

铜仁市梵净山投资有限公司

**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  
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>

## 铜仁市梵净山投资有限公司 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：国有土地使用权抵押

债券剩余期限：72 个月

债券剩余规模：12 亿元

评级日期：2013 年 08 月 28 日

### 首次评级结果：

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

债券期限：84 个月

债券规模：12 亿元

评级日期：2012 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”）对铜仁市梵净山投资有限公司（以下简称“铜仁梵投”或“公司”）及其2012年8月发行的12亿元公司债券（以下简称“本期债券”）2013年跟踪评级结果为：本期债券信用等级上调为AA+，公司主体长期信用等级上调为AA，评级展望维持为稳定。

### 主要财务指标：

项 目	2012 年	2011 年
总资产（万元）	2,132,327.17	1,993,166.18
归属于母公司的所有者权益（万元）	1,656,660.04	1,631,732.09
资产负债率	22.31%	18.13%
流动比率	14.54	18.57
速动比率	3.41	2.95
营业收入（万元）	104,790.87	91,118.30
营业利润（万元）	17,003.91	15,387.25
营业外收入（万元）	12,242.50	12,047.20
利润总额（万元）	29,245.81	27,421.37
综合毛利率	21.48%	35.62%
总资产回报率	1.42%	1.92%
EBITDA（万元）	30,157.63	28,126.81
EBITDA 利息保障倍数	1.62	1.53
经营活动净现金流（万元）	-53,371.78	-8,078.19

资料来源：公司审计报告

**正面:**

- 跟踪期内，铜仁市经济继续保持增长态势，财政收入稳步增长；
- 公司拥有较大的土地资产规模，未来有望为公司带来较为丰厚的收入；
- 跟踪期内，公司在财政补贴方面继续得到当地政府的支持；
- 用于抵押的土地使用权评估价值对本期债券覆盖倍数较高，仍能够有效提升本期债券的信用水平。

**关注:**

- 铜仁市财政收入较为依赖上级补助，一般预算自给能力较弱；
- 公司在建项目暂无签订回购协议，未来是否回购存在不确定性；
- 公司土地资产大部分已设置抵押，且土地出让自主决策权较低，土地出让的稳定性具有不确定性；
- 跟踪期内，应收账款和其他应收款大幅增加，影响公司的资金使用效率；
- 公司可供抵押的有效资产较少，后续融资空间受限；
- 公司现金回笼状况较差，对外部融资较为依赖；
- 公司有息债务规模相对较大，存在一定的债务偿付压力。

**分析师**

姓名：范刚强 李飞宾

电话：0731-84285422

邮箱：fangq@pyrating.cn

## 一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展改革委《关于贵州铜仁市梵净山投资有限公司发行 2012 年公司债券核准的批复》(发改财金[2012]2012 号字), 公司于 2012 年 8 月 2 日公开发行 7 年期 12 亿元公司债券, 发行利率为 6.89%。

本期债券起息日为 2012 年 8 月 2 日, 按年计息, 每年付息一次。本期债券设置本金提前偿付条款, 即在本期债券存续期第 3 年起分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金。2013 年 8 月 2 日为本期债券第一次付息日, 公司已按时支付利息。

截至 2013 年 7 月 31 日本期债券募投资金已使用完毕。

## 二、发行主体概况

2012 年 12 月 31 日, 公司实收资本由 20.90 亿元增加到 40 亿元, 股东用资本公积转增 19.10 亿元。增资后注册资本及实收资本均为 40 亿元, 其中铜仁市财政局出资 12 亿元, 占 30%; 铜仁市公产管理办公室出资 28 亿元, 占 70%。本次增资已经铜仁同致联合会计师事务所“黔铜同致验字(2012)第 546 号”验资报告审验。

2012 年公司投资 2,000 万元新设铜仁梵净山城市建设投资有限公司, 主营业务为城市基础设施建设, 公司持有其 100% 股权, 除此之外, 公司合并范围未发生其他变化。

跟踪期内, 公司名称、实际控制人均未发生变更。

截至 2012 年 12 月 31 日, 公司总资产为 2,132,327.17 万元, 归属于母公司的所有者权益为 1,656,660.04 万元, 资产负债率为 22.31%。2012 年度, 公司实现营业收入 104,790.87 万元, 净利润 24,927.95 万元, 经营活动产生的现金流净额为 -53,371.78 万元。

## 三、地方经济与财政实力

### 跟踪期内, 铜仁市经济继续保持增长态势, 但增速有所回落

近年来随着区域交通条件的逐步改善及国家对武陵山片区支持力度的加强, 铜仁市工业和旅游业得到了初步的发展, 全市 12 个产业园初具雏形, 2012 年工业增加值为 94.63 亿元, 同比增长 15.6%; 2012 年全年共接待旅游人数 1,850 万人次, 同比增长 23.1%, 实现旅总收入 119.54 亿元, 同比增长 35%。

