

怀化市工业园投资开发有限公司  
2013 年公司债券 2015 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。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

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。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

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：

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第  
【753】号 01

债券剩余规模: 12 亿元

债券到期日期: 2020 年  
10 月 29 日

债券偿还方式: 每年付  
息, 分次还本, 即在债  
券存续期的第 3、4、5、  
6、7 年末各按照发行总  
额的 20%的比例偿还债  
券本金

分析师

姓名:  
范刚强 林心平

电话:  
0755-82870071

邮箱:  
fangq@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

## 怀化市工业园投资开发有限公司 2013 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2015 年 07 月 30 日	2014 年 06 月 27 日

### 评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对怀化市工业园投资开发有限公司(以下简称“工业园投资公司”或“公司”)及其 2013 年 10 月 29 日发行的 12 亿元公司债券(以下简称“本期债券”)的 2015 年度跟踪评级结果为: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。该评级结果是考虑到湖南怀化工业园(以下简称“工怀化业园”或“工业园”)待开发面积较大,公司业务来源较有保障,并能持续得到当地政府在财政补助方面的支持;同时我们也关注到公司经营收现情况较差,且在开发项目前期资金投入规模较大,资金链趋紧;公司有息债务规模较大,主要在建项目后续资金需求仍然较大等风险因素。

### 正面:

- 区域经济、财政实力快速增长。跟踪期内,怀化市经济持续增长,财政收入继续保持增长态势,2014 年怀化市地区生产总值为 1,181.01 亿元,同比增长 5.1%;全口径及市本级财政收入分别为 376.53 亿元和 99.82 亿元,分别同比增长 19.03%、39.65%。
- 业务来源较有保障。工业园规划面积为 41.3 平方公里,目前仅完成 8 平方公里的开发,未来待开发面积较大,后续土地开发及配套基础设施项目建设较多,公司作为湖南怀化工业园区管理委员会(以下简称“工业园管委会”)实施园区开发的重要主体,后续业务来源较有保障。
- 当地政府继续给予一定的支持。作为工业园整体开发主体,公司持续得到当地

政府的大力支持，2014 年当地政府向公司合计拨付 63,261.29 万元资本金，并确认给予公司 1.65 亿元政府补助资金。

### 关注：

- **工业园财政实力仍然较弱。**工业园工业起步较晚，财政实力较弱，2014 年工业园财政收入仅为 9.18 亿元。
- **资产流动性较弱。**公司资产主要为土地资产及土地开发投入，土地资产大部分已经抵押，流动性较弱。
- **土地开发业务毛利率不稳定。**公司土地开发项目结算标准不确定，具有较大的随意性。
- **资金回笼存在滞后性，经营现金流表现较差。**工业园处于初步开发阶段，开发项目较多，开发支出规模较大，部分开发项目暂未结算，且已结算项目资金基本暂未回笼，经营收现情况较差，项目资金缺口主要依靠融资活动解决。
- **主要在建项目后续资金需求量较多，公司资金压力较重。**截至 2014 年末，公司主要在建、拟建项目尚需投入 15.82 亿元，后续需投入资金规模较大，公司仍将面临较重的资金压力。
- **有息债务规模较大，存在较重的债务偿付压力。**截至 2014 年 12 月 31 日，公司有息债务合计 25.11 亿元，有息债务规模较大，公司面临较重的债务偿付压力。

**主要财务指标:**

项目	2014年	2013年	2012年
总资产(万元)	854,447.76	696,473.32	506,293.02
所有者权益合计(万元)	499,930.52	413,519.00	394,421.72
有息债务(万元)	251,143.00	220,213.00	66,563.00
资产负债率	41.49%	40.63%	22.10%
流动比率	7.51	8.98	9.25
速动比率	1.80	2.51	1.16
营业收入(万元)	52,178.52	42,780.49	41,046.03
营业外收入(万元)	16,506.13	14,403.07	11,888.82
利润总额(万元)	25,521.82	20,775.09	24,564.19
综合毛利率	19.85%	24.05%	42.06%
总资产回报率	3.31%	3.64%	5.42%
EBITDA(万元)	26,054.86	22,049.91	26,318.09
EBITDA 利息保障倍数	1.18	1.87	4.63
经营活动现金流净额(万元)	-67,963.38	-51,407.15	1,340.14

