

吉首华泰国有资产投资管理有限公司
责任公司

2012 年 10 亿元企业债券
2013 年跟踪信用评级报告

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>

吉首华泰国有资产投资管理有限责任公司

2012 年 10 亿元企业债券 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: 76 个月

债券剩余规模: 10 亿元

增信方式: 国有土地使用权抵押

评级日期: 2013 年 08 月 20 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

债券期限: 84 个月

债券规模: 10 亿元

增信方式: 国有土地使用权抵押

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”)对吉首华泰国有资产投资管理有限责任公司(以下简称“吉首华泰”或“公司”)及其 2012 年 12 月发行的 10 亿元企业债券(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)	484,160.14	333,135.31	184,459.93
归属于母公司的所有者权益(万元)	309,733.76	294,103.49	181,939.97
资产负债率	35.78%	11.72%	1.37%
有息负债(万元)	124,711.83	7,919.88	1,599.88
营业收入(万元)	23,080.71	23,886.43	21,705.74
营业利润(万元)	2,574.02	10,278.52	10,577.10
利润总额(万元)	9,903.71	11,215.21	10,564.67
综合毛利率	36.65%	53.65%	55.07%
总资产回报率	2.62%	4.40%	-
EBITDA(万元)	11,507.91	12,120.03	11,213.74
EBITDA 利息保障倍数	14.33	72.61	305.63
经营活动现金流净额(万元)	-40,854.16	4,435.86	1,143.55

资料来源: 公司提供

正面:

- 湘西自治州经济持续增长，并拥有“西部大开发”的政策优势，为公司发展提供了较好的外部环境；
- 公司继续在土地资产注入、财政补贴方面持续得到政府的有力支持；
- 国有土地使用权市值较为稳定，且抵押手续已办妥，可为本期债券的偿付提供较好的保障。

关注:

- 湘西自治州本级财政自给率不高；
- 公司土地整理业务受市场环境影响，业务收入较上年大幅下降；
- 公司商品房销售业务受国家宏观经济调控的影响较大，未来持续的房地产从严政策可能会对公司目前的商品房销售业务形成不利影响；
- 跟踪期内，公司在建项目较多，资金压力较大；
- 公司资产中的土地储备占比较大，资产流动性较弱；
- 公司应收款账期偏长，存在一定的资金占用，影响公司资金使用效率；
- 公司利润水平对政府补助存在较大依赖；
- 公司土地整理和基建投入支出较大，土地款返还存在滞后，经营活动现金流表现不佳；
- 公司有息债务规模快速攀升，偿债压力有所增加。
- 公司抵押用土地资产规模较大，易受土地一级市场的影响，极端情况下能否集中变现存在不确定性。

分析师

姓名：瞿彦卿 王一峰

电话：0755- 8287 2240

邮箱：quyq@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]3821号文件批准，公司于2012年12月12日发行10亿元企业债券，发行利率为7.37%。

本期债券起息日为2012年12月12日，付息日为2013年至2019年每年的12月12日，本期债券单利计息，每年付息一次，分期还本。在债券存续期内第3、4、5、6、7个计息年度末分别按照债券发行总额的20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金。

表1 截至2013年04月30日，公司本期债券兑付本息情况

本息兑付日期	期初本金余额 (亿元)	本金兑付/回售 金额(亿元)	利息支付 (万元)	期末本金余额 (亿元)
2013年04月30日	10	0	0	10

资料来源：公司提供

截至2013年04月30日，募投项目进展情况见表2。

表2 截至2013年04月30日，公司募投项目进展情况（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	已完成投资	已使用募集资金
湘西自治州 2012 年新建廉租房项目	51,506.61	28,000.00	37,133.20	24,827.00
湘西自治州 2012 年新建公租房项目	46,340.20	24,000.00	29,444.20	24,000.00
G209、G319 国道吉首绕城公路工程	89,579.00	48,000.00	21,700.00	15,300.00
合计	187,425.81	100,000.00	88,277.40	64,127.00

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

截至2012年12月31日，公司注册资本、实收资本、控股股东、控股股东持股比例、实际控制人均未发生变化，主营业务未发生重大变化。

2012年公司新增加两家子公司纳入报表合并范围。

表3 2012年公司新增纳入合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	取得方式
吉首市谷韵民族文化投资有限公司	100%	500	民族文化项目开发建设	新设
吉首市乾州客运站建设有限公司	80%	4,550	公路客运	收购

资料来源：公司提供

截至 2012 年 12 月 31 日，公司资产总额为 484,160.14 万元，归属于母公司的所有者权益为 309,733.76 万元，资产负债率为 35.78%；2012 年度，公司实现营业收入 23,080.71 万元，利润总额 9,903.71 万元，经营活动现金流净流出 40,854.16 万元。

三、地方经济与财政实力

2012年湘西自治州经济持续增长，具有一定政策发展优势，但总体经济规模不大，发展速度一般

2012年湘西自治州市经济保持较快增长，全州实现生产总值397.70亿元，同比增长8.30%，其中第一、第二与第三产业分别完成增加值59.20亿元、158.60亿元、179.90亿元，三次产业结构由2011年的15: 41: 44调整为2012年的14.9: 39.9: 45.2。

