

湖南常德市德源投资开发有限公司
2012 年 7 亿元公司债券
2014 年跟踪信用评级报告

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级的有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。



湖南常德市德源投资开发有限公司

2012 年 7 亿元公司债券 2014 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

债券剩余规模：7 亿元

债券到期日：2018 年 10 月 18 日

跟踪日期：2014 年 05 月 20 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

债券剩余规模：7 亿元

评级日期：2013 年 07 月 26 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对湖南常德市德源投资开发有限公司（以下简称“德源投资”或“公司”）及其2012年10月18日发行的7亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的2014年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，公司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：

指标	2013 年	2012 年	2011 年
总资产（万元）	681,130.65	597,975.53	303,937.90
所有者权益合计（万元）	481,341.57	472,319.56	250,297.68
资产负债率	29.33%	21.01%	17.65%
有息债务（万元）	151,592.00	119,353.10	41,156.10
营业收入（万元）	40,806.17	74,281.95	32,043.42
利润总额（万元）	10,219.29	30,755.63	7,198.52
综合毛利率	8.28%	15.36%	9.34%
总资产回报率	1.77%	6.90%	2.58%
EBITDA（万元）	11,659.49	31,546.04	8,103.44
EBITDA 利息保障倍数	0.83	5.59	2.74
经营活动现金流净额（万元）	-70,747.63	-14,175.75	-10,300.14

资料来源：公司审计报告

正面:

- 跟踪期内，常德市和常德经济技术开发区的经济总量和财政收入均有所提高，对土地出让的依赖程度较低，整体实力持续增强；
- 公司土地资产较多，为公司提供了一定的财务弹性；
- 地方政府在财政补贴方面给予公司持续的支持。

关注:

- 常德市全口径财政收入对上级补助收入有一定依赖；
- 常德经济技术开发区财政收入规模偏小；
- 公司土地出让收入易受房地产市场等因素影响，存在一定波动风险；
- 公司部分基础设施建设项目未与政府签订回购协议，未来收益存在不确定性；
- 公司资产中存货和应收账款规模较大，整体流动性偏弱；
- 公司的项目资金回笼存在滞后性，经营活动现金流欠佳，公司基础设施建设任务较重，未来几年均面临较大的资金压力；
- 跟踪期内，公司负债规模有所提升，未来几年均面临一定的偿付压力；
- 公司存在一定规模的对外担保，值得关注。

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

经国家发展和改革委员会“发改财金[2012]3067号”文件批准，公司于2012年10月18日公开发行7亿元公司债券，票面利率为7.18%。

本期债券起息日为2012年10月18日，按年计息，每年付息一次，在本期债券存续期的第3、第4、第5、第6年末分别偿还债券本金的25%，到期利息随本金一起支付。本期债券第一次付息日为2013年10月18日。跟踪期内，公司已完成第一次付息，具体情况如下表所示：

表1 本期债券还本付息情况（单位：万元）

偿付时间	偿还本金金额	偿还利息金额	期末本金余额
2013年10月18日	0	5,026	70,000

资料来源：公司提供

本期债券募集资金总额为7亿元，用于常德经济技术开发区（以下简称“常德经开区”或“经开区”）棚户区（老城区）改造一期项目。截至2014年3月底，募集资金已累计使用69,870万元。

二、发行主体概况

跟踪期间，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人无变化。

2013年，公司减少合并子公司1家，系将原持有的湖南德山建设投资股份有限公司（以下简称“德山建投”）股权以9,150万元的价格转让给常德经济技术开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”或“管委会”）。

表2 跟踪期内不再纳入公司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	不再纳入合并报表的原因
湖南德山建设投资股份有限公司	100%	10,000	城市建设	股权转让

资料来源：公司审计报告

截至2013年12月31日，公司资产总额为68.11亿元，归属于母公司所有者权益为48.13亿元，资产负债率为29.33%。2013年度公司实现营业收入4.08亿元，利润总额1.02亿元，经营活动现金流量净流出7.07亿元。

三、地方经济与财政实力

跟踪期间，常德市经济总量有所提高，综合实力持续增强，但增速有所下滑，房地产市场表现一般

2013年，常德市经济稳步发展，全年实现地区生产总值2,264.9亿元，同比增长10.3%，其规模在湖南省14个地级市（州）中排名第3，处于上游水平，仅次于长沙市和岳阳市；增速则较2012年下降了1.8个百分点。

从结构看，常德市三次产业结构由2012年的14.8:49.5:35.7调整为2013年的14.3:48.7:37.0，第三产业比重有所提高，工业、服务业对经济增长的贡献度较高。固定资产投资保持较快增速，其中基础设施、工业投资、民生工程、房地产开发投资均保持快速增长态势。

