

2012 年吉首华泰国有资产投资管理有限责任公司

企业债券 2017 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象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。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。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证券信用评级的变化情况。



 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>

报告编号：鹏信评【2017】
跟踪第【224】号 01

增信方式：土地使用权抵押担保

债券剩余规模：6亿元

债券到期日期：2019年
12月12日

债券偿还方式：每年付息
一次，从第三个计息年度
开始至第七个计息年度
分别逐年按债券发行总
额的20%偿还本金

分析师

姓名：
蒋志超 袁媛

电话：
0755-8287 1651

邮箱：
jiangzhch@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信评估有限公司城投公司主体长期信用评级方法，该评级方法已披露于公司官方网站。

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

2012年吉首华泰国有资产投资管理有限责任公司 企业债券2017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	2017年06月02日	2016年08月23日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对吉首华泰国有资产投资管理有限责任公司（以下简称“吉首华泰”或“公司”）及其2012年12月发行的企业债券（以下简称“本期债券”）的2017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湘西自治州地方经济和财政实力持续增强，政府在财政补贴、债务置换等方面给予公司较大支持，且土地使用权抵押担保仍可有效提升本期债券的安全性；同时鹏元也关注到湘西自治州财政自给率较低，地方财政收入对上级补助收入存在较大依赖；公司部分资金被占用，资产流动性较弱；公司经营性现金流表现欠佳，未来存在较大的资金压力；有息债务的快速增长使得偿债压力增加，以及公司未按年对本期债券的抵押资产做后续评估等风险因素。

正面：

- 湘西自治州地方经济和财政实力持续增强。2016年湘西自治州实现生产总值530.9亿元，同比增长6.9%；全州实现一般公共预算收入51.02亿元，同比增长10.62%。
- 政府继续在财政补贴、债务置换等方面给予公司较大的支持。2016年公司获得财政补贴946.14万元、债务置换资金5.73亿元，当地政府对公司支持力度较大。
- 土地使用权抵押担保仍可有效提升本期债券的安全性。以2012年4月30日为评估基准日，公司抵押土地的评估价值为184,521.98万元，抵押倍数为2.86，土地使用权抵押担保仍可有效提升本期债券的安全性。

关注:

- **湘西自治州财政自给率较低，地方财政收入对上级补助收入存在较大依赖。**
2016 年湘西自治州全州及本级的上级补助收入分别占地方财政收入的 72.96% 和 57.32%，财政自给率分别为 18.92% 和 30.58%，地方财政收入对上级补助收入存在较大依赖，财政自给率较低。
- **公司资产中土地资产占比较大，部分资金被占用，整体流动性较弱。**截至 2016 年末，公司土地资产合计 567,931.14 万元（其中 397,964.47 万元已抵押），占总资产的 44.33%，资产流动性较弱。2016 年末公司其他应收款账面价值为 204,351.35 万元，占总资产的 15.95%，其中账龄在 1 年以内的占比为 41.37%，部分账龄偏长，公司资金一定程度被占用。
- **公司经营活动现金流表现欠佳，在建项目投资规模较大，未来存在较大的资金压力。**2016 年公司经营活动现金净流出 2.91 亿元，表现欠佳。截至 2016 年末，公司在建工程尚需投入 35.80 亿元，未来存在较大的资金压力。
- **公司有息债务规模快速增长，偿债压力进一步加大。**截至 2016 年末，公司有息债务规模达 30.07 亿元，同比增长 16.00%，偿债压力进一步加大。
- **公司未按年对本期债券抵押资产做后续评估。**根据约定，公司在本期债券的本息全部清偿完毕之日前需聘请资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告。公司第一次评估日期为 2012 年 4 月 30 日，截至 2017 年 5 月末，公司未按照约定对抵押土地进行重新评估。

主要财务指标:

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	1,281,186.33	1,183,900.85	815,995.43
所有者权益（万元）	836,739.33	812,646.03	563,079.28
有息债务（万元）	300,727.09	259,258.24	165,590.78
资产负债率	34.69%	31.36%	30.99%
流动比率	6.52	11.19	8.99
营业收入（万元）	59,835.58	39,523.84	68,792.07
政府补助（万元）	946.14	705.55	763.70
利润总额（万元）	11,504.34	14,069.67	11,431.33
综合毛利率	19.42%	21.35%	27.59%
总资产回报率	1.52%	1.70%	2.00%
EBITDA（万元）	26,347.18	18,782.44	17,226.22

EBITDA 利息保障倍数	1.46	1.29	1.55
经营活动现金流净额（万元）	-29,146.60	-53,748.66	-1,470.40

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2012年12月12日发行10亿元企业债券，发行利率为7.37%。本期债券募集资金已使用完毕，募集资金用于湘西自治州2012年新建廉租房项目、湘西自治州2012年新建公租房项目和G209、G319国道吉首绕城公路工程的建设。

二、发行主体概况

2016年公司注册资本、实收资本、控股股东及其持股比例均未发生变化，控股股东和实际控制人仍为湘西土家族苗族自治州人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“湘西州国资委”），持有公司100%股权。2016年纳入公司合并报表范围的共计13家（均为一级子公司），新增3家投资设立的子公司，减少1家子公司，减少的子公司系吉首华泰现代农业开发投资有限责任公司因股权划转失去控制权。另外，子公司吉首市华泰水利建设投资管理有限公司于2016年9月7日更名为吉首市吉利水务建设有限责任公司。

表1 2016年新纳入合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	所属行业	持股比例	成立日期	取得方式
吉首裕鑫农业开发有限责任公司	1,000.00	农、林、牧、渔业	100%	2016-07-11	投资设立
吉首三合商贸物流有限责任公司	500.00	交通运输、仓储和邮电业	100%	2016-07-27	投资设立
吉首华信实业投资有限责任公司	8,000.00	水利、环境和公共设施管理业	100%	2016-08-05	投资设立

注：吉首华信实业投资有限责任公司于2017年引进了另一股东，增资后公司持股占比62.50%，2016年末持股仍为100%。

资料来源：公司2016年审计报告

截至2016年末，公司资产总额为128.12亿元，所有者权益为83.67亿元，资产负债率为34.69%；2016年度，公司实现营业收入5.98亿元，利润总额1.15亿元，经营活动现金净流出2.91亿元。

