

湘潭九华经济建设投资有限公司

2012 年 9 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>

湘潭九华经济建设投资有限公司

2012 年 9 亿元公司债券 2013 年跟踪信用评级报告

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：国有土地使用权抵押担保

债券剩余期限：72 个月

债券剩余规模：9 亿元

跟踪日期：2013 年 09 月 28 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

增信方式：国有土地使用权抵押担保

债券期限：84 个月

债券规模：9 亿元

评级日期：2012 年 05 月 03 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对湘潭九华经济建设投资有限公司（以下简称“湘潭九华”或“公司”）2012年8月发行的9亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的2013年跟踪评级结果为：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）	3,578,176.70	2,019,487.85	1,176,819.16
所有者权益合计（万元）	2,324,466.47	1,285,736.93	710,448.65
有息负债（万元）	775,120.70	384,544.64	357,965.07
资产负债率	35.04%	36.33%	39.63%
流动比率	4.90	5.22	7.12
速动比率	0.26	0.15	1.82
主营业务收入（万元）	363,708.43	178,953.25	80,847.02
营业利润（万元）	44,418.19	14,805.60	5,709.84
利润总额（万元）	83,217.80	37,522.73	20,686.07
总资产回报率	3.03%	2.45%	2.47%
EBITDA（万元）	94,606.55	40,194.25	23,082.10
EBITDA 利息保障倍数	1.53	2.01	1.68
经营活动现金流净额（万元）	-475,479.30	-302,214.48	-64,148.07

资料来源：公司审计报告

正面：

- 湘潭市及湘潭经开区的经济总量和财政收入有所提高，综合实力稳步增强；
- 公司在资产注入和财政补贴方面继续获得当地政府的大力支持；
- 公司用于增信的抵押资产仍可对本期债券的偿付起到保障作用。

关注：

- 湘潭市及湘潭经开区财政税收收入占比偏低；湘潭经开区财政对土地出让存在较大依赖；
- 公司土地开发及基础设施建设任务较重，存在较大的资金压力，同时较多项目未与政府签订回购协议；
- 公司其他应收款较大，对资金造成一定占用；
- 公司存货及无形资产规模较大，以土地资产为主，抵押资产比重较高，整体流动性偏弱；
- 公司营业收入受各年土地出让及政府回购情况的影响，潜在波动较大；
- 公司经营活动现金流欠佳，对外部融资存在较大依赖；
- 公司利润对政府补助有较大依赖；
- 公司有息负债规模较大，存在一定偿付压力。

分析师

姓名：雷巧庭 王一峰

电话：0755-82872806

邮箱：leiqt@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展与改革委员会文件《国家发展改革委关于湖南湘潭九华经济建设投资有限公司发行 2012 年公司债券核准的批复》（发改财金[2012]2571 号）批准，公司于 2012 年 8 月 29 日发行 9 亿元公司债券，票面利率 7.43%。

本期债券的起息日为 2012 年 8 月 29 日，按年计息，每年付息一次，同时设置提前偿还本金条款，在 2015-2019 年分别偿付债券发行总额的 20%，最后 5 年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付。截至 2013 年 8 月底，公司尚未需要偿付本金及利息。

本期债券募集资金全部用于湘潭九华示范区工程机械装备制造基地基础设施建设项目。截至 2013 年 6 月底，募集资金已全部使用完毕。

表 1 截至 2013 年 6 月底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	已投资	已使用募集资金
湘潭九华示范区工程机械装备制造基地基础设施建设项目	206,031.51	90,000.00	114,016.40	90,000.00
合计	206,031.51	90,000.00	114,016.40	90,000.00

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、股权结构及财务报表合并范围均无变化；同时，业务仍以土地开发和基础设施建设为主。

截至 2012 年底，公司资产总额 357.82 亿元，所有者权益合计 232.45 亿元，资产负债率 35.04%。2012 年度，公司实现主营业务收入 36.37 亿元，利润总额 8.32 亿元，经营活动现金净流出 47.55 亿元。

三、运营环境

湘潭市及湘潭经开区保持了较快的经济发展速度，综合实力持续提高

湘潭是湖南省经济发展核心区域之一，与长沙、株洲构成了长株潭城市群，系湖南省经济、政治、文化最发达的地区。近年来，在“中部崛起”和“长株潭一体化”等重大机遇的推动下，湘潭经济保持了较快的增长态势。

2012 年，湘潭全市实现地区生产总值 1,282.35 亿元，比上年增长 12.3%。其中，第一产业增加值 110.50 亿元，增长 4.1%；第二产业增加值 765.65 亿元，增长 13.3%；第三产业增加值 406.20 亿元，增长 13.1%。按常住人口计算，全市人均地区生产总值 4.62 万元。

湘潭是湖南省重要的传统工业城市，2012 年全市实现规模工业增加值 667.38 亿元，比上年增长 14.4%，其中先进装备、新能源、电子信息、汽车及零部件、食品产业和精品钢材及深加工产业等六大重点产业共实现增加值 440.66 亿元，比上年增长 16.5%，占规模工业增加值的比重达到 66.03%。

工业投资和城市化的推进带动了湘潭市固定资产投资的增长。2012 年全市完成固定资产投资 893.86 亿元，比上年增长 37.5%。房地产投资增速较快，但销售情况一般。全年全市完成房地产开发投资 93.81 亿元，比上年增长 30.1%，但商品房屋销售面积和销售额仅分别增长 1.5% 和 2.4%。