值得注意的是，跟踪期内，常德市房地产市场的表现情况一般，2013年常德市完成房地产开发投资121.8亿元，同比增长28.4%，但商品房屋销售额同比仅增长8.3%，其中商品房竣工面积同比下降39.8%，商品房屋销售面积同比下降6.4%，商品房待售面积同比增长94.6%。

表3 常德市主要经济指标及同比变化情况

项目	2013年		2012年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	2,264.90	10.30%	2,038.50	12.10%
第一产业增加值（亿元）	323.70	2.80%	302.40	3.80%
第二产业增加值（亿元）	1,102.40	10.70%	1,008.40	14.10%
第三产业增加值（亿元）	1,001.40	10.90%	727.60	13.50%
固定资产投资（亿元）	1,284.20	35.70%	956.70	37.20%
社会消费品零售总额（亿元）	726.80	13.80%	638.80	15.40%
进出口总额（亿美元）	5.60	6.60%	6.02	68.40%
存款余额（亿元）	1,631.30	17.20%	1,392.20	20.60%
贷款余额（亿元）	798.70	24.60%	641.20	17.70%

资料来源：常德市国民经济与社会发展统计公报

跟踪期间，常德经济技术开发区经济持续发展，为公司提供了良好的运营环境

2013年，常德经开区实现地区生产总值76.60亿元，按可比价格计算同比增长11.1%，其增速较2012年提高了2.6个百分点。从结构看，第二产业在常德经开区的经济中占有支柱地位，2013年第二产业增加值占全区地区生产总值的比重为77.02%。

另外，2013年常德经开区大力推进招商引资、项目建设、产业发展、城市建设、民生改善，促进经开区向以产业为主导的多功能综合性新城新区转型发展。得益于此，固定资产

投资总额大幅提高，较 2012 年增长了 37.0%。

表 4 常德经济技术开发区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	76.60	11.1%	68.27	8.5%
第一产业增加值	2.00	2.1%	0.47	4.5%
第二产业增加值	59.00	11.2%	54.08	11.2%
第三产业增加值	15.60	11.0%	13.72	15.8%
规模工业产值	226.00	13.6%	197.00	13.2%
固定资产投资	85.00	37.0%	44.10	-12.3%

资料来源：常德经济技术开发区管委会

目前，多家大型企业已进驻了经开区，截至 2013 年底，在建的主要企业或项目有三一重工、中联重科、恒安纸业、武陵酒业和华电常德电厂一期等。随着各个项目的投产创收，经开区经济实力有望进一步提升。根据《常德经济技术开发区“十二五”经济与社会发展规划纲要》，“十二五”期间经开区的固定资产投入计划达到 500 亿元，地区生产总值和工业总产值计划维持 25.00%-30.00% 以上的年均增长率。

表 5 截至 2013 年底经开区重大在建企业项目

企业名称	项目名称	总投资 (亿元)	预计经济效益
三一重工	平地机项目和沥青搅拌站装备项目	15.00	三年内产值将达 20 亿元，税收 1.20 亿元
中联重科	液压元件生产项目	6.00	至 2015 年年产值可达 8-10 亿元，税收 6,000-8,000 万元
武陵酒业	生态工业园项目首期	6.00	年产值 10 亿元，税收 1 亿元
恒安纸业	两条年产 12 万吨生活用纸生产线	15.00	年产值 50 亿元，税收 2 亿元
铖达科技	“锂电池”项目	3.6	年产值 13 亿元，税收 1.4 亿
华电常德电厂一期	2 台装机 66 万千瓦发电机组	51	年产值 120 亿，税收 6 亿
丽之颖纺织	纺织经编及化纤加工生产线	15	年产值 30 亿元，税收 1 亿元

资料来源：常德经济技术开发区管委会

跟踪期间，常德市财政收入有所提高，其中一般预算收入质量尚可，对土地出让依赖程度较低，但对上级补助收入存在一定依赖

2013 年，常德市全口径和市本级的地方财政收入分别较 2012 年提高 17.39% 和 35.45%。从结构看，全口径财政收入中，一般预算收入和上级补助收入所占比重分别为 35.89% 和 54.02%，对上级补助收入存在一定依赖；市本级财政收入中，一般预算收入和上级补助收入所占比重分别为 49.41% 和 39.38%，一般预算收入的贡献度较高，财政质量尚可。

具体来看，2013年全口径和市本级的税收收入分别占一般预算收入的比重为60.84%和59.21%，其中以增值税、营业税、城市维护建设税为主。上级补助收入中，税收返还收入较小，但一般性转移支付收入规模较大，其中2013年全口径和市本级的一般性转移支付收入分别占上级补助收入的比重为57.17%和53.17%，可支配性良好。另外，2013年全口径和市本级的政府性基金收入分别占各自财政收入的比重为8.61%和10.33%，常德市地方财政收入对土地出让金的依赖程度不高，在目前房地产市场前景不明朗的情况下，降低了常德市地方财政收入的波动风险。

