

溧水县城镇建设投资有限公司

**2013 年 10 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债券，或债券上市的充分必要条件，也不能作为投资者买卖或持有、放弃持有债券的建议，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

 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>

溧水县城镇建设投资有限公司

2013 年 10 亿元公司债券 2013 年跟踪信用评级报告

本次跟踪信用评级结果：

本期公司债券跟踪信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

增信方式：银行流动性支持

债券剩余期限：82 个月

债券剩余规模：10 亿元

跟踪日期：2013 年 08 月 15 日

首次信用评级结果：

本期公司债券信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

增信方式：银行流动性支持

债券期限：84 个月

债券规模：10 亿元

评级日期：2013 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”）对溧水县城镇建设投资有限公司¹（以下简称“公司”）2013年5月发行的10亿元公司债券的2013年跟踪评级结果维持为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
资产总计（万元）	515,079.82	487,372.08	273,177.54
所有者权益（股东权益）合计（万元）	462,881.95	447,561.71	224,734.68
资产负债率	10.13%	8.17%	17.73%
流动比率	11.39	18.04	7.49
速动比率	5.16	7.61	3.88
主营业务收入（万元）	43,048.32	45,684.57	34,828.30
补贴收入（万元）	15,100.00	15,000.00	13,000.00
利润总额（万元）	15,560.09	15,558.69	13,731.33
综合毛利率	4.98%	5.10%	5.31%
EBITDA（万元）	16,255.22	16,178.75	14,059.88
EBITDA 利息保障倍数	5.89	6.93	4.89
经营活动产生的现金流量净额（万元）	-16,515.09	-32,116.92	-24,641.13

资料来源：公司 2010-2012 年审计报告

¹ 溧水县城镇建设投资有限公司于 2013 年 7 月变更公司名称为南京溧水城市建设集团有限公司。

正面：

- 溧水撤县改区，纳入南京市主城核心，未来发展向好，为公司发展提供了良好的外部环境；
- 公司是溧水基础设施建设主体，承担了大量的城市基础设施开发建设工作，并获得了稳定的项目回购收入；
- 当地政府在资产注入和财政扶持等方面给予公司大力支持，是公司可持续经营的重要保障；
- 中信银行股份有限公司南京分行为本期债券提供的流动性支持给本期债券的本息偿付提供了进一步的保障。

关注：

- 溧水政府性基金收入中国有土地使用权出让金收入占比较高，未来存在潜在波动；
- 溧水撤县改区，未来随着溧水区财政纳入南京市财政体系，当地可支配财力存在一定的不确定性；
- 公司应收款项和存货占比较高，资产流动性一般；
- 公司收入主要来源于代建工程业务收入，盈利能力一般；
- 公司利润对财政补贴依赖程度较高；
- 公司在建及拟建项目较多，未来需要较大规模投资支出；
- 公司项目资金回流情况一般，须持续关注现金流情况；
- 公司募投项目涉及回购资金规模较大，时间较长，需关注回购资金回流情况；
- 公司成功发行债券，面临一定的偿债压力。

分析师

姓名：王帆 李飞宾

电话：010-66216006

邮箱：wangf@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[2013]951号文件批准，公司于2013年5月29日公开发行10亿元公司债券。

本期债券的起息日为2013年5月29日，采用单利按年计息，付息日为2014年至2020年每年的5月29日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日）。截至2013年6月30日，本期债券尚未支付利息、偿还本金。

截至2013年6月30日，公司实际累计使用募集资金1.00亿元，用于溧水县新城区棚户区改造定向安置房项目，用途主要是拆迁安置，募集资金账户余额为9.00亿元。公司募集资金投向与募集资金使用计划一致，不存在募集资金用途变更情况。

表1 截至2013年6月30日本期债券募集资金用途情况（单位：万元）

募集资金用途	计划总投资	拟使用本期募集资金	已使用募集资金
溧水县城南新区经济适用房工程项目	51,700.00	30,000.00	-
溧水县新城区棚户区改造定向安置房项目	124,500.00	70,000.00	10,000.00
总计	176,200.00	100,000.00	10,000.00

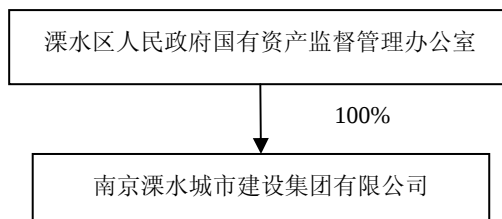
资料来源：公司提供

溧水县城南新区经济适用房工程项目已于2012年6月开工建设，截至2013年4月30日，该项目已累计完成投资2.17亿元，主体结构已达到二层。溧水县新城区棚户区改造定向安置房项目已于2012年6月开工建设，截至2013年4月30日，该项目已累计完成投资3.58亿元，主体结构已达到一层。