湘西自治州经济基础相对薄弱，工业处于相对不发达状态，主要工业增加值有赖于对全州较为丰富的铜矿、锰矿、钒矿以及铅锌矿等自然矿物资源的开发。湘西自治州有较好的旅游资源，商贸、住宿、观光旅游等第三产业是目前湘西自治州经济增长的主要拉力。

政策方面，2012年湖南省发布了《关于深入实施西部大开发战略推进湘西土家族苗族自治州加快发展的若干意见》，为湘西自治州设定“十二五”期间年均11%的GDP增长速度，提出建设锰锌钒新材料基地、发展新能源产业和加强自主创新等工业发展的指导意见。政策支持方面，湖南省将进一步加强对湘西自治州的财政转移支付力度、支持矿产品出口退税政策、加大对湘西自治州公路、铁路等基础设施建设的投入等。

整体看，2012年湘西自治州经济持续增长，具有一定政策发展优势，但总体经济规模不大，发展速度一般。从湖南省范围来看，2012年湘西自治州经济规模在湖南省排名较为落后，位居第13。

表4 2011-2012年湘西自治州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	397.70	8.30%	361.36	11.00%
第一产业增加值	59.20	3.50%	56.39	3.90%
第二产业增加值	158.60	7.40%	148.38	11.70%
第三产业增加值	179.90	10.90%	156.59	13.10%
全社会固定资产投资	232.40	20.80%	213.27	30.20%
社会消费品零售总额	158.60	15.20%	137.71	17.70%
进出口总额（亿美元）	1.51	-29.10%	2.17	41.70%
存款余额	545.69	23.00%	443.52	21.90%
贷款余额	222.95	20.20%	185.48	15.80%

资料来源：2011-2012年湘西自治州国民经济与社会发展统计公报

表5 2011-2012年湖南省下属各市、各州GDP及增长速度（单位：亿元）

项目	2012年		2011年	
	GDP	增长率	GDP	增长率
1 长沙市	6,399.61	13.0%	5,619.33	14.5%
2 岳阳市	2,199.92	12.2%	1,899.49	14.2%
3 常德市	2,038.50	12.1%	1,811.20	14.1%

4	衡阳市	1,957.70	11.8%	1,746.44	14.2%
5	株洲市	1,759.40	11.8%	1,563.90	14.1%
6	郴州市	1,517.30	12.4%	1,346.40	14.3%
7	湘潭市	1,282.35	12.3%	1,124.33	14.4%
8	永州市	1,059.60	11.0%	945.39	13.0%
9	邵阳市	1,028.41	11.7%	907.23	13.2%
10	益阳市	1,020.30	11.9%	883.63	13.2%
11	娄底市	1,002.59	11.9%	837.86	13.0%
12	怀化市	1,001.70	12.0%	837.36	14.1%
13	湘西州	397.70	8.3%	361.36	11.0%
14	张家界市	338.98	11.6%	298.04	14.0%

资料来源：2011-2012年湖南省下属各市、地区国民经济与社会发展统计公报

跟踪期内，湘西自治州财政实力有所提升，但财政自给率不足，依赖上级补助收入的格局依然未有改善

2012年湘西自治州实现全州以及州本级一般预算收入282,965万元、69,671万元，其中税收收入占一般预算收入的比重有所提升，全州以及州本级2012年该比值分别为58.91%、45.86%，较上年有所提升。

一般预算支出方面，湘西自治州一般预算支出规模较大，2012年全州以及州本级分别为1,509,085万元、233,483万元，远超过其一般预算收入，其全州及州本级一般预算收支覆盖率比值为18.75%、29.84%，存在较大缺口，财政自给率严重不足，主要依赖上级补助收入弥补。

2012年受国家调控房地产市场影响，湘西自治州国有土地使用权出让收入减少，其全州政府性基金收入较上年下降了10.46%，显示政府性基金收入受政策环境影响较大，存在不确定。

总体上，跟踪期内，湘西自治州财政实力有所提升，但财政自给率不足，依赖上级补助收入的格局依然未有改善。

表6 2011-2012年湘西自治州全州以及州本级财政收入情况（单位：万元）

项目	2012年		2011年	
	全州	州本级	全州	州本级
(一) 地方一般预算收入	282,965	69,671	251,389	56,577
其中：税收收入	166,701	31,948	130,488	16,193
非税收收入	116,264	37,723	120,901	40,384
(二) 上级补助收入	1,184,341	134,138	1,036,446	139,080
其中：返还性收入	45,950	19,354	44,926	18,059
一般性转移支付收入	622,476	93,479	507,032	81,768
专项转移支付收入	515,915	21,305	484,488	39,253
(三) 政府性基金收入	84,189	33,214	94,019	7,793
(四) 预算外收入	40,509	14,826	32,820	13,801
地方可支配财力（一+二+三+四）	1,592,004	251,849	1,414,674	217,251

资料来源：湘西自治州财政局

表 7 2012 年湘西自治州全州以及州本级财政支出情况 (单位: 万元)

项目	2012 年	
	全州	州本级
(一) 地方一般预算支出	1,509,085	233,483
(二) 基金支出	108,820	30,455
(三) 预算外支出	40,669	14,961
地方财政总支出 (一+二+三)	1,658,574	278,899

资料来源: 湘西自治州财政局

表 8 2011-2012 年湖南省下属各市、各州财政总收入及增长速度 (单位: 亿元)