从财政收支情况看，常德市一般预算支出规模较大，其中2013年全口径和市本级的一般预算收入/一般预算支出分别为38.60%和66.03%，表明常德市的财政自给率偏低。

总体而言，跟踪期间，常德市财政收入有所提高，其中一般预算收入质量尚可，对土地出让依赖程度较低，但对上级补助收入存在一定依赖。

表6 常德市全口径及本级财政收入情况（单位：万元）

项目	2013年		2012年	
	全口径	本级	全口径	本级
财政收入	3,414,088	1,562,484	2,908,386	1,153,588
(一) 一般预算收入	1,225,251	771,960	1,067,314	566,855
其中：税收收入	745,500	457,068	638,039	348,320
非税收入	479,751	314,892	429,275	218,535
(二) 上级补助收入	1,844,332	615,267	1,585,758	466,292
其中：税收返还收入	97,136	62,802	94,562	57,391
一般性转移支付收入	1,054,446	327,124	906,462	250,783
专项转移支付收入	692,750	225,341	584,734	158,118
(三) 政府性基金收入	294,033	161,458	200,063	102,944
(四) 预算外财政专户收入	50,472	13,799	55,251	17,497
财政支出	3,543,528	1,301,434	2,820,943	845,553
(一) 一般预算支出	3,173,846	1,169,161	2,549,661	776,451
(二) 政府性基金支出	321,374	120,751	222,590	58,018
(三) 预算外财政专户支出	48,308	11,522	48,692	11,084

注：财政收入=一般预算收入+上级补助收入+政府性基金收入+预算外财政专户收入；财政支出=一般预算支出+政府性基金支出+预算外财政专户支出。

资料来源：常德市财政局

跟踪期内，常德经济技术开发区财政收入增长较快，一般预算收入比重较高，财政质量尚可，但总体规模仍偏小，政府性基金收入规模较小

随着入园企业的增加和园区企业投产规模的扩大，常德市经济技术开发区的财政收入逐

步提高，2013年地方财政收入为9.97亿元，同比增长43.46%，增速较快，但总体规模仍相对偏小。

从结构看，一般预算收入是其最主要的收入来源，2013年占地方财政收入的比重为71.75%。其中，税收收入4.26亿元，占一般预算收入的比重为59.59%，以增值税、营业税和企业所得税为主，同时耕地占用税1.33亿元，规模较大，表明常德经开区经济基础较好，园区开发较快，整体财政质量尚可。

2013年，经开区共获得上级补助收入2.51亿元，同比有所提高，但以专项转移支付收入为主，其资金多为指定用途，可支配性不高。

政府性基金收入主要为国有土地使用权出让收入。考虑到招商引资，经开区内的土地大多低价出让，同时常德市2013年房地产市场整体表现欠佳，对经开区的土地出让也造成一定的负面影响，因此2013年经开区政府性基金收入较低。

财政收支方面，2013年经开区一般预算支出9.18亿元，较2012年提高了23.20%，一般预算收入/一般预算支出为77.91%，一般预算收入虽不能完全覆盖一般预算支出，但该比率大大高于常德市的数值，处于相对良好的水平。

表7 常德经济技术开发区财政收入情况（单位：万元）

项目	2013年	2012年
财政收入	99,697	69,496
(一) 一般预算收入	71,533	46,030
其中：税收收入	42,625	32,532
非税收入	28,908	13,498
(二) 上级补助收入	25,115	20,277
其中：税收返还收入	2,677	2,660
一般性转移支付收入	2,788	2,171
专项转移支付收入	19,650	15,446
(三) 政府性基金收入	3,049	3,094
(四) 预算外财政专户收入	0	95
财政支出	105,598	90,413
(一) 一般预算支出	91,820	74,530
(二) 政府性基金支出	13,778	15,883

注：财政收入=一般预算收入+上级补助收入+政府性基金收入+预算外财政专户收入；财政支出=一般预算支出+政府性基金支出。

资料来源：常德市经济技术开发区财政局

四、经营与竞争

公司系常德经济技术开发区唯一的基础设施建设实施主体,担负着常德经济技术开发区范围内土地的开发和基础设施建设任务。公司收入主要来源于开发产品,跟踪期间收入规模和毛利率均大幅下降。另外,2013年公司未进行土地开发整理工作,因此该项收入为零。

表8 2012-2013年公司主营业务收入及毛利率构成(单位:万元)

业务名称	2013年		2012年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
开发产品	40,058.32	7.55%	72,463.05	14.82%
土地整理	0.00	-	1,253.56	38.91%
合计	40,058.32	7.55%	73,716.61	15.23%

资料来源:公司审计报告

公司开发产品收入包括项目建设收入和土地转让收入,其中项目建设收入是公司受经开区管委会委托进行项目代建获得的回购收入,土地转让收入系公司转让土地使用权所取得的收入。

表9 2012-2013年公司开发产品收入明细(单位:万元)