二、发行主体概况

2013年3月28日，溧水撤县建区，溧水县变更为溧水区。公司原称溧水县城镇建设投资有限公司，随着溧水撤县改区，公司股东变更为溧水区人民政府国有资产监督管理办公室，公司名称变更为南京溧水城市建设集团有限公司。公司已于2013年7月办理股东变更和工商登记变更。截至2013年7月31日，公司产权及控制关系如下图：

图1 截至2013年07月31日公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供

截至 2012 年末，公司资产总计为 515,079.82 万元，负债合计为 52,197.87 万元，所有者权益（股东权益）合计为 462,881.95 万元，资产负债率 10.13%。2012 年度，公司实现主营业务收入 43,048.32 万元，利润总额 15,560.09 万元，经营活动产生的现金流净流出 16,515.09 万元。

三、区域经济与财政实力

溧水撤县建区，纳入南京市主城核心，未来发展前景较好

2013 年，南京市进行了大规模的行政区划调整：撤销秦淮区、白下区，以原两区所辖区域设立新的秦淮区；撤销鼓楼区、下关区，以原两区所辖区域设立新的鼓楼区；撤销溧水县，设立南京市溧水区，以原溧水县的行政区域为南京市溧水区的行政区域；撤销高淳县，设立南京市高淳区，以原高淳县的行政区域为南京市高淳区的行政区域。2013 年 3 月 28 日，南京四大新区——秦淮区、鼓楼区、高淳区、溧水区揭牌成立。经过短期的调整与过度，2013 年 5 月 2 日起，南京市四大新区正式以新区名义对外工作。根据南京市人民政府《市政府关于印发支持秦淮、鼓楼、溧水、高淳四个新区发展政策意见的通知》（宁政发[2013]159 号），未来，为促进溧水区融入南京主城，加快提升其城市化水平和发展能级，南京市在延续对溧水区原有支持政策的基础上，进一步从规划发展、提升城市功能、城市基础设施建设、产业升级、公共服务、城市环境等方面给予支持。

从溧水近年经济发展情况来看，当地经济稳步发展。2012 年，溧水县实现地区生产总值 366.00 亿元，按可比价（下同）计算，比上年（2011 年，下同）增长 13.10%；三次产业增加值比重由 2011 年的 8.80：64.10：27.10 调整到 2012 年的 8.00：60.70：31.30；全社会完成固定资产投资（不含农户）350.11 亿元，同比增长 27.60%；实现社会消费品零售总额 103.18 亿元，比上年增长 19.00%；进出口总值达 3.37 亿美元，比上年下降 2.40%，其中出口总额

为 3.17 亿美元，增长 3.40%；全年合同外资 3.04 亿美元，实际利用外资 1.65 亿美元，比上年增长 24.70%；人均地区生产总值达到 87,632 元，比上年增加 12,448 元。

表2 溧水县2010-2012年地区经济指标情况

项目	2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	366.00	13.10%	294.30	12.30%	243.64	16.00%
第一产业增加值（亿元）	29.33	6.10%	26.01	5.10%	22.38	5.10%
第二产业增加值（亿元）	222.11	14.30%	188.59	13.30%	156.60	19.00%
第三产业增加值（亿元）	114.56	12.50%	79.70	12.40%	64.66	13.60%
工业总产值（亿元）	744.80	22.90%	605.80	17.60%	518.08	26.60%
固定资产投资（亿元）	350.11	27.60%	274.30	22.20%	224.53	36.10%
消费品零售总额（亿元）	103.18	19.00%	85.53	21.30%	70.51	20.00%
进出口总值（亿美元）	3.37	-2.40%	3.60	11.30%	3.20	26.00%

注：同比增幅为当年公布的同口径数据，非根据表中数据计算。

资料来源：2010-2012年溧水县国民经济和社会发展统计公报

具体来看，2012 年溧水县工业经济总量继续扩大。2012 年全县工业实现产值 744.80 亿元，同比增长 22.90%，其中规模以上工业实现产值 634.20 亿元，同比增长 25.70%，增速位于南京市前列。工业经济整体实力和效益水平持续提高，化工产业（产值增长 9.70%）、纺织业（产值增长 6.30%）等产值低于全县平均水平，但仪器仪表机械制造业（产值增长 1.40 倍）、电气机械及器材制造业（产值增长 33.90%）、通信设备及其他电子设备制造业（产值增长 20.50%）等高新技术产业增长速度加快。