项目	2012 年		2011 年	
	金额	增长率	金额	增长率
1 长沙市	796.58	15.6%	688.95	34.8%
2 岳阳市	230.65	24.1%	185.83	33.1%
3 株洲市	213.80	21.9%	175.40	33.9%
4 衡阳市	185.36	20.4%	153.93	35.8%
5 郴州市	182.00	20.8%	150.70	39.8%
6 常德市	148.60	18.3%	130.30	29.1%
7 湘潭市	122.28	21.1%	101.08	33.5%
8 怀化市	100.32	33.4%	75.22	29.6%
9 娄底市	88.59	23.7%	71.63	27.0%
10 永州市	86.69	23.0%	70.49	31.7%
11 邵阳市	85.04	28.4%	66.27	27.8%
12 益阳市	75.01	25.0%	60.03	32.8%
13 湘西州	47.90	14.3%	41.92	30.1%
14 张家界市	32.20	20.5%	26.73	26.4%

资料来源: 湖南省下属各市、自治州国民经济与社会发展统计公报

四、经营与竞争

公司主要从事湘西自治州吉首市的土地整理开发和基础设施建设, 土地整理开发业务是公司收入的主要来源, 2012 年公司实现主营业务收入 21,773.07 万元, 较上年下降 7.65%, 其中主要是土地开发整理收入下降导致。基础设施建设业务不产生收入, 其资金来源主要是银行贷款和财政拨款。

表 9 2011-2012 年公司主营业务收入及毛利率构成 (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	8,167.02	60.00%	18,185.89	60.00%
商品房销售收入	7,434.03	12.97%	0.00	-
旅游业营业收入	1,193.05	23.73%	462.15	-3.47%
商品销售收入	3,517.20	39.06%	4,929.74	34.18%
其他	1,461.77	20.07%	0.00	-
合计	21,773.07	35.89%	23,577.78	53.36%

资料来源: 公司审计报告

跟踪期内，公司土地整理业务受市场环境影响，业务收入较上年大幅下降，虽然公司的土地资源较为充足，但大部分已经用于抵押

根据《关于进一步明确吉首华泰国有资产投资管理有限责任公司及其子公司相关职能的通知》(吉政函[2009]13号)，公司为吉首市的土地整理和前期开发投融资主体。

公司土地整理业务模式为：由公司对土地进行前期整理开发，土地开发整理的资金由财政局代付，土地开发完成后，公司将土地交给国土资源局进行出让。公司土地整理收入确认依据国土资源局实际所收到土地款入库数进行确认，与当年国土资源局成交拍卖的土地款并不完全配比。成本方面，财政局扣除其中40%作为公司土地开发成本，因此公司土地整理开发业务毛利率为60%。

2012年受房地产市场政策调控的影响，吉首市土地一级市场环境相对不景气，因此2012年出让土地较少。2012年公司确认土地整理开发收入8,167.02万元，较上年下降了55.09%。

截至2012年底，公司存货中的土地使用权达到1,552.97亩，主要位于吉首市内与绕城环线，少量位于吉首市周边地区，均为商业用地，使用权性质为出让用地（详见附录4），价值25.19亿元，其中有账面价值18.00亿元的土地使用权用于本期债券的抵押。

需要关注到，公司土地整理开发业务很大程度上受吉首市当地土地出让价格、土地出让计划，也会受土地一级市场的行情影响而出现变动，未来如出现土地一级市场不景气的状况，将对公司土地整理业务产生不利影响。

跟踪期内，公司商品房销售收入增长较快，是营业收入的重要来源

公司商品房销售业务由公司下属子公司吉首市新城房地产开发有限公司（以下简称“新城开发”）负责运营，新城开发具有房地产开发二级资质。

2012年公司结转商品房销售收入全部来自于所收购的新城花园楼盘，该项目位于吉首市乾州新区世纪大道西侧，总建筑面积20.50万平方米，公司收购了其中的14.12万平方米在建项目，主要是住宅和别墅，收购价款9,927.18万元，之后投入资金继续开发所收购在建项目。

2012年新城花园已销售面积达3.64万平方米，获得销售收入7,434.03万元，成为公司新的收入和利润来源。截至2013年4月底，公司正在开发2.10万平方米建筑面积的住宅部分，总投入大约为4,772万元，目前公司已投入1,700万元左右。

我们关注到，公司收购楼盘时，同时需要承担在建工程费、拆迁补偿等各类费用及债务，因此业务毛利率并不很高。此外，房地产开发行业受国家宏观经济调控的影响较大，未来持续的房地产从严政策可能会对公司商品房销售业务形成不利影响。

表 10 公司 2012 年房屋销售业务情况

项目名称	平均销售单价 (元/平方米)	总建筑面积 (万平方米)	已销售面积 (万平方米)	2012 年结转收入 (万元)
新城花园	2,978	14.12	3.64	7,434

注：总建筑面积为公司所收购新城花园的在建部分，不含未收购部分；

资料来源：公司提供

表 11 公司截至 2013 年 4 月 30 日房屋开发与预售情况

项目名称	总投资 (万元)	已投资 (万元)	在建面积 (万平方米)	销售单价 (元/m ²)	全部套数 (单元数)	预售情况
新城花园	4,772	1,700	2.10	未定	154	未预售