项目	2013年	2012年
土地转让收入	2,291.30	31,729.90
项目建设收入	37,767.02	40,733.15
合计	40,058.32	72,463.05

资料来源:公司提供

跟踪期间,公司土地转让规模大幅下降,收入明显减少

2012年,公司将410.21亩商住用地转让给常德经济技术开发区土地储备中心,取得较大规模的土地转让收入。2013年,公司转让土地规模大幅下降,其中商住用地未有转让,仅转让了88.81亩的工业用地,导致土地转让收入规模较小。

截至2013年底,公司存货中仍拥有土地资产5,798.64亩(详见附录四),其中商住用地4,220.99亩,工业用地1,577.66亩,土地资产较为丰富,为公司提供了一定的收入空间,但土地转让收入的实现,受到经开区内的招商引资、房地产开发和土地一级交易市场等多方面的影响,存在较大的不确定性。同时,公司存货的土地资产中已有11.53亿元用于抵押,占土地账面价值总额的比重为33.13%。

表10 2012-2013年公司土地转让情况

项目	2013年	2012年
----	-------	-------

工业用地	转让面积 (亩)	88.8	0.0
	转让收入 (万元)	2,291.3	0.0
	均价 (万元/亩)	25.8	0.0
商住用地	转让面积 (亩)	0.00	410.2
	转让收入 (万元)	0.00	31,729.9
	均价 (万元/亩)	0.00	77.4
合计	转让面积 (亩)	88.8	410.2
	转让收入 (万元)	2,291.3	31,729.9

资料来源：公司提供

2013年公司项目建设收入相对稳定，但基础设施建设任务较重，但未来几年均面临较大的资金压力，同时部分项目未与政府签订回购协议，未来收益存在不确定性

作为常德经开区的投融资平台，公司承担了常德经开区大部分基础设施项目的投资建设。目前，常德经开区正处于发展阶段，公司项目建设业务空间较大，其中2013年共获得回购收入37,767.02万元，较2012年有小幅下降，主要是各年项目建设进度不同所致，但与土地转让收入相比，该项业务仍较为稳定。

截至 2013 年底，公司主要在建项目如下表所示。其中，德源康城系商品房项目，总投资 1.5 亿元，未来将对市场出售，根据可行性研究报告，预计销售收入 2.00 亿元。棚户区（老城区）改造一期项目系本期债券募投项目，项目的收益将通过土地出让及房屋销售实现，根据该项目的可行性研究报告，项目预计收入合计为 36.64 亿元。部分项目已与常德经开区管委会签订回购协议，未来将为公司提供一定的回购收入，但值得注意的是，仍有一部分项目未签订回购协议，其未来收益的规模和实现时间存在不确定性。

另外可以看出，公司建设任务较重，主要在建项目预计完工时间均为 2016 年底前，计划总投资合计 49.38 亿元，截至 2013 年底累计已投入金额为 14.76 亿元，未来仍将有较大规模的支出，公司面临较大的资金压力。

表 11 截至 2013 年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	累计已投资	预计完成时间	资金回笼方式
德源康城	15,000	10,418		市场出售
防洪提及望江西路	23,000	12,393		已签回购协议
崇德中学	8,000	3,828		已签回购协议
中联路工程	1,700	980	2014 年	未签回购协议
崇德公寓工程	2,000	1,045		未签回购协议
松林路工程	8,000	4,150		已签回购协议
创业园 B 区一期	10,000	4,720		已签回购协议

创业园 B 区二期	9,000	705		已签回购协议
长安路工程	7,200	692		已签回购协议
青山综合安居工程	8,000	1,395		已签回购协议
文峰路工程	2,000	166		未签回购协议
三一路工程	1,500	408		未签回购协议
龙潭庵小区	4,000	800		已签回购协议
永丰安置房工程	5,000	900		已签回购协议
千吨级码头工程	25,000	358	2015 年	已签回购协议
尚德路工程项目	113,300	6,591		已签回购协议
棚户区（老城区）改造一期项目	251,068	98,021	2016 年	项目自身收入
合计	493,768	147,570		

资料来源：公司提供

跟踪期间，公司得到政府在资金方面的持续支持

作为常德经开区的投融资平台，公司承担区内的市政基础设施的建设、管理，投融资任务较重。跟踪期内，为增强公司盈利能力，当地政府在继续对公司给予较大支持，其中 2013 年共给予公司政府补助 1.02 亿元，其中分别包括城建费用补贴 5,000 万元、企业发展补贴 2,800 万元、贷款利息补贴 2,299 万元和产业转移专项补贴资金 65 万元。通过政府补贴，公司盈利能力得到重要补充。