未来，溧水将纳入南京市主城核心，这将有利于缩小溧水与主城的政策差距，加快两地的人才、资金、产业集聚，溧水区将面临较好的发展前景。

溧水财政实力较强，目前溧水撤县建区对当地财政实力的影响不大；但未来溧水财政将纳入南京市财政体系，当地可支配财力存在一定的不确定性

受益于溧水经济的持续增长，溧水财政实力较强。溧水县在“2011 年县（市、旗）财政收入前 100 名”中的排位为第 88 位。2012 年溧水县可支配财力 56.79 亿元，地方综合财力 55.83 亿元。

溧水县一般预算收入趋于上升趋势，2012 年一般预算收入达 29.20 亿元，比上年增长 16.80%。从一般预算收入构成来看，其主要以税收收入为主，2010-2012 年税收收入占一般预算收入的比例为 73.06%、71.46%、80.02%，一般预算收入质量较好。

上级补助收入也是溧水县地方综合财力的重要组成部分，近年来呈上升趋势。

溧水县政府性基金收入主要由国有土地使用权出让金收入构成。近年来，溧水县国有土地使用权出让金收入受国家土地政策的影响出现一定的波动，因此溧水县地方财政规模也出现一定的波动，未来溧水县国有土地使用权出让金收入存在一定不确定性。

表 3 2010-2012 年溧水县财政收支基本情况（单位：万元）

科目	2012 年	2011 年	2010 年
一般预算收入	291,998	250,008	200,168
其中：税收收入	233,649	178,644	146,251
非税收入	58,349	71,364	53,917
上级补助收入	106,478	102,544	85,632
其中：返还性收入	16,883	16,551	16,603
一般性转移支付收入	11,036	7,585	6,046
专项转移支付收入	78,559	78,408	62,983
政府性基金收入	166,921	244,326	144,302
其中：国有土地使用权出让金收入	157,327	239,247	141,935
预算外收入	2,491	6,292	14,815
地方综合财力	558,294	598,091	442,550
可支配财力	567,888	603,170	444,917
一般预算支出	349,708	315,545	259,800
上解上级支出	50,990	37,518	32,813
政府性基金支出	171,161	251,792	153,178
预算外支出	1,849	5,294	12,184
地方财政支出	573,708	610,149	457,975

注：可支配财力=一般预算收入+上级补助收入+政府性基金收入+预算外收入；

地方综合财力=一般预算收入+上级补助收入+国有土地使用权出让金收入+预算外收入；

地方财政支出=一般预算支出+上解上级支出+政府性基金支出+预算外支出。

资料来源：溧水县财政局

从近年溧水县财政支出来看，一般预算支出主要包括一般公共服务支出、公共安全支出、教育支出、社会保障和就业支出以及农林水事务支出等，属于当地的刚性支出，支出金额较大，略高于一般预算收入。

根据《市政府办公厅关于明确溧水县、高淳县撤县设区后相关政策的通知》（宁委发[2013]20号），2013-2017年，溧水、高淳仍然享受县级财政体制。溧水区税收和土地出让收入不参与分成，金库资金往来由原省对县改为市对区，养老、失业、医疗、工伤、生育保险等社会保障逐步纳入市级统筹。南京市对溧水县原有的支农、教育、卫生、社保等方面的扶

持政策维持不变，并根据财力可能，逐步加大扶持力度。因此，短期而言，溧水撤县建区对当地财政实力的影响不大，但2017年之后溧水财政将纳入南京市财政体系，届时当地可支配财力存在一定的不确定性。

四、经营与竞争

目前，公司主要从事当地城市基础设施建设，其下属子公司主要从事工程测量、地籍测绘、房产测绘业务。近年来，公司收入主要来自代建工程业务收入和测绘业务收入，其中，公司代建工程业务收入总体呈上升趋势；受测绘成本上升的影响，公司测绘业务收入毛利率有所下降，但收入规模小，对利润总体影响不大。

表 4 2010-2012 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2012 年度		2011 年度		2010 年度	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
代建工程业务收入	42,866.34	4.76%	45,442.43	4.76%	34,599.06	4.76%
测绘业务收入	181.98	56.95%	242.13	69.37%	229.23	87.46%
合计	43,048.32	4.98%	45,684.57	5.10%	34,828.30	5.31%