资料来源: 公司 2012-2014 年审计报告, 鹏元整理

## 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[2013]1869号”文件批准，公司于2013年10月29日公开发行12亿元公司债券，债券期限为7年，票面利率为7.7%。

本期债券起息日为2013年10月29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，在本期债券存续期的第3、4、5、6、7年末分别按照发行总额的20%、20%、20%、20%、20%比例偿还债券本金。2014年10月29日为本期债券第一次付息日，公司已按时足额支付了本期债券利息。

本期债券募集资金总额12亿元，拟用于湖南怀化工业园区二期基础及配套设施建设工程项目。截至2014年12月31日，本期债券已全部使用完毕，募投项目建设情况如下表所示。

表 1 截至 2014 年 12 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	项目已投资	已使用募集资金
湖南怀化工业园区二期基础及配套设施建设工程项目	247,980	208,820	120,000

资料来源：公司提供

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、股权结构及实际控制人均未发生变化，控股股东及实际控制人仍为怀化市人民政府国有资产监督管理委员会。

2014年，公司合并范围未发生变化，业务亦未发生重大变更。

截至2014年12月31日，公司资产总额为85.44亿元，所有者权益合计为49.99亿元，资产负债率为41.49%；2014年度，公司实现营业收入5.22亿元，利润总额2.55亿元，经营活动现金流净额-6.80亿元。

## 三、地方经济与财政实力

跟踪期内，怀化市及怀化工业园经济继续保持增长态势，但怀化工业园经济总量较小

跟踪期内，受益于国家及各级政府对武陵山片区的大力支持，怀化市交通条件有所改善，随着怀通高速、溆怀高速建成通车，全市高速公路通车里程达612.42公里。交通条件的改善为工业及旅游业、交通运输业的持续发展创造了条件，2014年怀化市工业保持了较好的发展态势，在电力、食品加工、林木、矿冶等主导产业发展的推动下，实现工业增加值459.56亿元，同比增长7.1%。

2014年怀化市实现地区生产总值1,181.01亿元，同比增长5.1%，仍保持增长态势，但受外部经济增长放缓的影响，增长速度大幅回落。分产业看，第一产业实现增加值171.47亿元，同比增长4.4%；第二产业实现增加值516.52亿元，同比增长6.8%；第三产业实现增加值493.03亿元，同比增长3.6%。第一、二、三次产业对GDP增长的贡献率分别为9.9%、60.0%和30.1%。

2014年怀化市实现固定资产投资851.35亿元，同比增长6.2%，固定资产投资增速大幅回落；社会消费品零售总额为405.35亿元，同比增长12.5%。

**表 2 近年怀化市主要经济指标及同比变化情况**

项目	2014年		2013年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	1,181.01	5.1%	1,110.55	10.3%
第一产业增加值（亿元）	171.47	4.4%	151.82	2.7%
第二产业增加值（亿元）	516.52	6.8%	489.84	10.3%
第三产业增加值（亿元）	493.03	3.6%	468.90	12.4%
工业增加值（亿元）	459.56	7.1%	436.16	10.5%
固定资产投资（亿元）	851.35	6.2%	801.40	33.4%
社会消费品零售总额（亿元）	405.35	12.5%	360.31	13.8%
进出口总额（亿美元）	1.06	26.7%	0.83	17.5%

资料来源：怀化市统计公报

怀化工业园成立于2003年，是怀化市主要的工业集聚区。近年在怀化市政府的大力支持下，工业园已基本完成一期8平方公里的开发，先后引进了汇源集团、娃哈哈、大康牧业、骏泰浆纸等企业，已初步形成以食品加工、造纸为主导的产业格局。

2014年工业园实现地区生产总值50.38亿元，同比增长22%，其中第一产业增加值完成1.05亿元，同比增长50%；第二产业增加值完成45.5亿元，同比增长19%；第三产业增加值完成3.19亿元，同比增长22%。受工业起步较晚的影响，工业园工业规模较小，经济整体实力较弱。

**表 3 怀化工业园主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2014年		2013年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	50.38	22.0%	41.3	18.0%
第一产业增加值	1.05	50.0%	0.7	40.0%
第二产业增加值	45.50	19.0%	38.0	16.9%
第三产业增加值	3.19	22.0%	2.6	30.0%