跟踪期内，公司将湖南德山建设投资股份有限公司的股权转让给管委会，该子公司资产及收入规模不大，对公司整体影响较小

德山建投原为公司的合并内子公司，其中 2012 年底的注册资本为 5,000 万元，公司持股比例为 83%。2013 年 3 月，公司以货币资金对德山建投增加注册资本 5,000 万元，其注册资本增至 1 亿元。2013 年 9 月 22 日，根据“中共常德经济技术开发区工作委员会工作会议纪要（二〇一三年五号）”文件，公司将持有的湖南德山建设投资股份有限公司 91.50% 的股权转让给经开区管委会，因此年末不再将其合并入财务报表。

此次股权处置后，公司投资性房地产减少，同时产生投资损失 820.57 万元。但德山建投收入及整体资产规模不大，其股权转出，对公司整体影响不大。

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立信会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2012-2013年审计报告。公司报表采用新会计准则编制。2013年公司减少合并子公司为湖南德山建设投资股份有限公司。

财务分析

资产结构与质量

跟踪期内,公司资产规模有所提高,但存货和应收账款规模较大,资产整体流动性偏弱

截至2013年底,公司资产总额68.11亿元,较2012年底增长13.91%,主要增长点为存货,系项目开发成本增加。公司资产结构依然以流动资产为主,但考虑到存货和应收账款规模较大,其流动性受到一定限制。

截至2013年底,流动资产中货币资金大幅下降,系本期债券募集资金的使用所致;货币资金全部为银行存款,无受限资金,但仍以募集资金为主,可支配性偏弱。应收账款有所增加,全部为应收经开区财政局的回购款,鉴于债务人的政府背景,款项回收风险较小,但仍对公司资金造成了大量的占用。存货规模较大,其中土地资产34.80亿元,同比变化不大,公司土地使用权明细见附录四;截至2013年底未抵押土地账面价值合计23.27亿元,能为公司提供一定的财务弹性。开发成本14.08亿元,同比大幅提高,主要是项目建设规模的提高,部分项目未与政府签订回购协议,未来收益不确定。

非流动资产中,2013年公司由于转让了原子公司湖南德山建设投资股份有限公司的股权,合并范围发生变更,因此当年末投资性房地产为0。其他非流动资产规模较大,系经开区管委会划拨给公司的国有德山林场林地资产958.2亩(1.75亿元)和林木资产(2.59亿元),近三年金额不变。

表12 2012-2013年公司主要资产构成情况(单位:万元)

项目	2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	29,930.04	4.39%	64,517.08	10.79%
应收账款	91,999.42	13.51%	78,081.95	13.06%
存货	488,779.70	71.76%	380,690.66	63.66%
流动资产合计	635,028.23	93.23%	538,963.99	90.13%
投资性房地产	-	0.00%	12,271.20	2.05%
其他非流动资产	43,376.10	6.37%	43,376.10	7.25%
非流动资产合计	46,102.42	6.77%	59,011.55	9.87%

资产总计	681,130.65	100.00%	597,975.53	100.00%
------	------------	---------	------------	---------

资料来源：公司审计报告

盈利能力

2013年公司营业收入、综合毛利率及政府补助都有所下降，导致最终净利润较2012年大幅减少

跟踪期间，公司营业收入大幅下降，主要是土地转让规模较小，收入仅为0.23亿元；项目建设收入3.78亿元，也有小幅下降。受土地转让收入下降的影响，公司综合毛利率大幅下降，导致营业利润仅为62.30万元。另外，公司获得的政府补助主要包括城建费用补贴、企业发展补贴和贷款利息补贴，2013年三类补贴均有所减少，补助金额与当年经开区财政宽松程度有关，存在一定的波动性。

可以看出，公司盈利能力受到经开区招商引资状况和土地交易价格影响较大，也对政府补助存在较大依赖，存在一定的波动风险。

表13 2012-2013年公司主要盈利能力指标

项目	2013年	2012年
营业收入（万元）	40,806.17	74,281.95
营业利润（万元）	62.30	8,379.00
政府补助（万元）	10,164.00	22,407.81
利润总额（万元）	10,219.29	30,755.63
净利润（万元）	9,948.69	28,521.88
综合毛利率	8.28%	15.36%
期间费用率	6.66%	3.15%
总资产回报率	1.77%	6.90%

资料来源：公司审计报告

现金流

由于项目建设任务较重，相关项目资金回笼存在滞后性，公司经营活动现金流欠佳；未抵押土地使用权为公司提供了一定的融资空间

公司经营活动现金流入主要来自部分营业收入、政府补助和往来款，流出主要集中在项目建设。跟踪期间，公司经营活动现金净流出额大幅增加，主要原因是项目建设支出加大，而营业收入大幅下降，且相关回款款项的收回存在一定滞后性。2013年公司收现比为0.67，主业回款能力仍然偏弱。考虑到公司目前在建项目规模较大，未来短期内经营活动现金流状况明显好转的可能性不大。