三、区域经济与财政实力

2016年湘西自治州地方经济保持增长，第三产业对经济带动明显，总体经济规模不大

2016年湘西自治州经济继续保持增长，但增速有所下滑。2016年全州地区生产总值为530.9亿元，增长6.9%，增速较去年回落2.3个百分点，高于全国平均水平0.2个百分点。其中，第一产业增加值为80.8亿元，增长3.4%；第二产业增加值165.6亿元，增长5.3%；第三

产业增加值284.4亿元，增长9.0%。按常住人口计算，人均地区生产总值为20,145元，增长6.6%，但处于较低水平。全州三次产业结构比由2015年的14.8:33.9:51.3调整为15.2:31.2:53.6，第三产业占比有所增加，比重比上年提高2.3个百分点，但第三产业的增速下滑明显。州内商贸、住宿、观光旅游等第三产业是目前湘西自治州经济增长的主要推动力，规模以上服务业实现营业收入29.4亿元，增长11.4%。

2016年全州固定资产投资410.5亿元，增长11.8%，增速较去年有所放缓。按产业分，第一产业完成投资7.2亿元，下降21.4%，第二、三产业分别完成投资73.2亿元、330.1亿元，分别增长15.3%、12%。全州社会消费品零售总额253亿元，增长11.4%，受益于旅游发展带动，住宿、餐饮行业发展形势良好，合计实现增加值25.9亿元，较上年增长6.9%。全年实现外贸进出口总额1.22亿美元，增长4.9%。其中，出口额1.19亿美元，增长9.6%；进口额306万美元，下降60.9%。

整体看，2016年湘西自治州经济保持增长，第三产业带动明显，但增速有所下滑，总体经济规模不大。

表2 2015-2016年湘西自治州主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2016年		2015年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	530.9	6.9%	512.0	9.2%
第一产业增加值	80.8	3.4%	75.7	3.8%
第二产业增加值	165.6	5.3%	173.4	6.5%
第三产业增加值	284.4	9.0%	262.9	12.2%
全社会固定资产投资	410.5	11.8%	371.0	19.4%
工业增加值	132.1	5.4%	141.6	7.6%
社会消费品零售总额	253.0	11.4%	227.1	10.0%
进出口总额（亿美元）	1.22	4.9%	1.16	-50.3%
存款余额	1031	19.5%	863.2	19.6%
贷款余额	528.2	24.6%	423.8	32.3%
人均GDP（元）	20,145	6.6%	19,488	8.4%
人均GDP/全国人均GDP		38.74%		37.48%
三次产业结构	15.2:31.2:53.6		14.8 : 33.9 : 51.3	

资料来源：2015-2016年湘西自治州国民经济与社会发展统计公报

2016年湘西自治州财政实力持续增强，但对上级补助收入的依赖程度仍较高，财政自给率较低

2016年湘西自治州全州和本级财政收入保持增长，分别实现财政收入2,762,528万元和527,467万元，同比增长3.00%和24.24%。从收入构成上来看，一般公共预算收入和上级补

助收入仍是财政收入的主要来源。

从全州来看，2016年湘西自治州实现一般公共预算收入510,215万元，同比增长10.62%，其中税收收入占比为52.16%，较2015年下降3.02个百分点，一般公共预算收入稳定性一般。税收中增值税、营业税、城市建设维护税和契税等税种占比较大，四者合计占税收收入比重为59.53%，税收质量一般。国家和湖南省政府对湘西自治州的支持力度较大，2016年上级补助收入为2,015,544万元，同比增长1.26%，占当期财政收入的72.96%，地方财政收入对上级补助收入存在较大依赖。本年度全州政府性基金收入为236,769万元，同比增长25.48%，主要为国有土地使用权出让收入，该部分收入易受当地土地市场景气度影响而产生波动。

从本级来看，湘西自治州2016年实现财政收入506,255万元，其中一般公共预算收入141,054万元，同比增长17.99%，一般公共预算收入中税收占比为45.14%，一般公共预算收入质量一般。2016年，上级政府对湘西州本级支持力度较大，其中一般转移支付收入增长较多，2016年实现上级补助收入302,329万元，同比增加22.89%，占财政收入的比重为57.32%。政府性基金收入主要为土地出让形成的收入，2016年实现62,962万元，较2015年亦增长较多，同比增长39.30%。

财政支出方面，湘西自治州近年增长较快，2016年全州及本级一般公共预算支出分别为2,696,780万元和461,262万元，分别同比增长9.50%和28.48%。一般公共预算支出中，一般公共服务支出、教育支出、社保和医疗卫生等刚性支出较大，全州及本级刚性支出占比分别为48.25%和36.89%，财政支出灵活性一般。2016年，全市及本级财政自给率分别为18.92%和30.58%，处于较低水平，财政平衡存在较大缺口，全州及本级政府性基金收入规模不大，财政支出主要依赖上级补助收入弥补。

总体上，2016年湘西自治州财政实力有所提升，但对上级补助收入依赖程度仍较高，财政自给率较低。

表3 2015-2016年湘西自治州全州及州本级财政收支情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	全州	本级	全州	本级
财政收入（一+二+三+四）	2,762,528	527,467	2,682,094	424,540
(一) 一般公共预算收入	510,215	141,054	461,247	119,551
其中：税收收入	266,125	63,671	254,522	56,520
非税收收入	244,090	77,383	206,725	63,031
(二) 上级补助收入	2,015,544	302,329	1,990,390	246,010
其中：返还性收入	61,534	21,412	49,155	21,075
一般性转移支付收入	1,136,369	178,416	1,003,496	140,497

专项转移支付收入	817,641	102,501	937,739	84,438
(三) 政府性基金收入	236,769	62,962	188,696	45,200
其中：国有土地使用权收入	203,301	58,097	-	-
(四) 财政专户收入	540,60	21,122	41,761	13,779
财政支出（一+二+三）	2,940,609	523,995	2,673,094	401,969
(一) 一般公共预算支出	2,696,780	461,262	2,462,897	359,007
(二) 政府性基金支出	243,829	62,733	210,197	42,962
(三) 财政专户支出	-	-	-	-
财政自给率	18.92%	30.58%	18.73%	33.30%

