

张家界市经济发展投资集团有限公司

**2014 年 10 亿元公司债券
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>

张家界市经济发展投资集团有限公司

2014 年 10 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：10 亿元

债券到期日期：2021 年 04 月 16 日

评级日期：2014 年 06 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

债券规模：10 亿元

评级日期：2014 年 02 月 27 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对张家界市经济发展投资集团有限公司（以下简称“张家界经投”或“公司”）及其2014年04月发行的10亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的2014年跟踪评级结果为：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：

项 目	2013 年	2012 年	2011 年
总资产（万元）	1,273,557.57	1,250,227.25	940,163.53
归属于母公司所有者权益合计（万元）	701,647.18	687,195.66	496,510.33
资产负债率	42.61%	42.97%	45.41%
有息债务（万元）	399,475.58	424,106.37	372,693.36
流动比率	4.99	5.15	5.55
营业收入（万元）	150,620.83	94,386.85	64,269.53
营业外收入（万元）	10,299.95	2,660.94	18,485.71
利润总额（万元）	21,619.38	30,223.98	29,135.72
综合毛利率	25.49%	51.11%	44.40%
总资产回报率	2.93%	3.49%	4.50%
经营活动产生的现金流量净额（万元）	2,967.74	52,092.55	49,837.91
EBITDA（万元）	45,643.33	40,697.79	46,459.43
EBITDA 利息保障倍数	1.58	1.64	2.16

资料来源：公司审计报告

正面：

- 张家界市经济保持增长，财政实力有所增强，公司的外部发展环境较好；
- 公司主营业务收入保持增长，BT 业务持续性较好。

关注：

- 张家界市经济增速放缓，财政自给能力依然较低，财政平衡对上级补助依赖程度依然较高；
- 公司旅游业务收入和毛利率均大幅下降；
- 公司综合毛利率和营业利润均大幅下降，盈利对政府补助依赖程度较高；
- 公司资产以存货和无形资产为主，资产整体流动性较弱；
- 公司经营活动现金流表现较差，在建项目规模较大，存在一定融资压力；
- 公司有息债务规模较大，存在较大的债务压力。

分析师

姓名：王一峰 林心平

电话：0755-82873981

邮箱：wangyf@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[2014]358号文件批准，公司于2014年04月17日发行了7年期固定利率公司债券，发行总额为10亿元人民币，票面利率为7.80%，在2015-2021年期间每年支付一次利息；设置提前兑付条款，在本期债券存续期的第3至第7年末，分别按照债券发行总额的20%偿还债券本金。截至本报告出具日，本期债券尚未到第一个付息日。

截至2014年05月31日，本期债券募集资金使用情况如下表所示。

表1 截至2014年05月31日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	拟使用募集资金	项目已投资	已使用募集资金
武陵山大道建设工程	90,485.00	30,000.00	-	-
张家界市沿江旧城改造工程	250,007.84	70,000.00	48,700.00	21,400.00
合计	340,492.84	100,000.00	48,700.00	21,400.00

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、实收资本、股东和实际控制人均未发生变更，实际控制人仍为张家界市人民政府国有资产监督管理委员会。

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化。2013年公司纳入合并范围的主体减少1家，系张家界市澧水风貌带建设开发有限责任公司，公司根据张家界市人民政府文件将其股权无偿划拨给张家界市人民政府国有资产监督管理委员会。

截至2013年12月31日，公司资产总额为1,273,557.57万元，归属于母公司所有者权益合计为701,647.18万元，资产负债率为42.61%。2013年度，公司实现营业收入150,620.83万元，利润总额21,619.38万元，经营活动现金净流入2,967.74万元。

三、地方经济与财政实力

跟踪期内，张家界市经济保持增长，但增速放缓

2013年，张家界市实现地区生产总值（GDP）365.65亿元，按可比价格计算，比上年增长6.1%，增速较上年放缓。其中，第一产业增加值44.10亿元，增长2.6%；第二产业增

加值 92.89 元，增长 9.8%；第三产业增加值 228.67 万元，增长 5.3%；第一、二、三次产业结构由 2012 年的 12.4:25.2:62.4 变为 12.1:25.4:62.5，第三产业依然是张家界市的主导产业。2013 年，张家界市景点接待旅游人数 3,442.41 万人次，下降 4.1%；全市旅游总收入 212.29 亿元，增长 1.7%；其中，门票收入 175,621.52 万元，下降 4.5%。2013 年，张家界市固定资产投资额、社会消费品零售总额、存款余额和贷款余额分别增长 24.0%、10.0%、16.6%和 17.4%。