资料来源：公司提供

### 跟踪期内，怀化市财政收入继续保持增长，但受经济增速放缓的影响，怀化市公共财政收入有所下滑

2014年，怀化市全口径及市本级财政收入分别为376.53亿元和99.82亿元，分别同比增长19.03%、39.65%。

受经济增长放缓的影响，2014年怀化市全口径及市本级税收收入分别下降15.99%和14.09%，公共财政收入分别下滑13.83%和8.60%。怀化市地处的武陵山片区是国家扶贫攻坚主战场，受到国家及省政府在上级补助方面的大力支持，2014年怀化市全口径及市本级上级补助收入分别为211.32亿元和18.83亿元，分别占同期财政收入的56.12%和18.86%。跟踪期内，怀化市土地市场有所回暖，2014年怀化市全口径及市本级政府性基金收入分别为95.6亿元和56.34亿元，同比分别增长61.30%和111.65%。

从财政收支平衡方面来看，2014年怀化市全口径及市本级公共财政收入与公共财政支出之比均呈下降态势，财政自给能力有所减弱。

**表 4 2013-2014 年怀化市财政收支情况（单位：亿元）**

项目	2014 年		2013 年	
	全口径	市本级	全口径	市本级
（一）公共财政收入	66.19	23.70	76.81	25.93
1、税收收入	39.78	13.84	47.35	16.11
2、非税收入	26.41	9.86	29.46	9.82
（二）上级补助收入	211.32	18.83	175.86	17.49
1、一般性转移支付收入	122.93	9.60	106.80	8.34
2、专项转移支付收入	80.27	6.18	61.67	6.47
3、返还性收入	8.21	3.05	7.39	2.69
（三）政府性基金收入	95.60	56.34	59.27	26.62
（四）财政专户管理资金收入	3.42	0.95	4.39	1.44
<b>财政收入</b>	<b>376.53</b>	<b>99.82</b>	<b>316.33</b>	<b>71.48</b>
公共财政支出	280.90	44.01	257.14	46.98
政府性基金支出	99.05	50.94	68.02	27.56
财政专户管理资金支出	3.34	0.97	4.66	1.83
财政总支出	383.29	95.92	329.82	76.37
<b>公共财政收入/公共财政支出</b>	<b>23.56%</b>	<b>53.85%</b>	<b>29.87%</b>	<b>55.19%</b>

注：财政收入=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入+财政专户管理资金收入

资料来源：怀化市财政局

### 跟踪期内，怀化工业园财政收入有所增长，但整体规模偏小

跟踪期内，受工业持续增长的推动，怀化工业园公共财政收入继续增长，2014年怀化工业园实现公共财政收入4.15亿元，同比增长9.21%。受益于工业的初步发展和基础设施的逐步完善，工业园土地市场需求有所增加，政府性基金收入大幅增长，2014年工业园实现基金收入4.41亿元，较2013年增长幅度较大。

政府性基金收入的攀升，推动了经开区财政收入的快速增长，2014年怀化工业园实现财政收入9.18亿元，同比增长82.87%，保持了较快的增长速度，但受工业规模较小的影响，工业园财政实力仍然较弱。

**表5 2013-2014年怀化工业园财政收支情况（单位：亿元）**

项目	2014年	2013年
财政收入	9.18	5.02
（一）公共财政收入	4.15	3.80
（二）上级补助收入	0.62	0.25
（三）政府性基金收入	4.41	0.97
财政支出	8.94	5.68
公共财政支出	4.67	4.71
政府性基金支出	4.27	0.97

资料来源：公司提供

#### 四、经营与竞争

跟踪期内，公司营业范围未发生变动，仍为土地开发、施工工程（实为项目代建）及房屋出租业务。2014年公司实现营业收入52,178.52万元，同比增长21.97%；综合毛利率为19.85%，较上年下滑4.2个百分点。2014年公司业务结构未发生较大变动，其中土地出让收入与施工工程收入合计占主营业务收入的99.75%，仍是公司营业收入的主要来源；房屋出租收入规模较小，对公司收入及利润影响不大。2013-2014年公司营业收入及毛利率情况如下表所示。

**表6 2013-2014年公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元）**

项目	2014年		2013年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
施工工程收入	30,484.56	15.25%	16,053.84	19.69% <sup>1</sup>
土地开发收入	21,562.76	25.93%	26,300.80	25.59% <sup>2</sup>
房屋出租收入	131.20	89.60%	425.84	92.77%
<b>合计</b>	<b>52,178.52</b>	<b>19.85%</b>	<b>42,780.49</b>	<b>24.05%</b>