表 2 2011-2012 年湘潭市主要经济指标

项目	2012 年		2011 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值（亿元）	1,282.35	12.3%	1,124.33	14.4%
第一产业增加值（亿元）	110.50	4.1%	102.56	3.6%
第二产业增加值（亿元）	765.65	13.3%	668.65	17.3%
第三产业增加值（亿元）	406.20	13.1%	353.12	13.0%
工业增加值（亿元）	667.38	14.4%	634.87	20.0%
全年固定资产投资（亿元）	893.86	37.5%	650.18	36.0%
社会消费品零售总额（亿元）	349.14	15.6%	302.51	18.0%
进出口总额（亿美元）	20.73	-16.3%	24.77	14.8%
存款余额（亿元）	1,127.72	21.49%	928.22	18.85%
贷款余额（亿元）	827.34	25.80%	657.65	20.47%

资料来源：湘潭市 2011-2012 年国民经济与社会发展统计公报

跟踪期间，湘潭经开区经济保持了较快的发展速度。2012 年，全区实现地区生产总值 195 亿元，同比增长 48.8%；工业增加值 126 亿元，同比增长 52.9%。汽车及零部件、电子信息和先进装备制造业成为湘潭经开区的三大主导产业，代表性企业包括吉利汽车、兴业太阳能、韩国三星爱铭、泰富重工及中冶京诚等。

招商引资方面，2012 年全区项目建设创历史新高，全年完成投资 202 亿元，续建和新建项目 117 个，其中工业项目 47 个，完成投资 70 亿元，投资过亿的项目 13 个。

表 3 2011-2012 年湘潭经开区主要经济指标（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	195	48.8%	131	126.8%
工业总产值	406	49.8%	272	68.0%
工业增加值	126	52.9%	82	65.4%
技工贸总收入	710	71.5%	414	130.0%
全年固定资产投资	202	81.5%	111	54.0%

资料来源：湘潭经开区管委会

四、财政实力

湘潭市及湘潭经开区的地方财政收入进一步提高，但税收收入占比偏低，同时湘潭经开区对土地财政存在一定依赖

从结构看，一般预算收入、上级补助收入是湘潭市财政的主要收入来源和增长点。2012 年，湘潭全口径、市本级的一般预算收入和上级补助收入均有不同幅度增长。

一般预算收入中，税收收入占比偏低，2012 年全市、市本级税收收入占一般预算收入的比重均不足 50%，表明湘潭市财政稳定性一般。上级补助收入中，2012 年市本级的税收返还收入和一般性转移支付收入较高，但全口径的专项转移支付收入占比较大，可支配性不高。值得注意的是，受房地产宏观调控等因素影响，2012 年湘潭全市、市本级的国有土地使用权出让收入较 2011 年均有所下降，但其规模较小，对财政总收入的影响不大。

另外，2012 年湘潭市一般预算收入和上级补助收入之和均能覆盖一般预算支出。

表 4 2011-2012 年湘潭全口径、市本级财政收支情况（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年	
	全口径	市本级	全口径	市本级
一般预算收入	847,788	458,101	646,882	352,016
税收收入	400,664	205,170	340,591	168,285
非税收入	447,124	252,931	306,291	183,731
上级补助收入	792,580	373,533	681,174	301,644
税收返还收入	61,662	131,517	61,895	39,122
一般性转移支付收入	387,404	208,704	294,281	98,801
专项转移支付收入	343,514	33,312	324,998	163,721
国有土地使用权出让收入	60,345	20,004	83,492	43,929
预算外财政专户收入	45,307	17,397	45,835	17,373
一般预算支出（含上级补助支出）	1,586,031	710,257	1,336,903	635,689

政府性基金支出	123,581	36,487	101,066	61,714
---------	---------	--------	---------	--------

资料来源：湘潭市财政局

2012 年湘潭经开区地方综合财力为 45.20 亿元，同比增长 48.56%，保持了较快的增长速度。从结构看，地方公共财政收入 14.52 亿元，占地方综合财力的比重为 32.12%；国有土地使用权出让收入 29.55 亿元，占地方综合财力的比重为 65.38%，地方财政对土地出让存在一定依赖。

另外，地方公共财政收入中，税收收入占比仅为 39.69%，其中增值税、营业税和企业所得税合计 2.02 亿元，规模较小；相比而言，得益于区内房地产的发展和基础设施建设，土地增值税、耕地占用税及契税等税种的收入规模较大。另外，非税收入以行政事业性收费收入为主。

表 5 2011-2012 年湘潭经开区财政情况（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年
地方公共财政收入	145,170	90,284
税收收入	57,619	39,602
非税收入	87,551	50,682
上级补助收入	11,332	0
国有土地使用权出让收入	295,513	213,984
地方综合财力	452,015	304,268

注：地方综合财力=地方公共财政收入+上级补助收入+国有土地使用权出让收入。

资料来源：湘潭经开区财政局

五、经营与竞争

公司是湘潭经开区的土地开发和基础设施建设主体。2012 年，公司营业收入大幅提高，主要增长点为市政回购项目收入。公司土地开发项目毛利率由经开区管委会以湘潭市及周边县市同类型投融资平台的土地开发收益水平为参考而具体确定，其中 2012 年有明显提高；市政回购项目毛利率则基本保持稳定。