总体来看，跟踪期内，张家界市经济保持增长，但增速放缓。

表2 2012-2013年张家界市主要经济发展指标（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	365.65	6.1%	338.99	11.6%
第一产业增加值	44.10	2.6%	41.96	3.5%
第二产业增加值	92.89	9.8%	85.43	12.3%
第三产业增加值	228.67	5.3%	211.60	12.9%
工业增加值	76.50	10.3%	70.39	13.3%
固定资产投资	210.84	24.0%	170.09	18.9%
社会消费品零售总额	124.01	10.0%	112.71	15.2%
进出口总额（万美元）	4,581	18.5%	3,856	48.7%
存款余额	400.69	16.6%	343.77	17.6%
贷款余额	289.88	17.4%	246.85	13.2%
旅游总收入	212.29	1.7%	208.72	24.7%

资料来源：张家界市 2012、2013 年国民经济和社会发展统计公报

跟踪期内，张家界市财政收入稳定增长，财政实力有所增强；但财政自给能力依然较低，财政平衡对上级补助依赖程度依然较高

跟踪期内，张家界市财政收入稳定增长，财政实力有所增强。2013 年，张家界市财政收入为 936,731 万元，同比增长 10.47%。

跟踪期内，张家界市财政收入结构保持稳定。2013 年，张家界市财政收入依然主要是一般预算收入和上级补助收入，分别为 255,619 万元、646,582 万元，同比分别增长 13.01%、10.76%，占财政收入的比例分别为 27.29%、69.03%，基本与上年持平。

跟踪期内，张家界市财政自给能力依然较低。2013 年，张家界市一般预算收入对一般预算支出、财政收入对财政支出的覆盖率分别为 29.08%、99.60%，同比略升，财政自给能力仍然处于较低水平。

总体来看，跟踪期内，张家界市财政收入稳定增长，财政实力有所增强；但财政自给能

力依然较低，财政平衡对上级补助依赖程度依然较高。

表 3 2012-2013 年张家界市财政收支情况（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
地方财政收入	936,731	847,972
（一）一般预算收入	255,619	226,199
其中：税收收入	147,577	129,911
非税收入	108,042	96,288
（二）上级补助收入	646,582	583,749
其中：返还性收入	22,493	21,914
一般转移支付	355,645	303,436
专项转移支付	268,444	258,399
（三）政府性基金收入	23,327	24,131
其中：国有土地使用权出让收入	6,564	8,525
（四）预算外收入	11,203	13,893
地方财政支出	940,498	857,975
（一）一般预算支出	878,954	808,328
（二）基金支出	52,283	33,770
（三）预算外支出	9,261	15,877

资料来源：张家界市财政局

四、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务收入大幅增长，而综合毛利率大幅下降。2013 年，公司实现主营业务收入 150,599.88 万元，同比增长 59.59%，主要是因为新增了较大规模的 BT 项目收入；其中，旅游服务业务、景区环保客运业务收入分别为 47,200.97 万元、16,429.00 万元，同比分别下降 35.74%、15.40%，主要是毛利率较高的单位旅游业务量较大幅度下降所致。2013 年，公司综合毛利率为 25.49%，同比下降 25.62 个百分点，主要是因为 BT 业务毛利率较低且收入规模较大，同时，旅游服务业务、景区环保客运业务毛利率也大幅下降。2012-2013 年公司主营业务收入和毛利率情况如下表所示。

表 4 2012-2013 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元）

项 目	2013 年		2012 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
旅游服务业务	47,200.97	32.24%	73,447.60	47.08%
景区环保客运业务	16,429.00	59.03%	19,418.56	68.07%
房产项目开发收入	6,089.18	40.98%	-	-
BT 项目	79,350.38	13.04%	-	-

