

当阳市鑫源投资开发有限责任公司

2014 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
【703】号 01

增信方式: 国有土地使用
权抵押

债券剩余规模: 12 亿元

债券到期日期:
2021 年 5 月 23 日

债券偿还方式:
每年付息一次, 2017 年
至 2021 年每年分别按照
债券发行总额 20% 的比
例偿还债券本金

分析师

姓名:
王一峰 林心平

电话:
0755-82874485

邮箱:
wangyf@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

当阳市鑫源投资开发有限责任公司 2014 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
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 8 月 26 日	2014 年 5 月 16 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对当阳市鑫源投资开发有限责任公司(以下简称“当阳鑫源”或“公司”)及其 2014 年 5 月 23 日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2015 年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级上调为 AA+, 发行主体长期信用等级上调为 AA, 评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到当阳市地方财政实力较强, 公司是当阳市重要的投融资平台, 承担了当阳市重大项目的开发、建造、运营和服务等职责, 得到了当地政府在资产注入、财政补贴等方面的大力支持, 土地使用权抵押仍能有效提升本期债券的安全性; 同时我们也关注到了公司应收款项规模大, 回款时间不确定、资产流动性偏低、资金压力较大等风险因素。

正面:

- 区域财政实力快速增长。随着经济的持续发展, 当阳市财政收入不断提高, 2014 年, 当阳市地方财政收入 51.86 亿元, 较上年增长了 12.34%。
- 公司收入稳定增长, 综合毛利率不断提高, 主营业务盈利能力尚可。2014 年公司营业收入为 5.35 亿元, 较上年增长 4.59%; 2014 年公司的综合毛利率分别 28.37%, 较上年提升 7.67 个百分点; 2014 年公司的营业利润为 1.45 亿元, 较上年增长 73.26%。
- 公司继续得到地方政府在资产注入、财政补贴方面的较大支持。2014 年, 当阳市政府将建筑总面积 43.10 万平方米, 评估价值 20.25 亿元的房产注入公司, 并给予公司 1.41 亿元的财政补贴。
- 土地使用权抵押担保有效提升了本期债券安全性。公司以评估价值 28.70 亿元的

国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，为本期债券发行总额的 2.39 倍，有效提升了本期债券的安全性。

关注：

- **当阳市政府性基金收入存在较大波动。**2012-2014 年当阳市政府性基金收入分别为 3.78 亿元、8.90 亿元和 5.21 亿元，收入规模波动较大主要是国有土地使用权出让收入大幅波动。
- **应收账款余额较大，回收时间存在不确定性。**截至 2014 年末，公司的应收账款主要是应收当阳市财政局（4.04 亿元）、当阳市住房和城乡建设局（1.26 亿元）等政府单位的工程项目回购款和土地整理款等。受当阳市财政资金安排影响，公司应收账款回收时间存在不确定性。
- **其他应收款对资金有一定占用。**截至 2014 年末，公司其他应收款余额达 80,197.09 万元，规模较大，且其回收易受当阳市财政资金安排影响，回收时间存在不确定性，影响公司资金的使用效率。
- **存货流动性偏低。**截至 2014 年末，公司存货中土地使用权占比达 77.87%，其中 647.65 万平方米、价值 31.47 亿元的土地已抵押（分别占 2014 年末全部土地使用权的 79.07%和 73.21%），流动性受到限制。
- **资金支出压力较大。**截至 2014 年末，公司在建、拟建项目预计还需投入资金 32.66 亿元，2015-2016 年公司土地整理业务需投入资金 5.87 亿元，公司存在较大的资金压力。

主要财务指标：

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	972,787.03	599,430.89	555,432.15
所有者权益合计（万元）	708,747.84	483,099.38	467,183.82
有息债务（万元）	200,506.00	75,606.00	72,620.00
资产负债率	27.14%	19.41%	15.89%
流动比率	9.48	11.45	19.98
营业收入（万元）	53,494.64	51,147.15	54,393.12
政府补助（万元）	14,070.00	9,557.00	9,531.00
利润总额（万元）	26,188.79	18,010.89	18,311.82
综合毛利率	28.37%	20.70%	16.91%
总资产回报率	3.33%	3.12%	3.30%

EBITDA（万元）	28,593.36	18,177.67	18,476.93
EBITDA 利息保障倍数	4.57	2.65	3.35
经营活动现金流净额（万元）	-34,000.07	55,586.20	874.15

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[2014]587号文件批准，公司于2014年5月23日发行12亿元公司债券。本期债券为7年期固定利率，票面利率为7.99%。本期债券每年付息一次，分次还本，2017年至2021年每年分别按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金；采用单利按年付息，不计复利，逾期不另计息。2015年5月23日为本期债券存续期内的第一个付息日，公司已如期支付本次利息9,588万元。

截至2015年6月25日，本期债券募投项目当阳市金桥工业园基础设施建设项目征地拆迁全部完成，场地平整、道路桥梁、给排水管网、电力电讯工程等建设已完成工程量90%，工业园框架已基本形成，入园企业正在逐步落地建设，其中部分已建成投产。该项目已投入资金24.50亿元，占总投资的82.27%，其中募集资金已使用8.01亿元，占募集资金的比重为66.75%。

表1 截至2015年6月25日本期债券募集资金使用情况（单位：亿元）

项目名称	计划		实施进度	
	总投资	拟使用募集资金额度	已投资	已使用募集资金
当阳市金桥工业园基础设施建设项目	29.78	12.00	24.50	8.01

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、实际控制人、主营业务均未发生变更。公司股东和实际控制人仍为当阳市财政局。

截至2014年12月31日，公司资产总额为97.28亿元，所有者权益为70.87亿元，资产负债率为27.14%；2014年度，公司实现营业收入5.35亿元，利润总额2.62亿元，经营活动现金净流出3.40亿元。截至2014年末，公司无纳入合并范围内的子公司。

三、区域经济与财政实力

近年来当阳经济持续发展，但增速有所下滑

当阳市位于湖北省中部，是湖北省省辖，委托宜昌市代管的省辖县级市，是湖北省历史文化名城和重点旅游风景区。当阳现辖 7 个镇、3 个办事处、1 个省级经济开发区，国土面积 2,159 平方公里。

当阳市历史悠久，是著名的三国历史文化名城，拥有长坂坡、太子桥等三国古迹。同时物产资源丰富，玻璃用砂岩探明储量 2,048 万吨，约占湖北全省储量的 60%；高岭土探明储量 392.8 万吨，约占湖北全省比重的 40%。

当阳市城区距三峡机场 50 公里；焦枝铁路、襄石复线穿境而过，当阳火车站是目前湖北省县市最大的火车站。总体而言，当阳市交通条件尚可，但区位优势一般，周边无较大的经济集成区，其城区离湖北省省会武汉的距离较远，同时虽离宜昌较近，但离长江水路较远，在交通和旅游方面均难以利用长江三峡的资源。