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司在建项目较多，资金压力较大

公司是吉首市内的重要基础设施建设、市政项目建设的投资建设主体和业主单位，其建设资金来源方面，主要依赖银行贷款和财政拨款。

截至 2013 年 4 月 30 日，公司非募投在建项目共 7 个，涉及总投资金额 226,185.00 万元，已完成投资 45,540.00 万元，尚需投入 180,645.00 万元。另外，募投项目尚需投入 99,149.41 万元，募投项目均有与详细自治区人民政府签订《基础设施与保障房代建项目回购协议》，约定以竣工决算数实行回购，回购日期为公司在本期债券存续期内每年度债券本息兑付日前的第 10 个工作日，具体回购期限分布见表 13。

总体上，公司在建项目较多，面临较大的资金投入压力。

表 12 截至 2013 年 4 月 30 日在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	尚需投资
1、城市供水管网设施建设	65,700.00	2,880.00	62,820.00
2、国道绕城线工程	98,000.00	21,700.00	76,300.00
3、乾州古城保护工程	18,200.00	10,600.00	7,600.00
4、人饮工程	1,000.00	900.00	100.00
5、矮寨景区建设	25,000.00	4,145.00	20,855.00
6、吉首经济开发区标准化厂房	17,000.00	5,000.00	12,000.00
7.、乾城人家宾馆	1,285.00	315.00	970.00
小计	226,185.00	45,540.00	180,645.00
募投项目	187,425.81	88,277.40	99,148.41
合计	413,610.81	133,817.40	279,793.41

资料来源：公司提供

表 13 公司募投项目回购情况表（单位：万元）

年份	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
回购金额	10,000	10,000	30,000	46,699.26	46,699.28	46,699.28	46,699.28

资料来源：公司提供

公司在土地注入、财政补贴等方面持续获得当地政府的有力支持

1、土地注入

2012年5月8日，吉首市人民政府出具了《关于将2,000亩土地注入吉首华泰国有资产投资管理有限责任公司的通知》(吉政函[2012]47号)，同意将G209、G319绕城环线两边的土地，约2,000亩注入到公司。截至目前，公司尚未办理相关的土地权利证书，暂未入账。

2、财政补贴

为增强公司的盈利能力，2012年吉首市人民政府通过财政补贴的方式给予公司7,090.59万元财政补贴。

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亚太（集团）会计师事务所有限公司深圳分所审计并出具标准无保留意见的2011-2012年审计报告。

财务分析

公司资产规模稳步增长，资产流动性较弱；业务综合毛利率有所下降，利润水平对政府补助有较大依赖；土地整理开发支出较大，且回款滞后，经营活动现金流表现不佳，公司未来资金压力较大；公司有息债务规模持续攀升，偿债压力有所加大

2012年末公司总资产规模较上年末稳步增长了45.33%，资产结构较为稳定，流动资产占比93.17%，非流动资产占比6.83%。

截至2012年底，货币资金余额83,894.79万元，较上年大幅增长，系公司2012年发行了10亿元债券所致。应收账款18,775.21万元，主要是应收吉首市财政局土地整理款，一年以内的仅占应收账款余额的54.49%，对公司资金形成占用，影响资金使用效率。预付账款为公司支付的工程款和征地拆迁费用。存货占资产比重较大，达到57.74%，主要是公司土地储备和土地开发成本，其中有账面价值18.00亿元的土地使用权用于本期债券的抵押。其他应收款主要系应收吉首市非税收入管理局、财政局等地方政府部门的征地款、规费以及往来款借支，一年以内的其他应收款占余额的77.09%。非流动资产方面，主要是固定资产和少量在建工程。

整体看，2012年公司资产规模稳步增长，但资产中土地储备占比较大，资产流动性较弱。

表14 公司2011-2012年资产构成情况表（单位：万元）

项目	2012年		2011年	
	金额	比重	金额	比重
流动资产合计	451,072.26	93.17%	311,149.04	93.40%
货币资金	83,894.79	17.33%	7,121.48	2.14%
应收账款	18,775.21	3.88%	8,658.62	2.60%

预付款项	26,350.83	5.44%	7,580.31	2.28%
其他应收款	42,516.57	8.78%	11,680.09	3.51%
存货	279,534.86	57.74%	276,107.45	82.88%
非流动资产合计	33,087.88	6.83%	21,986.27	6.60%
固定资产	16,332.68	3.37%	12,240.59	3.67%
在建工程	7,418.54	1.53%	6,986.86	2.10%
资产总计	484,160.14	100.00%	333,135.31	100.00%

资料来源：公司审计报告

公司2012年营业收入较上年下降了3.37%，主要系公司土地整理收入下降所致，而公司2012年商品房销售弥补了土地整理收入的下降。2012年公司综合毛利率有所下降，系具有较高毛利率土地整理收入比重下降，商品房销售业务拉低了综合毛利率。

另外，公司2012年期间费用率上升较快，2012年公司10亿元债券发行成功，后续每年将负担7,370万元的固定利息支出，预期期间费用将进一步上升。

公司2012年收到政府补助利得7,090.59万元，计入营业外收入，是公司利润总额的主要来源，显示公司对政府补助存在较大依赖性。

表15 公司2011-2012年主要盈利指标（单位：万元）

项目	2012年	2011年
营业收入	23,080.71	23,886.43
营业利润	2,574.02	10,278.52
营业外收入	7,406.33	987.82
利润总额	9,903.71	11,215.21
净利润	9,812.09	11,142.52
综合毛利率	36.65%	53.65%
期间费用率	18.14%	9.82%
总资产回报率	2.62%	4.40%