其他	1,530.35	40.26%	1,502.77	28.49%
合计	150,599.88	25.48%	94,368.93	51.10%

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，由于游客数量下降，公司旅游业务收入和毛利率均大幅下降

跟踪期内，公司旅游业务收入大幅下降。2013 年，公司旅游服务业务和景区环保客运业务分别实现收入 47,200.97 万元、16,429.00 万元，合计 63,629.97 万元，同比均下降，下降幅度分别为 35.74%、15.40%、31.48%，主要是因为游客数量的下降。同时，旅游业务毛利率也大幅下降，2013 年，公司旅游服务业务和景区环保客运业务毛利率分别为 32.24%、59.03%，同比均下降，下降幅度分别为 14.84、9.04 个百分点。

公司运营的旅游资源主要有宝峰湖和十里画廊两大景区，并享有多项张家界核心景区门票收益权，主要是武陵源核心景区门票收益权。2013 年，宝峰湖景区、十里画廊景区购票人数合计 115.68 万人，实现收入合计 5,355.58 万元，同比分别下降 44.01%、44.00%；武陵源核心景区购票人数合计 181.55 万，实现收入 41,192 万元，同比分别下降 44.00%、下降 44.00%。

表 5 2012-2013 年公司主要景区游客数量及收入情况（单位：万人、万元）

景区名称	2013 年		2012 年	
	购票人数	收入	购票人数	收入
宝峰湖	38.79	2,609.62	69.27	4,660.18
十里画廊	76.89	2,745.96	137.32	4,904.09
合计	115.68	5,355.58	206.59	9,564.27

资料来源：公司提供

表 6 2012-2013 年武陵源核心景区游客数量及收入情况（单位：万人、万元）

年份	购票人数			收入
	全票	优惠票	环保票	
2013 年	149.41	28.67	3.47	41,192.00
2012 年	266.80	51.20	6.21	73,558.00

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司 BT 业务实现较大规模收入，有效提升了公司的收入规模；但该业务盈利水平较低

公司承担张家界市大规模的城市基础设施建设工程，公司与张家界市人民政府签订了《张家界市投资建设与转让收购（BT）模式投资建设项目总承包协议》，张家界市政府按照公司承担的城市基础设施建设项目投资总额的 115%进行项目回购。

2013 年，公司承建的张家界市永定区“四路”项目完工，投资总额为 69,000.33 万元，

实现回购收入 79,350.38 万元。截至 2013 年末，公司在建项目主要是本期债券募投项目和公司 2014 年 10 亿元公司债券募投项目，计划总投资 510,563.76 万元，已投资 133,319.93 万元，尚需投资 377,384.98 万元，规模较大，业务持续性较好，但存在一定资金压力。

跟踪期内，公司 BT 业务实现较大规模收入，有效提升了公司的收入规模；目前公司在建项目规模较大，该业务持续性较好，但该业务盈利水平较低，且存在一定资金压力。

表 7 截至 2013 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	计划总投资	已投资	尚需投资
“民惠家园”廉租房小区	1,431.85	1,573.00	-
“民强家园”廉租房小区	1,505.55	1,456.00	49.55
“民惠家园”廉租房小区（二期）	1,504.00	1,397.00	107.00
民惠家园二期公共租赁房	2,257.20	2,052.00	205.20
张家界市澧水风貌带建设项目	135,402.00	70,572.93	64,829.07
武陵山大道建设工程	90,485.00	0.00	90,485.00
张家界市沿江旧城改造工程	250,007.84	31,459.00	218,548.84
西溪坪路	5,200.00	4,100.00	1,100.00
溪北路	8,580.00	7,680.00	900.00
彭家巷北路和中坪路	5,120.00	4,700.00	420.00
彭家巷南路	2,100.00	1,850.00	250.00
子午西路二期改造	4,369.00	4,150.00	219.00
16 座垃圾站公厕项目	1,201.32	1,140.00	61.32
仙人溪河道治理	1,400.00	1,190.00	210.00
合计	510,563.76	133,319.93	377,384.98

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司在政府补助方面继续获得政府支持

2013 年，公司获得财政贴息等各项政府补助 10,234.15 万元，继续获得政府支持。

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中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013 年度审计报告，财务报表按照《企业会计准则》编制，2012 年数据采用年初数。2013 年，公司纳入合并报表主体减少 1 家，系张家界市澧水风貌带建设开发有限责任公司，公司根据张家界市人民政府文件将其股权无偿划拨给张家界市人民政府国有资产监督管理委员会。