近年来，当阳市经济总量持续提高，但增速有所下滑。2014 年，全市地区生产总值 395 亿元，同比增长 11.8%，增速同比下降 1.1 个百分点。工业为推动当阳市经济发展的主要产业动力，2014 年，当阳市实现工业增加值 210 亿元，同比增长 12.5%，主要工业产品为平板玻璃、水泥、瓷砖、乳制品、白酒、啤酒、罐头、冷冻饮品等，2014 年，受房地产行业及食品零售酒类行业景气度下降的影响，当阳市工业增加值增速比上年下降了 9.6 个百分点。2014 年，当阳市固定资产投资为 340 亿元，同比增长 24.6%，增速进一步下滑 11.4 个百分点，房地产景气度有所下滑。

表 2 2013-2014 年当阳市主要经济数据

项目	2014 年		2013 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值（亿元）	395	11.8%	352	12.9%
工业增加值（亿元）	210	12.5%	195	20.1%
全年固定资产投资（亿元）	340	24.6%	290	36.0%
社会消费品零售总额（亿元）	106	15.6%	93	15.6%

资料来源：当阳市统计局、2013-2014 年当阳市政府工作报告

根据《湖北省当阳市城市总体规划修编（2003-2020 年）》，当阳市城区规划面积 220.3 平方公里，规划市区面积 21.58 平方公里，城市定位为宜昌大都市区的副中心城市和省级历史文化名城，以发展绿色食品工业、新型建材工业和旅游业为主导的山水园林城市。城市空间结构为“一个中心+三个组团”，“一个中心”即中心城区，其中城北以工业为主，城南以商住为主，“三个组团”为岩屋庙、金桥和木店组团，主要发展仓储、物流、陶瓷等工业。

目前，当阳市的工业园区主要为湖北当阳经济技术开发区（以下简称“当阳经开区”），当阳经开区辖“一区四园”，分别为坝陵工业园区和湖北当阳建筑陶瓷工业园、金桥工业园、岩屋庙工业园、马店工业园。湖北当阳经济技术开发区为省级开发区，始建于 1992 年，已初步形成建材、能源化工、食品加工和纺织服装等四大支柱产业，代表性企业有三峡新材、葛洲坝水泥、华强化工、蒙牛乳业等。全区规划开发面积 36 平方公里，目前建

成区域面积约 20 平方公里。

当阳市财政收入逐年增长，但财政收入对上级补助收入存在一定依赖，同时政府性基金收入受国有土地使用权出让情况影响，存在较大波动

随着经济的持续发展，当阳市财政收入不断提高。2014 年，当阳市地方财政收入 51.86 亿元，较上年增长了 12.34%，主要是公共财政收入大幅增长。

从结构看，公共财政收入和上级补助收入是当阳市地方财政收入的主要来源，其中公共财政收入增长速度较快。2013-2014 年，当阳市公共财政收入占地方财政收入的比重分别为 43.36%和 52.13%，在地方财政收入中的比重逐年提高。2013-2014 年，上级补助收入占当年财政收入的比重分别为 37.36%和 37.82%，当阳市财政对上级补助收入存在一定依赖。

公共财政收入中，近三年税收收入占比均在 70%左右，反映出当阳市财政收入的质量尚可。具体来看，2014 年当阳市增值税同比增长 6.99%，营业税同比增长 63.57%，企业所得税和个人所得税分别同比下降 10.16%和 9.34%，非税收入则增长 37.89%。可以看出，营业税增长较快，主要是当阳市新建工程项目陆续完工，招商企业基本建设投入提速增加了营业税收入，而行政事业性收费、排污费收入、水资源费收入及教育费附加收入等专项收入入库进度加大增加了非税收入；而企业所得税和个人所得税的下降，也说明了当阳市财政的经济基础有所下滑。

政府性基金收入近三年存在较大波动，收入规模主要取决于国有土地使用权出让情况。考虑到目前国家房地产调控政策的影响，以及当阳市招商引资工作和城市发展等方面尚不成熟，因此未来国有土地使用权出让存在不确定性。

当阳市地方财政支出以公共财政支出为主，主要是教育、医疗、社会保障等民生支出。2013-2014 年，当阳市公共财政收入/公共财政支出分别为 55.61%和 63.90%，自给程度逐渐提高。

2014 年，当阳市政府直接债务余额为 183,481 万元，其中，由财政承担全部偿还责任的融资平台公司借款为 101,466 万元；担保债务余额为 120,187 万元；地方债务率为 46.97%，负债水平不高。

总的来看，近年来，当阳市财政收入逐年增长，但财政收入对上级补助收入存在一定依赖，同时政府性基金收入受国有土地使用权出让情况影响，存在较大波动。

表 3 2013-2014 年当阳市财政收支情况（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
公共财政收入	270,328	200,166

其中：税收收入	188,699	140,967
非税收入	81,629	59,199
上级补助收入	196,141	172,479
其中：返还性收入	18,615	18,629
一般转移支付收入	98,333	80,904
专项转移支付收入	79,192	72,946
政府性基金收入	52,142	89,007
其中：国有土地使用权出让金收入	50,099	87,177
地方财政收入	518,610	461,652
公共财政支出	422,990	359,931
政府基金支出	80,727	102,620
地方财政支出	503,717	462,551
公共财政收入/公共财政支出	63.91%	55.61%

注：地方财政收入=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入；
 地方财政支出=公共财政支出（含上级补助支出）+政府性基金支出。
 资料来源：当阳市财政局

四、经营与竞争

公司是当阳市重要的投融资平台，承担了当阳市重大项目的开发、建造、运营和服务等职责。近年来公司收入主要来源于土地整理和工程施工收入，其中工程施工收入的核算内容为公司进行基础设施建设而获得政府给予的项目回购款。近年来公司收入稳定在5亿元以上，综合毛利率不断提高。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整理	37,066.16	31.75%	29,300.00	22.22%
工程施工	13,161.37	16.67%	21,581.63	17.86%
主营业务收入合计	50,227.52	27.80%	50,881.63	20.37%
其他业务收入合计	3,267.12	37.15%	265.52	83.18%
营业收入合计	53,494.64	28.37%	51,147.15	20.70%

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

近两年公司土地整理业务收入快速增长，目前公司拥有的土地储备较多，业务持续性较好，但未来较大规模的土地整理投入将给公司带来一定的资金压力

2013 年开始公司新增土地整理收入。根据当阳市政府《关于加强市鑫源投资开发有限责任公司建设的专题会议纪要》（专题办公会议纪要[2013]25 号）精神，由公司出资收储的国有土地和商业土地，土地出让后实现的收益部分以政府项目建设补差的方式直接返还

给公司，土地整理收入在土地出让时确认。2013-2014 年公司分别整理 1,189.85 亩（约 793,233.33 平方米）、2,525.18 亩（约 1,683,453.33 平方米）土地，实现土地整理收入 2.93 亿元、3.71 亿元。公司开发的土地根据区位和土地用途差异，开发成本和平均开发收入存在一定波动。2014 年公司开发的土地主要位于坝陵办事处、玉泉办事处、玉阳办事处等地，以工业用地为主，因此平均开发成本和出让单价较低，但当年公司开发的土地面积大幅增加，致使 2014 年公司的土地整理收入较上年增长 26.51%。此外，公司账面上还有 15.70 万平方米、账面价值 5.48 亿元已整理完毕土地，未来可为公司带来较多的土地整理收入。