另外，其他收入为子公司九华置业开发的“吉利雅居”房地产项目的销售收入。该项目总建筑面积 4.8 万平方米，共有房间 440 套，现已基本销售完毕。目前公司暂无其他房地产开发项目。

表 6 2011-2012 年公司主营业务收入构成情况（单位：万元）

收入类型	2012 年		2011 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
土地开发项目	132,444.00	21.55%	101,095.27	10.89%
市政回购项目	226,494.99	14.53%	69,920.14	13.04%
其他	4,769.44	9.71%	7,937.85	9.33%
合计	363,708.43	17.02%	178,953.25	11.66%

资料来源：公司审计报告

公司土地开发项目收入有一定增长，湘潭经开区近两年土地出让情况相对良好，但存在波动风险

公司土地开发项目收入的增长主要得益于湘潭经开区土地出让规模的提高。从结构看，为了保持较高的投资吸引力，湘潭经开区的工业用地出让始终保持了较低的出让价格，因此出让收入涨幅不大。相比而言，随着园区的经济发展和基础设施的完善，以及区内征地拆迁实行货币补偿带动了商品房销售和房地产开发，近两年园区商住用地均保持了一定的出让规模，且出让均价从 110 万元/亩提高到 149 万元/亩，同比增长 35.45%；出让收入从 16.90 亿元提高到 23.58 亿元，同比增长 39.53%。值得注意的是，土地出让情况受房地产宏观调控政策及区内房产供需变化等因素的影响，存在一定波动风险。

湘潭经开区辖区面积合计 138 平方公里，截至目前开发建成区域面积约为 25 平方公里，剩余可开发面积达 113 平方公里。可以看出，全区仍有较大开发潜力，为公司提供了良好的业务发展空间。

表 7 公司 2011-2012 年土地开发出让情况

项目	内容	2012 年	2011 年
工业用地	出让面积(亩)	2,550	2,010
	出让收入（万元）	58,687	45,024
	均价（万元/亩）	23.02	22.40
商住用地	出让面积（亩）	1,582	1,536
	出让收入（万元）	235,754	168,960
	均价（万元/亩）	149	110
合计	出让面积（亩）	4,132	3,546
	出让收入（万元）	294,441	213,984

资料来源：公司提供

公司土地开发及基础设施建设任务较重，存在较大的资金压力，同时较多项目未与政府签订回购协议

2012 年，湘潭经开区政府对宝马路、疏港公路、江南大道等 19 个市政项目进行了回购，

为公司带来了 22.65 亿元的回购收入。值得注意的是，公司项目回购规模受各年项目建设进度及地方政府财政实力等因素的影响，存在波动风险。

目前，公司在建、拟建项目主要包括湘潭九华示范区工程机械装备制造基地基础设施建设项目、防洪及配套工程、奔驰东路项目、农机产业园建设项目等 11 个项目，预计总投资合计 170.93 亿元；其中已确定工期的项目有 5 个，总投资 70.75 亿元，截至 2013 年 6 月累计已投资 27.36 亿元，后续仍需投入资金约为 43.39 亿元。可以看出，公司建设任务较重，存在较大的资金压力。

另外，湘潭九华示范区工程机械装备制造基地基础设施建设项目系“12 湘潭九华债”的募投项目，已与湘潭九华示范区管委会签订了 BT 回购协议。其余项目未签订，具体回购时间尚不确定，回购收入存在潜在波动。

表 8 截至 2013 年 6 月底公司主要在建、拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	预计完工
湘潭九华示范区工程机械装备制造基地基础设施建设项目	206,032	114,016	2014.07
防洪及配套工程	314,363	87,799	2014.06
18 号地块土储项目	42,690	22,690	2013.11
九华大道建设项目	49,123	19,123	2014.07
奔驰东路项目	95,281	30,000	2013.11
沪昆高铁湘潭（九华）北站站场广场、配套基础设施及 周边道路建设项目	445,956	86,014	未定
农机产业园建设项目	148,424	0	未定
环保产业园（二期）	149,241	0	未定
进出口加工基地（二期）	61,051	0	未定
进出口加工基地（三期）	134,109	0	未定
湘竹防洪大堤	63,000	0	未定
合计	1,709,270	359,642	-

资料来源：公司提供

跟踪期间，公司继续获得政府在资产注入和财政补贴等方面的大力支持

2012 年，根据“湘管九发[2012]22 号”和“湘管九发[2012]32 号”的文件规定，湘潭经开区管委会将价值合计 96.68 亿元的土地使用权注入公司，土地均为出让性质的商服用地。得益于此，公司资产规模和投融资能力进一步提高。截至报告日，公司拥有的土地使用权规模较大，其中面积合计 15,785.49 亩，价值合计 211.34 亿元，均为出让性质的商服用地，但所有土地使用权均已用于抵押。公司土地使用权明细详见附录四。

另外，根据“潭九财[2012]28号”，公司2012年收到财政补贴收入3.92亿元，同时根据文件规定，该项补贴免交企业所得税。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中瑞岳华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2010-2012年度审计报告。公司财务报表均按照旧会计准则编制，2012年合并范围无变化。