2013 年，公司根据土地的使用性质和管理层的意图，将以前年度政府划拨的土地使用权由无形资产转入存货核算，调增年初存货、调减年初无形资产 281,654.91 万元；将年初预提的借款利息从其他流动负债转入应付利息，调增年初应付利息、调减年初其他流动负债各 1,928.591 万元。

财务分析

资产结构与质量

跟踪期内，公司资产规模稳定，以存货和无形资产为主，资产整体流动性较弱

跟踪期内，公司资产规模稳定。截至 2013 年末，公司资产规模为 1,273,557.57 万元，较 2012 年末增长 1.87%；由于土地资产由无形资产转入存货核算并相应调整年初数，公司资产以流动资产为主，其占比为 72.12%。

截至 2013 年末，公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货等构成。公司货币资金中有部分其他货币资金，系根据国务院令 550 号《旅行社条例》规定公司旅行社的旅游质量保证金。应收账款大幅增长，主要是新增应收张家界市财政局的 BT 项目款，账龄在 1 年以内的应收账款占比在 99.30%以上，但回款时间存在较大不确定性。公司其他应收款主要是与张家界市人民政府国有资产监督管理委员会等单位的往来款与垫付款。存货主要是开发产品成本和土地，其中土地大部分已经抵押，流动性较差。

截至 2013 年末，公司非流动资产主要由固定资产和无形资产等构成。公司固定资产主要是房屋建筑物、机器设备、运输工具等，2013 年末固定资产成新率为 53.27%；房屋、建筑物中原值 22,149.16 万元为构筑物、景区道路等，无法办理产权证。无形资产主要是景区门票分成收益权，其中，账面价值为 97,468.35 万元的景区门票分成收益权已用于长期借款抵押。

总体而言，跟踪期内，公司资产规模稳定，以存货和无形资产为主，资产整体流动性较弱。

表 8 2012-2013 年公司主要资产构成（单位：万元）

项 目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	16,637.29	1.31%	79,332.46	6.35%
应收账款	82,414.92	6.47%	604.18	0.05%
其他应收款	31,572.39	2.48%	17,919.58	1.43%

存货	782,058.27	61.41%	794,303.86	63.53%
流动资产合计	918,483.34	72.12%	898,498.95	71.87%
固定资产	28,389.81	2.23%	31,050.66	2.48%
无形资产	288,922.23	22.69%	294,996.34	23.60%
非流动资产合计	355,074.23	27.88%	351,728.30	28.13%
资产总计	1,273,557.57	100.00%	1,250,227.25	100.00%

资料来源：公司审计报告

盈利能力

跟踪期内，公司主营业务收入保持增长，综合毛利率大幅下降，盈利对政府补助依赖程度较高

2013 年，公司实现主营业务收入 150,599.88 万元，同比增长 59.59%，主要是因为新增了较大规模的 BT 项目收入；其中，旅游服务业务、景区环保客运业务收入分别为 47,200.97 万元、16,429.00 万元，同比分别下降 35.74%、15.40%，主要是单位旅游业务量较大幅度下降所致。

2013 年，公司综合毛利率为 25.49%，同比下降 25.62 个百分点，主要是因为 BT 业务毛利率较低且收入规模较大，同时，旅游服务业务、景区环保客运业务毛利率也较大幅度下降；公司期间费用率有所下降，但依然较高，一定程度上削弱了公司的盈利能力。

受综合毛利率下降的影响，公司 2013 年营业利润同比下降 58.40%。2013 年公司获得营业外收入 10,299.95 万元，主要是政府补助，占公司利润总额的 47.64%。

总体而言，跟踪期内，公司主营业务收入保持增长，综合毛利率大幅下降，盈利对政府补助依赖程度较高。

表 9 2012-2013 年公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项 目	2013 年	2012 年
营业收入	150,620.83	94,386.85
营业利润	11,706.78	28,143.15
营业外收入	10,299.95	2,660.94
利润总额	21,619.38	30,223.98
净利润	19,028.52	26,684.59
综合毛利率	25.49%	51.11%
期间费用率	16.11%	19.01%
总资产回报率	2.93%	3.49%