在工业和旅游业的带动下, 铜仁市社会经济也获得较快发展, 国民经济持续稳定增长。

2012年铜仁市实现地区生产总值443.91亿元，增长15.30%，增速小幅回落，但仍高于全国同期7.8%的增速；完成全社会固定资产投资702.81亿元，增长65.80%，固定资产投资继续保持较高的增长速度；全年社会消费品零售总额103.90亿元，增长15.6%，消费市场保持快速增长。

表1 铜仁市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	增长率	金额	增长率
地区生产总值	443.91	15.30%	357.72	15.50%
第一产业增加值	123.93	8.80%	103.50	2.60%
第二产业增加值	126.79	15.30%	99.90	22.10%
第三产业增加值	193.19	19.50%	154.30	20.80%
规模工业增加值	70.68	21.10%	47.52	21.60%
全社会固定资产投资	702.81	65.80%	424.00	86.60%
社会消费品零售总额	103.90	15.60%	89.88	19.40%
存款余额	536.21	19.50%	448.87	19.70%
贷款余额	381.35	26.90%	300.52	24.10%

资料来源：铜仁市2011-2012年国民经济和社会发展统计公报

跟踪期内，铜仁市经济虽然保持了较好的增长态势，但其起步较晚，产业体系尚处于初步发展阶段，缺乏具有产业集聚力的行业龙头企业，支柱产业尚不具规模，工业基础仍然较为薄弱，整体经济发展水平较低。2012年铜仁市GDP在贵州省下属各市（州）中名列第8位，处于较为靠后的地位。

表2 贵州省各市（州）GDP及增长速度（单位：亿元）

项目	2012年		2011年	
	生产总值	增长率	生产总值	增长率
1 贵阳市	1,700.30	17.0%	1,283.07	17.1%
2 遵义市	1,343.93	15.9%	1,121.16	17.0%
3 毕节市	877.96	15.3%	737.41	16.8%
4 六盘水市	738.65	16.0%	613.39	16.6%
5 黔南州	533.34	15.5%	443.59	15.5%
6 黔东南州	477.75	16.5%	383.63	16.8%
7 黔西南州	462.28	15.4%	375.32	15.6%
8 铜仁市	433.91	15.3%	357.72	15.5%
9 安顺市	352.62	15.4%	285.55	15.0%
贵州省	6,802.2	13.6%	5,701.84	15.0%

资料来源：贵州省各市（州）国民经济和社会发展统计公报

跟踪期内，铜仁市财政收入稳步增长，但财政收入较为依赖上级补助，一般预算自给能力较弱

跟踪期内，铜仁市财政收入稳步增长，其中 2012 年一般预算收入为 36.57 亿元，同比增长 28.72%。

从 2012 年铜仁市财政收入构成看，上级补助收入是地方财政收入的主要来源。铜仁市下辖的 8 个县中有 7 个为国家级贫困县，且其地处的武陵山地区为国家扶贫攻坚的主战场之一，在上级财政转移支付方面获得了国家和省级财政的大力支持，2012 年铜仁市获得 160.98 亿元的上级补助收入，占当年财政收入的 68.95%。随着当地房地产市场的逐步发展，政府性基金收入增长较快，2012 年铜仁市政府性基金收入为 35.93 亿元，同比增长 65.65%。

表3 2011-2012 年铜仁市财政收入情况（单位：亿元）

	2012 年	2011 年
1、一般预算收入	36.57	28.41
其中：税收收入	24.60	18.74
2、上级补助收入	160.98	130.23
其中：返还性收入	2.69	2.59
一般性转移支付收入	81.68	67.86
专项转移支付收入	76.62	59.78
3、政府性基金收入	35.93	21.69
<b>合计 (1+2+3)</b>	<b>233.48</b>	<b>180.33</b>
税收收入/一般预算收入	67.27%	65.96%
一般预算支出	206.91	164.39
政府性基金支出	41.69	23.65
一般预算支出/一般预算收入	5.66	5.79

资料来源：铜仁市财政局

从财政收支平衡来看，2012 年铜仁市一般预算支出为 206.91 亿元，为当年财政一般预算收入的 5.66 倍，一般预算收入与一般预算支出缺口较大，财政自给能力不强，上级补助是弥补其资金缺口的重要来源。

2012 年铜仁市一般预算收入在贵州省排名第 9 位。

表4 贵州省各市（州）一般预算收入及增速（单位：亿元）

项目	2012 年		2011 年	
	一般预算收入	增长率	一般预算收入	增长率
1 贵阳市	241.20	28.9%	187.09	37.3%
2 遵义市	113.00	33.5%	84.62	46.9%
3 毕节市	110.43	36.7%	80.76	30.0%

4	六盘水市	103.49	47.0%	70.84	43.7%
5	黔东南州	70.07	54.8%	45.27	72.9%
6	黔西南州	64.42	41.5%	45.74	58.9%
7	黔南州	57.87	47.6%	39.20	49.4%
8	安顺市	37.50	41.55	26.51	33.6%
9	铜仁市	36.57	28.8%	28.41	55.3%
	贵州省	1,014.05	31.2%	773.18	44.9%