投资活动方面,2013年公司转让子公司湖南德山建设投资股份有限公司的股权形成现金流出6,228.37万元,投资支付的现金4,800万元主要是购买了理财产品及湖南高新创业投资有限公司的增资。筹资活动方面,公司借款规模加大,现金流形成净流入。截至2013年底,公司剩余可抵押土地为23.27亿元,拥有一定的融资空间。

表14 2012-2013年公司现金流主要指标 (单位: 万元)

项目	2013年	2012年
收现比	0.67	0.33
经营活动现金流入小计	82,534.47	47,312.18
经营活动现金流出小计	153,282.10	61,487.93
经营活动产生的现金流量净额	-70,747.63	-14,175.75
投资活动现金流入小计	-4,861.43	15.62
投资活动现金流出小计	4,829.69	1,335.91
投资活动产生的现金流量净额	-9,691.11	-1,320.29
筹资活动现金流入小计	58,500.00	89,400.00
筹资活动现金流出小计	12,341.22	12,397.12
筹资活动产生的现金流量净额	46,158.78	77,002.88
现金及现金等价物净增加额	-34,279.97	61,506.85

资料来源: 公司审计报告

资本结构与财务安全性

跟踪期间,公司负债规模有所提升,面临一定的有息负债偿付压力

截至2013年底,公司负债合计19.98亿元,同比增长59.00%,主要增长点是银行借款和其他应付款。

公司有息负债合计15.16亿元,其中银行借款8.16亿元;应付债券从2015年开始偿还本金。从公司提供的偿还计划看,2014-2016年公司分别需要偿还2.08亿元、3.61亿元和3.91亿元的债务本金。总体而言,未来几年均有一定规模的到期债务,考虑到目前公司经营活动现金流状况欠佳,公司存在一定的偿付压力。另外,其他应付款大幅增加,主要是公司与政府单位或其他公司的往来借款,一定程度上给予了公司资金支持。

表15 截至2013年底公司有息负债在2014-2020年间的偿还计划表 (单位: 万元)

类型	偿还计划						
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
银行借款	20,842	18,575	21,625	13,050	1,500	1,500	1,500
应付债券	0	17,500	17,500	17,500	17,500	0	0
合计	20,842	36,075	39,125	30,550	19,000	1,500	1,500

资料来源: 公司提供

表16 2012-2013年公司主要负债结构 (单位: 万元)

项目	2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	37,138.10	18.59%	1,952.50	1.55%
一年内到期的非流动负债	15,000.00	7.51%	8,300.00	6.61%
流动负债合计	63,197.08	31.63%	14,602.87	11.62%
长期借款	66,592.00	33.33%	41,053.10	32.67%
应付债券	70,000.00	35.04%	70,000.00	55.71%
非流动负债合计	136,592.00	68.37%	111,053.10	88.38%
负债合计	199,789.08	100.00%	125,655.97	100.00%

资料来源: 公司审计报告

截至2013年底, 公司资产负债率为29.33%, 小幅提高, 但整体负债水平仍相对较低。值得注意的是, 公司资产以应收账款和存货为主, 相关资产的可变现时间存在不确定性, 导致其对债务的偿付保障程度有所减弱。同时, 由于收入和利润规模的下降, 以及有息负债的增加, 公司EBITDA利息保障倍数下降较快, 利息偿付压力加大。

表17 公司主要偿债能力指标

偿债能力	2013年	2012年
资产负债率	29.33%	21.01%
流动比率	10.05	36.91
速动比率	2.31	10.84
EBITDA (万元)	11,659.49	31,546.04
EBITDA 利息保障倍数	0.83	5.59

资料来源: 公司审计报告

六、特殊分析

截至2013年底, 公司对外担保总额8.51亿元, 大部分是为湖南德山建设投资股份有限公司担保, 公司已于2013年9月将湖南德山建设投资股份有限公司的股权转让给常德经济技术开发区管理委员会。考虑到湖南德山建设投资股份有限公司的股东背景, 代偿风险不大, 但担保期限较长, 加大了不确定性。

表18 截至2013年底公司对外担保情况 (单位: 万元)

被担保方	担保金额	担保期限	是否有反担保物
常德市非税收入征收管理局	4,000	2014.3	无
湖南铭裕无纺布有限公司	3,105	2014.9	无
湖南天顺建设有限公司	5,000	2014.4	无

湖南德山建设投资股份有限公司	4,000	2014.4	无
	4,000	2014.3	无
	30,000	2020.4	无
	35,000	2018.8	无
	合计	85,105	-

资料来源：公司审计报告

七、评级结论

跟踪期内，常德市和常德经济技术开发区经济和财政实力逐步增强，公司外部发展环境较好。截至 2013 年底，公司土地资产较多，但具体转让情况受房地产市场等因素影响存在较大不确定性，其中 2013 年土地转让收入下降较快。

财务方面，公司资产流动性偏弱，土地转让收入的减少导致综合毛利率下滑，同时政府补助有所减少，最终导致净利润较 2012 年有较大幅度的下降。公司经营活动现金流欠佳，未来几年将面临一定的有息负债偿付压力。