资料来源：公司审计报告

现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流表现较差，存在一定融资压力

跟踪期内，公司经营活动现金流表现较差。2013 年，公司收现比为 0.48，同比大幅下降，主要是 BT 项目收入基本未收到现金所致；收到其他与经营活动有关的现金主要是政府补助和往来款，支付其他与经营活动有关的现金主要是付现期间费用和往来款。公司投资活动现金主要是在建工程投入的资金，表现为一定规模的净流出。2013 年公司债务偿还较多，筹资活动表现为较大规模的净流出。截至 2013 年末，公司主要在建项目尚需投入 377,384.98 万元，存在一定融资压力。

表 10 2012-2013 年主要现金流量指标（单位：万元）

项 目	2013 年	2012 年
收现比	0.48	1.11
经营活动现金流入小计	104,250.91	116,744.97
经营活动现金流出小计	101,283.17	64,652.41
经营活动产生的现金流量净额	2,967.74	52,092.55
投资活动现金流入小计	301.57	551.61
投资活动现金流出小计	10,702.47	39,791.59
投资活动产生的现金流量净额	-10,400.90	-39,239.98
筹资活动现金流入小计	89,065.00	172,585.00
筹资活动现金流出小计	142,861.64	120,987.66
筹资活动产生的现金流量净额	-53,796.64	51,597.34
现金及现金等价物净增加额	-61,229.80	64,359.77

资料来源：公司审计报告

资本结构和财务安全性

公司负债规模和结构保持稳定，有息债务规模较大，存在较大的债务压力

跟踪期内，公司债务规模和结构保持稳定。截至 2013 年末，公司负债总额为 542,642.51 万元，较 2012 年末增长 1.00%，依然以非流动负债为主，其占比为 66.07%。

截至 2013 年末，公司流动负债主要由短期借款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债等构成。预收款项主要是公司预收的房地产开发商的土地一级合作开发资金。其他应付款增长幅度较大，主要是新增了较大规模的暂借款，借款对象为张家界市财政局和张家界市澧水风貌带建设开发有限责任公司。一年内到期的非流动负债主要是一年内到期的长期借款。

截至 2013 年末，公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款和专项应付款等构成。2013 年末公司长期借款余额 222,861.71 万元，未来每年到期金额不大，集中偿

付压力不大。应付债券为本期债券，公司 2014 年 10 亿元债券已经发行，应付债券规模增加。长期应付款主要是国债转贷、日元贷款、世行贷款和湖南财信贷款等。专项应付款主要是新火车站铁路专项资金、财政拨付新火车站建设资金、廉租房建设款、市政基础设施建设资金等政府专项拨款，将随项目竣工而结转，实际偿付压力不大。

表 11 截至 2013 年末公司长期借款到期情况（单位：万元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 及以后	合计
到期 金额	45,200	46,967	32,000	12,000	14,450	29,600	18,000	66,545	264,762

资料来源：公司审计报告

截至 2013 年末，公司有息债务规模 399,475.58 万元，同比下降 5.81%，但规模依然较大，面临较大的债务压力。公司 2014 年 10 亿元债券的发行，使得公司有息债务规模进一步增大。

表 12 2012-2013 年公司负债主要构成（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	26,250.00	4.84%	30,485.00	5.67%
预收款项	81,606.17	15.04%	77,799.76	14.48%
其他应付款	29,322.36	5.40%	10,059.38	1.87%
一年内到期的非流动负债	41,900.00	7.72%	51,700.00	9.62%
流动负债合计	184,093.54	33.93%	174,417.26	32.46%
长期借款	222,861.71	41.07%	231,893.72	43.16%
应付债券	80,000.00	14.74%	80,000.00	14.89%
长期应付款	28,463.87	5.25%	30,027.66	5.59%
专项应付款	26,979.91	4.97%	20,799.33	3.87%
非流动负债合计	358,548.96	66.07%	362,829.96	67.54%
负债合计	542,642.51	100.00%	537,247.22	100.00%

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司主要偿债能力指标基本保持稳定。截至 2013 年末，公司资产负债率为 42.61%，较 2012 年末略降 0.36 个百分点；流动比率和速动比率分别为 4.99、0.74，较 2012 年末分别下降 0.16、上升 0.14，短期偿债能力指标变化不大。