资料来源：各地市统计公报

#### 四、经营与竞争

跟踪期内，公司未发生土地出让业务，项目回购成为公司最主要的收入来源，2012年公司项目回购收入为98,733.66万元，占当年公司营业收入的94.22%，其他业务收入规模较小，对公司收入及利润贡献不大。

表5 2011-2012年公司营业收入和毛利率情况（单位：万元）

项 目	2012 年		2011 年	
	收 入	毛 利 率	收 入	毛 利 率
项目回购	98,733.66	16.67%	-	-
土地出让	-	-	88,511.30	33.73%
项目管理	1,070.11	100.00%	1,174.23	100.00%
物业	436.85	99.82%	222.65	96.83%
BT 担保费	1,935.00	100.00%	1,181.08	100.00%
公交营业	5.59	-18.80%	-	-
租赁	2,609.66	100.00%	29.04	100.00%
合 计	104,790.87	21.48%	91,118.30	35.62%

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司未发生土地出让，目前拥有的存量土地面积较大，未来有望为公司带来较为丰厚的出让收入；公司承担的梵净山环线公路项目由铜仁市政府回购，为公司带来较丰厚的回购收入；在建项目暂无签订回购协议，未来是否回购存在一定的不确定性

跟踪期内，公司拥有的土地未出让，未产生土地出让收入。截至2012年末，公司拥有土地33,951.80亩土地，其中工业用地10,435.70亩，商住和综合用地23,516.09亩，账面价值合计150.87亿元，未来随着该部分土地的陆续出让，有望为公司带来较为丰厚的收入。但同时我们也关注到，公司土地中30,271.60亩土地已设置抵押，且均为长期借款，短期内无法出让。另外，公司土地出让需经政府同意，自主决策权较低，政府供地受城市开发进展及土地市场

价格波动的影响较大，土地出让的稳定性具有不确定性。

2012年1月20日，公司与贵州省铜仁市人民政府（以下简称“铜仁市政府”）签订《贵州省铜仁市梵净山环线公路项目投资建设回购合同》，合同约定：公司负责贵州省铜仁市梵净山环线公路项目（以下简称“梵净山环线公路项目”）的投资建设，项目估算总投资为5.3亿元，回购价款为完成投资额（需经贵州省铜仁市审计局审验）的120%（其中投资利息按7%计算，投资回报为投资额的13%）。该项目已于2012年12月31日完工，铜仁市政府与公司共同委托贵州省铜仁市审计局对项目投资额进行审核确认，确认的投资额为8.23亿元，根据与铜仁市政府签订的合同，公司确认9.87亿元的项目回购收入。

截至2012年末，公司主要在建项目共3项，计划投资额14.43亿元，该部分项目拟计划由铜仁市政府回购，但目前暂未签订回购合同，未来是否回购存在不确定性。

**表6 截至2012年末公司在建项目情况（单位：亿元）**

项目名称	计划总投资	已投资	完工进度	项目工期
城市快速干道工程	9.22	2.72	29.50%	2010.10-2013.06
梵净山环线三联线工程	3.11	2.44	78.46%	2010.03-2013.10
公交公司公交站场	2.10	0.00	-	2012.12-2014.12
合计	<b>14.43</b>	<b>5.16</b>	-	-

资料来源：公司提供

另外，根据2009年第13此专员会议纪要（铜署署发[2009]13号），公司为铜仁唯一的投融资主体，享有向投资项目业主（借款单位）收取融资成本费和担保费的权利。2012年，公司与铜仁市政府及中国核工业第二二建设有限公司签订三方协议，协议约定：中国核工业第二二建设有限公司负责铜仁大型工业园区市政主干道、川硐教育园区道路、铜仁一中新校区和铜仁学院新校区的项目建设，项目合同金额合计10亿元，项目完工后由铜仁市政府负责回购，公司为铜仁市政府的回购履约提供担保，公司一次性向铜仁市政府收取担保费1,935万元（100,000万元\*同期银行贷款基准利率6.45%\*30%），担保费的收取为公司贡献了一定的收入。另外我们也关注到，跟踪期内梵净山旅游景区门票收入分成暂未执行。

#### **跟踪期内，公司继续在财政补贴方面得到政府的大力支持**

作为铜仁市主要的城市基础设施投融资建设主体，公司承担了铜仁市重大基础设施项目的投资建设任务。为保证铜仁市城市建设的顺利实施及公司的正常运行，跟踪期内，铜仁市财政局合计给予公司1.22亿元的财政补贴，在一定程度上充实了公司的营运资金。

## **五、财务分析**

## (一) 财务分析基础说明

以下我们的分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2012 年审计报告，公司的财务报表按照新会计准则进行编制。