资料来源：公司提供

2012 年，公司继续获得稳定的财政扶持与代建工程业务收入

2012 年，根据溧财资[2012]第 279 号文件，公司继续获得溧水县财政局给予的财政扶持与代建工程业务收入。

财政扶持方面，溧水县财政局给予公司财政贴息 2,000.00 万元和财政补贴 15,100.00 万元，专项用于市政设施建设。

代建工程业务收入方面，溧水县财政局核定公司代建工程成本为 4.08 亿元，按 5%的利润率加成，公司获得 4.29 亿元代建工程业务收入。2012 年，公司继续获得稳定的代建工程业务收入，为公司更好地开展基础设施建设提供了较好的保障。同时我们也关注到，公司该部分资金回流情况不佳。

表 5 2010-2012 年公司获得的代建工程业务收入情况（单位：万元）

项目类别	2012 年		2011 年		2010 年	
	投资额	收入	投资额	收入	投资额	收入
城市景观与市政工程	14,259.26	14,972.22	17,749.67	18,637.16	4,748.69	4,986.12

道路建设工程	2,601.44	2,731.51	11,126.76	11,683.09	13,834.15	14,525.86
安置房项目	1,337.66	1,404.54	10,022.38	10,523.50	9,691.78	10,176.36
土地整理项目	22,626.73	23,758.06	2,651.47	2,784.04	2,118.92	2,224.87
资本化利息	-	-	1,728.23	1,814.64	2,557.95	2,685.85
合计	40,825.09	42,866.34	43,278.51	45,442.43	32,951.49	34,599.06

资料来源：公司提供

目前公司投资需求较大，存在一定的资金压力；未来在建工程可为公司获得一定的收益，须持续关注其资金回流情况

公司是溧水城市基础设施建设和交通基础设施建设的主要投资和建设主体。目前，公司主要的建设任务是当地经济适用房建设、棚户区改造项目、道路建设与升级改造、当地市政工程等。截至 2013 年 4 月 30 日，公司主要在建工程计划总投资约 33.55 亿元，已累计投资约 14.30 亿元，还需投入约 19.25 亿元，投资需求较大，公司存在一定的资金压力。

表 6 截至 2013 年 4 月 30 日公司主要在建工程情况（单位：万元）

项目名称	建设周期	总投资	已投资	项目进度
溧水县城南新区经济适用房工程项目	2 年	51,700.00	21,680.70	主体结构已达到二层
溧水县新城区棚户区改造定向安置房项目	2 年	124,500.00	35,750.84	主体结构已达到一层
溧水县新城区一期道路及配套设施建设项目	2 年	65,300.00	45,620.53	开始进行结构层灰土路基铺设工作
溧水县新城区二期道路及配套设施建设项目	2 年	47,000.00	26,322.41	开始进行路基结构层垫层铺设工作
溧水县文化艺术中心	2 年	46,950.00	13,590.00	整体拆迁征地工作已完成、场地平整阶段
合计：	-	335,450.00	142,964.48	-

资料来源：公司提供

按照溧政发[2008]第 121 号文，公司目前在建的道路工程和文化艺术中心工程可为公司获得代建工程业务收入。

此外，公司本期债券募集资金投资的项目包括溧水县城南新区经济适用房工程项目、溧水县新城区棚户区改造定向安置房项目。溧水县城南新区经济适用房工程项目预计在 2014 年底封顶，届时公司将按照政府指导价格进行出售，公司预计该项目可实现自身资金平衡并获得一定的收益。公司就溧水县新城区棚户区改造定向安置房项目与溧水县人民政府签订了《债券募集资金投资项目投资建设与转让收购（BT）协议书》。该项目计划

投资总额 12.45 亿元，溧水县人民政府以 14.94 亿元对项目进行回购，项目回购款共分 8 年付清，每年支付一次。具体的回购资金安排情况如表 7 所示：

表 7 溧水县新城区棚户区改造定向安置房项目回购款还款进度安排表（单位：亿元）

年度	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	合计
金额	0.80	0.80	2.80	2.70	2.50	2.50	2.50	0.34	14.94

资料来源：公司提供

公司建设项目资金回流有利于进一步开展城市基础设施建设，但同时我们也关注到，公司建设项目投资规模与募投项目回购资金规模较大，回购时间较长，未来需关注项目资金回流情况。

