

湘潭九华经济建设投资有限公司

**2010 年 10 亿元企业债券
2014 年跟踪信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

 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

2010 年 10 亿元企业债券 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

增信方式: 国有土地使用权抵押担保

债券剩余规模: 10 亿元

债券到期日: 2016 年 12 月 16 日

评级日期: 2014 年 6 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

增信方式: 国有土地使用权抵押担保

债券剩余规模: 10 亿元

评级日期: 2013 年 09 月 28 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”)及其2010年12月16日发行的10亿元企业债券(以下简称“本期债券”)2014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	2013 年	2012 年	2011 年
总资产(万元)	4,134,018.66	3,578,176.70	2,019,487.85
所有者权益合计(万元)	2,404,230.74	2,324,466.47	1,285,736.93
有息债务(万元)	1,364,036.76	775,120.70	384,544.64
资产负债率	41.84%	35.04%	36.33%
主营业务收入(万元)	367,207.73	363,708.43	178,953.25
补贴收入(万元)	47,415.76	39,156.17	23,188.66
利润总额(万元)	91,449.08	83,217.80	37,522.73
主营业务毛利率	17.83%	17.02%	11.66%
总资产回报率	2.50%	3.03%	2.45%
EBITDA(万元)	116,295.06	94,606.56	40,194.25
EBITDA 利息保障倍数	1.29	1.53	1.34
经营活动现金流净额(万元)	-349,398.67	-475,479.30	-302,214.48

资料来源:公司审计报告

正面：

- 湘潭市及湘潭经开区经济总量有所增长，财政实力进一步提高；
- 公司在开发项目规模较大，且后续湘潭经开区待开发面积较大，土地开发业务持续性较有保障；
- 公司在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税收收入占一般预算收入比重依然偏低，一般预算收入质量不高；
- 湘潭经开区国有土地使用权出让收入占财政收入比例较高，易受房地产市场波动的影响；
- 公司资产主要为土地开发、代建基础设施项目投入及土地资产，资产流动性一般；
- 公司承担的开发任务较重，开发项目垫资规模大幅攀升，整体资金面趋紧，项目开发资金对外部融资较为依赖；
- 公司主要在建项目投资规模较大，后续仍将面临较重的资金压力；
- 公司有息负债大幅增加且绝对规模较大，存在一定的偿付压力。

分析师

姓名：范刚强 陈远新

电话：0755-82870071

邮箱：fangq@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会文件“发改财金[2010]2910号”批准，公司于2010年12月16日发行10亿元企业债券，票面利率6.93%。

本期债券的起息日为2010年12月16日，按年计息，每年付息一次，同时设置提前偿还本金条款，在2014-2016年分别偿付债券发行总额的30%、30%和40%，最后3年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付。跟踪期内，公司按期支付了债券利息。截至2014年5月底，本期债券还本付息情况如下表所示。

表1 截至2014年5月31日本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金余额	利息支付	期末本金余额
2011年12月16日	100,000	6,930	100,000
2012年12月13日	100,000	6,930	100,000
2013年12月16日	100,000	6,930	100,000

资料来源：公司提供

本期债券募集资金总额10亿元，全部用于长株潭城市群“两型”社会建设改革实验区九华示范区先进装备制造基地基础设施建设项目。截至2014年2月底，募投项目已完工，募集资金已全部使用完毕，具体情况如下表所示：

表2 截至2014年2月底本期债券募集资金使用情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	已使用募集资金
长株潭城市群“两型”社会建设改革实验区九华示范区先进装备制造基地基础设施建设项目	22.64	22.64	10.00

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、财务报表合并范围均无变化；主营业务仍以土地开发和基础设施建设为主。

截至2013年底，公司资产总额413.4亿元，所有者权益合计240.42亿元，资产负债率41.84%。2013年度，公司实现主营业务收入36.72亿元，利润总额9.14亿元，经营活动现金净流量为-34.94亿元。

三、地方经济与财政实力

湘潭市及湘潭经开区的经济总量持续提升，综合实力进一步增强

近年来，在“中部崛起”和“长株潭一体化”等重大机遇的推动下，湘潭市经济保持了较快的增长态势。2013 年，湘潭市实现地区生产总值 1,438.1 亿元，同比增长 11%。其中第一产业增加值 116 亿元，同比增长 2.9%；第二产业增加值 851.8 亿元，同比增长 10.9%；第三产业增加值 470.3 亿元，同比增长 13.3%。按常住人口计算，全市人均地区生产总值 5.15 万元。

湘潭是湖南省重要的传统工业城市，2013 年全市规模以上工业增加值 760.1 亿元，比上年增长 11.2%。2013 年湘潭市先进装备、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发展良好，主要工业产品大部分均实现产量增长，其中钢材产量 656.1 万吨，同比增长 4.5 %；交流电动机产量 647.2 万千瓦，同比增长 4.2%；风力发电机产量 102.3 万千瓦，同比增长 49.1%；汽车产量 17.4 万辆，同比增长 31.8%。