## (二) 财务状况

公司资产规模较大，已抵押土地占比较高，资产流动性受限，资产质量一般；公司主营业务盈利能力尚可，持续的财政补贴收入进一步增厚了公司利润；公司主营业务现金回笼情况较差，投资支出规模较大，对融资活动较为依赖；公司土地资产大多已经抵押，后续融资空间受限，届时公司资金压力将进一步加重；公司有息债务规模较大，面临一定的债务偿付压力。

截至 2012 年末，公司资产规模为 2,132,327.17 万元，同比增长 6.98%。公司资产以流动资产为主，2012 年末公司流动资产占比为 96.10%。

表7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年	
	金额	比重	金额	比重
流动资产合计	2,049,127.14	96.10%	1,936,781.22	97.17%
货币资金	30,347.94	1.42%	32,970.53	1.65%
应收账款	185,677.11	8.71%	88,720.33	4.45%
其他应收款	252,709.41	11.85%	175,289.24	8.79%
存货	1,568,011.30	73.54%	1,628,820.98	81.72%
非流动资产合计	83,200.04	3.90%	56,384.96	2.83%
在建工程	51,620.74	2.42%	26,399.46	1.32%
资产总计	2,132,327.17	100.00%	1,993,166.18	100.00%

资料来源：公司审计报告

2012 年末，公司货币资金 30,347.94 万元，主要为银行存款，其中有 500 万元三年期定期存单用于为铜仁市第一中学贷款 250 万元提供质押担保，流动性受到一定的限制。2012 年底公司应收账款为 185,677.11 万元，其中应收铜仁市财政局 185,115.87 万元，主要为应收的项目回购款和土地转让款，公司应收账款较 2011 年增加较多主要为 2012 年公司项目回购款未收到所致，考虑到对方为政府部门，出现坏账的风险不大；公司其他应收款为 252,709.41 万元，主要是和大兴科技工业区管理委员会、贵州大龙经济开发区管委会、铜仁新城区土地整治项目办公室等单位之间的借款及部分预付的土地整治款，2012 年增加较多主要是预付的土地整治费及大兴科技工业区管理委员会等单位往来款增加所致。2012 年底，公司应收

账款和其他应收款合计 438,386.52 万元，规模较大，在一定程度上影响公司资金的使用效率。

2012 年末，公司存货为 1,568,011.30 万元，其 1,508,657.11 万元为土地资产；58,550.64 万元为公司购置的 44,767 亩耕地流转指标，公司存货较 2011 年有所减少主要为梵净山环线公路项目成本结转所致。公司存货中的土地资产主要为前期政府及股东注入，面积合计 33,951.80 亩，其中 30,271.60 亩土地已设置抵押，该部分土地资产流动性受限。

综上，公司资产规模较大，主要为土地资产，土地资产大部分已经抵押，流动性受到一定限制。

跟踪期内，公司收入主要来源于项目回购收入，截至 2012 年末公司暂无后续回购项目，且土地出让存在一定的不确定性，主营业务未来存在波动的可能性。

公司土地出让及项目回购业务毛利均较高，目前盈利能力尚可。跟踪期内，铜仁市财政局通过下发文件形式确认给予公司 12,242.50 万元的财政补贴，进一步增厚了公司利润。

2011-2012 年公司确认的财政补贴合计 24,242.50 万元，为两年利润总额合计的 42.78%，财政补贴对公司利润贡献较大。

**表 8 公司 2011-2012 年主要盈利指标（单位：万元）**

	2012 年	2011 年
营业收入	104,790.87	91,118.30
营业利润	17,003.91	15,387.25
营业外收入	12,242.50	12,047.20
利润总额	29,245.81	27,421.37
净利润	24,927.95	23,455.63
综合毛利率	21.48%	35.62%
期间费用率	2.04%	1.45%
总资产回报率	1.42%	1.92%

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司项目回购资金大部分未收回，收现比较低，经营活动现金流持续呈较大规模净流出状态；持续大规模未回购的基础设施建设，使得公司投资支出持续维持在净流出状态。较大规模的经营及投资资金缺口使得融资成为公司建设资金的主要来源，2012 年公司融资活动现金净流入为 7.91 亿元。

截至 2012 年 12 月 31 日，公司主要在建项目预算总投资为 14.43 亿元，尚有 9.27 亿元的资金缺口，在目前公司经营及投资活动均持续呈大规模净流出的状态下，面临一定的资金压力。

同时我们关注到，目前公司土地资产基本上已经抵押完毕，后续融资空间受限，届时将

进一步增加公司的资金压力。

表 9 公司 2011-2012 年现金流量情况（单位：万元）

	2012 年	2011 年
收现比	0.08	0.01
销售商品、提供劳务收到的现金	7,814.73	1,229.44
经营活动现金流净额	-53,371.78	-8,078.19
投资活动现金流净额	-28,368.74	-55,007.80
筹资活动现金流净额	79,117.93	-41,968.85
现金净增加额	-2,622.59	-105,054.85