资料来源：公司2012-2014年审计报告，鹏元整理

**2014年，受施工工程收入增长的影响，公司营业收入小幅增长；怀化工业园待开发面积较大，公司业务来源较有保障**

公司是工业园唯一的投融资主体，受工业园管委会的委托，负责工业园的整体开发。

<sup>1</sup>该毛利率与框架协议约定不同，主要为审计报告误将2013年公司712.38万元施工工程成本列入土地开发成本所致。

<sup>2</sup>2013年公司土地业务毛利率实际应为28.30%

工业园实施分期开发，对于一期开发项目，公司的基础设施和土地开发项目分别核算确认收入；对于二期开发项目，将以开发所形成的土地出让后出让金返还及项目成本结算金额（含融资费用）10%的管理费作为整体开发收益。跟踪期内，公司收入来源仍为工业园一期项目的结算。

土地开发方面，公司所开发地块完工后按照土地开发工程量与工业园管委会按项目结算收入。2014年公司土地开发结算项目成本合计15,972.42万元，公司确认土地开发收入21,562.76万元，同比下滑18.01%。但我们也关注到公司土地开发结算标准不确定，具有较大的随意性，土地开发业务毛利率不稳定。

工程施工方面，公司根据和工业园管委会签订的框架协议，按照项目投资成本加18%溢价确认工程施工收入。2014年随着工业园一期开发项目的继续推进，公司结转已完工基础设施项目投资成本25,834.37万元，根据公司与管委会签订的整体框架协议，公司按投资成本加18%收益确认了30,484.56万元收入。

截至2014年末，公司存货中暂未结算的开发支出为26.79亿元，其中工业园一期项目投入3.81亿元；工业园二期项目投入20.88亿元；怀化中医药创新创业示范基地建设项目投入2.10亿元。后续随着工业园一期项目的陆续结算，仍可为公司带来一定的土地开发和工程施工收入；而对于工业园二期项目，未来可通过项目开发所产生的土地出让返还获得一定收益；怀化中医药创新创业示范基地建设项目未来拟通过出租和提供管理服务获得一定的出租收入。怀化工业园规划面积为41.3平方公里，待开发面积较大，公司后续业务来源较有保障。

但我们也关注到，截至2014年底工业园二期项目工程进度已达84.21%，仍暂未收到土地出让返还收入，2014年工业园政府性基金收入仅为4.41亿元，土地成交量相对较小，公司所开发土地能否及时出让且出让收入能否及时返还公司均存在较大的不确定性。

#### 公司主要在建项目投资规模较大，面临较重的资金压力

截至2014年底，公司主要在建项目为工业园二期项目及怀化中医药创新创业示范基地建设，计划总投资38.80亿元，已完成投资22.98亿元，尚需投资额相对较大，公司面临较重的资金压力。

**表 7 截至 2014 年底公司主要在建、拟建项目明细（单位：万元）**

项目名称	计划总投资	已投资	收益实现方式
湖南怀化工业园区二期基础及配套设施建设工程项目	247,980	208,820	土地开发、转让收
怀化中医药创新创业示范基地建设	140,000	21,000	管理费、租金及财政补贴
合计	387,980	229,820	-

资料来源：公司提供

### 工业园开发任务较重，当地政府继续在资金注入及政府补助方面给予公司支持

目前，怀化工业园尚处于初步开发阶段，作为工业园的融资开发主体，公司承担了较重的开发任务。为保证公司园区开发的顺利推进，工业园管委会在财政补贴及资产注入方面给予了公司较大支持。2014年，工业园管委会向公司合计拨付63,261.29万元资金，用于增加公司资本公积；并确认给予公司1.65亿元政府补助资金，公司将其确认为营业外收入。

## 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天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2012-2014年三年连审审计报告。公司财务报表采用新会计准则编制。2014年公司合并范围未发生变化。