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司收现比指标表现不佳，系公司主要的土地整理收入根据国土局土地款入库数确认，但实际收到返还的土地款存在一定滞后，因此收现比指标有所波动。同时，公司对吉首市内的基础设施建设的工程预付款以及与其他单位往来款也计入经营活动现金流，使得2012年经营活动现金流出较大，财政补助对经营现金流的紧张情况具有一定缓解作用。

投资活动方面，2012年公司主要是收购了新城花园在建项目，并增加了一定量的固定资产。2012年公司投资活动现金净流出6,223.86万元，未来对新城花园的持续投入会有一定资金投入压力。筹资活动方面，公司2012年公司发行了10亿元债券，当年筹资活动净现金流入123,851.33万元，使得公司2012年底货币资金大幅增加。

总体上，公司土地整理和基建投入支出较大，土地款返还存在滞后，经营活动现金流表现较弱，主要依赖筹资活动给予融资支持。

表 16 公司 2011-2012 年现金流情况表 (单位: 万元)

项目	2012 年	2011 年
收现比	0.53	1.56
经营活动净现流	-40,854.16	4,435.86
投资活动净现流	-6,223.86	-10,781.62
筹资活动净现流	123,851.33	11,696.96
现金净增加额	76,773.30	5,351.20

资料来源：公司审计报告

2012 年末公司债务总规模较上年增长了 343.77%，主要系公司 2012 年 10 亿元债券发行成功，同时也改变债务结构，使得非流动负债比例快速上升。

截至 2012 年底，公司有息负债方面，短期借款达到 16,445.00 万元，长期借款 9,259.00 万元，2012 年公司主要增加了 10 亿元应付债券。应付债券将在 2015 年 12 月份开始首次 20% 即 2 亿元的本金兑付，至 2019 年结束，集中偿付风险并不大，但有息债务规模攀升较快，公司偿债压力有所增加。

表 17 公司 2011-2012 年主要负债构成情况 (单位: 万元)

项目	2012 年		2011 年	
	金额	比重	金额	比重
流动负债合计	47,387.46	27.36%	22,124.77	56.68%
短期借款	16,445.00	9.49%	1,520.00	3.89%
应付账款	15,961.58	9.22%	4,318.02	11.06%
其他应付款	14,175.48	8.18%	12,683.40	32.50%
非流动负债合计	125,824.01	72.64%	16,907.06	43.32%
长期借款	9,259.00	5.35%	6,399.88	16.40%
应付债券	99,007.83	57.16%	-	0.00%
长期应付款	17,507.18	10.11%	10,507.18	26.92%
负债总额	173,211.47	100.00%	39,031.83	100.00%

资料来源：公司审计报告

表 18 公司 2011-2012 年主要偿债指标

项目	2012 年	2011 年
资产负债率	35.78%	11.72%
流动比率	9.52	14.06
速动比率	3.62	1.58
EBITDA（万元）	11,507.91	12,120.03
EBITDA 利息保障倍数	14.33	72.61

资料来源：公司审计报告

六、偿债保障分析

国有土地使用权抵押手续已办妥，可为本期债券的偿付提供较好的保障

根据公司与财富证券有限责任公司签署的《国有土地使用权抵押担保协议》和《抵押资产

监管协议》：公司将在本期债券的本息全部清偿完毕之日前聘请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。债券存续期内，年度评估报告的基准日期应为本期债券当年的付息首日。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 20 个工作日。

跟踪期内，公司在债券发行后，已办妥抵押登记手续。因未到债券当年的付息日，因此公司尚未做抵押资产的跟踪评估。需要关注到，公司抵押用土地资产规模较大，易受土地一级市场的影响，极端情况下能否集中变现存在不确定性。

表 19 首次信用评级公司抵押资产情况

抵（质）押土地使用权证	评估价值 (万元)	评估基准日	是否办妥抵质押登记手续
吉国用(2009)第2-99-4号	585.12	2012.4.30	是
吉国用(2009)第4-152-130号	13,831.89	2012.4.30	是
吉国用(2009)第4-152-129号	14,066.71	2012.4.30	是
吉国用(2010)第4-52-3号	79,532.75	2012.4.30	是
吉国用(2011)第2-99-7号	11,617.30	2012.4.30	是
吉国用(2011)第2-78-2号	35,571.47	2012.4.30	是
吉国用(2011)第2-87-5号	3,605.73	2012.4.30	是
吉国用(2011)第2-98-2号	7,852.99	2012.4.30	是
吉国用(2011)第4-40-21号	8,431.97	2012.4.30	是
吉国用(2011)第4-40-22号	9,426.05	2012.4.30	是
合计	184,521.98	-	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

公司作为湘西自治州吉首市的基础设施建设投融资主体，能够获得当地政府在土地资产注入、财政补贴等多方面的有力支持。同时需要关注到公司土地整理业务、商品房销售等业务受政策环境的影响较大，2012年公司主营的土地整理开发业务有所下降。另外在跟踪期内，公司发行债券成功，使其债务规模攀升较快，偿债压力有所加重。