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%。

资料来源：湘西自治州财政局

四、经营与竞争

公司主要从事湘西自治州吉首市的基础设施建设和土地整理开发，2016年公司业务种类相对稳定，工程代建收入和土地开发整理收入作为公司最主要的收入来源因其规模增加带动主营业务收入实现较快增长。公司2016年实现主营业务收入59,030.99万元，同比增长52.31%，其中工程代建收入因回购项目增加而有所增长，土地开发整理收入系公司在收到国土资源局拨付土地款时予以确认，2016年实现该收入为10,331.19万元，同比增长172.47%。当年商品房销售收入仍来源于全资子公司吉首市新城房地产开发有限公司（以下简称“新城开发”）收购的新城花园楼盘项目销售，本年度因新增商铺销售，销售收入较2015年有所增长。自来水销售、旅游门票及景点餐饮等业务运营情况良好，收入较2015年均有所增长，公司2015年末协议出让土地，未实现土地出让收入。

表4 2015-2016年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程代建收入	33,303.58	11.50%	23,609.16	12.57%
土地开发整理收入	10,331.19	16.17%	3,791.71	15.25%
商品房销售收入	4,121.35	24.00%	2,852.98	24.16%
自来水销售收入	5,817.19	51.29%	4,855.64	48.06%
安装业务收入	3,333.49	16.66%	2,022.69	30.29%
旅游门票收入	1,801.55	34.97%	1,280.19	26.38%
景点餐饮收入	322.64	72.71%	262.96	70.81%
土地出让收入	-	-	81.60	21.84%
合计	59,030.99	18.46%	38,756.93	19.93%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

2016年公司工程代建收入有所增长，在建项目较多，未来收入较有保障；但在建项目

资金需求量大，公司面临较大的资金压力

公司主要负责吉首市基础设施建设和相关保障性住房建设项目，根据《吉首市人民政府关于吉首华泰公司代建项目及回购有关事项的批复》（吉政函[2015]197号文），政府对公司负责整理的湘西鹤盛原烟厂项目、公司“十二五”异地技改基础设施建设项目、吉首经开区标准化厂房及道路工程项目进行购买，市财政局按照相关部门评审后的投资总额加计18%作为回购资金支付给公司。另外，2016年公司与吉首市人民政府签订了《吉首市基础设施委托代建协议》，公司向市财政局申报每年项目的年度投资额，市财政局对按照项目投资总额加计18%作为回购资金支付给公司，原则上在5年内向公司支付完毕，特殊情况下延缓年限不超过2年。对于在2015年以前施工的部分项目，市财政局仍根据（吉政函[2009]13号）文件，对公司承建的项目按照投资总额加计13%支付给公司。本年度公司确认工程代建收入的工程项目因开工时间较早，均按照113%确认收入。

吉首市财政投资评审中心（以下简称“评审中心”）根据签订的施工承包合同中相关规定，对公司已完成部分的工程量及造价进行测算，并由吉首市房地产管理局（以下简称“房管局”）直接支付施工单位工程进度款。按照评审中心测算，2016年政府对公司承建的保障性住房及G209、G319国道吉首绕城公路工程进行测算，2016年确认的工程施工成本为29,472.19万元，按成本金额的113%计提工程代建收入，确认收入33,303.58万元。

表5 2016年公司工程代建收入明细（单位：万元）

项目名称	确认成本	回购金额
保障性住房	12,956.43	14,640.77
G209、G319 国道吉首绕城公路工程	16,515.76	18,662.81
合计	29,472.19	33,303.58

资料来源：公司提供

另外，公司就本期债券募投项目与湘西自治州人民政府签订《基础设施与保障房代建项目回购协议》，协议约定回购总价款包含项目投资总额187,425.81万元、按项目投资总额5%计付的代建利润9,371.29万元和4.00亿元利息费用，合计236,797.10万元，并约定按表6进行支付。2016年吉首市财政局如约支付回购款46,699.26万元。

表6 本期债券募投项目回购价款支付安排（单位：万元）

年份	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	合计
回购金额	10,000	10,000	30,000	46,699.26	46,699.28	46,699.28	46,699.28	236,797.10

资料来源：公司提供

公司是吉首市内的重要基础设施建设、市政项目建设的投资建设主体，项目资金需公司筹集。截至2016年末，公司主要在建项目总投资约64.70亿，已完成投资28.90亿元，尚需

投入35.80亿元，公司面临较大的资金压力。

表7 截至2016年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
湘西自治州 2012 年新建廉租房项目	51,506.61	51,506.61	-
湘西自治州 2012 年新建公租房项目	46,340.20	46,340.20	-
G209、G319 国道吉首绕城公路工程	89,579.00	79,000.00	10,579.00
吉首市城区路网完善工程	97,228.00	33,000.00	64,228.00
吉首市生态养生养老基地建设项目	86,000.00	18,000.00	68,000.00
吉首城市供水提质改造及配套管网工程	25,138.00	10,000.00	15,138.00
湘西州公路口岸及保税物流仓库	12,490.00	12,600.00	-
湘西鹤盛原烟公司“十二五”异地技改基础设施建设项目	15,550.66	14,100.00	1,450.66
吉首市城市地下综合管廊建设工程（二期）	187,497.74	19,200.00	168,297.74
吉首市乾北公共租赁住房建设项目	35,628.60	5,300.00	30,328.60
合计	646,958.81	289,046.81	358,022.00

资料来源：公司提供

2016年公司土地开发整理收入有所增长，未来该收入易受土地市场景气度影响波动，存在一定的不确定性

根据《关于进一步明确吉首华泰国有资产投资管理有限责任公司及其子公司相关职能的通知》(吉政函[2009]13号)，公司为吉首市的土地整理和前期开发投融资主体。公司土地整理业务模式为：由公司对土地进行前期整理开发，土地开发整理的资金由财政局代付，土地开发完成后，公司将土地交给国土资源局进行出让。公司土地整理业务依据收到的国土资源局实际拨付土地款扣除相关税费后的净收益确认收入，与当年国土资源局成交拍卖的土地款并不完全配比。2014年11月25日，根据吉首市人民政府会议纪要第44次(5)号文，原则同意吉首市人民政府在土地出让金净收益的30%分成给公司。由于公司在收到国土资源局拨付的土地款时确认收入，故土地出让行为与收入的确认存在一定时滞性。2016年公司通过国土资源局挂牌出让了河溪马鞍村（鹤盛原烟项目）、镇溪办事处寨垅村等地块，实现10,331.19万元土地开发整理收入。