### 资产结构与质量

跟踪期内，公司资产规模有所提升，但资产主要为土地资产及园区开发投入，流动性较弱

受政府拨付资金增加资本公积的影响，公司资产规模有所增长，截至2014年末公司资产总计为85.44亿元，同比增长22.68%。从资产结构来看，公司资产仍主要为流动资产，2014年末公司流动资产占比为95.09%。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	比重	金额	比重
货币资金	26,621.13	3.12%	82,906.27	11.90%
应收账款	135,091.30	15.81%	83,166.23	11.94%
预付款项	21,675.67	2.54%	8,437.22	1.21%
存货	617,956.61	72.32%	470,724.37	67.59%
<b>流动资产合计</b>	<b>812,500.19</b>	<b>95.09%</b>	<b>653,269.43</b>	<b>93.80%</b>
无形资产	26,198.14	3.07%	26,198.14	3.76%
<b>非流动资产合计</b>	<b>41,947.57</b>	<b>4.91%</b>	<b>43,203.90</b>	<b>6.20%</b>
<b>资产总计</b>	<b>854,447.76</b>	<b>100.00%</b>	<b>696,473.32</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2012-2014年审计报告，鹏元整理

截至2014年末，公司货币资金为2.66亿元，与2013年底相比大幅下滑，主要为园区开发投入所致；公司货币资金主要为银行存款，无使用受限情况。2014年公司确认的土地开发及基础设施代建收入基本未收到现金，受此影响公司应收账款大幅增长，2014年底公司应收账款为13.51亿元，较2013年底增长5.19亿元。公司应收账款主要为应收工业园管委会及怀化工业园区财政局的工程款及土地开发款，考虑到工业园财政收入规模较小，公司应收账款是否能及时收回存在较大的不确定性。

截至2014年末，公司存货为61.80元，同比增长31.28%，主要为工业园二期项目投入增加及新增购买775.28亩土地资产所致（见附录五）。公司存货主要为土地资产及开发成本，其中开发成本为26.7亿元，主要为工业园一、二期项目开发投入，未来随着工业园一期项目的完工结算及工业园二期项目所开发土地的出让返还，有望为公司带来一定的收入；土地资产为32.66亿元，面积合计6,117.89亩，其中价值22.86亿元土地已被抵押。公司存货中土地资产大部分已抵押，存货资产流动性较弱。2014年底公司无形资产为2.62亿元，和2013年相比变化不大，仍主要为501.3亩土地使用权。

总体来看，跟踪期内公司资产规模有所提升，但资产主要为土地资产及土地开发投入，流动性较弱。

## 盈利能力

**跟踪期内，公司营业收入小幅增长，怀化工业园待开发面积较大，后续收入来源较有保障**

公司营业收入主要来源于土地开发及工程施工收入，工业园目前尚处于初步开发阶段，公司承担的工程施工及土地开发项目较多，营业收入小幅增长。2014年公司实现营业收入5.22亿元，同比增长21.97%。怀化工业园待开发面积较大，后续开发项目较多，公司收入来源较有保障。

公司工程施工业务毛利率较为稳定，但土地开发项目结算具有较强的随意性，业务毛利率波动较大，跟踪期内公司土地开发业务毛利率有所下滑，受此影响公司综合毛利率也随之小幅下降。但受收入增长的影响，公司营业利润有所增长，2014年公司实现营业利润9,055.8万元，同比增长39.59%。另外，2014年公司获得政府补助1.65亿元，占同期利润总额的64.51%，公司利润规模主要依靠政府补助支撑。

**表 9 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2014年	2013年
营业收入	52,178.52	42,780.49

营业利润	9,055.80	6,487.33
营业外收入	16,506.13	14,403.07
利润总额	25,521.82	20,775.09
净利润	23,150.23	19,097.28
综合毛利率	19.85%	24.05%
期间费用率	-1.35%	5.50%
营业净利率	44.37%	44.64%
总资产回报率	3.31%	3.64%

资料来源：公司2012-2014年审计报告，鹏元整理

## 现金流

跟踪期内，公司经营支出规模仍然较大，整体资金面偏紧，对外部融资较为依赖；主要在建项目投资规模较大，公司仍将面临较重的资金压力

目前，工业园处于初步开发阶段，开发项目较多，开发支出规模较大，部分开发项目暂未结算，尚未确认收入，且已结算项目大部分资金暂未回笼，经营收现情况较差，受此影响公司近年经营活动现金流呈大规模净流出状态，2013-2014年公司经营活动现金流合计净流出119,370.53万元。2014年，公司投资活动主要为理财产品的购买及赎回，未发生大额固定资产投资支出，投资活动净现金流不大。

受经营活动现金流大规模净流出的影响，公司加大了对外融资力度以满足工业园开发投资所需资金，2013-2014年公司筹资活动累计现金净流入为153,129.31万元。