数据来源：公司审计报告

跟踪期内，随着基础设施项目建设支出的增加，公司对外融资规模不断提升，截至 2012 年末公司债务总额为 475,667.13 万元，资产负债率为 22.31%，公司债务主要为长期负债。

2012 年末公司应付债券为 118,797.60 万元<sup>1</sup>，长期借款 210,942.00 万元，一年内到期的非流动负债为 21,000.00 万元，有息债务合计 350,739.60 万元，有息债务规模较大，存在一定债务偿付压力。

表 10 公司 2011-2012 年债务结构（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年	
	金额	比重	金额	比重
流动负债合计	140,904.98	29.62%	104,305.03	28.86%
短期借款	-	-	-	-
应交税费	76,488.66	16.08%	68,162.76	18.86%
其他应付款	37,624.06	7.91%	33,283.71	9.21%
一年内到期的非流动负债	21,000.00	4.41%	-	-
非流动负债合计	334,762.15	70.38%	257,129.06	71.14%
长期借款	210,942.00	44.35%	254,242.00	70.34%
应付债券	118,797.60	24.97%	-	-
负债总额	475,667.13	100.00%	361,434.09	100.00%

数据来源：公司审计报告

从偿债能力来看，公司流动比率及速动比率较高，资产对债务的覆盖程度尚可；EBITDA 利息保障倍数为 1.62，利润对债务利息保障程度一般。

表 11 公司 2011-2012 年偿债能力指标

	2012 年	2011 年
资产负债率	22.31%	18.13%
流动比率	14.54	18.57

<sup>1</sup> 公司债券发行规模为 120,000 万元，其中承销费用为 1,296 万元计入“利息调整”，每年年末按实际利率进行摊销，此处应付债券为经调整后的债券账面价值。

速动比率	3.41	2.95
EBITDA (万元)	30,157.63	28,126.81
EBITDA 利息保障倍数	1.62	1.53

数据来源：公司审计报告

## 六、其他事项

截至2012年12月31日，公司为外部单位提供担保余额100,250.00万元，详见下表。

表 12 截至 2012 年 12 月 31 日公司对外担保贷款明细（单位：万元）

担保对象名称	担保种类	担保余额	担保期限
铜仁市第一中学贷款	定期存单质押担保	250.00	-
铜仁市人民政府	保证担保	100,000.00	2012/1/15-2015/12/30
合计	-	100,250.00	-

资料来源：公司提供

## 七、本期债券偿还保障

### 土地使用权抵押仍能够有效提升本期债券的信用水平

公司以其拥有的 27 宗土地使用权为本期债券提供抵押担保，该部分土地主要位于铜仁市川硐镇谭木桥、松桃县城市主干道两侧、江口县梵净山环线两侧、铜仁市城市主干道两侧，土地规划用途为商服用地，土地使用权类型为国有出让，土地总面积 4,401,355.34 平方米。经铜仁同致房地产资产评估有限公司出具的“同致[估]字（2011）第 102 号”《土地评估报告》（评估基准日为 2011 年 6 月 30 日），该 27 宗土地价值 402,954.31 万元，为本期债券发行金额的 3.36 倍。但我们也关注到，跟踪期内公司未对本期债券抵押物进行重新评估。考虑到跟踪期内，铜仁市土地市场交易价格并未发生明显下滑迹象，我们认为抵押的土地使用权仍能有效提升本期债券的信用水平。

表 13 公司抵押土地估价结果一览表（单位：平方米、元/平方米、万元）

土地使用证编号	宗地位置	宗地面积	评估单价	地价总额
松国用（2011）第 939 号	大兴镇城市主干道两侧	149,334.08	835.31	12,474.03
松国用（2011）第 940 号	乌罗镇梵净山环线两侧（冷家坝）	97,333.82	918.63	8,941.38
松国用（2011）第 941 号	乌罗镇梵净山环线两侧（田家坝）	70,000.35	927.82	6,494.77
松国用（2011）第 942 号	乌罗镇梵净山环线两侧（核桃坪）	23,333.45	964.56	2,250.65
松国用（2011）第 943 号	乌罗镇梵净山环线两侧（凤形一）	48,000.24	946.19	4,541.73
松国用（2011）第 944 号	乌罗镇梵净山环线两侧（凤形二）	73,333.70	946.19	6,938.76