财务综合分析

公司资产规模大幅提高，但流动性偏弱；营业收入增长幅度较大，盈利能力有所提高；经营活动现金流欠佳，对外部融资存在较大依赖；有息负债规模较大，存在一定偿付压力

截至2012年底，公司资产总额357.82亿元，同比增长77.18%。从结构看，流动资产占比较高，但存货、无形资产规模较大，整体流动性一般；另外，其他应收款、存货、在建工程和无形资产是主要增长点。

其他应收款增幅较大，主要是土地开发过程中代付征拆款有所增加。1年以上账龄的款项占比接近25%，存在一定坏账风险；另外，款项规模较大，未来回收时间不确定，对公司资金造成一定的占用。

存货包括开发成本113.16亿元、土地储备114.02亿元和库存商品8.81亿元，开发成本系公司进行土地开发和基础设施项目建设形成的投入，未来相关项目完工后，将为公司带来较大规模的收入空间；值得注意的是，较多项目未与政府签订回购协议，回购收入的实现时间尚不明确。土地储备规模与上年相比无变化；库存商品为已完工项目，2012年政府对部分项目进行了回购，因此规模同比有所减少。考虑到公司目前在建、拟建项目规模较大，未来存货仍有进一步提高的趋势。

在建工程主要包括台湾工业园创新创业中心、台湾工业园创业中心产业社区和台湾工业园创业中心标准厂房等项目，建完后作为公司的经营性资产，将带来出租收入。

无形资产大幅增长，主要是湘潭经开区管委会于2012年注入的96.68亿元的土地使用权，均为出让性质的商服用地。截至报告日，公司土地使用权面积合计15,785.49亩，价值合计211.34亿元，均为出让性质的商服用地，但所有土地使用权均已用于抵押。

表 9 公司资产主要构成情况（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年	
	金额	比重	金额	比重
流动资产合计	2,492,170.03	69.65%	1,928,275.03	95.48%
货币资金	53,530.54	1.50%	32,574.51	1.61%
其他应收款	70,227.76	1.96%	18,897.58	0.94%
存货	2,359,950.04	65.95%	1,873,744.75	92.78%
长期投资净值	9,085.24	0.25%	7,496.88	0.37%
固定资产净额	30,297.60	0.85%	31,216.50	1.55%
在建工程	85,658.22	2.39%	49,903.54	2.47%
无形资产	960,965.60	26.86%	2,595.90	0.13%
资产总计	3,578,176.70	100.00%	2,019,487.85	100.00%

资料来源：公司审计报告

2012 年，公司营业收入大幅提高，主要是湘潭经开区管委会对宝马路、疏港公路、江南大道等 19 个市政项目进行了回购，为公司带来了 22.65 亿元的回购收入。近两年，湘潭经开区商住用地均保持了一定的出让规模，同时出让均价明显提高，收入稳步增长。另外，考虑到公司开发成本规模较大，且拥有 8.81 亿元的库存商品，未来收入有保障。值得注意的是，公司土地出让情况受房地产宏观调控政策及区内房产供需变化等因素的影响，项目回购规模受各年项目建设进度及地方政府财政实力等因素影响，均存在波动风险。

2012 年由于项目回购收入比重提高，公司综合毛利率有所下降。另外，公司管理费用大幅提高，导致期间费用率有所上升。

得益于收入的大幅增长，公司营业利润明显提高。同时，根据“潭九财[2012]28 号”文件，公司 2012 年获得财政补贴收入 3.92 亿元，对利润总额形成了重要补充。

表 10 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

盈利能力	2012 年	2011 年
营业收入	363,708.43	178,953.25
营业利润	44,418.19	14,805.60
补贴收入	39,156.17	23,188.66
利润总额	83,217.80	37,522.73
净利润	71,917.11	33,891.19
主营业务毛利率	17.02%	11.66%
期间费用率	4.17%	2.80%
总资产回报率	3.03%	2.45%

资料来源：公司审计报告

2012 年得益于政府对相关项目的回购，公司“销售商品、提供劳务收到的现金”大幅

提高。但是，由于土地开发及基础设施建设等业务需要持续的资金投入，截至 2013 年 6 月底，公司主要的在建、拟建项目共 11 个，投资规模较大，公司“购买商品、接受劳务支付的现金”始终保持在较高的水平。因此，公司经营活动仍然呈现为大额的现金净流出。

公司投资活动现金流出主要集中在台湾工业园创新创业中心、台湾工业园创业中心产业社区和台湾工业园创业中心标准厂房等在建工程的建设支出。

公司对资金压力较大，对外部融资存在较大依赖，主要融资渠道为银行借款和发行债券。截至目前，公司共发行了两期债券，共募集资金 19 亿元。2012 年，公司融资规模进一步提高，筹资活动现金净流入 51.57 亿元。

表 11 公司现金流主要数据（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年
销售商品、提供劳务收到的现金	313,100.05	120,651.50
收到其他与经营活动有关的现金	39,935.60	113,475.55
经营活动现金流入小计	353,035.66	234,127.05
购买商品、接受劳务支付的现金	747,041.44	514,745.83
支付其他与经营活动有关的现金	77,113.62	17,894.91
经营活动现金流出小计	828,514.96	536,341.53
经营活动产生的现金流量净额	-475,479.30	-302,214.48
投资活动现金流入小计	5.59	5.00
投资活动现金流出小计	40,756.67	48,038.81
投资活动产生的现金流量净额	-40,751.08	-48,033.81
筹资活动现金流入小计	589,799.45	333,076.38
筹资活动现金流出小计	74,113.04	23,017.68
筹资活动产生的现金流量净额	515,686.41	310,058.70
现金及现金等价物净增加额	-543.97	-40,189.60