表8 2016年公司土地开发整理收入明细（单位：亩、万元）

地块名称	土地面积	土地整理成本	回购收入	回报
河溪马鞍村（鹤盛原烟项目）	301.00	5,271.72	5,819.33	10%
镇溪办事处寨垅村	112.00	1,570.28	1,680.44	7%
河溪镇持久村	154.61	1,818.28	2,191.63	20.9%
马颈坳镇	-	-	639.78	-
合计	567.61	8,660.28	10,331.19	16.17%

注：马颈坳镇地块回购收入为拨付以前年度收益，项目投入的成本作为代垫款在以前年度核算。

资料来源：公司提供

公司将用来出让的土地计入存货，自用土地计入无形资产。截至2016年底，公司存货中的土地使用权面积合计为291.49万平方米，主要位于吉首市内与绕城环线，少量位于吉首市周边地区，均为商业用地，使用权性质为出让用地（详见附录五），账面价值56.79亿元，其中已抵押的土地价值39.80亿元，占土地资产的比例为70.07%。2016年公司未协议出让自有土地，故未形成土地出让收入，公司近年土地出让收入规模很小，且土地资产多已抵押，未来通过协议出让土地的可能性较小。

需要关注到，公司土地整理开发业务很大程度上受吉首市当地土地出让价格、土地出让计划和土地一级市场的行情影响而波动，未来土地一级市场的不景气将会对公司土地整理业务产生不利影响。

商品房销售、自来水销售和旅游等业务仍是公司营业收入的重要补充

公司子公司新城开发具有房地产开发二级资质，商品房开发业务由新城开发负责运营。新城开发收购了新城花园14.12万平方米的在建楼盘，收购价款9,927.18万元，主要是住宅和别墅。公司对该楼盘进行分期开发、销售，原定所需总投资24,699.18万元，建设期为2011年3月至2015年3月。新城花园分多期工程，其中一期工程已销售完毕，二期工程已于2015年底完工，2016年销售收入均来自二期工程，因当地房地产市场行情转好，公司根据规划调整有望增加建筑面积，目前公司正在制定规划设计方案准备启动三期工程。截至2016年末，已经投资完成25,200.00万元，2016年新城花园销售面积7,445.89平方米，较2015年减少14.38%，但因2015年销售均为住宅，2016年新增商铺销售收入（商铺销售面积占比约为81.5%），本年度销售收入提升至4,121.35万元，同比增长44.46%。

考虑到公司未自行开发房地产项目，现有房地产项目单一，该业务未来发展持续性值得关注。未来湘西自治州的房地产市场情况可能会对公司商品房销售业务形成一定影响，公司未来商品房销售业务可能存在较大波动。

表9 2015-2016年公司房屋开发与销售情况

项目名称	2016年	2015年
已投资（万元）	25,200.00	22,500.00
建筑面积（平方米）	141,200.00	141,200.00
累计已售面积（平方米）	107,618.34	100,172.45
累计结转收入（万元）	28,360.4	24,239.05
当年销售面积（平方米）	7,445.89	8,696.43
当年结转收入（万元）	4,121.35	2,852.98

资料来源：公司提供

公司旅游门票收入主要来自矮寨景区项目和乾州古城项目的门票收入，其中2016年乾

州古城项目实现门票收入252.53万元、矮寨景区实现门票收入为1,549.02万元。矮寨景区于2013年获评国家4A级景区，矮寨大桥观光电梯工程已于2015年10月开始运营，同时景区门票已由100元/次调整为168元/次，受此带动，矮寨景区门票收入同比有所增长。另外，公司2016年实现景点餐饮收入322.64万元，毛利润为72.71%，但是该收入规模较小，门票收入仍是公司旅游业务的主要来源。近年公司旅游门票和景点餐饮业务收入增长较快，毛利率表现良好，未来该类业务有望继续为公司的营业收入提供较好补充。

子公司吉首市城市供水总公司（以下简称“供水公司”）是吉首市唯一的城市供水企业，该收入较稳定。2016年售水总量2,203万吨，同比增长约1.03%，但因阶梯水价政策于2015年底出台，2016年1月起全面施行后售水均价有所提升，自来水销售收入为5,817.19万元，较上年同比增长19.80%，毛利率基本保持稳定。

表10 2016年公司自来水销售价格情况（单位：元/立方米）

项目分类	2016 年价格	2015 年价格
居民生活用水 第一阶梯	2.30	
居民生活用水 第二阶梯	3.38	1.91
居民生活用水 第三阶梯	6.63	
非居民用水	3.38	3.01
特种用水	8.80	7.91

资料来源：公司提供、吉首市城市供水总公司网站

2016年公司实现安装业务收入3,333.49万元，同比增长64.80%，增幅较大主要系公司为新承接的大型楼盘及城中饮水工程安装项目增多所致，主要服务的楼盘和项目包括河溪镇、马颈坳镇供水主管安装工程等，该业务的毛利率因施工成本增加而有所下滑。

当地政府在政府补助、债务置换等方面给予公司较大的支持

2016年公司获得包括税收返还、财政贴息等政府补助共计946.14万元，本年度公司共获得5.73亿元的债务置换资金，其中本期债券募投项目湘西自治州2012年新建廉租房项目、湘西自治州2012年新建公租房项目和G209、G319国道吉首绕城公路工程分别置换4,800万元、5,600万元和9,600万元。另外，公司项目建设亦得到了当地政府较大的支持，根据州发改投【2015】239号、州财建指【2016】23号等文件，公司新增财政专项资金共计8,022.50万元，其中包括保障性住房项目4,000.00万元、景区提质及民居改造项目2,242.50万元等，由于需将建设资金拨付给相关工程项目，暂时计入“专项应付款”。

整体来看，2016年公司获得了当地政府在财政补贴、债务置换等方面较大的支持，公司综合实力有所提升。

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亚太（集团）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2015-2016年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2016年公司合并报表范围新增3家子公司、减少1家子公司。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，资金一定程度被占用，资产中土地占比较大，且部分土地已抵押，整体流动性较弱