松国用（2011）第 945 号	乌罗镇梵净山环线两侧（苦竹坝一）	46,666.90	937.00	4,372.69
松国用（2011）第 946 号	乌罗镇梵净山环线两侧（苦竹坝二）	53,333.60	937.00	4,997.36
松国用（2011）第 947 号	乌罗镇梵净山环线两侧（苦竹坝三）	33,333.50	937.00	3,123.35
江初国用（2011）第 100 号	江口县太平乡梵净山村黄家坝	53,333.60	1,135.20	6,054.43
江初国用（2011）第 101 号	江口县太平乡梵净山村芭蕉湾	46,666.90	1,021.68	4,767.86
江初国用（2011）第 102 号	江口县太平乡梵净山村上坝	26,666.80	1,078.44	2,875.85
江初国用（2011）第 103 号	江口县太平乡梵净山村艾家坝	40,000.20	1,101.14	4,404.58
江初国用（2011）第 104 号	江口县太平乡梵净山村黎家坝	53,333.60	1,112.50	5,933.36
江初国用（2011）第 105 号	江口县太平乡梵净山村二坝（一）	33,333.50	1,021.68	3,405.62
江初国用（2011）第 106 号	江口县太平乡梵净山村上坝（二）	53,333.60	1,021.68	5,448.99
江初国用（2011）第 107 号	江口县太平乡梵净山村明牙池	33,333.50	998.98	3,329.95
江初国用（2011）第 108 号	江口县太平乡梵净山村习家坪（一）	20,000.10	1,021.68	2,043.37
江初国用（2011）第 109 号	江口县太平乡梵净山村习家坪（二）	33,333.50	1,021.68	3,405.62
江初国用（2011）第 110 号	江口乡太平乡梵净山村鹅家坳	63,333.65	976.27	6,183.07
江初国用（2011）第 111 号	江口乡太平乡梵净山村鹅家坳（二）	24,666.79	987.62	2,436.14
江初国用（2011）第 112 号	江口县太平乡梵净山村独岩	20,000.10	976.27	1,952.55
江初国用（2011）第 113 号	江口乡太平乡梵净山村洼溪	53,333.60	987.62	5,267.33
江初国用（2011）第 114 号	江口县太平乡梵净山村顺水坝	18,666.76	998.98	1,864.77
铜市国用（2011）第 5000 号	铜仁市滑石乡桃树湾	513,335.90	940.99	48,304.39
铜市国用（2011）第 5001 号	铜仁市滑石乡新树坳	2,013,343.40	893.94	179,980.82
铜市国用（2010）第 1768 号	铜仁市川硐镇潭木桥 11 号地块	706,670.20	865.48	61,160.89
<b>合 计</b>	-	<b>4,401,355.34</b>	-	<b>402,954.31</b>

注：评估基准日为 2011 年 6 月 30 日

资料来源：公司提供

上述土地抵押物均已于 2012 年 4 月 10 日之前办妥土地抵押登记手续。

## 八、评级结论

跟踪期内，公司承担的梵净山环线公路项目由铜仁市政府回购，支撑了公司收入规模，财政补贴进一步增加了公司业务利润；但土地出让及项目回购均存在不确定性，公司收入存在波动的可能性；公司主营业务现金回笼状况较差，影响公司资金使用效率并加重了公司建设资金压力；受土地资产大部分已抵押的影响，后续可用于抵押的有效资产较少，公司后融资空间受限，将进一步加重公司资金压力。同时我们也考虑到公司作为铜仁市城市建设开发主体，能得到当地政府的大力支持，且用于抵押的土地使用权评估价值对本期债券覆盖倍数较高，仍能有效提升本期债券的信用水平。

基于上述情况，鹏元对公司主体长期信用等级上调为 AA，本期债券信用等级上调为 AA+，评级展望维持为稳定。

## 附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年
货币资金	30,347.94	32,970.53
应收账款	185,677.11	88,720.33
预付款项	12,381.37	10,980.14
其他应收款	252,709.41	175,289.24
存货	1,568,011.30	1,628,820.98
<b>流动资产合计</b>	<b>2,049,127.14</b>	<b>1,936,781.22</b>
长期应收款	315.74	315.74
长期股权投资	912.50	772.50
投资性房地产	13,433.27	12,635.30
固定资产	12,366.67	12,924.35
在建工程	51,620.74	26,399.46
无形资产	4,375.50	3,038.53
长期待摊费用	20.16	165.99
递延所得税资产	155.18	133.10
其他非流动资产	0.27	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>83,200.04</b>	<b>56,384.96</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,132,327.17</b>	<b>1,993,166.18</b>
短期借款	0.00	0.00
应付账款	2,351.72	2,839.20
预收款项	4.78	16.65
应付职工薪酬	15.31	2.70
应交税费	76,488.66	68,162.76
应付利息	3,420.46	0.00
其他应付款	37,624.06	33,283.71
一年内到期的非流动负债	21,000.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>140,904.98</b>	<b>104,305.03</b>
长期借款	210,942.00	254,242.00
应付债券	118,797.60	0.00
专项应付款	3,956.00	2,020.00
递延所得税负债	1,066.55	867.06
<b>非流动负债合计</b>	<b>334,762.15</b>	<b>257,129.06</b>
<b>负债合计</b>	<b>475,667.13</b>	<b>361,434.09</b>
实收资本	400,000.00	209,000.00
资本公积	1,145,169.87	1,336,169.87
盈余公积	11,204.17	8,585.26
未分配利润	100,285.99	77,976.97