基于以上情况，鹏元对公司及其本期债券的 2014 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，公司主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
货币资金	29,930.04	64,517.08	3,008.86
应收账款	91,999.42	78,081.95	28,786.67
预付款项	23.41	22.01	191.84
其他应收款	21,295.66	14,652.28	12,864.72
存货	488,779.70	380,690.66	199,968.10
其他流动资产	3,000.00	1,000.00	0.00
流动资产合计	635,028.23	538,963.99	244,820.19
长期股权投资	2,630.00	1,680.00	1,680.00
投资性房地产	0.00	12,271.20	12,611.03
固定资产	96.32	1,286.90	1,053.24
商誉	0.00	397.34	397.34
其他非流动资产	43,376.10	43,376.10	43,376.10
非流动资产合计	46,102.42	59,011.55	59,117.72
资产总计	681,130.65	597,975.53	303,937.90
短期借款	0.00	0.00	1,600.00
应付账款	4,797.63	26.07	1,475.54
预收款项	1,742.02	76.81	201.47
应交税费	3,500.36	3,228.52	4,434.53
应付利息	1,018.97	1,018.97	0.00
其他应付款	37,138.10	1,952.50	6,372.58
一年内到期的非流动负债	15,000.00	8,300.00	2,850.00
流动负债合计	63,197.08	14,602.87	16,934.12
长期借款	66,592.00	41,053.10	36,706.10
应付债券	70,000.00	70,000.00	0.00
非流动负债合计	136,592.00	111,053.10	36,706.10
负债合计	199,789.08	125,655.97	53,640.22
实收资本	10,000.00	10,000.00	10,000.00
资本公积	403,377.41	403,377.41	209,877.41
盈余公积	5,715.19	5,715.19	2,820.48
未分配利润	62,238.39	52,279.00	26,582.32
归属于母公司所有者权益合计	481,330.99	471,371.76	249,280.22
少数股东权益	10.58	947.96	1,017.46
所有者权益合计	481,341.57	472,319.56	250,297.68
负债和所有者权益总计	681,130.65	597,975.53	303,937.90

附录二 合并利润表（单位：万元）

项 目	2013年	2012年	2011年
一、营业收入	40,806.17	74,281.95	32,043.42
减：营业成本	37,426.31	62,872.64	29,051.32
营业税金及附加	146.47	706.98	338.11
销售费用	-	24.96	6.94
管理费用	1,969.65	2,038.18	688.73
财务费用	747.82	275.81	461.22
加：投资收益（损失以“-”号填列）	-453.63	15.62	-6.81
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	62.30	8,379.00	1,490.28
加：营业外收入	10,165.00	22,407.81	5,739.28
减：营业外支出	8.00	31.19	31.03
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	10,219.29	30,755.63	7,198.52
减：所得税费用	270.60	2,233.74	514.80
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	9,948.69	28,521.88	6,683.73
减：* 少数股东损益	-10.7	-69.5	195.01
五、归属于母公司所有者的净利润	9,959.39	28,591.39	6,488.72

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
销售商品、提供劳务收到的现金	27,508.93	24,822.86	31,900.10
收到的税费返还	0.00	0.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	55,025.55	22,489.32	4,886.06
经营活动现金流入小计	82,534.47	47,312.18	36,786.16
购买商品、接受劳务支付的现金	150,449.02	56,342.74	46,277.12
支付给职工以及为职工支付的现金	301.06	325.69	195.77
支付的各项税费	2,037.61	4,347.81	257.46
支付其他与经营活动有关的现金	494.42	471.69	355.96
经营活动现金流出小计	153,282.10	61,487.93	47,086.30
经营活动产生的现金流量净额	-70,747.63	-14,175.75	-10,300.14
收回投资收到的现金	1,000.00	-	-
取得投资收益收到的现金	366.95	15.62	0.00
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	-6,228.37	-	-
投资活动现金流入小计	-4,861.43	15.62	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	29.69	335.91	2,395.20
投资支付的现金	4,800.00	1,000.00	1,130.00
投资活动现金流出小计	4,829.69	1,335.91	3,525.20
投资活动产生的现金流量净额	-9,691.11	-1,320.29	-3,525.20
取得借款收到的现金	58,500.00	19,400.00	6,261.00
发行债券收到的现金	-	70,000.00	-
筹资活动现金流入小计	58,500.00	89,400.00	6,261.00
偿还债务支付的现金	11,261.10	11,203.00	1,935.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,080.12	354.12	481.89
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	840.00	0.00
筹资活动现金流出小计	12,341.22	12,397.12	2,416.89
筹资活动产生的现金流量净额	46,158.78	77,002.88	3,844.11
现金及现金等价物净增加额	-34,279.97	61,506.85	-9,981.23