2013 年湘潭市全年固定资产投资 1,214.9 亿元，同比增长 35.9%，继续保持较快的增长速度，对经济的推动作用较大；社会消费品零售总额为 398 亿元，同比增长 14%，仍保持较好的增长态势。

表 3 2012-2013 年湘潭市主要经济指标

项目	2013 年		2012 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值（亿元）	1,438.10	11.0%	1,282.35	12.3%
第一产业增加值（亿元）	116.0	2.9%	110.50	4.1%
第二产业增加值（亿元）	851.8	10.9	765.65	13.3%
第三产业增加值（亿元）	470.3	13.3%	406.20	13.1%
规模以上工业增加值（亿元）	760.1	11.2%	667.4	14.4%
全年固定资产投资（亿元）	1,214.9	35.9%	893.86	37.5%
社会消费品零售总额（亿元）	398.0	14.0%	349.14	15.6%
进出口总额（亿美元）	26.4	27.6%	20.73	-16.3%
存款余额（亿元）	1,396.8	23.86%	1,127.72	21.49%
贷款余额（亿元）	997.4	20.56%	827.34	25.80%

资料来源：湘潭市国民经济与社会发展统计公报

湘潭经济技术开发区（以下简称“湘潭经开区”或“经开区”）成立于 2003 年，2011 年经国务院批准升级为国家级经济技术开发区，现辖区面积为 138 平方公里。从产业结构看，湘潭经开区已初步形成汽车及零部件制造、电子信息、装备和制造等主导产业。

近年来，在“长株潭一体化”战略的推动下，湘潭经开区经济保持了较快的发展速度。

2013 年湘潭经开区实现地区生产总值 233.61 亿元，同比增长 26%；实现工业增加值 184.12 亿元，同比增长 46.7%；全年固定资产投资 292.22 亿元，同比增长 45.1%，固定资产投资保持较快的增长速度。

表 4 2012-2013 年湘潭经开区主要经济指标（单位：亿元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	233.61	26.0%	195	48.8%
工业总产值	590.57	45.5%	406	49.8%
工业增加值	184.12	46.7%	126	52.9%
技工贸总收入	1,053.20	48.3%	710	71.5%
全年固定资产投资	292.22	45.1%	202	81.5%

资料来源：公司提供

湘潭市财政收入有所提高，但税收收入占一般预算收入比重偏低，一般预算收入质量不高

经济的快速发展，推动了湘潭市财政收入的快速增长。2013 年湘潭市全口径及市本级财政收入分别为 210.81 亿元和 98.04 亿元，同比增长分别为 20.74%和 12.83%。

从 2013 年湘潭市财政收入结构看，一般预算收入和上级补助收入仍是湘潭市财政收入的主要来源。2013 年湘潭市本级一般预算收入为 54.88 亿元，同比增长 19.8%，其中税收收入占比 43.56%，占比偏低，湘潭市财政的经济基础偏弱。

2013 年湘潭市本级上级补助收入为 28.52 亿元，同比下滑 23.64%，稳定性较弱。2013 年湘潭市本级土地出让收入为 12.98 亿元，土地出让收入易受房地产市场波动的影响，目前国家对房地产的宏观调控政策走向尚不明确，房地产市场观望气氛较为浓重，未来房地产市场存在波动的可能性，可能会影响湘潭市财政收入的稳定性。

表 5 2012-2013 年湘潭市全口径、市本级财政收支情况（单位：亿元）

项目	2013 年		2012 年	
	全口径	市本级	全口径	市本级
财政收入	210.81	98.04	174.6	86.9
（一）一般预算收入	97.89	54.88	84.78	45.81
税收收入	46.63	23.91	40.07	20.52
非税收入	51.26	30.97	44.71	25.29
（二）上级补助收入	86.32	28.52	79.26	37.35
税收返还收入	6.45	3.56	6.17	13.15
一般性转移支付收入	42.55	14.38	38.74	20.87
专项转移支付收入	37.32	10.58	34.35	3.33

(三) 国有土地使用权出让收入	22.57	12.98	6.03	2.00
(四) 预算外财政专户收入	4.03	1.66	4.53	1.74
一般预算支出	183.42	-	158.60	71.03
一般预算支出/一般预算收入	1.87	-	1.87	1.55

注：2013 年湘潭市本级一般预算支出数据暂未取得。

资料来源：公司提供

湘潭经开区财政收入继续保持增长，但国有土地使用权出让收入占比较高，易受房地产市场波动的影响

2013 年湘潭经开区实现财政收入 57.29 亿元，同比增长 37.39%。从财政收入结构来看，湘潭经开区财政收入仍主要来自一般预算收入和政府性基金收入。

跟踪期内，湘潭经开区经济持续增长，带动了税收收入的增加，2013 年湘潭经开区实现税收收入 6.87 亿元，同比增长 19.27%；同时受行政事业性收费较大等因素的影响，湘潭经开区非税收入规模较大，2013 年湘潭经开区实现非税收入 10.44 亿元，同比增长 19.18%，占一般预算收入的 60.31%。2013 年湘潭经开区实现一般预算收入 17.31 亿元，同比增长 19.21%。