归属于母公司所有者权益合计	1,656,660.04	1,631,732.09
所有者权益合计	1,656,660.04	1,631,732.09
负债和所有者权益总计	2,132,327.17	1,993,166.18

## 附录二 利润表（单位：万元）

项目	2012年	2011年
<b>一、营业总收入</b>	<b>104,790.87</b>	<b>91,118.30</b>
其中：营业收入	104,790.87	91,118.30
其中：主营业务收入	102,181.21	91,089.26
其他业务收入	2,609.66	29.04
<b>二、营业总成本</b>	<b>88,584.93</b>	<b>77,037.32</b>
其中：营业成本	82,285.47	58,664.31
其中：主营业务成本	82,285.47	58,664.31
营业税金及附加	4,212.62	16,755.75
销售费用	6.57	0.00
管理费用	2,356.75	1,792.50
财务费用	-224.56	-470.47
资产减值损失	-51.92	295.23
加：公允价值变动收益	797.97	1,306.26
<b>三、营业利润</b>	<b>17,003.91</b>	<b>15,387.25</b>
加：营业外收入	12,242.50	12,047.20
减：营业外支出	0.60	13.08
<b>四、利润总额</b>	<b>29,245.81</b>	<b>27,421.37</b>
减：所得税费用	4,317.86	3,965.75
<b>五、净利润</b>	<b>24,927.95</b>	<b>23,455.63</b>

### 附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年
<b>一、经营活动产生的现金流量：</b>	-	-
销售商品、提供劳务收到的现金	7,814.73	1,229.44
收到其他与经营活动有关的现金	166,331.18	40,650.73
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>174,145.91</b>	<b>41,880.16</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	12,502.02	27,979.78
支付给职工以及为职工支付的现金	439.43	292.10
支付的各项税费	132.43	146.39
支付其他与经营活动有关的现金	214,443.81	21,540.08
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>227,517.69</b>	<b>49,958.35</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-53,371.78</b>	<b>-8,078.19</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量：</b>	-	-
收回投资收到的现金	-	-
取得投资收益收到的现金	-	-
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	27,978.74	25,381.89
投资支付的现金	390.00	29,625.92
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>28,368.74</b>	<b>55,007.80</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-28,368.74</b>	<b>-55,007.80</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流量：</b>	-	-
吸收投资收到的现金	-	-
取得借款收到的现金	41,600.00	35,000.00
发行债券收到的现金	118,704.00	-
收到其他与筹资活动有关的现金	1,400.00	5,200.00
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>161,704.00</b>	<b>40,200.00</b>
偿还债务支付的现金	63,900.00	64,300.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	18,686.07	17,725.84
支付其他与筹资活动有关的现金	-	143.01
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>82,586.07</b>	<b>82,168.85</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>79,117.93</b>	<b>-41,968.85</b>
<b>四、汇率变动对现金的影响</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>五、现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-2,622.59</b>	<b>-105,054.85</b>

### 附录三-2 现金流量补充资料（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年
净利润	<b>24,927.95</b>	<b>23,455.63</b>
加：计提的资产减值准备	-51.92	295.23
固定资产折旧	696.68	641.36
无形资产摊销	69.31	64.08
长期待摊费用摊销	145.84	-
公允价值变动损失	-797.97	-1,306.26
递延所得税资产减少	-22.08	-133.10
递延所得税负债增加	199.49	326.57
存货的减少	59,659.68	-540,160.68
经营性应收项目的减少	-259,760.46	442,805.95
经营性应付项目的增加	121,561.71	65,933.03
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-53,371.78</b>	<b>-8,078.19</b>
现金的期末余额	30,347.94	32,970.53
减：现金的期初余额	32,970.53	138,025.37
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-2,622.59</b>	<b>-105,054.85</b>