表 13 2012-2013 年公司主要偿债能力指标

项目	2013 年	2012 年
资产负债率	42.61%	42.97%
流动比率	4.99	5.15

速动比率	0.74	0.60
EBITDA（万元）	45,643.33	40,697.79
EBITDA 利息保障倍数	1.58	1.64

资料来源：公司审计报告

六、评级结论

跟踪期内，张家界市经济保持增长，财政实力有所增强，公司的外部发展环境较好；公司主营业务收入保持增长，BT 业务持续性较好。

同时，我们关注到，张家界市经济增速放缓，财政自给能力依然较低，财政平衡对上级补助依赖程度依然较高；公司旅游业务收入和毛利率均大幅下降；公司综合毛利率和营业利润均大幅下降，盈利对政府补助依赖程度较高；公司资产以存货和无形资产为主，资产整体流动性较弱；公司经营活动现金流表现较差，在建项目规模较大，存在一定融资压力；公司有息债务规模较大，存在较大的债务压力。

基于以上情况，鹏元维持本期债券信用等级 AA，维持公司主体长期信用等级 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	16,637.29	79,332.46	13,507.32
应收账款	82,414.92	604.18	627.57
预付款项	5,694.13	6,337.32	5,686.83
其他应收款	31,572.39	17,919.58	18,171.84
存货	782,058.27	794,303.86	438,664.15
其他流动资产	106.34	1.54	0.00
流动资产合计	918,483.34	898,498.95	476,657.71
长期股权投资	1,236.66	1,235.66	435.66
投资性房地产	1,600.09	1,677.42	1,749.56
固定资产	28,389.81	31,050.66	30,531.23
在建工程	16,640.78	4,370.62	8,579.35
固定资产清理	0.00	16.98	0.00
无形资产	288,922.23	294,996.34	403,352.78
商誉	16,737.63	16,737.63	16,737.63
长期待摊费用	1,365.60	1,460.23	1,927.96
递延所得税资产	181.44	182.76	191.66
非流动资产合计	355,074.23	351,728.30	463,505.82
资产总计	1,273,557.57	1,250,227.25	940,163.53
短期借款	26,250.00	30,485.00	35,800.00
应付账款	1,086.10	893.90	840.94
预收款项	81,606.17	77,799.76	10,213.45
应付职工薪酬	1,000.77	289.44	265.65
应交税费	914.43	1,261.11	2,197.47
应付利息	2,013.55	1,928.51	0.00
应付股利	0.17	0.17	0.17
其他应付款	29,322.36	10,059.38	9,382.90
一年内到期的非流动负债	41,900.00	51,700.00	26,500.00
其他流动负债	0.00	0.00	730.23
流动负债合计	184,093.54	174,417.26	85,930.81
长期借款	222,861.71	231,893.72	276,286.71
应付债券	80,000.00	80,000.00	0.00
长期应付款	28,463.87	30,027.66	34,106.65
专项应付款	26,979.91	20,799.33	30,609.04
其他非流动负债	243.48	109.25	0.00
非流动负债合计	358,548.96	362,829.96	341,002.39
负债合计	542,642.51	537,247.22	426,933.20

实收资本	10,000.00	10,000.00	10,000.00
资本公积	567,984.38	568,982.69	398,222.55
专项储备	56.99	87.87	0.00
盈余公积	11,931.51	10,689.89	8,969.93
未分配利润	111,674.31	97,435.22	79,317.84
归属于母公司所有者权益合计	701,647.18	687,195.66	496,510.33
少数股东权益	29,267.88	25,784.37	16,720.00
所有者权益合计	730,915.07	712,980.03	513,230.33
负债及所有者权益合计	1,273,557.57	1,250,227.25	940,163.53

注：合计数和相应各行加总数小数点后两位的差异系计算过程中四舍五入所致。

附录二 合并利润表（单位：万元）

项 目	2013 年	2012 年	2011 年
一、营业总收入	150,620.83	94,386.85	64,269.53
其中:营业收入	150,620.83	94,386.85	64,269.53
二、营业总成本	138,942.85	66,555.90	58,442.01
其中：营业成本	112,221.61	46,142.37	35,734.48
营业税金及附加	2,140.90	1,874.49	1,772.38
销售费用	2,299.81	3,059.76	3,104.15
管理费用	6,385.95	5,190.69	5,232.37
财务费用	15,578.41	9,691.43	12,549.10
资产减值损失	316.17	597.16	49.53
加：投资收益	28.80	312.20	5,357.14
三、营业利润	11,706.78	28,143.15	11,184.67
加：营业外收入	10,299.95	2,660.94	18,485.71
减：营业外支出	387.34	580.11	534.66
四、利润总额	21,619.38	30,223.98	29,135.72
减：所得税费用	2,590.87	3,539.40	3,651.65
五、净利润	19,028.52	26,684.59	25,484.07
归属于母公司所有者的净利润	15,480.70	19,837.33	19,284.78
少数股东损益	3,547.81	6,847.25	6,199.28