湘潭经开区距长沙市中心仅 27 公里，在“长株潭一体化”战略的推动下，湘潭经开区房地产市场发展较快，推动了国有土地使用权出让收入的快速提升。2013 年湘潭经开区实现国有土地使用权出让收入 38.37 亿元，同比增长 47.29%，占当年湘潭经开区财政收入的 66.98%，经开区财政收入对国有土地使用权收入较为依赖。但受房地产市场未来走势不确定的影响，土地市场存在波动的可能性，可能会影响湘潭经开区财政收入的稳定性。

表 6 2012-2013 年湘潭经开区财政收支情况（单位：亿元）

项目	2013 年	2012 年
财政收入=(一般预算收入+转移支付和税收返还收入+国有土地使用权出让收入)	57.29	41.70
一般预算收入	17.31	14.52
税收收入	6.87	5.76
非税收入	10.44	8.76
转移支付和税收返还收入	1.61	1.13
国有土地使用权出让收入	38.37	26.05

资料来源：公司提供

四、经营与竞争

跟踪期内，公司仍为湘潭经开区的唯一开发主体，业务未发生重大变动，收入仍主要来

源于土地开发及市政项目回购。公司2013年实现主营业务收入367,207.73万元，主营业务毛利率为17.83%，和2012年相比变动不大。2012-2013年公司主营业务收入及毛利率情况如下表所示。

表 7 2012-2013 年公司主营业务收入构成情况（单位：万元）

收入类型	2013 年		2012 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
土地开发项目	253,810.50	19.38%	132,444.00	21.55%
市政回购项目	110,850.34	14.53%	226,494.99	14.53%
其他	2,546.88	7.03%	4,769.44	9.71%
合计	367,207.73	17.83%	363,708.43	17.02%

资料来源：公司审计报告

公司土地开发及市政回购收入稳步增长；湘潭经开区待开发面积较大，公司土地开发及市政回购业务来源较有保障

公司是湘潭经开区的综合开发主体，在湘潭经济技术开发区管委会（以下简称“经开区管委会”或“管委会”）的统筹安排下分片区或项目进行综合开发，包含土地报批、土地拆迁安置及配套道路等基础设施项目建设，项目完工结算后公司报经开区管委会对项目投资额进行确认，经开区管委会核定一定收益（一般为 15%-20%）并对公司完工结算项目进行回购，回购资金主要来源于湘潭经开区内的土地使用权出让收入。

2013 年公司累计完成黄河集团、何达集团十余个项目土地开发，该部分项目投资成本合计 20.46 亿元，经湘潭经开区管委会确认后以 25.38 亿元的价款对该部分项目进行回购。近年，随着基础设施的完善、产业的聚集及“长株潭一体化”战略的推进，湘潭经开区土地市场发展较好，2013 年湘潭经开区出让土地面积及收入均呈增长态势，工业及商业用地平均成交价格也稳步提升，公司土地开发业务面临较好的外部环境。

表 8 2012-2013 年湘潭经开区土地出让情况

项目	内容	2013 年	2012 年
工业用地	出让面积（亩）	3,421.10	2,551.00
	均价（万元/亩）	30.00	23.02
	出让收入（万元）	102,633.00	58,724.00
商住用地	出让面积（亩）	1,441.20	1,354.20
	均价（万元/亩）	195.00	149.00
	出让收入（万元）	281,034.00	201,776.00
合计	出让面积（亩）	4,862.30	3,905.20
	出让收入（万元）	383,667.00	260,500.00

资料来源：公司提供

2009 年及 2012 年公司作为发行债券与湘潭市财政局及经开区管委会分别就债券募投项目长株潭城市群“两型社会”建设试验区九华示范区先进装备制造基地基础设施建设项目、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签订 BT 协议，两个项目投资额合计 47.62 亿元，回购价款合计 55.5 亿元。近两年随着该部分项目陆续完工移交，2012-2013 年公司合计确认回购收入 33.73 亿元，截至 2013 年末该部分项目后续仍可确认回购收入 21.77 亿元，短期内仍可为公司带来一定的回购收入。

截至 2013 年末公司主要在开发项目总投资额合计 122.06 亿元，主要为土地开发项目，未来随着项目的陆续完工，有望为公司带来可观的收入。湘潭经开区规划面积 138 平方公里，目前已完成开发 35 平方公里，待开发面积较大，公司土地开发及基础设施代建项目来源较有保障。但是我们也关注到，公司年度内开发规模受湘潭经开区招商引资及房地产市场的影响较大，近年国家对房地产市场持续实施较为严厉的调控政策，且目前整体经济增速下滑，房地产市场观望气氛较浓，未来房地产市场存在一定的波动风险，不排除房地产市场波动波及公司土地开发业务量及收入的可能性。另外，公司主要在建项目尚需投资额相对较大，面临较重的资金压力。