随着工程项目的持续推进，公司资产规模增长迅速。截至2016年末，公司总资产为128.12亿元，同比增长8.22%。公司资产结构较为稳定，仍以流动资产为主，2016年末流动资产占比为77.75%，但其中土地资产占比较大，流动性较弱。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。截至2016年末，货币资金为71,529.14万元，主要为银行存款，款项中不存在有使用受限的资金。2016年末公司应收账款账面价值为29,799.34万元，同比下降45.90%，主要系应收吉首市财政局本年度有所回款，其期末欠款余额为29,250.64万元，从账龄来看，在1年以内的价值为22,344.64万元，应收账款风险不大。预付账款为公司支付的工程款和征地拆迁费用，截至2016年末，公司预付款项为64,633.04万元，同比下降4.68%，主要预付对象包括吉首市房地产管理局、重庆交通建设（集团）有限责任公司等，因项目尚未完工未进行结算。2016年末其他应收款余额为204,351.35万元，同比增长56.98%，主要系应收吉首市财政局、吉首市国有资产管理局、吉首市国土资源局等政府单位的往来款等，政府单位往来款占其他应收款期末余额为83.40%，另有16.08%的款项性质为往来单位项目款。从账龄来看，账龄在1年以内和1至2年的其他应收款占比分别为41.37%、20.36%，其他应收款近年增长较快，部分账龄偏长，对公司资金形成一定的占用，回收时间存在不确定性。

存货是公司的主要资产，主要由土地资产和开发成本构成，2016年公司存货账面价值为625,794.72万元，同比增长6.05%，其中土地资产账面价值基本保持稳定。截至2016年末，土地资产账面价值为567,930.14万元，占总资产的比重为44.33%，主要为96宗性质为出让的商业用地，面积共计291.49万平方米（详见附录五），其中已抵押土地账面价值为397,964.47万元，占总土地资产的70.07%，土地资产流动性受到较大限制，土地资产价值及其流动性易受土地市场景气度影响波动，公司整体资产流动性偏弱。

表11 2015-2016年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	71,529.14	5.58%	64,850.99	5.48%
应收账款	29,799.34	2.33%	55,082.62	4.65%
预付款项	64,633.04	5.04%	67,804.94	5.73%
其他应收款	204,351.35	15.95%	130,180.46	11.00%
存货	625,794.72	48.84%	590,070.50	49.84%
流动资产合计	996,107.60	77.75%	907,989.50	76.69%
固定资产	160,559.10	12.53%	163,153.92	13.78%
在建工程	96,395.14	7.52%	74,733.37	6.31%
无形资产	16,349.59	1.28%	26,764.98	2.26%
非流动资产合计	285,078.73	22.25%	275,911.35	23.31%
资产总计	1,281,186.33	100.00%	1,183,900.85	100.00%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

公司非流动资产主要为固定资产、在建工程和无形资产。公司固定资产主要为房屋及建筑物，2016年末固定资产账面价值为160,559.10万元，与2015年变化不大，其中房屋、构筑物期末账面价值为125,877.49万元，管道及网管账面价值为19,338.48万元，公司目前暂无闲置的固定资产。公司大力推进工程建设项目建设，2016年末公司在建工程账面价值96,395.14万元，同比增长28.99%，主要系G209、G319绕城线、吉首市保税物流仓库和保障性住房等项目的投入增加所致。

公司无形资产主要为土地使用权、商标权和软件。截至2016年末，无形资产账面价值为16,349.59万元，同比下降38.91%，主要系价值为10,339.25万元的土地使用权用途发生变化，转入“开发成本”科目核算所致，无形资产中无设定抵押、担保的资产。公司2016年末共计402,328.96万元的资产（包括抵押土地和部分房屋建筑物）使用受限，占总资产的比重为31.40%。

整体来看，2016年公司资产规模保持增长，公司资金部分被占用，资产中已抵押土地占比较大，公司整体资产流动性较弱。

盈利能力

2016年公司的营业收入有所增长，综合毛利率有所下降；公司期间费用率大幅上升，对利润有一定侵蚀

2016年公司工程代建收入和土地开发整理收入均有所增长，本年度实现营业收入59,030.99万元，同比增长52.31%，但综合毛利率有所下滑。其中，工程代建收入占公司本

年度营业收入的56.42%，仍是公司最重要的收入来源，其毛利率小幅下滑。公司土地开发整理收入以收到的实际拨款扣除相关税费后的净收益确认收入，2016年实现10,331.19万元，同比大幅增长172.47%，毛利率基本稳定。公司因本年度未协议出让土地而未实现土地出让收入。值得注意的是，公司土地开发整理收入近年波动较大，未来该收入易受土地市场景气度影响亦存在一定不确定性。公司自来水销售、安装、商品房销售和旅游业等业务2016年收入均有所增长，继续为公司收入提供一定的补充，除安装业务毛利率因施工成本增加下降较大外，其他几项业务的收入与毛利率均呈现较好的稳定性，旅游业务毛利率增长较快。

公司2016年收到政府补助946.14万元，较上年有所增长，营业外收入中15,876.39万元系公司本年度收到的部分债务置换资金。公司2015年底收到吉首市人民政府注入的水利管网资产，2016年度计提了折旧费6,033.94万元，期间费用率因本期管理费用大幅增长和利息支出增加而大幅上升，对公司利润有一定侵蚀。此外，2016年公司获得吉首市政府5.73亿元存量债务置换资金，一定程度上降低了公司的付息负担。

表12 2015-2016年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016年	2015年
营业收入	59,835.58	39,523.84
营业利润	-5,227.25	-2,864.49
营业外收入	16,825.02	17,065.76
利润总额	11,504.34	14,069.67
净利润	9,092.57	11,146.99
综合毛利率	19.42%	21.35%
期间费用率	31.25%	21.62%
总资产回报率	1.52%	1.70%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

现金流

2016年公司经营活动现金流表现欠佳，未来资金压力仍较大

公司2016年经营活动现金流回收情况相比去年有所改善，销售商品、提供劳务收到的现金同比大幅增长109.83%，收现比提升至1.16。公司承建工程项目任务较重使得项目资金支出仍较多，购买商品、接受劳务支付的现金与2015年基本持平，另外，公司收到的其他与经营活动有关的现金、支付的其他与经营活动有关的现金中往来款项均有所增长，往来款流出大于流入，总体经营活动现金流表现为净流出2.91亿元，流出规模较2015年有所收窄，但表现仍欠佳。2016年公司投资规模继续增加，投资活动现金净流出3.74亿元，较2015