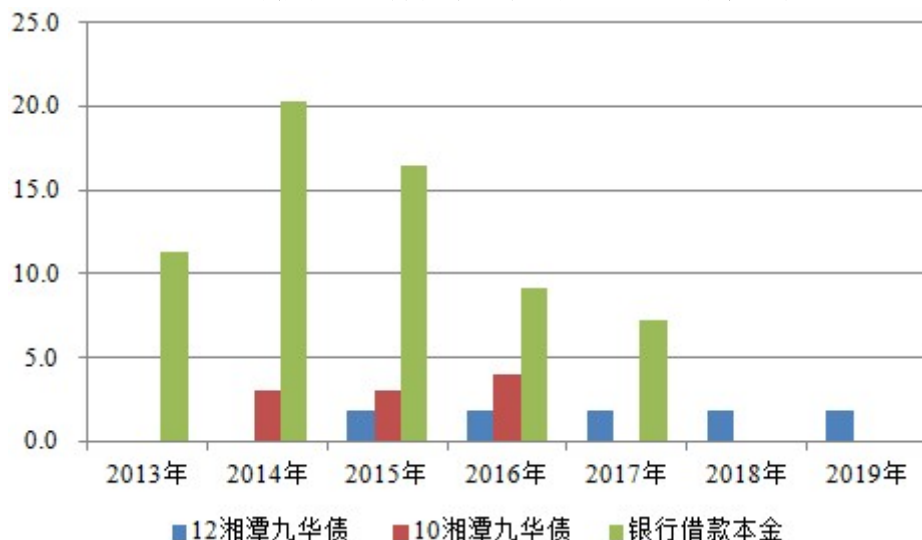
资料来源：公司审计报告

跟踪期间，公司负债规模大幅提高。截至 2012 年底，公司负债总额 125.37 亿元，同比增长 70.86%；主要增长点为其他应付款、银行借款和应付债券。

其他应付款主要系公司与九华项目建设投资有限公司、湖南发展集团九华城市建设投资有限公司和湘潭九华水利建设投资有限公司等单位的往来借款，账龄以一年以内为主。

公司银行借款共 56.76 亿元，其中长期借款 55.46 亿元。应付债券包括“10 湘潭九华债”和“12 湘潭九华债”，发行规模分别为 10 亿元和 9 亿元，期限分别为 6 年期和 7 年期。公司相关有息负债的偿还计划如下图所示。可以看出，未来 5 年内公司存在较大的集中偿付压力。

图 1 公司银行借款和应付债券的本金偿还计划（单位：亿元）



资料来源：公司提供

表 12 公司负债主要构成情况（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年	
	金额	比重	金额	比重
流动负债合计	509,089.53	40.61%	369,206.28	50.32%
其他应付款	421,395.35	33.61%	323,172.68	44.04%
非流动负债合计	744,620.70	59.39%	364,544.64	49.68%
长期借款	554,620.70	44.24%	264,544.64	36.05%
应付债券	190,000.00	15.16%	100,000.00	13.63%
负债总额	1,253,710.23	100.00%	733,750.92	100.00%

资料来源：公司审计报告

截至 2012 年底，公司资产负债率为 35.04%，整体负债水平不高，但有息负债规模较大，存在一定偿付压力。另外，公司 EBITDA 利息保障倍数偏低。

表 13 公司主要偿债能力指标（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年
资产负债率	35.04%	36.33%
流动比率	4.90	5.22
速动比率	0.26	0.15
有息负债	775,120.70	384,544.64
EBITDA	94,606.55	40,194.25
EBITDA 利息保障倍数	1.53	1.68

资料来源：公司审计报告

七、债券偿还保障分析

公司用于增信的抵押资产仍可对本期债券的偿付起到保障作用

公司于 2012 年 8 月 22 日对用于本期债券增信的 4 宗土地使用权办理了抵押登记，他项权证号为“潭九他项（2012）A026 号”。

跟踪期内，公司对抵押资产进行了跟踪评估。根据长沙永信评估咨询有限责任公司“（长沙）长永信（2013）（估）字第 044 号”评估报告，以 2013 年 3 月 31 日为评估基准日，4 宗土地使用权的评估价值共计 28.15 亿元，较 2012 年评估价值提高 13.83%，其对本期债券一年本金及利息之和的覆盖倍率为 2.91。相关抵押资产仍可对本期债券的偿付起到保障作用。

表 14 公司本期债券抵押资产 2013 年评估结果（单位：万元）

宗地编号	土地使用证编号	评估价	评估基准日
1	潭九国用（2011）第 A02005 号	69,955.70	2013.3.31
2	潭九国用（2011）第 A02006 号	87,630.44	2013.3.31
3	潭九国用（2011）第 A02007 号	44,053.86	2013.3.31
4	潭九国用（2011）第 A02010 号	79,847.42	2013.3.31
合计	-	281,487.43	-