表 9 截至 2013 年底公司主要在开发项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资
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	20.60	14.52
防洪及配套工程	31.44	25.44
九华大道建设项目	4.91	3.81
奔驰东路项目	9.53	8.03
农机产业园建设项目	14.84	7.54
环保产业园（二期）	14.92	8.92
进出口加工基地（二期）	6.11	3.11
进出口加工基地（三期）	13.41	6.91
湘竹防洪大堤	6.30	4.80
合计	122.06	83.08

资料来源：公司提供

另外，公司投资建设了台湾工业园创新创业中心标准厂房等项目，2013 年在建和已完工厂房面积 12.02 万平方米，未来随着该部分厂房的对外出租有望为公司带来一定的租金收入。

公司继续获得政府在财政补贴等方面的大力支持

作为湘潭经开区唯一的城市开发主体，公司承担的开发任务较重。为保证湘潭经开区城

市开发的顺利实施及公司的正常运行，跟踪期内，公司累计获得财政补贴4.74亿元，在一定程度上充实了公司的营运资金。

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瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2012-2013 度审计报告。公司财务报表均按照旧会计准则编制，2013 年公司合并范围无变化。

财务分析

资产结构与质量

公司资产规模快速增长；公司资产主要为土地开发、代建基础设施项目投入及土地资产，资产流动性一般

跟踪期内，随着公司承担的开发项目持续推进，公司资产规模快速增长。截至 2013 年底，公司资产总额 413.4 亿元，同比增长 15.53%。从资产结构来看，公司资产仍主要为流动资产。

表 10 公司资产主要构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	比重	金额	比重
货币资金	196,809.67	4.76%	53,530.54	1.50%
存货	2,773,754.57	67.10%	2,359,950.04	65.95%
流动资产合计	3,041,398.00	73.57%	2,492,170.03	69.65%
固定资产净额	78,450.41	1.90%	30,297.60	0.85%
在建工程	57,052.23	1.38%	85,658.22	2.39%
无形资产	943,399.78	22.82%	960,965.60	26.86%
资产总计	4,134,018.66	100.00%	3,578,176.70	100.00%

资料来源：公司审计报告

2013 年底，公司货币资金为 19.68 亿元，较 2012 年底增长幅度较大，主要为公司对外融资所致，公司货币资金中有 3.76 亿元为保证金或定期存款，流动性受限。截至 2013 年末，公司存货为 277.38 亿元，同比增长 17.53%。公司存货中开发成本为 162.66 亿元，较 2012 年末增加 49.5 亿元，主要为土地开发及代建基础设施项目的投入。近几年随着湘潭经开区

城市开发进程的加快，公司承担的开发项目投入快速攀升，未来随着项目的结算，有望为公司带来较为可观的收入。但我们也关注到，公司累计的开发成本规模较大，远高于 2013 年湘潭经开区财政收入，未来该部分项目能否及时回购或回购资金能否及时收回存在较大的不确定性。公司存货中土地成本为 114.46 亿元，全部为土地资产。2013 年末公司无形资产为 94.34 亿元，主要为湘潭经开区管委会注入的土地资产。截至 2013 年底，公司无形资产及存货中土地资产账面价值合计 208.8 亿元，面积合计 15,825.63 亩，除 268.45 亩为工业用地外其余全部为商住用地，其中价值 134.47 亿元的 10,416.74 亩土地已抵押，该部分资产流动性受限。公司资产中土地资产占比较高，价值易受房地产市场波动的影响，且土地资产面积较大，集中变现能力较弱，流动性一般。

截至 2013 年末，公司固定资产净额为 7.85 亿元，较 2012 年末有所增长，主要为创业中心宿舍及厂房转入固定资产所致；在建工程为 5.71 亿元，主要为台湾工业园创新创业中心标准厂房等项目，建完后将作为公司的经营性资产，可为公司带来一定的租金收入。

综上，跟踪期内，随着公司承担开发项目的推进，公司资产规模快速增长，公司资产主要为土地开发等的投入及土地资产，资产流动性一般。

盈利能力

公司主营业务收入稳步增长，利润水平明显提高，但后续收入规模易受房地产市场波动及招商引资情况的影响

近年，随着湘潭经开区城市开发进程的加快，公司土地开发项目不断增加，主营业务收入稳步增长。截至 2013 年末，公司土地开发及代建项目账面余额为 162.66 亿元，在开发项目规模较大，且湘潭经开区待开发面积较大，公司土地开发业务收入来源较有保障。但考虑到公司土地开发业务量易受经开区招商引资及房地产市场的影响，公司土地开发收入存在潜在的波动性。

跟踪期内，公司主营业务毛利率小幅增长，主营业务利润规模有所提高。2013 年公司获得 4.74 亿元的财政补贴，进一步增厚了公司利润水平。

表 11 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

盈利能力	2013 年	2012 年
主营业务收入	367,207.73	363,708.43
主营业务利润	70,390.31	59,577.12
补贴收入	47,415.76	39,156.17
利润总额	91,449.08	83,217.80

净利润	80,105.82	71,917.11
主营业务毛利率	17.83%	17.02%
期间费用率	6.68%	4.17%
总资产回报率	2.50%	3.03%