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

附录一 合并资产负债表（万元）

项目	2012年12月31日	2011年12月31日	2010年12月31日
货币资金	83,894.79	7,121.48	1,770.28
应收账款	18,775.21	8,658.62	18,033.96
预付款项	26,350.83	7,580.31	-
其他应收款	42,516.57	11,680.09	718.02
存货	279,534.86	276,107.45	155,540.21
其他流动资产	-	1.09	1.98
流动资产合计	451,072.26	311,149.04	176,064.43
长期股权投资	4,600.00	1,000.00	1,000.00
投资性房地产	320.00	-	-
固定资产	16,332.68	12,240.59	5,849.94
在建工程	7,418.54	6,986.86	1,545.56
固定资产清理	75.16	75.16	-
无形资产	3,177.49	537.68	-
长期待摊费用	1,164.01	1,145.99	-
非流动资产合计	33,087.88	21,986.27	8,395.50
资产总计	484,160.14	333,135.31	184,459.93
短期借款	16,445.00	1,520.00	500.00
应付账款	15,961.58	4,318.02	-
预收款项	55.93	3,410.39	161.83
应付职工薪酬	309.28	84.58	34.01
应交税费	9.46	85.70	23.04
应付利息	430.74	-	-
其他应付款	14,175.48	12,683.40	701.20
其他流动负债	-	22.68	-
流动负债合计	47,387.46	22,124.77	1,420.09
长期借款	9,259.00	6,399.88	1,099.88
应付债券	99,007.83	-	-
长期应付款	17,507.18	10,507.18	-
专项应付款	50.00	-	-
非流动负债合计	125,824.01	16,907.06	1,099.88
负债合计	173,211.47	39,031.83	2,519.97
股本	30,000.00	30,000.00	500.00
资本公积	239,519.57	233,713.99	161,270.67
盈余公积	3,886.42	2,885.15	1,803.56
未分配利润	36,327.78	27,504.34	18,365.74
归属母公司股东权益合计	309,733.76	294,103.49	181,939.97
少数股东权益	1,214.91	-	-
股东权益合计	310,948.67	294,103.49	181,939.97
负债和所有者权益合计	484,160.14	333,135.31	184,459.93

附录二 合并利润表（万元）

项目	2012年	2011年	2010年
一、营业收入	23,080.71	23,886.43	21,705.74
减：营业成本	14,620.76	11,071.97	9,752.36
营业税金及附加	648.41	101.83	68.92
销售费用	697.01	501.64	138.58
管理费用	2,710.31	1,690.41	1,133.93
财务费用	780.56	153.63	34.86
资产减值损失	1,049.64	88.43	-
二、营业利润(亏损以“-”号填列)	2,574.02	10,278.52	10,577.10
加：营业外收入	7,406.33	987.82	-
减：营业外支出	76.64	51.13	12.42
三、利润总额(亏损总额以“-”号填列)	9,903.71	11,215.21	10,564.67
减：所得税费用	91.62	72.69	67.91
四、净利润(净亏损以“-”号填列)	9,812.09	11,142.52	10,496.76

附录三-1 合并现金流量表（万元）

项目	2012年	2011年	2010年
销售商品、提供劳务收到的现金	12,113.85	37,236.62	4,734.46
收到的税费返还	587.42	4.82	-
收到其他与经营活动有关的现金	33,678.56	26,597.33	2,807.56
经营活动现金流入小计	46,379.83	63,838.78	7,542.02
购买商品、接受劳务支付的现金	8,429.51	39,443.52	2,850.10
支付给职工以及为职工支付的现金	2,072.79	1,076.16	690.48
支付的各项税费	1,169.57	398.61	436.06
支付其他与经营活动有关的现金	75,562.12	18,484.63	2,421.83
经营活动现金流出小计	87,233.99	59,402.92	6,398.46
经营活动产生的现金流量净额	-40,854.16	4,435.86	1,143.55
取得投资收益收到的现金	40.00	-	35.48
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	320.00	28.54	-
收到其他与投资活动有关的现金	7,490.36	1,742.45	83.84
投资活动现金流入小计	7,850.36	1,770.98	119.32
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	4,033.03	12,502.60	853.06
投资支付的现金	3,600.00	50.00	1,050.70
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	5,060.00	-	-
支付其他与投资活动有关的现金	1,381.19	-	-
投资活动现金流出小计	14,074.22	12,552.60	1,903.76
投资活动产生的现金流量净额	-6,223.86	-10,781.62	-1,784.43
吸收投资收到的现金	517.20	8,500.00	-
取得借款收到的现金	119,065.00	3,850.00	-
发行债券收到的现金	7,468.82	-	-
收到其他与筹资活动有关的现金	-	1,398.20	-
筹资活动现金流入小计	127,051.02	13,748.20	-
偿还债务支付的现金	1,085.00	1,985.00	163.70
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	116.64	46.24	4.57
支付其他与筹资活动有关的现金	1,998.05	20.00	-
筹资活动现金流出小计	3,199.69	2,051.24	168.27
筹资活动产生的现金流量净额	123,851.33	11,696.96	-168.27
现金及现金等价物净增加额	76,773.30	5,351.20	-809.16
加：期初现金及现金等价物余额	7,121.48	1,770.28	2,579.43
期末现金及现金等价物余额	83,894.78	7,121.48	1,770.28