表 5 2013-2014 年公司土地整理业务开展情况

项目名称	2014 年	2013 年
土地整理面积（亩）	2,525.18	1,189.85
平均整理成本（万元/亩）	10.02	19.15
土地整理支出（万元）	25,297.14	22,788.62
土地出让面积（亩）	1,579.62	525.66
平均土地整理收入（万元/亩）	23.47	55.74
土地整理收入（万元）	37,066.16	29,300.00

资料来源：公司提供

2015-2016 年，公司计划整理位于玉阳办事处、玉泉办事处、坝陵办事处等地区的 153 宗、3,399 亩（约 2,266,000.00 平方米）土地，计划投入资金 5.87 亿元。未来公司的土地整理业务具有一定的持续性，但较大规模的投资会进一步加重公司的资金压力，且未来土地能否顺利出让也受当地土地一级市场波动影响，存在一定不确定性。

表 6 2015-2016 年公司土地整理业务计划

项目	2015 年	2016 年
当年计划土地开发投资金额（万元）	28,186	30,467
当年计划整理土地面积（亩）	1,658	1,741
当年计划整理土地宗数	75	78

资料来源：公司提供

此外，公司目前拥有大量土地（见附录五），总面积达 819.12 万平方米，账面价值高达 42.98 亿元。公司账面上土地较多，未来还有可能产生一定的土地转让收益；但公司账面上的土地中，已抵押的土地面积为 647.65 万平米，账面价值为 31.47 亿元，已抵押的土地由于流动性受到一定限制，对未来该部分土地出让形成收入产生制约。

目前公司在建、拟建项目较多，未来工程施工收入持续性较好，但未来较大的工程投入将会给公司带来一定的资金压力；预计部分公司自建自营的拟建项目完工后将会给公司带来一定的高速公路通行费、自来水费、租金和旅游度假收入

公司与当阳市人民政府签订《当阳市城市基础设施建设项目投资-回购（BT）协议》，根据协议约定，当阳市政府自 2004 年开始将当阳市城市基础设施建设项目委托公司采用“投资-回购”模式进行建设，当阳市政府作为项目的回购主体。资金方面，公司负责项目工程建设资金的筹措，项目完工后移交政府，由政府向公司支付回购款。回购款由工程的决算总价和利润组成，其中决算总价由前期费用、土地征用和拆迁补偿、建筑安装工程费用、设备及工器具购置费用、工程建设管理成本、融资成本、税费和其他费用等部分组成，税后利润则按决算总价的 15% -20%计取（具体利润率根据工程情况在移交购买时商定）。回购款由政府相关部门根据实际情况分期付款。此外，公司拟建项目中，当阳至枝江一级公路新改建工程项目、当阳市城乡供水一体化工程建设项目、当阳市汽车城建设项目及当阳市休闲养老度假产业园建设项目未来的收益来源于项目建成后的经营业务收入。

近年来公司完成了坝慈路等 19 个基建项目，2012-2014 年分别实现回购收入 5.41 亿元、2.16 亿元和 1.32 亿元。公司的项目回购收入受项目进度、完工审计进度及当阳市财力影响，近三年逐年下滑。

表 7 公司 2012-2014 年工程施工业务确认收入的项目（单位：万元）

年份	项目名称	确认收入	回购单位
2014 年	坝慈路	5,788.72	当阳市交通局
	橡胶坝工程	666.62	当阳市水利局
	凯旋陶瓷	353.72	当阳市开发区
	东群路改造	2,728.23	当阳市住建局
	河溶供水工程	486.12	当阳市住建局
	双莲工业园水厂	1,092.51	当阳市住建局
	沮河南岸截污干管	2,045.43	当阳市住建局
2013 年	六号路	863.33	金桥工业园管委会
	四号道路	1,200.49	金桥工业园管委会
	二号道路	1,652.68	金桥工业园管委会
	三号道路	1,872.47	金桥工业园管委会
	十里生态长廊	2,428.70	当阳市住建局
	长坂坡街景整治	2,782.06	当阳市住建局
	玉阳路	10,781.90	当阳市住建局
2012 年	长坂路	5,168.08	当阳市住建局
	城区供水工程	7,456.75	当阳市住建局
	木店工业园	10,443.99	金桥工业园管委会
	全民创业园	18,419.02	金桥工业园管委会
	泉州工业园	12,631.42	金桥工业园管委会
合计		88,862.24	-

资料来源：公司提供

截至 2014 年末，公司共有在建、拟建项目 30 个（含本期债券募投项目），计划投入资金 51.96 亿元，截至当年末已投入资金 19.30 亿元，尚需投入资金 32.66 亿元。公司目前在建、拟建项目较多，未来被回购后能够产生较多的工程施工收入，公司业务持续性较好。此外，当阳至枝江一级公路新改建工程项目、当阳市城乡供水一体化工程建设项目、当阳市汽车城建设项目、当阳市休闲养老度假产业园建设项目未来将由公司自行建设和运营，未来可为公司带来一定的高速公路通行费、自来水费、租金和旅游度假收入。但公司在建、拟建项目未来仍需投入大量资金，将给公司带来一定的资金压力。

表 8 截至 2014 年 12 月 31 日公司在建拟建基础设施工程情况（单位：万元）

项目			总投资	截至 2014 年底 已投资
在建项目	1	帝旺二路道路及排水工程	300.00	0.00
	2	城东大道排水工程	948.00	200.00
	3	玉阳路东端延伸段一标	370.00	184.21
	4	玉阳路东端延伸段二标	181.60	54.60
	5	园区排水环南路区域建设工程	72.00	36.00
	6	玉阳路西端延伸段建设工程	888.00	226.00
	7	园区 12 号路（长坂路东群街段）绿化配套工程	142.00	42.50
	8	园区 12 号路（金色阳光小区段）绿化工程	65.00	19.50
	9	园区 12 号路（长坂路帝旺街段）行道树栽植和花坛绿化工程	58.00	29.03
	10	当阳市陶瓷工业园豪峰路绿化工程	14.90	7.45
	11	长坂坡公园建设工程-园区 12 号路（长坂坡端直街段）绿化配套工程	1,666.00	0.00
	12	园区 12 号路（城东大道段）绿化配套工程	1,277.00	0.00
	13	园区排水沮河南截污干管延伸工程	108.00	0.00
	14	园区 12 号路（长坂路百里长渠段）绿化配套工程	228.40	68.00
	15	园区 5 号路（沮河临沮园段）景观改造工程	119.00	0.00
	16	当枝一级路供水管道改迁工程	1,276.00	640
	17	当阳市金桥工业园基础设施建设项目	297,800.00	191,500.00
小计			305,513.90	193,007.29
拟建项目	1	园区华强化工热电联产项目道路及排水工程	600.00	-
	2	航空路改造工程前期拆迁工作	600.00	-
	3	市委新党校排水工程	30.00	-
	4	史丹利生活区排水工程	270.00	-
	5	清水桥西路	200.00	-
	6	东升幼儿园道路路基及桥梁	500.00	-
	7	三汇农贸生活广场	400.00	-
	8	金桥工业园植树	300.00	-