资料来源：公司审计报告

现金流

公司承担的开发任务较重，开发项目垫资规模大幅攀升，整体资金面趋紧，项目开发资金对外部融资较为依赖；公司主要在建项目投资规模依然较大，后续仍将面临较重的资金压力

湘潭经开区目前正处于大力开发期，公司承担的开发项目较多，项目投入规模相对较大，2012-2013年公司购买商品提供劳务合计支付现金为149.01亿元。受工程进度等因素的影响，公司结算项目规模相对较小，2012-2013年合计确认收入7.31亿元，收到现金6.55亿元。从经营现金流来看，目前公司开发项目自身产生的现金流入远不能覆盖项目支出，公司经营现金净流量呈较大幅度流出状态。目前公司每年项目开发支出规模较大，远大于湘潭经开区的2013年的财政收入水平，考虑到湘潭经开区待开发面积较大，未来公司仍将承担较重的开发任务，短期内公司经营活动现金大幅净流出的局面难以改善。

2013年受台湾工业园创新创业中心厂房等项目投资的影响，公司投资活动现金净流出5.38亿元。

公司经营及投资活动现金缺口较大，资金面趋紧，项目开发资金主要依靠外部融资解决，2013年公司筹资活动现金净流入53.04亿元。截至2013年末公司主要在开发项目尚需投资38.98亿元，资金缺口较大，且湘潭经开区后续待开发面积较大，公司仍将面临较重的资金压力。

表 12 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
收现比	0.93	0.86
销售商品、提供劳务收到的现金	341,832.72	313,100.05
购买商品、接受劳务支付的现金	743,098.74	747,041.44
经营活动产生的现金流量净额	-349,398.67	-475,479.30
投资活动产生的现金流量净额	-53,792.59	-40,751.08
筹资活动产生的现金流量净额	530,370.40	515,686.41
现金及现金等价物净增加额	127,179.13	-543.97

资料来源：公司审计报告

债务结构与财务安全性

公司有息债务大幅攀升且绝对规模较大，债务压力进一步加重

跟踪期内，随着在开发项目的推进，公司负债规模大幅提高，截至 2013 年末，公司负债合计 172.98 亿元，较 2012 年底增加 47.61 亿元。

截至 2013 年末，公司其他应付款为 29.88 亿元，较 2012 年末大幅减少，主要为偿还湖南发展集团、九华城市建设投资有限公司等公司往来款所致。2013 年底公司短期借款为 7.66 亿元、应付票据为 1 亿元、一年内到期的长期负债为 23.82 亿元、长期借款为 69.93 亿元、应付债券为 34 亿元，有息债务合计 136.4 亿元，较 2012 年底增加 58.89 亿元，有息债务规模较大且持续大幅攀升，公司面临较重的债务压力。

表 13 公司有息债务未来本息偿还安排（单位：亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
本息偿还金额	37.61	39.26	30.18	20.81	11.47

资料来源：公司提供

表 14 公司负债主要构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	比重	金额	比重
短期借款	76,550.00	4.43%	4,000.00	0.32%
应付票据	10,000.00	0.58%	17,500.00	1.40%
其他应付款	298,760.12	17.27%	421,395.35	33.61%
一年内到期的长期负债	238,208.00	13.77%	9,000.00	0.72%
流动负债合计	690,509.16	39.92%	509,089.53	40.61%
长期借款	699,278.76	40.43%	554,620.70	44.24%
应付债券	340,000.00	19.66%	190,000.00	15.16%
长期负债合计	1,039,278.76	60.08%	744,620.70	59.39%
负债合计	1,729,787.92	100.00%	1,253,710.23	100.00%
有息债务	1,364,036.76	-	775,120.70	-

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，随着有息债务规模的增加，公司资产负债率也有所提高；公司资产主要为存货，因此流动比率较高，但速动比率较差。受 2013 年债务规模攀升的影响，公司流动比率及速动比率均有所下滑。公司盈利能力尚可，但有息债务规模较大，EBITDA 利息保障倍数表现一般，利润对债务利息保障程度较弱。公司目前承担的开发任务较重，资金需求量较大，后续融资规模仍将会持续增加，未来随着有息债务规模的不断增加，公司的偿债能力有可能会持续弱化。

表15 公司主要偿债能力指标

项目	2013 年	2012 年
资产负债率	41.84%	35.04%
流动比率	4.40	4.90
速动比率	0.39	0.26
EBITDA 利息保障倍数	1.29	1.53

资料来源：公司审计报告

六、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

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（2014）（估）字第 089 号”评估报告，以 2014 年 1 月 15 日为评估基准日，4 宗土地使用权的评估价值共计 33.61 亿元，较 2013 年评估值增加 5.49 亿元，评估值为本期债券一年本金及利息之和的覆盖倍率为 3.14。相关抵押资产仍可对本期债券的偿付起到保障作用。