截至2014年底，公司主要在建项目计划总投资38.80亿元，已完成投资22.98亿元，后续仍需投入15.82亿元，公司仍将面临较重的资金压力。

**表 10 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2014年	2013年
销售商品、提供劳务收到的现金	9,755.88	24,618.93
收到的其他与经营活动有关的现金	92,602.51	25,692.94
经营活动现金流入小计	102,358.40	50,311.86
购买商品、接受劳务支付的现金	167,712.53	93,580.29
支付的其他与经营活动有关的现金	2,504.01	1,568.56
经营活动现金流出小计	170,321.77	101,719.01
经营活动产生的现金流量净额	-67,963.38	-51,407.15
投资活动产生的现金流量净额	2,907.62	-15,249.26
筹资活动产生的现金流量净额	8,770.61	144,358.70
现金及现金等价物净增加额	-56,285.15	77,702.28

资料来源：公司2012-2014年审计报告，鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息债务规模较大，面临较重的债务偿付压力

随着工业园开发投入的增加，公司对外融资规模大幅增长，2014年公司负债总额为354,517.24万元，同比增长25.29%，公司负债与所有者权益比率相应有所攀升。截至2014年末，公司负债与所有者权益比率为0.71，资产负债率为41.49%。

**表 11 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2014年	2013年
负债总额	354,517.24	282,954.32
所有者权益	499,930.52	413,519.00
负债权益比率	0.71	0.68

资料来源：公司2012-2014年审计报告，鹏元整理

截至2014年末，公司应付账款为39,274.42万元，主要为应付工程款；应付税费为12,805.82万元；其他应付款为43,918.70万元，主要为和工业园管委会等单位之间的资金往来。2014年底，公司短期借款4,750万元、长期借款126,393万元、应付债券120,000万元，有息债务余额合计251,143.00万元，有息债务规模相对较大，公司面临较重的债务偿付压力。

**表 12 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	4,750.00	1.34%	10,000.00	3.53%
应付账款	39,274.42	11.08%	17,153.74	6.06%
应交税费	12,805.82	3.61%	8,687.58	3.07%
其他应付款	43,918.70	12.39%	31,203.17	11.03%
流动负债合计	108,124.24	30.50%	72,741.32	25.71%
长期借款	126,393.00	35.65%	90,213.00	31.88%
应付债券	120,000.00	33.85%	120,000.00	42.41%
非流动负债合计	246,393.00	69.50%	210,213.00	74.29%
<b>负债合计</b>	<b>354,517.24</b>	<b>100.00%</b>	<b>282,954.32</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2012-2014年审计报告，鹏元整理

跟踪期内，受负债规模增长的影响，公司资产负债率微升，流动比率微降。公司资产主要为存货，速动比率较低，且随着存货规模的增加，速动比率亦有所下滑。公司承担的开发项目较多，积累了较大规模的有息债务，公司利润对有息债务利息支付保障能力不强，EBITDA利息保障倍数相对较弱。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 13 公司偿债能力指标**

指标名称	2014 年	2013 年
资产负债率	41.49%	40.63%
流动比率	7.51	8.98
速动比率	1.80	2.51
EBITDA（万元）	26,054.86	22,049.91
EBITDA 利息保障倍数	1.18	1.87
有息债务/EBITDA	9.64	9.99