9	园林数字化建设	100.00	-
10	当阳至枝江一级公路新改建工程项目	86,500.00	-
11	当阳市城乡供水一体化工程建设项目	34,700.00	-
12	当阳市汽车城建设项目	49,400.00	-
13	当阳市休闲养老度假产业园建设项目	40,500.00	-
	小计	214,100.00	-
	合计	519,613.90	193,007.29

资料来源：公司提供

公司作为当阳市重要基础设施建设和国有资产运营主体，跟踪期内继续得到当地政府在资产注入、财政补贴等方面的大力支持

公司作为当阳市重要基础设施建设和国有资产运营主体，跟踪期内继续得到当地政府在资产注入、财政补贴等方面的大力支持。

2014 年，根据当阳市人民政府《市人民政府关于追加投资的通知》（当政函[2014]135 号）文件精神，当阳市政府将国有相关单位的房产，百渠小区、悦家园小区等 6 个小区部分房产（住宅）划拨给公司，作为当阳市政府对公司的追加投资，计入资本公积。以上划拨的房产建筑总面积 43.04 万平方米，评估价值 20.25 亿元。

财政补贴方面，当阳市政府于 2014 年给予公司 1.41 亿元的财政补贴，有效增强了公司的盈利能力。

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北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2013-2014年审计报告，报告均采用新会计准则编制。近年公司无纳入合并范围内的子公司。

资产构成与质量

公司资产规模增长较快，但资产以土地使用权和房屋建筑物为主，流动性偏低

随着政府的资产注入、公司负债的增加以及自身的积累，公司的资产规模快速增长。截至 2014 年末，公司总资产 97.28 亿元，较上年同期增长 62.29%，整体具备一定规模。公司的资产以流动资产为主，主要集中于货币资金、应收账款、其他应收款和存货；非流动资产占比较低，主要是投资性房地产。

2014 年末公司的货币资金规模达到 8.85 亿元，是上年同期的 13.57 倍，主要是“14

当阳债”成功发行，募集资金到位所致。截至 2014 年末，公司货币资金主要是银行存款，无流动性受限的情况。

截至 2014 年末，公司的应收账款主要是应收当阳市财政局（4.04 亿元）、当阳市住房和城乡建设局（1.26 亿元）等政府单位的工程项目回购款和土地整理款等，账龄在一年以内的占比 97.83%，未计提坏账准备。公司的应收账款回收受当阳市财政资金安排影响，回收时间具有不确定性。2014 年公司的其他应收款 8.02 亿元，较上年同期增长 98.16%，主要是与当阳市财政局的往来款大幅增加。截至 2014 年末，公司的其他应收款债务人主要包括当阳市财政局（3.14 亿元）、当阳市鑫泉房地产开发有限公司（1.23 亿元）、当阳市国有资产经营公司（1.28 亿元）、当阳市当枝一级公路改建工程建设指挥部（7,750.20 万元）、当阳市当枝一级公路建设协调指挥部（2,500.00 万元）等，账龄在一年以内占比 63.59%，在 1 年至 2 年占比 23.81%，5 年以上占比 10.96%，计提坏账准备占其他应收账款总额的 0.22%。公司其他应收款债务人以政府机关为主，回收风险应不大，但其回收易受当阳市财政资金安排影响，回收时间不确定，影响公司资金的使用效率。根据当阳市人民政府《关于妥善处理当阳市鑫源投资开发有限公司应收账款及其他应收款的通知》（当政函[2015]54 号）文件，当阳市人民政府计划 2016 年至 2019 年出让 12 宗共 1,987.82 亩（约 132.52 万平方米）土地，实现的净收益专项用于偿还公司的应收账款及其他应收款，计划如下表所示。

表 9 截至 2014 年底公司应收账款及其他应收款回收计划

年份	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	合计
计划出让土地（亩）	579.17	548.40	457.91	402.34	1,987.82
计划取得的土地出让净收益（万元）	34,071.77	36,541.43	36,762.93	37,851.04	145,227.16

资料来源：当政函[2015]54 号文

2014 年末公司的存货规模达到 55.19 亿元，较上年同期增长 23.84%，主要是工程施工（开发成本）增加 5.15 亿，以及公司将政府新注入的 43 栋、15.71 万平方米住宅（评估价值约 5.48 亿元）计入待回购的工程项目所致。公司的存货中，土地使用权占比达 77.87%，其中 647.65 万平方米、价值 31.47 亿元的土地已抵押（分别占 2014 年末全部土地使用权的 79.07%和 73.21%），流动性受到限制。

2014 年末公司的投资性房地产规模大幅增长，主要是政府 2014 年新注入的的投资性房地产所致，新注入的投资性房地产一共 218 处，合计 27.70 万平方米，评估价值 147,732.39 万元。值得注意的是，公司的投资性房地产中，2014 年注入的房产以及 2013 年购买部分国有相关单位的土地使用权及房产，未来可能为公司带来一定的租金收益。截至 2014 年末，公司的投资性房地产均未抵押。

总的来看，目前公司资产增长较快，但资产以土地使用权和房屋建筑物为主，流动性偏低。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	776,190.02	79.79%	550,861.69	91.90%
货币资金	88,463.67	9.09%	6,518.70	1.09%
应收账款	54,759.77	5.63%	54,640.25	9.12%
其他应收款	80,197.09	8.24%	40,471.22	6.75%
存货	551,926.38	56.74%	445,679.41	74.35%
非流动资产	196,597.01	20.21%	48,569.20	8.10%
投资性房地产	191,526.70	19.69%	45,847.76	7.65%
总资产	972,787.03	100.00%	599,430.89	100.00%

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

近年来公司收入稳定，综合毛利率不断提高，主营业务盈利能力尚可，但盈利对政府补贴的依赖程度偏高

2013-2014 年公司营业收入分别为 5.11 亿元和 5.35 亿元，总体稳定。公司收入主要来源于土地整理收入和工程施工收入。目前公司计划整理的土地规模较大，在建项目较多，收入持续性较好。2013 年开始公司新增土地整理业务，该项业务毛利率较高，带动公司综合毛利率逐年提高。公司土地整理业务的毛利率根据整治土地区位和用途不同而存在一定波动。近三年公司的期间费用率虽由于管理费用波动而存在一定波动，但总体处于较低水平。近两年公司的营业利润分别为 8,381.35 万元和 1.45 亿元，主营业务盈利能力尚可。公司作为当阳市重要的基础设施建设主体和国有资产运营主体，当地政府给予公司较多的财政补贴。2013-2014 年公司收到补贴收入 9,557.00 万元和 1.41 亿元，分别占当年利润总额的 53.06%和 53.73%，公司的盈利对财政补贴的依赖程度偏高。