表 16 公司本期债券抵押资产 2014 年跟踪评估结果（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〔2010〕第 A01048 号	65,829.85	2014 年 1 月 15 日
2	潭九国用〔2010〕第 A01052 号	66,734.28	
3	潭九国用〔2010〕第 A01056 号	64,390.07	
4	潭九国用〔2010〕第 A01060 号	62,965.28	
5	潭九国用〔2010〕第 A01063 号	76,203.54	
合计	-	336,123.03	-

资料来源：（长沙）长永信（2014）（估）字第 089 号评估报告

七、评级结论

跟踪期内，湘潭市及湘潭经开区的经济总量持续增长，财政实力有所提高。作为湘潭经开区的唯一投资开发主体，跟踪期内公司营业收入有所增长，且在开发项目规模较大，后续收入来源较有保障，并能持续获得当地政府在资金补助方面的大力支持。

我们也关注到，近年随着经济的快速发展，湘潭经开区城市开发进程加快，公司承担了较重的开发任务，开发资金支出规模远超回笼规模，持续大规模的开发支出快速推高了公司的债务规模，公司资金面趋紧，有息债务偿付压力逐渐加大。但考虑到公司作为湘潭经开区

唯一的开发主体，能得到当地政府的大力支持，有助于缓解公司面临的短期流动性困难，且本期债券抵押土地价值较为稳定，抵押倍数较高，仍能对本期债券本息偿付起到保障作用。

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	2013 年	2012 年	2011 年
货币资金	196,809.67	53,530.54	32,574.51
短期投资	37,000.00	0.00	0.00
应收利息	1,079.64	0.00	0.00
应收账款	25.04	0.00	0.00
其他应收款	15,251.67	70,227.76	18,897.58
预付账款	17,369.09	8,461.70	3,058.19
存货	2,773,754.57	2,359,950.04	1,873,744.75
其他流动资产	108.33	0.00	0.00
流动资产合计	3,041,398.00	2,492,170.03	1,928,275.03
长期股权投资	13,003.47	9,085.24	7,496.88
长期投资合计	13,003.47	9,085.24	7,496.88
其中：股权投资差额	0.00	1,638.77	1,950.92
固定资产原值	85,021.56	34,689.21	34,404.29
减：累计折旧	6,571.16	4,391.61	3,187.79
固定资产净值	78,450.41	30,297.60	31,216.50
固定资产净额	78,450.41	30,297.60	31,216.50
在建工程	57,052.23	85,658.22	49,903.54
固定资产合计	135,502.64	115,955.82	81,120.04
无形资产	943,399.78	960,965.60	2,595.90
其他长期资产	714.77	0.00	0.00
无形资产及其他资产合计	944,114.55	960,965.60	2,595.90
资产总计	4,134,018.66	3,578,176.70	2,019,487.85
短期借款	76,550.00	4,000.00	0.00
应付票据	10,000.00	17,500.00	0.00
应付账款	24,456.49	16,935.52	7,846.02
预收账款	58.81	951.51	4,941.72
应付工资	0.10	0.00	0.00
应交税金	31,251.29	24,532.40	11,110.77
其他应交款	250.24	314.83	154.44
其他应付款	298,760.12	421,395.35	323,172.68
应付利息	10,974.11	14,459.91	1,980.65
一年内到期的长期负债	238,208.00	9,000.00	20,000.00
流动负债合计	690,509.16	509,089.53	369,206.28
长期借款	699,278.76	554,620.70	264,544.64
应付债券	340,000.00	190,000.00	100,000.00

长期负债合计	1,039,278.76	744,620.70	364,544.64
负债合计	1,729,787.92	1,253,710.23	733,750.92
实收资本	60,000.00	60,000.00	60,000.00
资本公积	2,090,844.14	2,090,844.14	1,124,031.70
盈余公积	25,374.42	17,367.73	10,120.48
减：未确认投资损失	341.56	0.00	0.00
未分配利润	228,353.73	156,254.60	91,584.74
所有者权益合计	2,404,230.74	2,324,466.47	1,285,736.93
负债和所有者权益合计	4,134,018.66	3,578,176.70	2,019,487.85

附录二 合并利润表（单位：万元）

项 目	2013 年	2012 年	2011 年
一、主营业务收入	367,207.73	363,708.43	178,953.25
减：主营业务成本	301,739.72	301,799.65	158,082.78
主营业务税金及附加	-4,922.30	2,331.66	1,100.11
二、主营业务利润	70,390.31	59,577.12	19,770.36
加：其他业务利润	0.00	0.00	37.00
减：营业费用	3.51	24.87	141.96
管理费用	21,604.09	13,585.18	3,890.18
财务费用	2,908.71	1,548.87	969.63
三、营业利润	45,874.00	44,418.19	14,805.60
加：投资收益	-1,597.49	-306.56	-307.15
补贴收入	47,415.76	39,156.17	23,188.66
减：营业外支出	243.18	50.00	205.00
四、利润总额	91,449.08	83,217.80	37,522.73
减：所得税	11,684.82	11,300.69	3,631.54
加：未确认投资损失	341.56	0.00	0.00
五、净利润	80,105.82	71,917.11	33,891.19