五、财务分析

（一）财务分析基础说明

公司提供的2010-2012年的财务报告由华普天健会计师事务所（北京）有限公司负责审计并出具标准无保留审计意见。公司2010-2012年的财务报表均按企业会计准则和《企业会计制度》（旧会计准则）编制。本报告关于公司的财务分析是在此基础上进行的。

2010年，公司成立南京溧建测绘有限公司，2010-2012年公司合并报表范围包括1家子公司，该子公司详情见下表。

表 8 截至 2012 年 12 月 31 日公司纳入合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	经营范围
南京溧建测绘有限公司	60.00	100%	工程测量、地籍测绘、房产测绘（凭资质证经营）

资料来源：公司提供

（二）财务状况

公司资产规模继续增长，但应收款项和存货占比较大，资产流动性一般；公司整体盈利能力一般，经营活动现金流表现不佳，且在建项目投入资金量较大，公司面临的资金压力较大；随着债券的成功发行，公司债务规模进一步攀升，偿债压力有所加重

随着溧水县基础设施建设规模的不断扩大，公司资产规模保持快速增长，截至 2012 年 12 月 31 日，公司资产总计为 515,079.82 万元，资产结构以流动资产为主，其中应收账款

款、其他应收款和存货占比较大，公司资产流动性一般。

受益于溧水县财政扶持力度较大，公司货币资金不断上升，截至 2012 年末，公司货币资金中 0.70 亿元为银行贷款保证金。公司应收账款主要系应收溧水县财政局的代建工程项目回购款，随着代建项目的增加，应收账款不断增加，截至 2012 年末公司应收账款中一年以上的账款占期末余额的 72.90%，对公司资金占用较高。公司其他应收款主要系与往来单位的往来账款，其中与溧水县财政局、溧水县住房和城乡建设局等政府单位之间的往来账款金额较大，截至 2012 年末占公司其他应收款的 89.95%。存货主要是当地政府注入的拟开发用地，截至 2012 年末存货中 10.87 亿元的土地（主要系政府资产注入）用于公司银行贷款抵押及对外担保抵押。

表 9 2010-2012 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	515,008.93	99.99%	487,335.60	99.99%	273,137.74	99.99%
货币资金	21,632.21	4.20%	24,562.83	5.04%	12,222.00	4.47%
应收账款	158,547.78	30.78%	123,494.67	25.34%	89,125.95	32.63%
其他应收款	52,502.56	10.19%	56,951.71	11.69%	39,374.76	14.41%
存货	281,784.61	54.71%	281,784.61	57.82%	131,772.75	48.24%
固定资产合计	70.89	0.01%	36.48	0.01%	39.80	0.01%
资产总计	515,079.82	100.00%	487,372.08	100.00%	273,177.54	100.00%

资料来源：公司提供

2012 年，根据溧财资[2012]第 279 号文件，公司继续获得溧水县财政局给予的财政扶持与代建工程业务收入。代建工程业务收入是公司当前主营业务收入的主要来源，随着在建拟建项目的不断推进，未来代建工程业务将为公司带来持续性收入。由于城市基础设施建设业务毛利率水平不高，公司代建工程业务收入的利润率保持在 4.76%。公司主要从事的溧水县城基础设施建设项目公益性较强，难以产生直接经济效益，溧水县财政局给予持续的财政补贴，2012 年公司获得补贴收入 1.51 亿元，是公司利润的主要来源。总体来看，公司整体盈利能力一般。

表 10 2010-2012 年公司盈利能力情况

项目	2012 年	2011 年	2010 年
主营业务收入（万元）	43,048.32	45,684.57	34,828.30
主营业务利润（万元）	2,066.19	2,244.69	1,783.31
补贴收入（万元）	15,100.00	15,000.00	13,000.00

利润总额（万元）	15,560.09	15,558.69	13,731.33
净利润（万元）	15,320.24	15,262.56	13,525.69
综合毛利率	4.98%	5.10%	5.31%
期间费用率	3.73%	3.69%	3.02%