附录三-2 合并现金流量表补充资料（万元）

项目	2012年	2011年	2010年
净利润	9,812.09	11,142.52	10,496.76
加：计提的资产减值准备	914.12	-11.57	-
固定资产折旧	788.32	725.70	612.38
无形资产摊销	10.23	11.78	-
长期待摊费用	2.76	0.42	-
处置固定资产、无形资产和其他	-	0.89	-
固定资产报废损失	-	22.68	-
公允价值变动损失	-	17.13	-
财务费用	780.56	-	34.86
投资损失(减：收益)	-	153.63	-
存货的减少(减：增加)	-3,427.41	-120,567.24	-77,193.37
经营性应收项目的减少(减：增加)	-61,149.32	-9,167.06	-10,643.39
经营性应付项目的增加(减：减少)	11,414.49	20,682.01	-4.43
其他	-	101,424.97	77,840.73
经营活动产生的现金流量净额	-40,854.16	4,435.86	1,143.55

附录四 截至2012年底公司存货中的土地使用权明细

土地权证编号	土地位置	面积 (m ²)	用地 性质	用途	账面价值 (万元)
吉国用(2009)第4-83-5号	乾州世纪大道	9085.9	出让地	商业用地	4,143.17
吉国用(2009)第2-80-35号	石家冲南吉新路10号	1274.2	出让地	商业用地	551.09
吉国用(2009)第2-99-5号	人民南路90号	2007.9	出让地	商业用地	901.95
吉国用(2009)第1-49-10号	人民北路31号	164.8	出让地	商业用地	72.38
吉国用(2009)第3-3-6号	人民北路57号	5342.8	出让地	商业用地	2,229.02
吉国用(2009)第1-46-11号	峒河新村6号	827.7	出让地	商业用地	357.98
吉国用(2009)第2-21-6号	乾州办事处小南门42号	1448.6	出让地	商业用地	636.23
吉国用(2009)第1-37-2号	峒河办事处向阳社区	6147.26	出让地	商业用地	2,632.87
吉国用(2009)第2-22-3号	镇溪办事处关厢门63号	688.3	出让地	商业用地	289.22
吉国用(2009)第1-34-23号	人民北路11号	3934.9	出让地	商业用地	1,794.31
吉国用(2009)第3-1-22号	人民北路邻47号	1073.6	出让地	商业用地	471.53
吉国用(2009)第4-153-37号	乾州新区南区	2690	出让地	商业用地	1,191.94
吉国用(2009)第2-64-14号	北吉新路3号	3382.2	出让地	商业用地	1,355.25
吉国用(2009)第3-14-5号	团结路29号	614.4	出让地	商业用地	269.84
吉国用(2009)第02-003号	马劲坳溪马村	5354	出让地	商业用地	2,099.30
吉国用(2009)第4-20-27号	乾州朝阳路	2807.1	出让地	商业用地	1,232.88
吉国用(2009)第2-74-16号	石家冲北吉新路4号	3559.5	出让地	商业用地	1,399.24
吉国用(2009)第4-116-1号	乾州火车站边	681	出让地	商业用地	310.54
吉国用(2009)第2-74-22号	北吉新路12号	1016.5	出让地	商业用地	446.45
吉国用(2009)第1-49-8号	峒河办事处人民北路	2933.5	出让地	商业用地	1,288.39
吉国用(2009)第1-56-32号	东环城路51号	6339.2	出让地	商业用地	2,784.18
吉国用(2009)第3-19-35号	红旗门文艺路	4281.9	出让地	商业用地	1,880.61
吉国用(2009)第4-90-15(A)号	乾州人民南路	3200.05	出让地	商业用地	1,405.46
吉国用(2009)第2-64-4号	北吉新路1号	2465.9	出让地	商业用地	1,083.02
吉国用(2009)第2-99-1号	人民南路90号	1633.1	出让地	商业用地	733.59
吉国用(2009)第2-118-39号	鸦溪大修厂内	2069.5	出让地	商业用地	846.01
吉国用(2009)第3-3-15号	关厢门52号	579.6	出让地	商业用地	254.56
吉国用(2009)第2-75-16号	石家冲北吉新路7号	265.9	出让地	商业用地	116.78
吉国用(2009)第1-48-3号	峒河办事处人民北路14号	1464.09	出让地	商业用地	643.03
吉国用(2009)第4-49-3号	乾州新区世纪大道旁	7155.1	出让地	商业用地	2,925.00
吉国用(2009)第1-43-8号	光明西路6号	281.4	出让地	商业用地	123.59
吉国用(2009)第1-69-30号	新桥村花果山张天姥	707.88	出让地	商业用地	276.00
吉国用(2009)第2-99-4号	人民中路7号	1268.8	出让地	商业用地	557.26
吉国用(2009)第4-152-130号	乾州办事处农贸市场	26988.8	出让地	商业用地	13,173.23
吉国用(2009)第2-99-6号	人民北路94号	729.9	出让地	商业用地	320.57
吉国用(2009)第2-74-7号	南吉新路10号	128.1	出让地	商业用地	56.26
吉国用(2009)第4-117-49号	乾州兔岩社区	1268	出让地	商业用地	490.46
吉国用(2009)第2-10-13号	桐油坪	5846	出让地	商业用地	2,389.84
吉国用(2009)第4-152-129号	乾州办事处农贸市场	27446.97	出让地	商业用地	13,396.87
吉国用(2009)第1-3-31号	五里牌社区	2258.2	出让地	商业用地	991.80