年有所增加。从公司在建工程来看，未来尚需投入约35.80亿元，存在较大的资金压力。

筹资方面，公司2016年3月25日成功发行了规模为5亿元的“16吉首华泰债”，还通过银行渠道新增1.49亿元的质押借款和0.73亿元的抵押借款，另外，公司获得国发展基金有限公司投入的项目资本金1.29亿元¹，本年度筹资活动现金净流入仍保持高位，但债务的增加也使公司的偿债压力增大。

总体上，公司经营活动现金流表现欠佳，未来公司资金压力仍较大。

表13 2015-2016年公司现金流量情况表（单位：万元）

项目	2016年	2015年
收现比	1.16	0.84
销售商品、提供劳务收到的现金	69,335.94	33,043.45
收到的其他与经营活动有关的现金	38,098.24	6,955.95
经营活动现金流入小计	107,532.97	40,162.72
购买商品、接受劳务支付的现金	53,935.34	55,332.83
支付的其他与经营活动有关的现金	76,782.83	32,894.58
经营活动现金流出小计	136,679.57	93,911.38
经营活动产生的现金流量净额	-29,146.60	-53,748.66
投资活动产生的现金流量净额	-37,418.04	-14,067.56
筹资活动产生的现金流量净额	73,242.80	106,025.34

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模增加较快，有息债务的快速增长使得偿债压力增加

截至2016年末，公司所有者权益合计83.67亿元，同比增长2.96%，主要系国发展基金有限公司投入项目资本金1.29亿元。2016年公司加大了筹资力度，整体负债规模增加较快。截至2016年末，公司负债总额为44.44亿元，同比增长19.71%。从结构上来看，公司负债仍以非流动负债为主，但2016年流动负债规模增加较快。2016年末非流动负债规模为29.17亿元，占负债总额比例为65.64%。

表14 2015-2016年公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2016年	2015年
负债总额	444,447.00	371,254.82
其中：流动负债	152,719.84	81,157.68
非流动负债	291,727.17	290,097.14
所有者权益合计	836,739.33	812,646.03

¹该款项用于吉首市生态养老基地建设项目，利率 1.2%，期限 15 年。

负债与所有者权益比率	53.12%	45.68%
------------	--------	--------

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要为短期借款、应付账款和其他应付款构成。截至2016年末，公司短期借款合计3.08亿元，包括0.81亿元的信用借款（担保单位为供水公司和吉首市乾州古城保护开发有限责任公司）和2.27亿元的抵押借款（抵押物均为土地使用权）。应付账款主要为公司应付的工程款，截至2016年末公司应付账款账面价值为23,441.86万元，同比增加228.19%，主要系工程量增加所致。其他应付款主要为公司与吉首市财政局及其他单位的往来款，2016年末其账面价值为70,537.25万元，其中账龄在1年以内的占比81.62%，账龄超过一年的大额其他应付款主要包括吉首市财政局3.05亿元的往来款、部分尚未完工的应付工程质量保证金。

表15 2015-2016年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	30,800.00	6.93%	18,440.00	4.97%
应付账款	23,441.86	5.27%	7,142.78	1.92%
其他应付款	70,537.25	15.87%	46,226.34	12.45%
流动负债合计	152,719.84	34.36%	81,157.68	21.86%
长期借款	66,200.00	14.89%	81,600.00	21.98%
应付债券	188,727.09	42.46%	158,718.24	42.75%
专项应付款	27,440.32	6.17%	39,764.53	10.71%
非流动负债合计	291,727.17	65.64%	290,097.14	78.14%
负债合计	444,447.00	100.00%	371,254.82	100.00%
其中：有息债务	300,727.09	67.66%	259,258.24	69.83%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

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构成。2016年公司偿还了部分抵押借款，长期借款账面价值有所下降。截至2016年末，长期借款合计6.62亿元，同比下降18.87%，尚存部分主要系4.00亿元质押借款（质押物为相关项目的委托代建服务协议款）、2.52亿元的抵押借款（抵押物为土地使用权和房屋）和1,000万元的信用借款（担保单位为供水公司）。应付债券包括2012年发行的本期债券、2015年发行规模为8.00亿元的“15吉首华泰债”和2016年私募发行规模为5.00亿元的“16吉华泰”。专项应付款主要系公司收到的项目建设的专门拨款，期末余额主要包括保障性住房项目16,978.18万元、景区提质及民居改造项目7,672.14万元等。公司有息债务规模增加较快，截至2016年末，公司有息债务为300,727.09万元，同比增长16.00%，公司未来存在较大的付息压力。

表16 截至2016年末有息债务本息偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年及以后
本金	68,300.00	42,300.00	95,700.00	21,800.00	22,400.00	50,227.09

资料来源：公司提供

由于公司筹资力度加大，2016年公司资产负债率略有提高，但仍处于较低的水平。从偿债指标来看，流动比率、速动比率表现有所弱化，且公司资产中土地占比较大，流动性易受土地市场景气度影响波动，变现能力较差。2016年公司EBITDA因折旧大幅增长有所增加，EBITDA与其利息保障倍数有所增加，考虑到公司有息债务规模增长较快且以刚性债务为主，未来偿债压力较大。

表17 2015-2016年公司偿债能力指标

指标名称	2016年	2015年
资产负债率	34.69%	31.36%
流动比率	6.52	11.19
速动比率	2.42	3.92
EBITDA（万元）	26,347.18	18,782.44
EBITDA 利息保障倍数	1.46	1.29
有息债务/EBITDA	11.41	13.80

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

国有土地使用权抵押仍可为本期债券的偿付提供一定的保障

为保障本期债券的本息偿付，公司以其拥有的十宗国有土地使用权作为初始抵押资产为本期债券提供抵押担保，具体情况如表18所示。若公司未能按时偿付当期本息，债券受托管理人可提议召开债券持有人大会，按债券持有人大会的相关决议处置担保物以偿付本期债券的本息及相关费用。