资料来源：公司提供

整体来看，公司经营活动资金需求依赖筹资活动，目前公司是溧水县基础设施建设经营主体，建设规模仍较大，资金压力较大。从经营活动产生的现金流来看，由于公司同政府相关部门往来金额较大，2010-2012年期间，公司经营活动产生的现金流入流出主要为收到和支付其他与经营活动有关的现金。公司应收溧水县财政局的代建工程项目回购款金额较大，2010-2012年收现比（销售商品、提供劳务收到的现金与主营业务收入之比）分别为0.15、0.25和0.19，项目资金回流情况一般。此外，公司投资项目规模较大，购买商品、接受劳务支付的现金规模较大。截至2013年4月30日，公司主要在建拟建项目计划总投资约33.55亿元，已累计投资约14.30亿元，还需投入约19.25亿元，公司资金需求较大。近年来，公司投资活动资金流出主要系购买固定资产支出现金，规模较小。为促进公司的项目投资建设，公司通过银行等渠道筹集资金，2010-2012年期间，公司累计获得筹资活动现金流入17.92亿元，筹资活动产生的现金流量净额累计8.49亿元，这些资金较好的满足了公司资金需求。

表 11 2010-2012 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
经营活动产生的现金流量净额	-16,515.09	-32,116.92	-24,641.13
投资活动产生的现金流量净额	-47.91	-8.88	-26.23
筹资活动产生的现金流量净额	13,632.38	44,466.63	26,835.87
现金及现金等价物净增加额	-2,930.62	12,340.83	2,168.51

资料来源：公司提供

受益于股东不断注入货币、土地等资产，公司资本公积由 2010 年 18.83 亿元增加至 2012 年 39.58 亿元，因此公司所有者权益大幅增加，公司资本实力不断上升。2011 年，公司偿还银行贷款，负债规模有所减少，负债和所有者权益比例大幅下降。2012 年，公司往来款项增加导致负债规模增加，负债和所有者权益比例有所上升。

表 12 2010-2012 年公司资本结构（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
负债合计	52,197.87	39,810.37	48,442.86

流动负债合计	45,197.87	27,010.37	36,442.86
长期负债合计	7,000.00	12,800.00	12,000.00
所有者权益（股东权益）合计	462,881.95	447,561.71	224,734.68
负债和所有者权益比例	11.28%	8.89%	21.56%

注：负债和所有者权益比例=负债合计/所有者权益（股东权益）合计。

资料来源：公司提供

从公司负债情况来看，公司应付账款主要系应付下游建筑工程单位的工程款。其他应付款主要系应付南京明辉建设有限公司、溧水县永阳镇财政所、溧水县城镇房屋拆迁领导小组办公室、溧水县建筑工程招标投标办公室的招投标款项以及往来款，2012 年公司其他应付款大幅增加，同比 2011 年增加 327.32%。公司有息负债主要包括短期借款、一年内到期的长期负债和长期负债，2012 年有息负债规模与占公司负债合计的比例均出现下降。

表 13 2010-2012 年公司负债结构（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	45,197.87	86.59%	27,010.37	67.85%	36,442.86	75.23%
短期借款	7,000.00	13.41%	-	0.00%	15,000.00	30.96%
应付账款	2,455.87	4.70%	2,064.33	5.19%	2,456.12	5.07%
其他应付款	28,320.72	54.26%	6,627.57	16.65%	4,027.17	8.31%
一年内到期的长期负债	5,800.00	11.11%	17,000.00	42.70%	14,000.00	28.90%
长期负债合计	7,000.00	13.41%	12,800.00	32.15%	12,000.00	24.77%
长期借款	7,000.00	13.41%	12,800.00	32.15%	12,000.00	24.77%
有息负债合计	19,800.00	37.93%	29,800.00	74.85%	41,000.00	84.64%
负债合计	52,197.87	100.00%	39,810.37	100.00%	48,442.86	100.00%

注：有息负债=短期借款+一年内到期的长期负债+长期负债。

资料来源：公司提供

从公司的偿债能力指标来看，2012 年公司资产负债率仍维持较低水平。公司负债水平不高，流动比率与速动比率尚可。受益于当地财政扶持力度较大，公司 EBITDA 增加，EBITDA 利息保障倍数较高。但我们关注到，2013 年，公司发行债券 10 亿元，公司负债规模进一步攀升，偿债压力有所加重。

表 14 2010-2012 年偿债能力指标

项目	2012 年	2011 年	2010 年
资产负债率	10.13%	8.17%	17.73%
流动比率	11.39	18.04	7.49

速动比率	5.16	7.61	3.88
EBITDA（万元）	16,255.22	16,178.75	14,059.88
EBITDA 利息保障倍数	5.89	6.93	4.89