注：合计数和相应各行加总数小数点后两位的差异系计算过程中四舍五入所致。

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	72,386.36	104,518.83	72,404.68
收到的税费返还	38.30	0.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	31,826.25	12,226.13	28,892.02
现金流入小计	104,250.91	116,744.97	101,296.70
购买商品、接受劳务支付的现金	69,637.22	42,296.62	29,133.98
支付给职工以及为职工支付的现金	5,910.09	6,650.29	5,976.79
支付的各项税费	6,454.23	7,395.95	5,468.02
支付其他与经营活动有关的现金	19,281.64	8,309.55	10,879.99
现金流出小计	101,283.17	64,652.41	51,458.78
经营活动产生的现金流量净额	2,967.74	52,092.55	49,837.91
收回投资收到的现金	70.00	52.00	11,152.15
取得投资收益收到的现金	27.80	2.40	49.73
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	30.54	68.59	31.17
收到其他与投资活动有关的现金	173.23	428.62	0.00
现金流入小计	301.57	551.61	11,233.05
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	10,602.46	38,326.07	69,170.42
投资支付的现金	100.00	0.00	11,080.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.01	1,465.52	0.00
现金流出小计	10,702.47	39,791.59	80,250.42
投资活动产生的现金流量净额	-10,400.90	-39,239.98	-69,017.37
取得借款收到的现金	89,065.00	93,385.00	63,895.85
发行债券收到的现金	0.00	79,200.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	12,278.29
现金流入小计	89,065.00	172,585.00	76,174.14
偿还债务支付的现金	113,695.79	94,437.00	52,874.80
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	28,806.61	24,777.89	21,553.22
支付其他与筹资活动有关的现金	359.24	1,772.78	1,645.43
现金流出小计	142,861.64	120,987.66	76,073.45
筹资活动产生的现金流量净额	-53,796.64	51,597.34	100.69
汇率变动对现金的影响额	0.00	-90.14	349.16
现金及现金等价物净增加额	-61,229.80	64,359.77	-18,729.60
加：期初现金及现金等价物余额	77,692.09	13,332.32	32,061.92
期末现金及现金等价物余额	16,462.29	77,692.09	13,332.32

注：合计数和相应各行加总数小数点后两位的差异系计算过程中四舍五入所致。

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	19,028.52	26,684.59	25,484.07
加：资产减值准备	316.17	597.16	49.53
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,431.85	2,012.11	2,440.43
无形资产摊销	6,076.66	292.24	1,914.22
长期待摊费用摊销	156.97	213.89	232.04
预提费用增加（减：减少）	0.00	0.00	-1,185.41
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	3.33	-14.72	37.17
财务费用（收益以“-”号填列）	15,733.30	7,955.57	12,737.03
投资损失（收益以“-”号填列）	-28.80	-312.20	-5,357.14
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	1.32	-182.76	-191.66
存货的减少（增加以“-”号填列）	12,245.59	-73,984.80	2,462.99
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-76,623.41	376.39	238.75
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	23,626.24	88,455.09	10,975.90
经营活动产生的现金流量净额	2,967.74	52,092.55	49,837.91

注：合计数和相应各行加总数小数点后两位的差异系计算过程中四舍五入所致。

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{财务费用中的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	应收账款周转天数(天)	$[(\text{期初应收账款} + \text{期末应收账款}) / 2] / (\text{营业收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数(天)	$[(\text{期初应付账款} + \text{期末应付账款}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	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)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{短期有息债务} + \text{长期有息债务}$
	流动比率	$\text{流动资产} / \text{流动负债}$
	速动比率	$(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
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	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	现金流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$

附录五 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。