资料来源：长沙永信评估咨询有限责任公司“（长沙）长永信（2013）（估）字第 044 号”评估报告

八、评级结论

跟踪期间，湘潭市及湘潭经开区的经济总量和财政收入有所提高，综合实力稳步增强。但是，税收收入占地方财政收入的比重偏低，同时湘潭经开区财政对土地出让金存在一定依赖。

2012 年公司资产和收入规模大幅提高，并获得政府在资产注入和财政补贴等方面的大力支持，同时用于增信的抵押资产仍可对本期债券的偿付起到保障作用。值得注意的是，公司建设任务较重，资金压力较大。资产流动性偏弱，营业收入存在波动风险，现金流欠佳，有息负债规模较大，存在一定偿付压力。

基于以上情况，经综合评定，鹏元维持本期债券信用等级 AA，维持发行人主体长期信用等级 AA-，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项 目	2012 年	2011 年	2010 年
货币资金	53,530.54	32,574.51	72,764.11
应收账款	-	-	17,167.32
其他应收款	70,227.76	18,897.58	193,704.93
预付款项	8,461.70	3,058.19	6,613.30
存货	2,359,950.04	1,873,744.75	846,015.13
流动资产合计	2,492,170.03	1,928,275.03	1,136,264.78
长期股权投资合计	9,085.24	7,496.88	5,263.07
固定资产原价	34,689.21	34,404.29	29,118.31
减：累计折旧	4,391.61	3,187.79	2,163.52
固定资产净值	30,297.60	31,216.50	26,954.79
固定资产净额	30,297.60	31,216.50	26,954.79
在建工程	85,658.22	49,903.54	5,681.26
固定资产合计	115,955.82	81,120.04	32,636.05
无形资产	960,965.60	2,595.90	2,655.27
无形及其他资产合计	960,965.60	2,595.90	2,655.27
资 产 总 计	3,578,176.70	2,019,487.85	1,176,819.16
短期借款	4,000.00	-	9,000.00
应付票据	17,500.00	-	42,225.00
应付账款	16,935.52	7,846.02	12,214.43
预收款项	951.51	4,941.72	-
应付工资	-	-	1.05
其他应交款	314.83	154.44	111.07
应交税金	24,532.40	11,110.77	7,359.17
应付利息	14,459.91	1,980.65	1,259.49
其他应付款	421,395.35	323,172.68	87,460.23
一年内到期的非流动负债	9,000.00	20,000.00	-
流动负债合计	509,089.53	369,206.28	159,630.44
长期借款	554,620.70	264,544.64	206,740.07
应付债券	190,000.00	100,000.00	100,000.00
非流动负债合计	744,620.70	364,544.64	306,740.07
负 债 合 计	1,253,710.23	733,750.92	466,370.52
实收资本(股本)	60,000.00	60,000.00	60,000.00
资本公积	2,090,844.14	1,124,031.70	582,634.61
盈余公积	17,367.73	10,120.48	6,787.26
未分配利润	156,254.60	91,584.74	61,026.78

所有者权益合计（含少数股东权益）	2,324,466.47	1,285,736.93	710,448.65
负债和所有者权益总计	3,578,176.70	2,019,487.85	1,176,819.16

附录二 合并利润表（单位：万元）

项 目	2012 年	2011 年	2010 年
一、主营业务收入	363,708.43	178,953.25	80,847.02
主营业务收入净额	363,708.43	178,953.25	80,847.02
减：主营业务成本	301,799.65	158,082.78	68,608.89
主营业务税金及附加	2,331.66	1,100.11	409.37
二、主营业务利润	59,577.12	19,770.36	11,828.77
加：其他业务利润	-	37.00	-
营业费用	24.87	141.96	-
管理费用	13,585.18	3,890.18	5,045.14
财务费用	1,548.87	969.63	1,073.78
三、营业利润	44,418.19	14,805.60	5,709.84
加：投资收益	-306.56	-307.15	-307.35
补贴收入	39,156.17	23,188.66	15,300.00
营业外收入	-	40.62	-
减：营业外支出	50.00	205.00	16.42
四、利润总额	83,217.80	37,522.73	20,686.07
减：所得税	11,300.69	3,631.54	1,592.13
五、净利润	71,917.11	33,891.19	19,093.94

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
销售商品、提供劳务收到的现金	313,100.05	120,651.50	63,679.71
收到其他与经营活动有关的现金	39,935.60	113,475.55	20,366.69
经营活动现金流入小计	353,035.66	234,127.05	84,046.40
购买商品、接受劳务支付的现金	747,041.44	514,745.83	53,145.55
支付给职工以及为职工支付的现金	1,116.29	898.93	594.80
支付的各项税费	3,243.61	2,801.87	5,063.20
支付其他与经营活动有关的现金	77,113.62	17,894.91	89,390.91
经营活动现金流出小计	828,514.96	536,341.53	148,194.46
经营活动产生的现金流量净额	-475,479.30	-302,214.48	-64,148.07
取得投资收益收到的现金	5.59	5.00	4.80
投资活动现金流入小计	5.59	5.00	4.80
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	34,856.16	44,242.85	27,039.53
投资支付的现金	1,900.51	3,795.96	2,900.00
支付其他与投资活动有关的现金	4,000.00	-	-
投资活动现金流出小计	40,756.67	48,038.81	29,939.53
投资活动产生的现金流量净额	-40,751.08	-48,033.81	-29,934.73
取得借款收到的现金	426,200.00	160,300.00	108,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	163,599.45	172,776.38	65,305.00
筹资活动现金流入小计	589,799.45	333,076.38	173,305.00
偿还债务支付的现金	53,123.94	21,450.00	33,250.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,705.10	1,567.68	1,350.93
支付其他与筹资活动有关的现金	19,284.00	-	1,570.00
筹资活动现金流出小计	74,113.04	23,017.68	36,170.93
筹资活动产生的现金流量净额	515,686.41	310,058.70	137,134.07
现金及现金等价物净增加额	-543.97	-40,189.60	43,051.27