附录三-2 合并现金流量补充表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
净利润	9,959.39	28,521.88	6,683.73
加：固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	360.08	436.29	423.03
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失		0.30	-
固定资产报废损失		-	0.12
财务费用	1,080.12	354.12	481.89
投资损失	-366.95	-15.62	6.81
存货的减少	-109,972.41	12,777.43	-17,801.40
经营性应收项目的减少	-20,562.25	-52,266.11	-2,596.37
经营性应付项目的增加	48,754.39	-3,984.04	2,502.05
经营活动产生的现金流量净额	-70,747.63	-14,175.75	-10,300.14
现金的期末余额	29,930.04	64,210.00	2,703.16
减：现金的期初余额	64,210.00	2,703.16	12,684.39
现金及现金等价物净增加额	-34,279.97	61,506.85	-9,981.23

附录四 截至2013年底公司土地使用权情况

编号	土地证号	性质	用途	面积 (m ²)	入帐价值 (万元)	是否抵押
1	常国 2008 第 8 号	出让	住宅用地	12,539.06	671	是
2	常国 2009 第 9 号	出让	住宅用地	12,483.55	660.4	是
3	常国 2009 第 14 号	出让	住宅用地	9,607.24	495.04	是
4	常国 2009 第 15 号	出让	商业用地	93,892.99	6,032.00	是
5	常国 2009 第 16 号	出让	工业用地	184,814.16	6,054.88	是
6	常国 2009 第 12 号	出让	工业用地	208,858.59	6,957.07	是
7	常国 2009 第 11 号	出让	商业用地	93,692.69	5,839.60	是
8	常国 2009 第 19 号	出让	工业用地	67,134.10	2,206.88	是
9	常国 2010 第 11 号	出让	工业用地	63,955.92	2,210.00	是
10	常国 2010 第 13 号	出让	工业用地	100,371.75	3,487.12	是
11	常国 2010 第 12 号	出让	工业用地	104,929.78	3,614.00	是
12	常国 2010 第 16 号	出让	工业用地	59,994.34	1,872.00	是
13	常国 2012 变第 53 号	出让	工业用地	67,527.20	2,338.34	否
14	常国 2010 第 17 号	出让	工业用地	20,000.00	624	是
15	常国 2010 第 25 号	出让	工业用地	99,690.57	3,442.40	是
16	常国 2010 第 27 号	出让	工业用地	31,047.02	969.28	是
17	常国 2009 第 13 号	出让	住宅用地	5,349.41	275.6	是
18	常国 2012 第 45 号	出让	商业用地	34,472.20	715.07	是
19	常国 2010 变第 7 号	出让	工业用地	43,456.64	1,095.10	是
20	常国 2012 变第 50 号	出让	商业用地	66,667.90	8,666.87	否
21	常国 2012 变第 51 号	出让	商业用地	85,370.60	11,098.23	否
22	常国 2012 变第 52 号	出让	商业用地	200,065.80	26,008.67	是
23	常国 2011 第 6 号	划拨	住宅用地	234,763.77	9,761.48	是
24	常国 2011 第 7 号	划拨	住宅用地	262,288.21	10,669.88	是
25	常国 2011 第 17 号	出让	商业用地	64,365.33	8,534.84	是
26	常国 2011 第 18 号	出让	商业用地	98,729.19	13,091.46	是
27	常国 2012 第 49 号	出让	商业用地	95,820.20	19,130.50	否
28	常国 2012 第 51 号	出让	商业用地	93,778.00	18,816.56	否
29	常国 2012 第 52 号	出让	商业用地	123,030.40	24,686.05	否
30	常国 2012 第 53 号	出让	商业用地	112,326.60	22,538.33	否
31	常国 2012 第 54 号	出让	商业用地	96,137.00	14,680.12	否

32	常国 2012 第 55 号	出让	商业用地	112,012.00	17,529.91	否
33	常国 2012 第 56 号	出让	商业用地	98,262.80	15,471.48	否
34	常国 2012 第 57 号	出让	商业用地	94,038.20	12,883.23	否
35	常国 2012 第 58 号	出让	商业用地	96,941.90	13,455.40	否
36	常国 2012 第 59 号	出让	商业用地	99,891.50	13,999.79	否
37	常国 2011 第 5 号	划拨	住宅用地	217,566.60	9,046.41	否
38	常国 2011 第 8 号	划拨	住宅用地	198,692.27	8,082.80	否
39	常国 2013 变第 15 号	出让	商业用地	101,214.20	20,308.63	否
合计		-	-	3,865,779.68	348,020.42	-

附录五 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	$\text{净利润} / ((\text{期初所有者权益} + \text{期末所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / (\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2 \times 100\%$
	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)	$\text{营业收入} / [(\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2]$
	固定资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{期初固定资产总额} + \text{期末固定资产总额}) / 2]$
	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	$\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2]$
资本结构及财务安全性	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	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	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	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

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。