吉国用（2009）第 3-15-7（B）号	乾州人民南路	317.63	出让地	商业用地	139.50
吉国用（2009）第 107-9-1 号	镇溪办事处沙子坳 156 号	3094.3	出让地	商业用地	1,223.80
吉国用（2009）第 2-62-4 号	镇溪办事处北吉新路	1751.69	出让地	商业用地	757.61
吉国用（2009）第 3-3-22 号	乾洲办事处新区	2232	出让地	商业用地	942.57
吉国用（2009）第 1-37-3 号	峒河办事处向阳社区	6052.28	出让地	商业用地	2,416.68
吉国用（2009）第 2-38-2 号	镇西办事处人民北路 80 号	1368.44	出让地	商业用地	601.02
吉国用（2009）第 1-20-1 号	峒河办事处姚家岭	1506.6	出让地	商业用地	601.59
吉国用（2009）第 2-148-3 号	小溪桥人民南路	8700	出让地	商业用地	3,392.13
吉国用（2010）第 4-52-3 号	乾州办事处垃圾场路	438978.2	出让地	商业用地	77,216.27
吉国用（2011）第 2-99-7 号	G209 绕城线	58327.96	出让地	商业用地	11,502.27
吉国用（2011）第 2-78-2 号	G209 绕城线	178596.74	出让地	商业用地	35,219.28
吉国用（2011）第 2-87-5 号	G209 绕城线	18103.6	出让地	商业用地	3,570.03
吉国用（2011）第 2-98-2 号	G209 绕城线	39428.16	出让地	商业用地	7,775.23
吉国用（2011）第 4-40-21 号	世纪广场	21969.7	出让地	商业用地	8,348.49
吉国用（2011）第 4-40-22 号	世纪广场	24559.8	出让地	商业用地	9,332.72
吉国用（2011）第 4-118-3 号	万溶江办事处兔岩社区	47619.1	出让地	商业用地	12,747.63
吉国用（2011）第 4-105-18 号	万溶江办事处兔岩社区	9585.2	出让地	商业用地	2,549.66
吉国用（2011）第 4-153-62 号	万溶江办事处兔岩社区	2753	出让地	商业用地	732.30
吉国用（2011）第 4-24-5 号	乾州街道办事处东门路杨岳斌故居	1555.71	出让地	商业用地	386.59
吉国用（2011）第 4-29-3 号	乾州街道办事处兔岩社区	137.79	出让地	商业用地	28.32
吉国用（2011）第 4-31-2 号	乾州街道办事处南门巷	1695.71	出让地	商业用地	421.38
吉国用（2011）第 4-32-3 号	乾州街道办事处解放路	1232.65	出让地	商业用地	306.31
吉国用（2011）第 4-32-4 号	乾州街道办事处解放路	465.48	出让地	商业用地	115.66
吉国用（2011）第 4-33-6 号	乾州街道办事处解放路	3271.92	出让地	商业用地	813.07
吉国用（2011）第 4-34-3 号	乾州街道办事处解放路	8530.67	出让地	商业用地	2,094.28
吉国用（2011）第 4-33-5 号	乾州街道办事处人民南路	1054.24	出让地	商业用地	270.94
吉国用（2011）第 4-35-1 号	乾州街道办事处建新路 8 号	213.86	出让地	商业用地	56.67
吉国用（2011）第 4-36-3 号	乾州街道办事处建新路	805.6	出让地	商业用地	202.61
合计	-	-	-	-	251,886.33

附录五 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	(营业收入 - 营业成本) / 营业收入 × 100%
	销售净利率	净利润 / 营业收入 × 100%
	净资产收益率	净利润 / ((本年所有者权益 + 上年所有者权益) / 2) × 100%
	总资产回报率	(利润总额 + 计入财务费用中的利息支出) / ((本年资产总额 + 上年资产总额) / 2) × 100%
	管理费用率	管理费用 / 营业收入 × 100%
	销售费用率	销售费用 / 营业收入 × 100%
	财务费用率	财务费用 / 营业收入 × 100%
营运效率	总资产周转率(次)	营业收入 / [(本年资产总额 + 上年资产总额) / 2]
	固定资产周转率(次)	营业收入 / [(本年固定资产总额 + 上年固定资产总额) / 2]
	应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
	存货周转率	营业成本 / [(期初存货 + 期末存货) / 2]
资本结构及财务安全性	应付账款周转率	营业成本 / [(期初应付账款余额 + 期末应付账款余额) / 2]
	净营业周期(天)	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
	资产负债率	负债总额 / 资产总额 × 100%
	流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
现金流	速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
	长期债务	长期借款 + 应付债券 + 融资租赁款
	短期债务	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的长期借款
	有息债务	长期债务 + 短期债务
	金融负债	长期借款 + 短期借款 + 应付债券
	EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	自由现金流	经营活动净现金流 - 资本支出 - 当期应发放的股利
	利息保障倍数	EBIT / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

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。