总的来看，近年来公司收入稳定，综合毛利率不断提高，主营业务盈利能力尚可，但盈利对政府补贴的依赖程度偏高。

表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
营业收入	53,494.64	51,147.15
营业利润	14,521.19	8,381.35

补贴收入	14,070.00	9,557.00
利润总额	26,188.79	18,010.89
综合毛利率	28.37%	20.70%
期间费用率	0.87%	4.05%
总资产回报率	3.33%	3.12%

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

现金流

近年来，公司各项业务回款情况的波动导致经营活动现金流存在较大波动；未来公司土地整理和工程项目仍需投入较多资金，资金周转有赖于筹资现金流入

公司土地整理和工程施工业务回款受当地财政资金安排影响，存在较大波动，导致经营活动现金净流入变动较大。近两年公司土地整理规模较大，在建、拟建项目较多，垫资较多，以及政府相关单位拆借的资金增加，公司每年的经营活动现金净流出逐年增加。受以上因素综合影响，公司近三年的经营活动现金流波动很大，2014 年大幅净流出。近年来公司投资活动现金流规模不大，2013 年有 4.76 亿元的净流出，主要是购买了部分国有相关单位的土地使用权及房产。目前公司在建、拟建项目预计还需投入资金 32.66 亿元，2015-2016 年公司土地整理业务需投入资金 5.87 亿元，以公司目前的经营活动现金流状况难以完全满足。未来公司仍将对筹资活动现金流有较大依赖。

表 12 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
收现比	0.94	1.71
销售商品、提供劳务收到的现金	50,108.00	87,449.17
收到的其他与经营活动有关的现金	29,292.16	33,443.49
经营活动现金流入小计	79,400.16	120,892.66
购买商品、接受劳务支付的现金	72,311.03	36,981.27
支付的其他与经营活动有关的现金	41,089.20	26,015.19
经营活动现金流出小计	113,400.22	65,306.47
经营活动产生的现金流量净额	-34,000.07	55,586.20
投资活动产生的现金流量净额	0.00	-47,598.36
筹资活动产生的现金流量净额	115,945.03	-3,862.66
现金及现金等价物净增加额	81,944.97	4,125.17

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模增长迅速，偿债压力逐步增加

随着政府的资产注入和公司自身经营的积累，公司的所有者权益不断增加，近年来公司的负债与所有者权益比率处于较低水平，所有者权益对公司债务的保障程度较高。

表 13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2014 年	2013 年
负债总额	264,039.19	116,331.51
所有者权益	708,747.84	483,099.38
负债与所有者权益比率	0.37	0.24

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

截至 2014 年末，公司的负债规模达到 26.40 亿元，较上年同期增加 126.97%，主要是本期债券成功发行后公司的应付债券大幅增加。公司 2014 年末的负债以非流动负债为主，集中于长期借款和应付债券；流动负债占比较低，主要是其他应付款和一年内到期的流动负债。

公司的长期借款主要是从国家开发银行、中国农业发展银行取得的长期贷款，期限 8-10 年不等，利率为基准利率或基准利率上浮 30% 左右。公司的应付债券为 14 当阳债，7 年期，附提前偿还本金条款，年利率 7.99%。公司的其他应付款主要是与当阳市土地与房屋征收管理办公室的征地拆迁款和与当阳市宏润工程建设有限公司的往来款。公司的一年内到期的非流动负债主要是一年内即将到期的长期借款。

表 14 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
流动负债合计	81,898.19	31.02%	48,125.51	41.37%
其他应付款	45,107.66	17.08%	30,016.22	25.80%
一年内到期的非流动负债	18,365.00	6.96%	10,550.00	9.07%
非流动负债合计	182,141.00	68.98%	68,206.00	58.63%
长期借款	61,141.00	23.16%	65,056.00	55.92%
应付债券	120,000.00	45.45%	0.00	0.00%
负债合计	264,039.19	100.00%	116,331.51	100.00%
有息负债	200,506.00	75.94%	75,606.00	64.99%

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

截至 2014 年末，公司共有有息负债 20.05 亿元，是上年的 2.65 倍。公司的有息负债增加，还本付息压力加大。2015-2016 年，公司需偿还的有息债务本金及利息分别为 2.88 亿元和 2.82 亿元，偿债压力尚可。但自 2017 年起，公司需每年偿还 14 当阳债本金的 2.40 亿元，致使偿债压力陡然增大。

表 15 2015-2019 年公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
有息债务本息	28,763	28,188	74,908	67,458	61,158

资料来源：公司提供

近年来，随着公司负债规模的增加，公司资产负债率逐年提高。公司流动比率、速动比率较高，但公司的应收账款、其他应收账款回款时间不确定，存货中以土地使用权和待回购的项目为主，且大量土地已抵押，流动性偏低，因此流动资产对流动负债的保障程度并不如指标所显示的高。2014 年公司盈利能力增强，EBITDA 利息保障倍数提高，公司利润对利息的保障程度提高。14 当阳债的第一个付息日为 2015 年 5 月 23 日，2015 年起，公司面临的债务偿付压力增加。

表 16 公司偿债能力指标

指标名称	2014 年	2013 年
资产负债率	27.14%	19.41%
流动比率	9.48	11.45
速动比率	2.74	2.19
EBITDA（万元）	28,593.36	18,177.67
EBITDA 利息保障倍数	4.54	2.65
有息债务/EBITDA	7.01	4.16

资料来源：公司2013-2014年审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

土地使用权抵押担保有效提升了本期债券安全性

为保障本期债券债权人的利益，公司以其拥有的27宗国有土地使用权为本期债券提供抵押担保；土地面积合计366.35万平方米，其中工业用地214.31万平方米，商服用地152.04万平方米。根据中瑞国际资产评估（北京）有限公司出具的中瑞评报字[2014]0701059号评估报告（评估基准日为2013年12月31日），27宗土地使用权的总价值为28.70亿元，是本期债券本金的2.39倍。

表 17 本次跟踪期内抵质押资产情况（单位：万元）

抵押资产名称	评估价值	评估基准日	评估报告名称	是否办妥抵押登记手续
当阳国用（2010）420582—28 号	23,781.67	2013 年 12 月 31 日	中瑞评报字[2014]0701059 号	是
当阳国用（2010）420582—29 号	15,575.02	2013 年 12 月 31 日	中瑞评报字[2014]0701059 号	是
当阳国用（2010）420582—30 号	16,519.00	2013 年 12 月 31 日	中瑞评报字[2014]0701059 号	是
当阳国用（2010）420582	8,321.72	2013 年 12 月 31 日	中瑞评报字[2014]	是