资料来源：公司提供

六、或有事项

截至2012年末，公司对外提供担保余额为1.50亿元，对外担保金额不大，对公司影响不大。

表 15 截至 2012 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保方式	抵押到期日	备注
南京明辉建设有限公司	5,000.00	抵押+担保	2013-11-27	深圳发展银行南京分行
南京明辉钢结构有限公司	2,000.00	抵押	2013-12-25	中信银行南京月牙湖支行
南京明辉建设有限公司	3,000.00	抵押	2013-12-25	中信银行南京月牙湖支行
南京明辉混凝土有限公司	5,000.00	抵押	2013-01-18	中信银行南京月牙湖支行
合计：	15,000.00	-	-	-

资料来源：公司提供

七、偿债保障分析

中信银行股份有限公司南京分行为本期债券提供的无条件的流动性支持，为本期债券的本息偿付提供了进一步的保障

公司与中信银行股份有限公司南京分行（以下简称“中信南京分行”）签订了“流动性贷款支持协议”（以下简称“协议”），中信南京分行为本期债券提供流动性支持。

协议规定，在本期债券存续期内，当公司对本期债券付息和本金兑付发生临时资金流动性不足时，公司应在付息和本金兑付日前 15 个工作日通知中信南京分行，中信南京分行在每次付息和本金兑付日前 10 个工作日给公司不超过本期债券本息偿还金额的流动性支持贷款（具体金额依据每次付息和本金兑付的偿债资金缺口为准），该流动性支持贷款为本期债券的本息偿付提供了进一步的保障。同时，我们也关注到银行“流动性支持”在实际执行时可能会面临很多方面的制约，未来仍需关注“流动性支持”承诺能否兑现。

八、评级结论

跟踪期内，溧水撤县改区，纳入南京市主城核心，为公司发展提供了良好的外部环境，但未来随着溧水区财政纳入南京市财政体系，当地可支配财力存在一定的不确定性；公司是溧水基础设施建设主体，承担了大量的城市基础设施开发建设工作，未来需要较大规模投资支出，因此公司获得了稳定的项目回购收入，但该部分收入盈利能力与资金回流情况一般；当地政府在资产注入和财政扶持等方面给予公司大力支持，是公司可持续经营的重要保障；公司成功发行债券，面临一定的偿债压力，但中信银行股份有限公司南京分行为本期债券提供的流动性支持给本期债券的本息偿付提供了进一步的保障。

基于上述情况，鹏元维持发行人主体长期信用等级AA，维持本期债券信用等级AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

资 产	2012 年 12 月 31 日	2011 年 12 月 31 日	2010 年 12 月 31 日
货币资金	21,632.21	24,562.83	12,222.00
应收账款	158,547.78	123,494.67	89,125.95
其他应收款	52,502.56	56,951.71	39,374.76
预付账款	541.77	541.77	642.28
存货	281,784.61	281,784.61	131,772.75
流动资产合计	515,008.93	487,335.60	273,137.74
固定资产原价	166.57	118.66	109.78
减：累计折旧	95.68	82.19	69.98
固定资产净值	70.89	36.48	39.80
固定资产净额	70.89	36.48	39.80
固定资产合计	70.89	36.48	39.80
资产总计	515,079.82	487,372.08	273,177.54
短期借款	7,000.00	-	15,000.00
应付账款	2,455.87	2,064.33	2,456.12
应付工资	-	2.70	7.04
应交税金	1,600.03	1,299.67	941.84
其他应交款	21.25	16.10	10.69
其他应付款	28,320.72	6,627.57	4,027.17
一年内到期的长期负债	5,800.00	17,000.00	14,000.00
流动负债合计	45,197.87	27,010.37	36,442.86
长期借款	7,000.00	12,800.00	12,000.00
长期负债合计	7,000.00	12,800.00	12,000.00
负债合计	52,197.87	39,810.37	48,442.86
实收资本（或股本）	10,000.00	10,000.00	10,000.00
资本公积	395,842.55	395,842.55	188,278.08
盈余公积	5,703.94	4,171.92	2,645.66
未分配利润	51,335.46	37,547.24	23,810.94
所有者权益（股东权益）合计	462,881.95	447,561.71	224,734.68
负债和所有者权益（股东权益）总计	515,079.82	487,372.08	273,177.54