资料来源：公司2012-2014年审计报告，鹏元整理

## 六、评级结论

跟踪期内，怀化市及怀化工业园经济总量继续增长，财政收入进一步提高；公司作为怀化工业园的整体开发主体，业务来源较有保障，且继续在政府补助方面获得当地政府的支持。

但我们也关注到，公司所开发土地与工业园管委会结算时较为随意，毛利率波动幅度较大，公司营业利润也较不稳定，利润总额主要依靠政府补助收入支撑；公司业务主要来源于怀化工业园，工业园财力较为薄弱，对工程施工及土地开发收入结算资金的及时支付保障能力不强，经营收现情况较差，且在开发项目较多，前期资金投入规模较大，资金链趋紧，推动了有息债务规模的快速攀升，公司面临的偿债压力大幅增加。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为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	2014年	2013年	2012年
货币资金	26,621.13	82,906.27	6,405.42
应收账款	135,091.30	83,166.23	47,397.70
预付款项	21,675.67	8,437.22	2,237.40
应收利息	88.18	0.00	0.00
其他应收款	8,067.31	3,035.33	3,254.84
存货	617,956.61	470,724.37	415,408.88
其他流动资产	3,000.00	5,000.00	0.00
<b>流动资产合计</b>	<b>812,500.19</b>	<b>653,269.43</b>	<b>474,704.24</b>
可供出售金融资产	5,437.36	437.36	437.36
持有至到期投资	4,100.00	10,000.00	0.00
长期股权投资	300.00	300.00	0.00
固定资产	4,429.62	4,635.93	4,889.65
无形资产	26,198.14	26,198.14	26,198.14
长期待摊费用	1,302.86	1,520.00	0.00
递延所得税资产	179.60	112.47	63.63
<b>非流动资产合计</b>	<b>41,947.57</b>	<b>43,203.90</b>	<b>31,588.78</b>
<b>资产总计</b>	<b>854,447.76</b>	<b>696,473.32</b>	<b>506,293.02</b>
短期借款	4,750.00	10,000.00	2,000.00
应付票据	0.00	0.00	4,000.00
应付账款	39,274.42	17,153.74	13,076.35
预收款项	7,375.29	5,696.83	3,354.25
应交税费	12,805.82	8,687.58	12,230.39
其他应付款	43,918.70	31,203.17	16,647.31
<b>流动负债合计</b>	<b>108,124.24</b>	<b>72,741.32</b>	<b>51,308.30</b>
长期借款	126,393.00	90,213.00	60,563.00
应付债券	120,000.00	120,000.00	0.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>246,393.00</b>	<b>210,213.00</b>	<b>60,563.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>354,517.24</b>	<b>282,954.32</b>	<b>111,871.30</b>
实收资本	10,000.00	10,000.00	10,000.00
资本公积	373,253.97	309,992.68	309,992.68
盈余公积	8,743.15	6,520.77	4,622.46
未分配利润	107,933.40	87,005.55	69,806.58
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>499,930.52</b>	<b>413,519.00</b>	<b>394,421.72</b>
<b>所有者权益合计</b>	<b>499,930.52</b>	<b>413,519.00</b>	<b>394,421.72</b>

负债和所有者权益总计	854,447.76	696,473.32	506,293.02
------------	------------	------------	------------

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
<b>一、营业总收入</b>	<b>52,178.52</b>	<b>42,780.49</b>	<b>41,046.03</b>
其中：营业收入	52,178.52	42,780.49	41,046.03
<b>二、营业总成本</b>	<b>43,122.73</b>	<b>36,293.16</b>	<b>28,218.52</b>
其中：营业成本	41,820.43	32,493.03	23,783.36
营业税金及附加	1,718.26	1,267.25	1,494.97
管理费用	1,084.68	1,407.58	1,396.19
财务费用	-1,786.86	946.65	1,565.25
资产减值损失	286.22	178.64	-21.24
<b>三、营业利润（亏损以“-”号填列）</b>	<b>9,055.80</b>	<b>6,487.33</b>	<b>12,827.51</b>
加：营业外收入	16,506.13	14,403.07	11,888.82
其中：非流动资产处置收益	0.00	4.20	0.00
减：营业外支出	40.11	115.31	152.14
其中：非流动资产处置损失	40.11	40.29	21.35
<b>四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）</b>	<b>25,521.82</b>	<b>20,775.09</b>	<b>24,564.19</b>
减：所得税费用	2,371.60	1,677.81	2,699.22
<b>五、净利润（净亏损以“-”号填列）</b>	<b>23,150.23</b>	<b>19,097.28</b>	<b>21,864.97</b>

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

### 附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012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	9,755.88	24,618.93	46,163.02
收到其他与经营活动有关的现金	92,602.51	25,692.94	17,730.20
经营活动现金流入小计	102,358.40	50,311.86	63,893.21
购买商品、接受劳务支付的现金	167,712.53	93,580.29	59,306.10
支付给职工以及为职工支付的现金	40.30	0.64	0.00
支付的各项税费	64.92	6,569.53	221.17
支付其他与经营活动有关的现金	2,504.01	1,568.56	3,025.80
经营活动现金流出小计	170,321.77	101,719.01	62,553.07
经营活动产生的现金流量净额	-67,963.38	-51,407.15	1,340.14
<b>二、投资活动产生的现金流量：</b>	-	-	-
收回投资收到的现金	34,100.00	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	13.60	55.60	256.73
投资活动现金流入小计	34,113.60	55.60	256.73
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	5.98	4.86	374.49
投资支付的现金	31,200.00	15,300.00	0.00
投资活动现金流出小计	31,205.98	15,304.86	374.49
投资活动产生的现金流量净额	2,907.62	-15,249.26	-117.76
<b>三、筹资活动产生的现金流量：</b>	-	-	-
取得借款收到的现金	56,730.00	50,100.00	43,370.00
发行债券收到的现金	0.00	118,480.00	0.00
筹资活动现金流入小计	56,730.00	168,580.00	43,370.00
偿还债务支付的现金	25,800.00	12,450.00	35,470.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	22,159.39	11,771.30	5,683.05
筹资活动现金流出小计	47,959.39	24,221.30	41,153.05
筹资活动产生的现金流量净额	8,770.61	144,358.70	2,216.95
<b>四、汇率变动对现金及现金等价物的影响</b>	-	-	-
<b>五、现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-56,285.15</b>	<b>77,702.28</b>	<b>3,439.34</b>