—31 号			0701059 号	
当阳国用（2010）420582—32 号	11,796.04	2013 年 12 月 31 日	中瑞评报字[2014]0701059 号	是
当阳国用（2010）420582—33 号	10,545.58	2013 年 12 月 31 日	中瑞评报字[2014]0701059 号	是
当阳国用（2010）420582—34 号	13,849.21	2013 年 12 月 31 日	中瑞评报字[2014]0701059 号	是
当阳国用（2010）420582—35 号	16,004.55	2013 年 12 月 31 日	中瑞评报字[2014]0701059 号	是
当阳国用（2010）420582—36 号	12,764.17	2013 年 12 月 31 日	中瑞评报字[2014]0701059 号	是
当阳国用（2010）420582—37 号	11,383.59	2013 年 12 月 31 日	中瑞评报字[2014]0701059 号	是
当阳国用（2010）420582—38 号	8,437.60	2013 年 12 月 31 日	中瑞评报字[2014]0701059 号	是
当阳国用（2010）420582—39 号	3,820.44	2013 年 12 月 31 日	中瑞评报字[2014]0701059 号	是
当阳国用（2010）420582—40 号	13,444.38	2013 年 12 月 31 日	中瑞评报字[2014]0701059 号	是
当阳国用（2010）420582—41 号	13,085.18	2013 年 12 月 31 日	中瑞评报字[2014]0701059 号	是
当阳国用（2010）420582—42 号	11,192.91	2013 年 12 月 31 日	中瑞评报字[2014]0701059 号	是
当阳国用（2011）420582—1 号	6,594.39	2013 年 12 月 31 日	中瑞评报字[2014]0701059 号	是
当阳国用（2011）420582—2 号	3,954.64	2013 年 12 月 31 日	中瑞评报字[2014]0701059 号	是
当阳国用（2011）420582—3 号	8,705.33	2013 年 12 月 31 日	中瑞评报字[2014]0701059 号	是
当阳国用（2011）420582—4 号	3,026.07	2013 年 12 月 31 日	中瑞评报字[2014]0701059 号	是
当阳国用（2011）420582—5 号	4,703.15	2013 年 12 月 31 日	中瑞评报字[2014]0701059 号	是
当阳国用（2011）420582—6 号	23,002.42	2013 年 12 月 31 日	中瑞评报字[2014]0701059 号	是
当阳国用（2011）420582—7 号	4,665.38	2013 年 12 月 31 日	中瑞评报字[2014]0701059 号	是
当阳国用（2011）420582—8 号	2,365.71	2013 年 12 月 31 日	中瑞评报字[2014]0701059 号	是
当阳国用（2011）420582—9 号	24,467.13	2013 年 12 月 31 日	中瑞评报字[2014]0701059 号	是
当阳国用（2011）420582—10 号	3,692.96	2013 年 12 月 31 日	中瑞评报字[2014]0701059 号	是
当阳国用（2011）420582—11 号	2,737.22	2013 年 12 月 31 日	中瑞评报字[2014]0701059 号	是
当阳国用（2011）420582—12 号	8,546.61	2013 年 12 月 31 日	中瑞评报字[2014]0701059 号	是
合计	286,982.07	-	-	-

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司已办妥抵押资产抵押登记手续。

根据抵押合同，在本期债券本息全部清偿完毕前，抵押资产的价值与本期债券未偿还本金加上一年利息之和的比率（以下简称“抵押比率”）不得低于 1.5 倍，若低于 1.5 倍，本期债券托管银行有权要求公司及时提供其他担保，以保障债券持有人的权利。

根据监管协议，本期债券存续期间，公司应聘请经监管人认可的具备相应资质的资产评估机构按年对抵押资产的价值进行评估并出具资产评估报告。年度评估报告的出具时间应不迟于本期债券当年付息首日后的三十个工作日。总体而言，公司以其合法拥有的27宗国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，已办妥抵押登记手续，抵押比率满足抵押合同约定要求，有效提升了本期债券的安全性。值得注意的是，公司未按监管协议约定对抵押资产进行后续评估，且相关土地使用权规模较大，极端情况下能否集中变现，存在一定的不确定性。

七、或有事项分析

截至2014年末，公司有一笔对外担保，被担保对象为湖北三峡新型建材股份有限公司（600293.SH，以下简称“三峡新材”），担保金额1.38亿元，担保期限为2014年9月30日至2015年9月30日。三峡新材为国有企业，与公司无股权关系，根据三峡新材2012-2014年年报，2012-2014年三峡新材总资产24.97亿元、25.67亿元和25.68亿元，资产负债率分别为76.41%、74.29%和70.63%，实现净利润0.02亿元、0.08亿元和0.11亿元，经营活动净现金流0.74亿元、1.06亿元和-1.52亿元。三峡新材目前资产负债率较高，盈利水平偏低，经营活动现金流波动较大，公司的对外担保存在一定或有负债风险。

八、评级结论

跟踪期内，公司作为当阳市基础设施建设和土地整理的投融资主体，继续得到了当地政府在资产注入和财政补贴等方面的支持；当阳市2014年经济持续增长，财政实力逐渐增强；公司主要承担当阳市的城市基础设施建设、土地整理任务，近年来收入稳定，目前待回购项目较多，在建和拟建工程规模较大，业务持续性较好，且部分公司自建用于自主经营的拟建项目完工后将产生一定的高速公路通行费、自来水费、租金和旅游度假收入。公司以评估价值28.70亿元的国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，为本期债券发行总额的2.39倍，有效地提升了本期债券的安全性。但我们也关注到，当阳市2014年经济增速有所下滑，财政对上级补助收入依赖程度较高，同时政

府性基金收入受国有土地使用权出让情况影响，存在较大波动；公司应收账款和其他应收款规模较大，对营运资金形成一定程度的占用，且其回收时间易受政府资金调剂影响而存在一定不确定性；公司以土地使用权和待回购的土地资产为主，流动性不强；目前公司在建和拟建项目较多，尚需投入金额较大，面临较大的资金压力。

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

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
货币资金	88,463.67	6,518.70	2,393.53
应收账款	54,759.77	54,640.25	91,207.79
预付款项	843.11	3,552.11	1,313.80
其他应收款	80,197.09	40,471.22	14,727.64
存货	551,926.38	445,679.41	442,480.31
流动资产合计	776,190.02	550,861.69	552,123.08
可供出售金融资产	510.00	510.00	510.00
投资性房地产	191,526.70	45,847.76	538.07
固定资产	1,914.00	2,038.62	2,086.67
无形资产	115.47	115.47	115.47
长期待摊费用	2,486.84	13.35	14.86
递延所得税资产	44.00	44.00	44.00
非流动资产合计	196,597.01	48,569.20	3,309.07
资产总计	972,787.03	599,430.89	555,432.15
短期借款	1,000.00	0.00	0.00
应付账款	318.22	0.62	120.65
应交税费	11,168.08	7,558.68	5,939.65
应付利息	5,939.23	0.00	0.00
其他应付款	45,107.66	30,016.22	9,568.03
一年内到期的非流动负债	18,365.00	10,550.00	12,000.00
流动负债合计	81,898.19	48,125.51	27,628.32
长期借款	61,141.00	65,056.00	60,620.00
应付债券	120,000.00	0.00	0.00
专项应付款	1,000.00	3,150.00	0.00
非流动负债合计	182,141.00	68,206.00	60,620.00
负债合计	264,039.19	116,331.51	88,248.32
实收资本(或股本)	51,182.17	51,182.17	51,182.17
资本公积金	542,104.04	339,616.57	339,616.57
盈余公积金	11,546.16	9,230.06	7,638.51
未分配利润	103,915.47	83,070.58	68,746.58
归属于母公司所有者权益合计	708,747.84	483,099.38	467,183.82
所有者权益合计	708,747.84	483,099.38	467,183.82
负债和所有者权益总计	972,787.03	599,430.89	555,432.15

