居住用地	商业至 2051-6-28 居住至 2081-6-28	53,125.00	8,717.81
23	巢居 CT 国用（2011）第 000141 号	商业、居住用地	商业至 2051-6-28 居住至 2081-6-28	41,553.00	10,421.49
24	巢居国用（2011）第 001873 号	商业、居住用地	2061-1-10	15,323.25	3,308.29
25	巢居国用（2011）第 001874 号	商业、居住用地	2061-1-20	6,631.22	1,413.78
26	巢居国用（2011）第 001875 号	商业、居住用地	2061-1-10	25,334.20	5,636.86
27	巢居国用（2011）第 001876 号	商业、居住用地	2061-1-10	30,886.64	6,844.48
28	巢居国用（2011）第 001877 号	商业、居住用地	2061-1-10	33,252.50	6,178.31
29	巢居国用（2011）第 001878 号	商业、居住用地	2061-1-10	7,400.00	1,374.92
30	巢居国用（2011）第 001879 号	商业、居住用地	2061-1-10	7,325.39	848.28
合计				831,051.53	232,206.86

资料来源：公司提供

七、评级结论

跟踪期内，巢湖市经济平稳增长；2011 年安徽省区划调整，巢湖市纳入“大合肥”，有利于巢湖市经济发展；2012 年，巢湖市财政收入增长较快，为公司项目投资运作提供了资金保障。

2012 年，公司业务结构进行了一定调整，收入规模大幅增加，主要为工程建设收入和林木销售收入，但林木销售收入不具有持续性，未来该业务对公司收入和盈利的影响需要持续关注。公司承担的基建工程建设任务未来仍有一定的资金需要，部分工程建设项目政府的回购款实际到位不及时，进一步加大了公司的资金压力。公司在资产注入、财政补贴、项目回购等多方面继续得到地方政府的大力支持。

跟踪期内，公司营业收入和利润均较上年有明显增长，呈现较快的发展态势。但同时，公司的负债规模大幅增长，有息债务比重上升，未来偿债压力加大；公司投资环节现金支出量大，项目建设对外部融资的依赖程度较高。

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

附录一 资产负债表（万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
货币资金	118,499.37	20,135.97	11,909.73
交易性金融资产	5,700.00	1,280.00	-
应收账款	133,765.25	5,123.78	21,813.01
预付款项	165.29	220.35	6,490.84
其他应收款	134,294.70	49,628.87	5,688.80
存货	472,985.25	292,321.81	233,126.80
一年内到期的非流动资产	1,100.00	-	-
流动资产合计	866,509.85	368,710.78	279,029.17
长期股权投资	16,068.69	-	-
固定资产	3.08	5.72	5.82
在建工程	239,470.96	97,658.68	64,017.98
工程物资	1.16	2.68	3.76
非流动资产合计	255,543.88	97,667.07	64,027.56
资产总计	1,122,053.74	466,377.85	343,056.73
短期借款	30,000.00	-	-
应付账款	8,217.17	7,930.17	6,568.51
预收款项	-	15.00	-
应付职工薪酬	-	-	1.38
应交税费	12,566.58	1,630.94	1,393.93
应付利息	186.67	-	-
其他应付款	5,630.97	6,311.49	6,191.67
一年内到期的非流动负债	5,750.00	2,475.00	2,475.00
流动负债合计	62,351.39	18,362.59	16,630.49
长期借款	33,150.00	19,175.00	21,925.00
应付债券	119,046.00	-	-
专项应付款	30,393.11	19,703.61	19,703.61
非流动负债合计	182,589.11	38,878.61	41,628.61
负债合计	244,940.49	57,241.20	58,259.10
实收资本	100,000.00	50,000.00	21,000.00
资本公积	676,605.33	296,300.75	220,126.80

盈余公积	10,048.94	6,287.90	4,367.08
未分配利润	90,458.97	56,547.99	39,303.76
归属于母公司所有者权益合计	877,113.24	409,136.64	284,797.64
所有者权益合计	877,113.24	409,136.64	284,797.64
负债及所有者权益合计	1,122,053.74	466,377.85	343,056.73

附录二 利润表（万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
一、营业总收入	139,124.82	17,973.83	21,142.41
其中：营业收入	139,124.82	17,973.83	21,142.41
二、营业总成本	105,608.07	5,074.53	5,343.94
其中：营业成本	103,005.15	4,646.61	5,125.48
营业税金及附加	2,342.93	33.82	47.74
管理费用	367.77	426.23	209.45
财务费用	-107.78	-32.13	-38.74
三、营业利润（亏损以“－”号填列）	33,516.75	12,899.30	15,798.47
加：营业外收入	12,465.00	6,405.30	7,600.00
减：营业外支出	0.43	-	-
四、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	45,981.32	19,304.60	23,398.47
减：所得税费用	8,381.80	139.55	269.56
五、净利润（净亏损以“－”号填列）	37,599.52	19,165.05	23,128.91
归属于母公司所有者的净利润	37,599.52	19,165.05	-
六、综合收益总额	37,599.52	19,165.05	-
归属于母公司所有者的综合收益总额	37,599.52	19,165.05	23,128.91

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	10,468.35	34,678.06	10,227.49
收到其他与经营活动有关的现金	57,910.52	18,783.67	12,193.94
经营活动现金流入小计	68,378.87	53,461.73	22,421.43
购买商品、接受劳务支付的现金	35,292.30	3,284.95	6,680.85
支付给职工以及为职工支付的现金	18.34	19.98	41.67
支付的各项税费	-	0.42	-
支付其他与经营活动有关的现金	19,402.80	17,527.85	10,269.27
经营活动现金流出小计	54,713.44	20,833.19	16,991.80
经营活动产生的现金流量净额	13,665.42	32,628.54	5,429.63
收回投资收到的现金	1,280.00	-	-
投资活动现金流入小计	1,280.00	-	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	209,214.93	25,790.69	23,237.43
投资支付的现金	10,700.00	1,280.00	-
投资活动现金流出小计	219,914.93	27,070.69	23,237.43
投资活动产生的现金流量净额	-218,634.93	-27,070.69	-23,237.43
吸收投资收到的现金	50,000.00	7,000.00	-
取得借款收到的现金	50,000.00	-	1,925.00
发行债券收到的现金	119,013.00	-	-
收到其他与筹资活动有关的现金	90,689.50	-	-
筹资活动现金流入小计	309,702.50	7,000.00	1,925.00
偿还债务支付的现金	2,750.00	2,750.00	3,000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3,619.59	1,581.61	1,343.90
筹资活动现金流出小计	6,369.59	4,331.61	4,343.90
筹资活动产生的现金流量净额	303,332.91	2,668.39	-2,418.90
现金及现金等价物净增加额	98,363.40	8,226.23	-20,226.70
加：期初现金及现金等价物的余额	20,135.97	11,909.73	32,136.43
期末现金及现金等价物余额	118,499.37	20,135.97	11,909.73

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	37,599.52	19,165.05	23,128.91
固定资产折旧	2.21	2.19	1.58
处置固定资产、无形资产和其他长期资产损失	0.43	-	-
存货的减少	-1,968.00	-	-
经营性应收项目的减少	-32,519.97	-20,980.36	-22,057.77
经营性应付项目的增加	10,551.24	34,441.65	4,356.90
经营活动产生的现金流量净额	13,665.42	32,628.54	5,429.63

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	$(\text{利润总额} + \text{列入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	营业收入现金率	$\text{经营活动现金流入小计} / \text{营业收入}$

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
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。