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
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	341,832.72	313,100.05	120,651.50
收到的其他与经营活动有关的现金	80,893.70	39,935.60	113,475.55
现金流入小计	422,726.43	353,035.66	234,127.05
购买商品、接受劳务支付的现金	743,098.74	747,041.44	514,745.83
支付给职工以及为职工支付的现金	1,522.02	1,116.29	898.93
支付各项税费	2,300.98	3,243.61	2,801.87
支付的其他与经营活动有关的现金	25,203.37	77,113.62	17,894.91
现金流出小计	772,125.10	828,514.96	536,341.53
经营活动产生的现金流量净额	-349,398.67	-475,479.30	-302,214.48
二、投资活动产生的现金流量	-	-	-
取得投资收益所收到的现金	4.27	5.59	5.00
现金流入小计	4.27	5.59	5.00
购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	239.87	34,856.16	44,242.85
投资所支付的现金	42,557.00	1,900.51	3,795.96
支付的其他与投资活动有关的现金	11,000.00	4,000.00	0.00
现金流出小计	53,796.87	40,756.67	48,038.81
投资活动产生的现金流量净额	-53,792.59	-40,751.08	-48,033.81
三、筹资活动产生的现金流量	-	-	-
取得借款所收到的现金	739,570.00	426,200.00	160,300.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	96,388.50	163,599.45	172,776.38
现金流入小计	835,958.50	589,799.45	333,076.38
偿还债务所支付的现金	143,153.94	53,123.94	21,450.00
分配股利、利润和偿付利息所支付的现金	3,937.10	1,705.10	1,567.68
支付的其他与筹资活动有关的现金	158,497.06	19,284.00	0.00
现金流出小计	305,588.10	74,113.04	23,017.68
筹资活动产生的现金流量净额	530,370.40	515,686.41	310,058.70
四、汇率变动对现金的影响额	-	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	127,179.13	-543.97	-40,189.60

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	80,105.82	71,917.11	33,891.19
减：未确认投资损失	341.56	0.00	0.00
加：计提的资产减值准备	-545.33	903.88	-274.92
固定资产折旧	2,179.55	1,240.91	1,044.48
无形资产摊销	17,565.82	8,442.74	59.36
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.00	0.00	-12.10
财务费用	5,100.61	1,705.10	1,567.68
投资损失（减：收益）	1,597.49	306.56	307.15
存货的减少（减：增加）	-413,804.53	-486,205.29	-486,543.91
经营性应收项目的减少（减：增加）	52,978.71	-56,733.69	125,529.78
经营性应付项目的增加（减：减少）	-94,235.26	-17,056.62	22,216.81
经营活动产生的现金流量净额	-349,398.67	-475,479.30	-302,214.48
现金的期末余额	159,209.67	32,030.54	32,574.51
减：现金的期初余额	32,030.54	32,574.51	72,764.11
现金及现金等价物净增加额	127,179.13	-543.97	-40,189.60

附录四 2013年底公司土地使用权明细

核算科目	权证号	面积 (亩)	账面价值 (万元)	性质	用途	抵押情况
存货	潭国用(2009)A02008	188.65	13,011.21	出让	商住	否
	潭国用(2009)A02009	309.97	20,086.00	出让	住宅	否
	潭国用(2009)A02015	195.27	14,078.87	出让	商住	否
	潭国用(2009)A02016	361.12	23,665.00	出让	商住	否
	潭国用(2009)A02017	252.31	18,078.46	出让	商业	是
	潭国用(2009)A02025	154.77	10,197.46	出让	住宅	是
	潭国用(2009)A02027	876.56	53,719.96	出让	住宅	是
	潭国用(2009)A02028	141.94	9,942.89	出让	商住	否
	潭国用(2009)A02005	249.94	17,149.10	出让	商住	是
	潭国用(2008)A02023	239.07	13,403.86	出让	工业	是
	潭国用(2008)A02026	99.86	6,138.00	出让	住宅	否
	潭九国用(2010)A01022	389.93	42,518.26	出让	商住	否
	潭九国用(2010)A01051	207.02	26,889.06	出让	商住	是
	潭九国用(2010)A01021	300.00	32,641.20	出让	商住	是
	潭九国用(2010)A01019	100.00	11,024.93	出让	商住	是
	潭九国用(2010)A01048	339.05	41,477.06	出让	商住	是
	潭九国用(2010)A01055	500.03	54,627.37	出让	商住	是
	潭九国用(2010)A01057	500.00	53,500.00	出让	商住	是
	潭九国用(2010)A01058	215.65	23,964.52	出让	商住	是
	潭九国用(2010)A01052	323.67	39,530.90	出让	商住	是
	潭九国用(2011)A02001	593.01	79,249.80	出让	商住	否
	潭九国用(2011)A02002	321.32	42,960.80	出让	商住	是
	潭九国用(2011)A02003	285.64	38,178.20	出让	商住	是
	潭九国用(2011)A02004	404.32	62,249.20	出让	商住	否
	潭九国用(2011)A02005	414.94	63,632.00	出让	商住	是
	潭九国用(2011)A02006	489.39	74,622.42	出让	商住	是
	潭九国用(2011)A02007	246.03	37,683.36	出让	商住	是
	潭九国用(2011)A02008	131.50	20,153.95	出让	商住	是
	潭九国用(2011)A02009	512.51	67,771.83	出让	商住	是
	潭九国用(2011)A02010	437.76	71,353.52	出让	商住	是
	潭九国用(2011)A02013	335.33	44,342.13	出让	商住	是
	潭国用(2008)第A02031-1号	92.20	5,741.20	出让	商服	是
	潭国用(2008)第A02031-2号	106.73	6,645.78	出让	商服	是
	潭九国用(2013)第A01060号	41.44	4,360.16	出让	商住	否