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
一、营业总收入	53,494.64	51,147.15	54,393.12
营业收入	53,494.64	51,147.15	54,393.12
二、营业总成本	38,973.45	42,765.80	45,612.90
营业成本	38,318.39	40,561.17	45,193.30
营业税金及附加	190.41	133.69	320.37
管理费用	585.57	2,092.31	120.60
财务费用	-120.91	-21.38	-21.38
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	14,521.19	8,381.35	8,780.22
加：营业外收入	14,077.60	9,629.54	9,531.60
减：营业外支出	2,410.00	0.00	0.00
五、利润总额	26,188.79	18,010.89	18,311.82
减：所得税	3,027.80	2,095.34	2,195.86
六、净利润	23,160.99	15,915.55	16,115.96
归属于母公司所有者的净利润	23,160.99	15,915.55	16,115.96

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
销售商品、提供劳务收到的现金	50,108.00	87,449.17	10,020.54
收到其他与经营活动有关的现金	29,292.16	33,443.49	16,807.16
经营活动现金流入小计	79,400.16	120,892.66	26,827.70
购买商品、接受劳务支付的现金	72,311.03	36,981.27	24,228.68
支付的各项税费	0.00	2,310.00	5.71
支付其他与经营活动有关的现金	41,089.20	26,015.19	1,719.16
经营活动现金流出小计	113,400.22	65,306.47	25,953.55
经营活动产生的现金流量净额	-34,000.07	55,586.20	874.15
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	0.00	47,598.36	0.00
投资活动现金流出小计	0.00	47,598.36	0.00
投资活动产生的现金流量净额	0.00	-47,598.36	0.00
吸收投资收到的现金	19,640.00	15,000.00	9,245.00
发行债券收到的现金	117,300.00	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	136,940.00	15,000.00	9,245.00
偿还债务支付的现金	14,740.00	12,014.00	8,930.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	6,254.97	6,848.66	5,293.94
筹资活动现金流出小计	20,994.97	18,862.66	14,223.94
筹资活动产生的现金流量净额	115,945.03	-3,862.66	-4,978.94
现金及现金等价物净增加额	81,944.97	4,125.17	-4,104.79
期初现金及现金等价物余额	6,518.70	2,393.53	6,498.32
期末现金及现金等价物余额	88,463.67	6,518.70	2,393.53

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
净利润	23,160.99	15,915.55	16,115.96
加：固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,178.06	165.26	162.43
无形资产摊销	0.00	0.00	1.17
长期待摊费用摊销	226.51	1.51	1.51
存货的减少	-75,562.62	3,649.57	22,045.80
经营性应收项目的减少	-22,044.95	10,757.11	-40,082.81
经营性应付项目的增加	38,041.95	25,097.19	2,630.09
经营活动产生的现金流量净额	-34,000.07	55,586.20	874.15

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）	200,506.00	75,606.00	72,620.00
资产负债率	27.14%	19.41%	15.89%
流动比率	9.48	11.45	19.98
速动比率	2.74	2.19	3.97
综合毛利率	28.37%	20.70%	16.91%
总资产回报率	3.33%	3.12%	-
EBITDA（万元）	28,593.36	18,177.67	18,476.93
EBITDA 利息保障倍数	4.54	2.65	3.35
期间费用率	0.87%	4.05%	0.18%
收现比	0.94	1.71	0.18

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录五 截至2014年末公司土地资产情况（单位：平方米、万元）

土地证号	用途	使用权类型	面积	账面价值	是否抵押
当阳国用（2002）第050002521号	工业	出让	63,834.45	1,585.20	是
当阳国用（2002）第050002526号	工业	出让	70,538.60	1,584.86	是
当阳国用（2003）第050002528号	工业	出让	66,820.64	1,502.13	是
当阳国用（2003）第050002573号	工业	出让	124,973.28	2,818.15	是
当阳国用（2004）第050002539号	工业	出让	66,937.15	1,736.16	是
当阳国用（2004）第090309004号	工业	出让	7,338.70	157.12	否
当阳国用（2004）第080000101号	工业	出让	61,775.44	1,229.76	否
当阳国用（2004）第050002568号	工业	出让	7,970.52	164.89	是
当阳国用（2004）第050002557号	工业	出让	30,001.59	604.95	是
当阳国用（2004）第050002560号	工业	出让	30,008.24	605.08	是
当阳国用（2004）第050002561号	工业	出让	32,982.49	639.93	是
当阳国用（2004）第050002564号	工业	出让	32,669.86	658.75	是
当阳国用（2004）第050002563号	工业	出让	32,670.29	658.76	是
当阳国用（2004）第050002567号	工业	出让	31,996.07	620.79	是
当阳国用（2004）第050002562号	工业	出让	32,641.09	658.17	是

当阳国用 (2004)第 050002565号	工业	出让	29,998.94	582.04	是
当阳国用 (2004)第 050002566号	工业	出让	30,652.34	573.11	是
当阳国用 (2004)第 050002559号	工业	出让	29,997.09	604.86	是
当阳国用 (2004)第 050001007-1 号	工业	出让	8,464.70	196.68	否
当阳国用 (2004)第 0050002052- 1号	工业	出让	5,544.10	135.47	否
当阳国用 (2004)第 050002551号	工业	出让	19,661.95	444.34	是
当阳国用 (2004)第 0090303010- 1号	商服	出让	7,570.25	325.21	农行抵押
当阳国用 (2004)第 0090101031- 1号	工业	出让	40,040.92	1,028.09	是
当阳国用 (2004)第 090101047号	工业	出让	7,604.42	232.52	否
当阳国用 (2004)第 050002558号	工业	出让	29,994.76	604.81	是
当阳国用 (2004)第 0090105043- 2号	工业	出让	67,983.60	1,350.90	是
当阳国用 (2004)第 0090105043- 3号	工业	出让	265,573.20	5,277.21	是
当阳国用 (2004)第 0090105043- 4号	工业	出让	15,016.06	298.38	是
当阳国用 (2004)第 090105010-1 号	工业	出让	67,870.11	1,348.65	否