根据公司与财富证券有限责任公司签署的《国有土地使用权抵押担保协议》和《抵押资产监管协议》，公司将在本期债券的本息全部清偿完毕之日前聘请资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告，公司于2012年4月30日进行第一次评估后，截至2017年5月末，公司并未按照约定对上述抵押土地进行重新评估。公司以2012年4月30日为评估基准日，上述十宗土地的评估价值为184,521.98万元，债券年利率按7.37%计算。抵押倍数²为2.86，高于约定的1.5倍抵押比。但是公司抵押土地资产规模较大，易受土地一级市场景气度的影响，极端情况下能否集中变现存在不确定性。

² 抵押倍数是指抵押资产的价值与本期债券未偿付本金及其一年利息总额的比率。

表18 本期债券公司抵押资产情况

抵(质)押土地使用权证	土地位置	评估价值(万元)	是否办妥质押登记手续
吉国用(2009)第2-99-4号	人民中路7号	585.12	是
吉国用(2009)第4-152-130号	乾州办事处农贸市场	13,831.89	是
吉国用(2009)第4-152-129号	乾州办事处农贸市场	14,066.71	是
吉国用(2010)第4-52-3号	乾州办事处垃圾场路	79,532.75	是
吉国用(2011)第2-99-7号	G209 绕城线	11,617.30	是
吉国用(2011)第2-78-2号	G209 绕城线	35,571.47	是
吉国用(2011)第2-87-5号	G209 绕城线	3,605.73	是
吉国用(2011)第2-98-2号	G209 绕城线	7,852.99	是
吉国用(2011)第4-40-21号	乾州世纪大道旁	8,431.97	是
吉国用(2011)第4-40-22号	乾州人民南路旁	9,426.05	是
合计	-	184,521.98	-

资料来源：公司提供

七、或有事项分析

截至2017年4月末，公司对外担保余额为57,734.50万元，占2016年末净资产比例为6.90%，且均无反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

表19 截至2017年4月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保期限	是否有反担保
湖南省棚户区改造投资有限公司	27,734.50	2015.12.25-2040.12.24	无
吉首市万通农村交通建设工程有限责任公司	30,000.00	2017.4.1-2025.4.1	无
合计	57,734.50	-	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

2016年湘西自治州地方经济和财政实力持续增强，为公司的发展提供了良好的外部环境；政府通过政府补贴、债务置换等方式继续给予公司较大的支持，且国有土地使用权抵押的增信方式仍可有效提升本期债券的安全性。

同时我们也注意，湘西自治州财政收入对上级补助收入存在较大依赖，财政自给率较低；公司资产中土地资产占比较大且大部分已做抵押，公司资金一定程度被占用，整体流动性较弱；公司经营活动现金流表现欠佳，未来尚需投资较多，存在较大的资金压力；有息债务增长使得公司偿债压力增加以及公司未按年对本期债券抵押资产做后续评估等风险

因素。

基于以上情况，鹏元维持本期债券信用等级维持为AA+，维持公司主体长期信用等级为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	2016年	2015年	2014年
货币资金	71,529.14	64,850.99	26,641.87
应收账款	29,799.34	55,082.62	51,002.44
预付款项	64,633.04	67,804.94	42,568.19
其他应收款	204,351.35	130,180.46	96,768.81
存货	625,794.72	590,070.50	491,375.13
流动资产合计	996,107.60	907,989.50	708,356.44
可供出售金融资产	8,215.80	7,382.00	7,442.00
长期股权投资	54.86	47.97	47.03
投资性房地产	0.00	320.00	320.00
固定资产	160,559.10	163,153.92	21,225.61
在建工程	96,395.14	74,733.37	66,798.15
固定资产清理	75.16	75.16	75.16
无形资产	16,349.59	26,764.98	10,503.08
长期待摊费用	2,960.97	3,327.04	1,160.76
递延所得税资产	148.11	106.92	67.21
其他非流动资产	320.00	0.00	0.00
非流动资产合计	285,078.73	275,911.35	107,638.99
资产总计	1,281,186.33	1,183,900.85	815,995.43
短期借款	30,800.00	18,440.00	23,950.00
应付账款	23,441.86	7,142.78	4,574.14
预收款项	667.89	302.50	270.89
应付职工薪酬	166.24	144.93	109.33
应交税费	4,104.18	2,633.65	712.03
应付利息	8,002.42	5,767.48	477.09
其他应付款	70,537.25	46,226.34	47,425.27
一年内到期的非流动负债	15,000.00	500.00	1,285.00
流动负债合计	152,719.84	81,157.68	78,803.75
长期借款	66,200.00	81,600.00	41,120.00
应付债券	188,727.09	158,718.24	99,235.78
长期应付款	9,296.89	9,410.64	22,529.43
专项应付款	27,440.32	39,764.53	9,973.46
递延收益	62.86	603.73	1,253.73
非流动负债合计	291,727.17	290,097.14	174,112.40
负债合计	444,447.00	371,254.82	252,916.15

实收资产	30,000.00	30,000.00	30,000.00
资本公积	714,593.37	700,807.06	462,284.28
盈余公积	8,164.89	6,932.77	5,909.05
未分配利润	79,468.29	69,655.96	59,959.69
归属于母公司股东权益合计	832,226.56	807,395.79	558,153.02
少数股东权益	4,512.77	5,250.24	4,926.26
股东权益合计	836,739.33	812,646.03	563,079.28
负债和股东权益总计	1,281,186.33	1,183,900.85	815,995.43

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
一、营业收入	59,835.58	39,523.84	68,792.07
减：营业成本	48,218.32	31,087.26	49,809.87
税金及附加	319.51	430.01	434.36
销售费用	565.94	806.95	703.82
管理费用	10,488.64	4,871.18	3,797.02
财务费用	7,646.13	2,866.15	4,249.99
资产减值损失	-1,708.84	2,768.34	-347.97
加：投资收益(损失以“-”号填列)	466.89	441.56	580.01
二、营业利润(损失以“-”号填列)	-5,227.25	-2,864.49	10,725.00
加：营业外收入	16,825.02	17,065.76	851.22
减：营业外支出	93.43	131.59	144.89
三、利润总额(损失以“-”号填列)	11,504.34	14,069.67	11,431.33
减：所得税费用	2,411.76	2,922.68	255.94
四、净利润(损失以“-”号填列)	9,092.57	11,146.99	11,175.39