附录三-2 合并现金流量补充表（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
净利润	71,917.11	33,891.19	19,093.94
加：计提的资产减值准备	903.88	-274.92	659.23
固定资产折旧	1,240.91	1,044.48	985.74
无形资产摊销	8,442.74	59.36	59.36
处置固定资产等损失（减：收益）	-	-12.10	-
财务费用	1,705.10	1,567.68	1,350.93
投资损失（减：收益）	306.56	307.15	307.35
存货的减少（减：增加）	-486,205.29	-486,543.91	-10,026.25
经营性应收项目的减少（减：增加）	-56,733.69	125,529.78	-142,364.53
经营性应付项目的增加（减：减少）	-17,056.62	22,216.81	65,786.16
经营活动产生的现金流量净额	-475,479.30	-302,214.48	-64,148.07
现金的期末余额	32,030.54	32,574.51	72,764.11
减：现金的期初余额	32,574.51	72,764.11	29,712.84
现金及现金等价物净增加额	-543.97	-40,189.60	43,051.27

附录四 公司土地使用权明细

序号	权证号	面积 (亩)	入账价值 (万元)	性质	用途	抵押情况
1	潭九国用(2008)第 A02023	110.25	6,182	出让	商服住宅	已抵押
		128.82	7,222	出让	商服住宅	已抵押
2	潭九国用(2008)第 A02031-1 号	92.2	5,741	出让	商服住宅	已抵押
3	潭九国用(2008)第 A02031-2 号	106.73	6,646	出让	商服住宅	已抵押
4	潭九国用(2009)第 A02008	188.65	13,011	出让	商服住宅	已抵押
5	潭九国用(2009)第 A02009	309.97	20,086	出让	商服住宅	已抵押
6	潭九国用(2009)第 A02015	195.27	14,079	出让	商服住宅	已抵押
7	潭九国用(2009)第 A02016	361.12	23,665	出让	商服住宅	已抵押
8	潭九国用(2009)第 A02017	252.31	18,078	出让	商服住宅	已抵押
9	潭九国用(2009)第 A02025	168.09	10,197	出让	商服住宅	已抵押
10	潭九国用(2009)第 A02027	876.56	53,720	出让	商服住宅	已抵押
11	潭九国用(2009)第 A02028	141.94	9,943	出让	商服住宅	已抵押
12	潭九国用(2009)第 A02026 号	99.86	6,138	出让	商服住宅	已抵押
13	潭九国用(2009)第 A02005 号	249.94	17,149	出让	商服住宅	已抵押
14	潭九国用(2010)第 A01048 号	339.05	41,477	出让	商服住宅	已抵押
15	潭九国用(2010)第 A01052 号	323.67	39,531	出让	商服住宅	已抵押
16	潭九国用(2010)第 A01019 号	100	11,025	出让	商服住宅	已抵押
17	潭九国用(2010)第 A01021 号	300	32,641	出让	商服住宅	已抵押
18	潭九国用(2010)第 A01055 号	500	54,627	出让	商服住宅	已抵押
19	潭九国用(2010)第 A01057 号	500	53,500	出让	商服住宅	已抵押
20	潭九国用(2010)第 A01022 号	389.93	42,518	出让	商服住宅	已抵押
21	潭九国用(2010)第 A01058 号	215.65	23,965	出让	商服住宅	已抵押
22	潭九国用(2010)第 A01051 号	207.02	26,889	出让	商服住宅	已抵押
23	潭九国用(2011)第 A02001 号	593.01	79,250	出让	商服住宅	已抵押
24	潭九国用(2011)第 A02002 号	321.32	42,961	出让	商服住宅	已抵押
25	潭九国用(2011)第 A02003 号	285.64	38,178	出让	商服住宅	已抵押
26	潭九国用(2011)第 A02005 号	414.94	63,632	出让	商服住宅	已抵押
27	潭九国用(2011)第 A02006 号	489.39	74,622	出让	商服住宅	已抵押
28	潭九国用(2011)第 A02007 号	246.03	37,683	出让	商服住宅	已抵押
29	潭九国用(2011)第 A02008 号	131.5	20,154	出让	商服住宅	已抵押
30	潭九国用(2011)第 A02009 号	512.51	67,772	出让	商服住宅	已抵押
31	潭九国用(2011)第 A02010 号	437.76	71,354	出让	商服住宅	已抵押
32	潭九国用(2011)第 A02013 号	335.33	44,342	出让	商服住宅	已抵押
33	潭九国用(2009)第 A01017	47.2	6,385	出让	商服住宅	已抵押