	小计	10,356.90	1,144,588.46	-	-	-
无形资产	潭九国用(2012)A02093	42.39	8,187.68	出让	商住	否
	潭九国用(2012)A02113	131.28	22,364.26	出让	商住	否
	潭九国用(2012)A02021	200.23	34,595.72	出让	商住	否
	潭九国用(2012)A02022	148.07	25,583.52	出让	商住	否
	潭九国用(2012)A02023	164.10	28,353.22	出让	商住	是
	潭九国用(2012)A02024	166.08	25,539.74	出让	商住	是
	潭九国用(2012)A02025	180.95	26,472.93	出让	商住	是
	潭九国用(2012)A02026	182.95	27,421.86	出让	商住	是
	潭九国用(2012)A02027	156.90	24,298.92	出让	商住	是
	潭九国用(2012)A02028	105.77	17,533.47	出让	商住	是
	潭九国用(2012)A02030	209.70	37,692.73	出让	商住	否
	潭九国用(2012)A02031	208.78	32,819.08	出让	商住	否
	潭九国用(2012)A02032	209.12	30,447.55	出让	商住	否
	潭九国用(2012)A02029	254.34	45,408.76	出让	商住	是
	潭九国用(2012)A02097	43.29	7,368.80	出让	商住	否
	潭九国用(2012)A02121	75.05	14,336.72	出让	商住	是
	潭九国用(2012)A02114	133.10	25,721.51	出让	商住	否
	潭九国用(2012)A02115	133.63	22,763.89	出让	商住	否
	潭九国用(2012)A02107	121.96	21,038.55	出让	商住	是
	潭九国用(2012)A02117	133.74	25,286.06	出让	商住	是
	潭九国用(2012)A02118	130.83	22,317.25	出让	商住	是
	潭九国用(2012)A02119	129.48	24,733.97	出让	商住	否
	潭九国用(2012)A02120	128.02	21,837.50	出让	商住	是
	潭九国用(2012)A02094	124.05	23,840.16	出让	商住	否
	潭九国用(2012)A02096	125.72	21,308.64	出让	商住	否
	潭九国用(2012)A02102	133.54	25,353.80	出让	商住	否
	潭九国用(2012)A02101	132.68	22,489.61	出让	商住	否
	潭九国用(2012)A02100	132.02	22,377.74	出让	商住	否
	潭九国用(2012)A02103	128.41	24,381.77	出让	商住	是
	潭九国用(2012)A02092	100.25	17,499.57	出让	商住	是
	潭九国用(2012)A02095	127.01	24,436.27	出让	商住	是
	潭九国用(2012)A02098	43.93	7,669.16	出让	商住	是
	潭九国用(2012)A02099	44.20	8,566.02	出让	商住	是
	潭九国用(2012)A02108	87.45	15,046.09	出让	商住	否
	潭九国用(2012)A02109	90.87	17,663.33	出让	商住	是
	潭九国用(2012)A02110	132.06	25,670.31	出让	商住	否
	潭九国用(2012)A02111	131.37	23,000.94	出让	商住	是
	潭九国用(2012)A02112	131.99	25,655.15	出让	商住	是

	潭九国用(2012)A02122	75.98	13,282.43	出让	商住	否
	潭九国用(2012)A02123	75.39	13,179.38	出让	商住	否
	潭九国用(2012)A02124	75.42	13,184.62	出让	商住	否
	潭九国用(2012)A02104	127.41	24,193.23	出让	商住	是
	潭国用(2008)A02035	29.38	646.71	出让	工业	是
	潭国用(2007)A02028	29.84	1,830.96	出让	住宅	是
	小计	5,468.73	943,399.58	-	-	-
合计		15,825.63	2,087,988.04	-	-	-

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

盈利指标	主营业务毛利率	$(\text{主营业务收入} - \text{主营业务成本}) / \text{主营业务收入} \times 100\%$
	主营业务利润率	$\text{主营业务利润} / \text{主营业务收入} \times 100\%$
	主营业务净利率	$\text{净利润} / \text{主营业务收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{主营业务收入}$
营运效率	应收账款周转天数(天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期主营业务收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期主营业务成本} / 360)$
	应付账款周转天数(天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{主营业务成本} / 360)$
	主营业务收入/营运资金	$\text{主营业务收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率(次)	$\text{主营业务收入} / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2)$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期有息债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
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	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	现金流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{主营业务收入}$

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
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。