#### 附录四 截至2012年末公司土地资产明细（单位：亩、万元）

权证号	土地面积	账面价值	土地用途	土地使用权类型	是否抵押
铜地国用(2009)第490号	0.54	78.39	综合	出让	否
铜地国用(2009)第491号	8.24	1,005.97	综合	出让	否
铜地国用(2009)第488号	1.23	170.98	综合	出让	否
铜地国用(2009)第489号	0.96	86.85	综合	出让	否
铜地国用(2009)第456号	57.72	3,289.93	综合	出让	否
铜地国用(2009)第457号	3.79	337.38	综合	出让	否
铜地国用(2009)第458号	10.96	1,915.90	综合	出让	否
铜地国用(2009)第461号	1.32	118.89	综合	出让	否
铜地国用(2009)第462号	1.56	275.27	综合	出让	否
铜地国用(2009)第479号	13.52	2,466.94	综合	出让	否
铜地国用(2009)第464号	15.19	1,703.24	综合	出让	否
铜地国用(2009)第482号	0.59	74.85	综合	出让	否
铜市国用(2009)第1523号	6.57	915.44	综合	出让	否
铜地国用(2009)第485号	3.49	696.25	综合	出让	否
铜地国用(2009)第486号	0.61	120.93	综合	出让	否
铜市国用(2009)第1503号	126.28	6,465.79	综合	出让	否
铜市国用(2009)第1519号	3.00	351.42	综合	出让	否
铜地国用(2009)第465号	15.37	990.15	综合	出让	否
铜地国用(2009)第466号	13.81	779.16	综合	出让	否
铜地国用(2009)第467号	12.51	705.29	综合	出让	否
铜市国用(2009)第1521号	7.52	468.14	综合	出让	否
铜地国用(2009)第481号	1.07	69.00	综合	出让	否
铜地国用(2009)第471号	1.73	195.36	综合	出让	否
铜市国用(2009)第1524号	6.46	1,652.55	综合	出让	否
铜地国用(2009)第459号	10.75	1,947.95	综合	出让	否
铜地国用(2009)第472号	6.07	674.85	综合	出让	否
铜地国用(2006)第571号	3,397.48	27,179.84	工业	出让	是
铜地国用(2008)第109号	1,270.48	12,553.25	工业	出让	是
铜地国用(2006)第570号	3,197.98	8,954.34	工业	出让	是
铜市国用(2009)第1609号	198.00	11,550.00	综合	出让	是
江国用(2010)370号	350.00	50,440.30	综合	出让	是
江国用(2010)371号	650.00		综合	出让	
江国用(2010)372号	129.57		综合	出让	
铜市国用(2010)0542号	3,925.82	122,878.99	综合	出让	是
铜市国用2010第0165号	2,569.76	78,589.99	工业	出让	

铜市国（2009）2346号	1,799.84	9,327.43	综合	出让	是
铜市国（2010）1768号	1,060.00	36,840.13	商住	出让	是
松国用（2011）939号	224.00	11,086.87	商业	出让	是
松国用（2011）940号	146.00	8,941.38	商业	出让	是
松国用（2011）941号	105.00	6,494.77	商业	出让	是
松国用（2011）942号	35.00	2,250.65	商业	出让	是
松国用（2011）943号	72.00	4,541.73	商业	出让	是
松国用（2011）944号	110.00	6,938.76	商业	出让	是
松国用（2011）945号	70.00	4,372.69	商业	出让	是
松国用（2011）946号	80.00	4,997.36	商业	出让	是
松国用（2011）947号	50.00	3,123.35	商业	出让	是
江初国用（2011）第100号	80.00	6,065.20	商业	出让	是
江初国用（2011）第101号	70.00	4,776.36	商业	出让	是
江初国用（2011）第102号	40.00	2,880.97	商业	出让	是
江初国（2011）第103号	60.00	4,412.42	商业	出让	是
江初国（2011）第104号	80.00	5,943.92	商业	出让	是
江初国（2011）第105号	50.00	3,411.68	商业	出让	是
江初国（2011）第106号	80.00	5,458.69	商业	出让	是
江初国用（2011）第107号	50.00	3,335.85	商业	出让	是
江初国用（2011）第108号	30.00	2,047.01	商业	出让	是
江初国用（2011）第109号	50.00	3,411.68	商业	出让	是
江初国（2011）第110号	95.00	6,194.09	商业	出让	是
江初国用（2011）第111号	37.00	2,440.48	商业	出让	是
江初国用（2011）第112号	30.00	1,956.03	商业	出让	是
江初国用（2011）第113号	80.00	5,276.72	商业	出让	是
江初国用（2011）第114号	28.00	1,868.08	商业	出让	是
铜市国用（2011）第5000号	770.00	60,219.95	商业	出让	是
铜市国用（2011）第5001号	3,020.00	224,377.06	商业	出让	是
铜市国用2011第5002号	7,680.00	576,376.64	综合	出让	是
松国用2011第938号	1,850.00	149,585.58	综合	出让	是
<b>合计</b>	<b>33,951.80</b>	<b>1,508,657.11</b>	-	-	-

资料来源：公司提供

## 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%
	营业利润率	营业利润/营业收入×100
	营业净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/( (期初所有者权益+期末所有者权益) /2) ×100%
	总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/(年初总资产+年末总资产) /2) ×100%
	期间费用率	(销售费用+管理费用+财务费用)/营业收入×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/[ (期初资产总额+期末资产总额) /2]
	固定资产周转率(次)	营业收入/[ (期初固定资产总额+期末固定资产总额) /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]
	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
资本结构及 财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	长期资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益+少数股东权益) ×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	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
	短期债务	短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款
	总债务	长期债务+短期债务
	长期有息债务	长期借款+应付债券
现金流	短期有息债务	短期借款+一年内到期的长期借款
	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)
	EBITDA利息保障倍数	EBITDA/( 资本化利息+计入财务费用的利息支出)
	现金流动负债比	经营活动净现金流/流动负债
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入

## 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
<b>AAA</b>	债券安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债券安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债券安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债券安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债券安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债券安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债券安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债券安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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。