34	潭九国用（2012）第 A02021 号	200.23	36,041	出让	商服住宅	已抵押
35	潭九国用（2012）第 A02022 号	148.07	26,653	出让	商服住宅	已抵押
36	潭九国用（2012）第 A02023 号	164.1	29,538	出让	商服住宅	已抵押
37	潭九国用（2012）第 A02024 号	166.08	26,573	出让	商服住宅	已抵押
38	潭九国用（2012）第 A02025 号	180.95	27,372	出让	商服住宅	已抵押
39	潭九国用（2012）第 A02026 号	182.95	28,407	出让	商服住宅	已抵押
40	潭九国用（2012）第 A02027 号	156.9	25,124	出让	商服住宅	已抵押
41	潭九国用（2012）第 A02028 号	105.77	18,129	出让	商服住宅	已抵押
42	潭九国用（2012）第 A02029 号	254.34	45,883	出让	商服住宅	已抵押
43	潭九国用（2012）第 A02030 号	209.7	39,956	出让	商服住宅	已抵押
44	潭九国用（2012）第 A02031 号	208.78	33,989	出让	商服住宅	已抵押
45	潭九国用（2012）第 A02032 号	209.12	31,437	出让	商服住宅	已抵押
46	潭九国用（2012）第 A02019 号	68	10,469	出让	商服住宅	已抵押
47	潭九国用（2012）第 A02020 号	72	11,085	出让	商服住宅	已抵押
48	潭九国用（2012）第 A02038 号	72	11,085	出让	商服住宅	已抵押
49	潭九国用（2012）第 A02039 号	192.32	29,610	出让	商服住宅	已抵押
50	潭九国用（2012）第 A02093	42.39	8,265	出让	商服住宅	已抵押
51	潭九国用（2012）第 A02094	124.05	24,189	出让	商服住宅	已抵押
52	潭九国用（2012）第 A02096	125.72	21,872	出让	商服住宅	已抵押
53	潭九国用（2012）第 A02097	43.29	7,538	出让	商服住宅	已抵押
54	潭九国用（2012）第 A02100	132.02	22,970	出让	商服住宅	已抵押
55	潭九国用（2012）第 A02101	132.68	23,084	出让	商服住宅	已抵押
56	潭九国用（2012）第 A02102	133.54	26,040	出让	商服住宅	已抵押
57	潭九国用（2012）第 A02103	128.41	25,040	出让	商服住宅	已抵押
58	潭九国用（2012）第 A02104	127.41	24,847	出让	商服住宅	已抵押
61	潭九国用（2012）第 A02107	121.96	21,238	出让	商服住宅	已抵押
62	潭九国用（2012）第 A02113	131.28	22,861	出让	商服住宅	已抵押
63	潭九国用（2012）第 A02114	133.1	25,954	出让	商服住宅	已抵押
64	潭九国用（2012）第 A02115	133.64	23,270	出让	商服住宅	已抵押
66	潭九国用（2012）第 A02117	133.74	26,079	出让	商服住宅	已抵押
67	潭九国用（2012）第 A02118	130.83	22,782	出让	商服住宅	已抵押
68	潭九国用（2012）第 A02119	129.48	25,249	出让	商服住宅	已抵押
69	潭九国用（2012）第 A02120	128.02	22,293	出让	商服住宅	已抵押
70	潭九国用（2012）第 A02121	75.05	14,636	出让	商服住宅	已抵押
74	潭九国用（2012）第 A02092 号	100.25	17,891	出让	商服住宅	已抵押
75	潭九国用（2012）第 A02095 号	127	25,165	出让	商服住宅	已抵押
76	潭九国用（2012）第 A02098 号	43.93	7,841	出让	商服住宅	已抵押
77	潭九国用（2012）第 A02099 号	44.2	8,758	出让	商服住宅	已抵押
78	潭九国用（2012）第 A02108 号	87.45	15,607	出让	商服住宅	已抵押

79	潭九国用（2012）第 A02109 号	90.87	18,005	出让	商服住宅	已抵押
80	潭九国用（2012）第 A02110 号	132.06	26,166	出让	商服住宅	已抵押
81	潭九国用（2012）第 A02111 号	131.37	23,445	出让	商服住宅	已抵押
82	潭九国用（2012）第 A02112 号	131.99	26,152	出让	商服住宅	已抵押
83	潭九国用（2012）第 A02122 号	75.98	13,559	出让	商服住宅	已抵押
84	潭九国用（2012）第 A02123 号	75.39	13,454	出让	商服住宅	已抵押
85	潭九国用（2012）第 A02124 号	75.42	1,3459	出让	商服住宅	已抵押
小 计	-	15,785.49	2,113,427	-	-	-

附录五 主要财务指标计算公式

盈利能力	主营业务毛利率	$(\text{主营业务收入净额} - \text{主营业务成本}) / \text{主营业务收入净额} \times 100\%$
	主营业务净利率	$\text{净利润} / \text{主营业务收入净额} \times 100\%$
	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	$(\text{利润总额} + \text{财务费用}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$\text{期间费用} / \text{主营业务收入净额} \times 100\%$
营运效率	总资产周转率（次）	$\text{主营业务收入净额} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
	固定资产周转率（次）	$\text{主营业务收入净额} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2]$
	应收账款周转率	$\text{主营业务收入净额} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2]$
	存货周转率	$\text{主营业务成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率	$\text{主营业务成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2]$
	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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{ 年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	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	$\text{EBIT} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$

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。