当 阳 国 用 (2004) 第 080000100 号	工业	出让	9,333.58	186.90	否
当 阳 国 用 (2004) 第 0090101047— 1 号	工业	出让	26,386.50	806.82	否
当 阳 国 用 (2004) 第 090305016 号	工业	出让	66,666.70	1,278.93	否
当 阳 国 用 (2004) 第 050002683 号	综合	出让	5,489.30	244.13	否
当 阳 国 用 (2004) 第 050002685 号	综合	出让	5,582.70	246.97	否
当 阳 国 用 (2004) 第 050002684 号	综合	出让	5,416.20	244.13	否
当 阳 国 用 (2004) 第 0090205007— 1 号	商服	出让	3,900.70	224.39	是
当 阳 国 用 (2004) 第 050002550 号	工业	出让	13,431.07	303.53	是
当 阳 国 用 (2005) 第 090305017 号	工业	划拨	110,984.14	2,889.25	否
当 阳 国 用 (2005) 第 090603605 号	工业	出让	35,815.60	708.29	是
当 阳 国 用 (2005) 第 090603607 号	工业	出让	114,000.50	2,437.51	是
当 阳 国 用 (2005) 第 081600068-1 号	工业	出让	326,227.35	7,840.55	是
当 阳 国 用 (2005) 第 050002686 号	商业	出让	6,354.80	186.24	是
当 阳 国 用 (2005) 第 0050001006— 1 号	综合	出让	2,466.98	59.46	是
当 阳 国 用 (2005) 第 0140805039— 1 号	工业	出让	7,128.50	87.43	是

当阳国用 (2006)第 051000006号	工业	出让	92,324.40	1,880.46	是
当阳国用 (2007)第 051000001号	工业	出让	63,971.30	1,302.97	否
当阳国用 (2007)第 051000005号	工业	出让	99,882.30	2,034.47	是
当阳国用 (2007)第 091000003号	商服	出让	150,908.40	9,878.46	是
当阳国用 (2007)第 091000002号	商服	出让	33,261.40	2,203.73	国开行抵押
当阳国用 (2007)第 091000001号	商服	出让	200,980.00	8,610.79	农行抵押
当阳国用 (2007)第 051000004号	工业	出让	143,205.10	3,180.59	农行抵押
当阳国用 (2009)第 090306063-2号	商服	出让	45,464.08	818.49	担保
当阳国用 (2009)第 061100051-3号	商服	出让	59,587.50	458.94	担保
当阳国用 (2009)第 090303024-1号	商服	出让	19,528.85	1,744.94	担保
当阳国用 (2009)第 090207001-1号	商服	出让	93,362.55	8,345.12	担保
当阳国用 (2010) 420582-28号	工业	出让	671,343.35	14,806.48	一期债
当阳国用 (2010) 420582-29号	工业	出让	439,215.50	9,686.90	一期债
当阳国用 (2010) 420582-30号	工业	出让	465,835.66	10,301.02	一期债

当 阳 国 用 (2010) 420582 — 31 号	工业	出让	234,427.83	4,743.65	一期债
当 阳 国 用 (2010) 420582 — 32 号	工业	出让	332,301.66	7,328.91	一期债
当 阳 国 用 (2010) 420582 — 33 号	商服	出让	89,433.78	13,699.82	一期债
当 阳 国 用 (2010) 420582 — 34 号	商服	出让	100,253.83	10,969.77	一期债
当 阳 国 用 (2010) 420582 — 35 号	商服	出让	166,440.83	17,033.88	一期债
当 阳 国 用 (2010) 420582 — 36 号	商服	出让	142,907.38	18,225.55	一期债
当 阳 国 用 (2010) 420582 — 37 号	商服	出让	63,733.65	6,522.57	一期债
当 阳 国 用 (2010) 420582 — 38 号	商服	出让	46,526.89	5,082.09	一期债
当 阳 国 用 (2010) 420582 — 39 号	商服	出让	21,066.77	2,380.14	一期债
当 阳 国 用 (2010) 420582 — 40 号	商服	出让	69,633.68	9,990.41	一期债
当 阳 国 用 (2010) 420582 — 41 号	商服	出让	73,260.36	8,277.03	一期债
当 阳 国 用 (2010) 420582 — 42 号	商服	出让	61,720.30	6,790.16	一期债
当 阳 国 用 (2010) 420582 — 43 号	商服	出让	741,277.03	83,147.56	否

当 阳 国 用 (2010) 420582 — 44 号	商服	出让	137,654.02	13,675.79	否
当 阳 国 用 (2011) 420582—1 号	商服	出让	36,920.18	3,284.90	一期债
当 阳 国 用 (2011) 420582—2 号	商服	出让	21,806.77	2,455.92	一期债
当 阳 国 用 (2011) 420582—3 号	商服	出让	73,520.36	7,797.42	一期债
当 阳 国 用 (2011) 420582—4 号	商服	出让	34,826.84	3,448.90	一期债
当 阳 国 用 (2011) 420582—5 号	商服	出让	39,720.19	4,473.29	一期债
当 阳 国 用 (2011) 420582—6 号	商服	出让	126,840.63	11,804.42	一期债
当 阳 国 用 (2011) 420582—7 号	商服	出让	53,693.60	5,884.98	一期债
当 阳 国 用 (2011) 420582—8 号	商服	出让	27,226.80	2,700.34	一期债
当 阳 国 用 (2011) 420582—9 号	商服	出让	173,640.86	17,195.83	一期债
当 阳 国 用 (2011) 420582 — 10 号	商服	出让	26,844.70	2,503.97	一期债
当 阳 国 用 (2011) 420582 — 11 号	商服	出让	26,141.20	2,404.65	一期债
当 阳 国 用 (2011) 420582 — 12 号	商服	出让	44,266.20	3,933.54	一期债
当 阳 国 用 (2012) 001002010005 号	工业	出让	330,017.40	7,388.10	否
当 阳 国 用 (2012) 420582 — 16 号	商服	出让	61,982.60	12,191.98	国开行抵 押

当 阳 国 用 (2012) 420582 — 17 号	工业	出让	98,375.30	1,928.16	国开行抵 押
当 阳 国 用 (2012) 420582 — 18 号	商服	出让	8,547.70	1,776.21	国开行抵 押
当 阳 国 用 (2012) 420582 — 19 号	商服	出让	19,310.20	4,549.48	国开行抵 押
当 阳 国 用 (2012) 420582 — 20 号	商服	出让	16,371.32	4,556.14	国开行抵 押
当 阳 国 用 (2004) 第 150000003-1 号	工业	出让	30,928.60	243.47	否
当 阳 国 用 (2004) 第 15110003-1 号	仓储用地	出让	15,431.10	121.48	否
当 阳 国 用 (2004) 第 15180002-1 号	工业	出让	6,995.50	55.07	否
合计			8,191,231.92	429,790.44	-

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	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/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
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×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%
现金流	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
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	EBITDA利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×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
	长期有息债务	长期借款+应付债券
	短期有息债务	短期借款+其他应付款中的涪陵区水电投集团的国开行代借款+一年内到期的非流动负债+应付票据
	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。