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

### 附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
<b>净利润</b>	<b>23,150.23</b>	<b>19,097.28</b>	<b>21,864.97</b>
加：资产减值准备	286.22	178.64	-21.24
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	158.59	166.89	171.70
无形资产摊销	0.00	0.00	5.08
长期待摊费用摊销	217.14	0.00	0.00
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）	40.11	36.09	21.35
财务费用（收益以“-”号填列）	1,151.21	1,107.93	1,577.13
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-67.13	-48.83	1.86
存货的减少（增加以“-”号填列）	-126,906.59	-44,652.12	-42,123.36
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-71,563.80	-27,521.30	3,504.12
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	105,570.65	228.27	16,338.54
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-67,963.38</b>	<b>-51,407.15</b>	<b>1,340.14</b>

资料来源：公司2012-2014年审计报告

## 附录四 主要财务指标表

项目	2014年	2013年	2012年
有息债务（万元）	251,143.00	220,213.00	66,563.00
资产负债率	41.49%	40.63%	22.10%
负债与所有者权益比率	0.71	0.68	0.28
流动比率	7.51	8.98	9.25
速动比率	1.80	2.51	1.16
EBITDA（万元）	26,054.86	22,049.91	26,318.09
EBITDA 利息保障倍数	1.18	1.87	4.63
综合毛利率	19.85%	24.05%	42.06%
期间费用率	-1.35%	5.50%	7.21%
营业净利率	44.37%	44.64%	53.27%
总资产回报率	3.31%	3.64%	5.42%

资料来源：公司2012-2014年审计报告，鹏元整理

## 附录五 2014年公司新增土地资产明细（单位：亩、万元）

土地证号	土地面积	账面价值	土地类型	土地用途
怀（工）国用（2014）第出01号	6.67	603.00	出让地	商住
怀（工）国用（2014）第出06号	134.79	11,798.62	出让地	商服
怀（工）国用（2014）第出07号	150.06	15,405.25	出让地	商住
怀（工）国用（2014）第出13号	74.25	6,953.56	出让地	住宅用地
怀（工）国用（2014）第出16号	19.39	1,923.58	出让地	商服用地
怀（工）国用（2014）第出20号	99.99	5,202.06	出让地	住宅用地
怀（工）国用（2014）第出22号	18.96	1,874.15	出让地	商服用地
怀（工）国用（2014）第出23号	13.88	1,300.03	出让地	住宅用地
怀国用（2014）第出1241号	257.29	33,538.65	出让地	商住用地
<b>合计</b>	<b>775.28</b>	<b>78,598.90</b>	-	-

资料来源：公司提供

## 附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2 ] \}$
	存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2 ] \}$
	应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2 ] \}$
	净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
	总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ] \}$
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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / \{ (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 \} \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{财务费用} + \text{销售费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
现金流	非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧 + 无形资产摊销 + 投资性房地产摊销 + 长期待摊费用摊销 + 预提费用增加 + 待摊费用减少
	非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 固定资产报废损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
	FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
	营运资本变化	存货减少 + 经营性应收项目的减少 + 经营性应付项目的增加
	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
资本结构及财务安全性	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	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
	负债权益比例	负债总额 / 所有者权益
	资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
	流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	长期借款 + 应付债券 + 计入长期应付款的融资租赁款
	短期有息债务	短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的长期借款 + 计入其他流动负债的短期融资券
有息债务	长期有息债务 + 短期有息债务	

## 附录七 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	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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、债务人主体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（含）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。