附录二 合并利润及利润分配表（单位：万元）

项 目	2012 年度	2011 年度	2010 年度
一、主营业务收入	43,048.32	45,684.57	34,828.30
减：主营业务成本	40,903.42	43,352.68	32,980.23
主营业务税金及附加	78.71	87.20	64.76
二、主营业务利润（亏损以“-”号填列）	2,066.19	2,244.69	1,783.31
减：营业费用	-	-	-
管理费用	1,257.99	1,293.97	724.26
财务费用	348.11	392.02	327.72
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	460.09	558.69	731.33
加：补贴收入	15,100.00	15,000.00	13,000.00
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	15,560.09	15,558.69	13,731.33
减：所得税	239.85	296.14	205.64
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	15,320.24	15,262.56	13,525.69
加：年初未分配利润	37,547.24	23,810.94	11,637.82
六、可供分配的利润	52,867.48	39,073.50	25,163.51
减：提取法定盈余公积	1,532.02	1,526.26	1,352.57
七、可供投资者分配的利润	51,335.46	37,547.24	23,810.94
八、未分配利润	51,335.46	37,547.24	23,810.94

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2012 年度	2011 年度	2010 年度
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	7,997.37	11,315.84	5,317.20
收到的其他与经营活动有关的现金	16,551.57	24,064.72	13,114.15
现金流入小计	24,548.94	35,380.56	18,431.36
购买商品、接受劳务支付的现金	38,874.91	41,842.67	25,515.51
支付给职工以及为职工支付的现金	189.99	122.95	43.09
支付的各项税费	15.31	20.23	12.63
支付的其他与经营活动有关的现金	1,983.82	25,511.63	17,501.26
现金流出小计	41,064.03	67,497.48	43,072.49
经营活动产生的现金流量净额	-16,515.09	-32,116.92	-24,641.13
二、投资活动产生的现金流量：	-	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额	-	-	-
现金流入小计	-	-	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	47.91	8.88	26.23
现金流出小计	47.91	8.88	26.23
投资活动产生的现金流量净额	-47.91	-8.88	-26.23
三、筹资活动产生的现金流量：	-	-	-
借款所收到的现金	26,771.00	18,000.00	33,000.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	8,000.00	57,552.61	35,837.02
现金流入小计	34,771.00	75,552.61	68,837.02
偿还债务所支付的现金	18,400.00	29,200.00	38,900.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	2,738.62	1,885.98	3,101.15
现金流出小计	21,138.62	31,085.98	42,001.15
筹资活动产生的现金流量净额	13,632.38	44,466.63	26,835.87
四、汇率变动对现金的影响	-	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	-2,930.62	12,340.83	2,168.51

附录三-2 合并现金流量表补充材料（单位：万元）

项 目	2012 年度	2011 年度	2010 年度
1、将净利润调节为经营活动现金流量：	-	-	-
净利润	15,320.24	15,262.56	13,525.69
加：计提的资产损失准备	512.75	716.72	245.22
固定资产折旧	13.49	12.21	10.72
财务费用	681.64	1,885.98	3,101.15
经营性应收项目的减少（减：增加）	-31,116.70	-52,561.89	-44,776.83
经营性应付项目的增加（减：减少）	-1,926.51	2,567.51	3,252.93
经营活动产生的现金流量净额	-16,515.09	-32,116.92	-24,641.13
2、不涉及现金收支的投资和筹资活动：			
3、现金及现金等价物净增加情况：	-	-	-
现金的期末余额	21,632.21	24,562.83	12,222.00
减：现金的期初余额	24,562.83	12,222.00	10,053.49
现金及现金等价物净增加额	-2,930.62	12,340.83	2,168.51

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{主营业务收入} - \text{主营业务成本}) / \text{主营业务收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{主营业务收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益 (股东权益) 合计} + \text{上年所有者权益 (股东权益) 合计}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总计} + \text{上年资产总计}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{主营业务收入} \times 100\%$
营运效率	总资产周转率 (次)	$\text{主营业务收入} / ((\text{本年资产总计} + \text{上年资产总计}) / 2)$
	固定资产周转率 (次)	$\text{主营业务收入} / ((\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2)$
	应收账款周转率	$\text{主营业务收入} / ((\text{本年应收账款余额} + \text{上年应收账款余额}) / 2)$
	存货周转率	$\text{主营业务成本} / ((\text{本年存货} + \text{上年存货}) / 2)$
	应付账款周转率	$\text{主营业务成本} / ((\text{本年应付账款余额} + \text{上年应付账款余额}) / 2)$
	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	$\text{负债合计} / \text{资产总计} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货净额}) / \text{流动负债合计}$
	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	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
现金流	金融负债	$\text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券}$
	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	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	EBIT 利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用中的利息支出} + \text{资本化利息})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用中的利息支出} + \text{资本化利息})$

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。