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
销售商品、提供劳务收到的现金	69,335.94	33,043.45	19,490.37
收到的税费返还	98.79	163.32	409.22
收到其他与经营活动有关的现金	38,098.24	6,955.95	4,244.16
经营活动现金流入小计	107,532.97	40,162.72	24,143.75
购买商品、接受劳务支付的现金	53,935.34	55,332.83	6,928.93
支付给职工以及为职工支付的现金	3,742.52	3,420.61	3,234.25
支付的各项税费	2,218.87	2,263.36	994.85
支付其他与经营活动有关的现金	76,782.83	32,894.58	14,456.13
经营活动现金流出小计	136,679.57	93,911.38	25,614.16
经营活动产生的现金流量净额	-29,146.60	-53,748.66	-1,470.40
收回投资收到的现金	55.20	60.00	58.00
取得投资收益收到的现金	460.00	441.56	563.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	2.49	2.00	0.00
投资活动现金流入小计	517.69	503.56	621.00
购置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	37,101.93	14,571.12	31,448.06
投资支付的现金	833.80	0.00	3,000.00
投资活动现金流出小计	37,935.73	14,571.12	34,448.06
投资活动产生的现金流量净额	-37,418.04	-14,067.56	-33,827.06
吸收投资收到的现金	0.00	80,000.00	3,030.00
取得借款收到的现金	78,000.00	59,590.00	61,250.00
收到其他与筹资活动有关的现金	50,000.00	16,022.28	2,670.88
筹资活动现金流入小计	8,022.50	155,612.28	66,950.88
偿还债务支付的现金	57,140.00	45,405.00	21,000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	4,928.20	3,461.94	11,116.86
支付其他与筹资活动有关的现金	711.50	720.00	0.00
筹资活动现金流出小计	62,779.70	49,586.94	32,116.86
筹资活动产生的现金流量净额	73,242.80	106,025.34	34,834.02

资料来源：公司 2014-2016 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	2016年	2015年	2014年
净利润	9,092.57	11,146.99	11,175.39
加：资产减值准备	-1,708.84	2,768.34	-347.97
固定资产折旧	6,771.03	1,392.46	1,130.45
无形资产摊销	126.67	86.68	135.14
长期待摊费用摊销	774.44	271.69	204.84
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）	24.74	0.00	27.07
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）	0.00	-2.00	0.00
公允价值变动损失	0.00	2,961.94	0.00
财务费用（收益以“-”号填列）	4,928.20	2,961.94	11,116.86
投资损失（收益以“-”号填列）	460.00	-441.56	-580.01
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-41.19	-39.71	-67.21
存货的减少（增加以“-”号填列）	-25,187.99	-1,577.46	-325.16
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-49,935.86	-62,728.58	-12,317.52
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	25,549.61	-7,587.45	-11,622.28
经营活动产生的现金流量净额	-29,146.60	-53,748.66	-1,470.40

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2016年	2015年	2014年
有息债务（万元）	300,727.09	259,258.24	165,590.78
资产负债率	34.69%	31.36%	30.99%
流动比率	6.52	11.19	8.99
速动比率	2.42	3.92	2.75
综合毛利率	19.42%	21.35%	27.59%
总资产回报率	1.52%	1.70%	2.00%
EBITDA（万元）	26,347.18	18,782.44	17,226.22
EBITDA 利息保障倍数	1.46	1.29	1.55
有息债务/EBITDA	11.41	13.80	9.61

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2016年末存货中土地资产情况（单位：平方米、万元）

序号	土地证号	位置	用途	性质	占地面积	账面价值	是否抵押
1	吉国用(2013)第1-2-6T号	峒河办事处林木山村、上老村	商业	出让	102,063.29	18,902.12	是
2	吉国用(2013)第1-2-7T号	峒河办事处林木山村、岩寨村	商业	出让	97,597.00	18,074.96	是
3	吉国用(2013)第1-2-8T号	峒河办事处林木山村、岩寨村	商业	出让	119,499.40	22,131.29	是
4	吉国用(2013)第2-97-4T号	209环线隧道口	商业	出让	45,479.62	8,550.17	是
5	吉国用(2013)第14-16T号	社塘坡乡三岔坪村	商业	出让	60,770.18	11,060.17	是
6	吉国用(2013)第14-17T号	社塘坡乡三岔坪村	商业	出让	114,319.43	20,806.14	是
7	吉国用(2013)第14-18T号	社塘坡乡三岔坪村	商业	出让	95,994.81	17,471.06	是
8	吉国用(2013)第14-19T号	社塘坡乡三岔坪村	商业	出让	7,278.47	1,324.68	是
9	吉国用(2013)第14-20T号	社塘坡乡三岔坪村	商业	出让	31,914.99	5,808.53	否
10	吉国用(2013)第14-21T号	社塘坡乡三岔坪村	商业	出让	17,077.64	3,108.13	是
11	吉国用(2013)第02-57T号	马颈坳镇溪马社区	商业	出让	7,340.51	1,160.00	否
12	吉国用(2013)第01-89T号	河溪镇河溪社区	商业	出让	8,062.52	1,260.00	是
13	吉国用(2013)第02-54号	马颈坳镇S229公路西侧龙塘坪段	商业	出让	56,911.47	10,374.96	是
14	吉国用(2013)第02-55号	马颈坳镇S229公路西侧溪马段	商业	出让	51,103.86	9,316.23	是
15	吉国用(2013)第02-56号	马颈坳镇原吉古公路康家坪段	商业	出让	55,768.90	10,166.67	是
16	吉国用(2013)第01-84号	河溪镇河溪社区、持久村	商业	出让	75,540.62	13,748.39	是
17	吉国用(2013)第01-85号	河溪镇河溪社区、持久村	商业	出让	61,641.57	11,218.77	是
18	吉国用(2013)第01-86号	河溪镇河溪社区、持久村	商业	出让	67,700.02	12,321.40	是
19	吉国用(2013)第01-87号	河溪镇河溪社区、持久村	商业	出让	68,353.38	12,440.32	是
20	吉国用(2013)第01-88号	河溪镇河溪社区、持久村	商业	出让	56,396.89	10,264.23	是
21	吉国用(2011)第4-24-5号	乾州办事处东门路杨岳斌故居	商业	出让	1,555.71	386.59	否
22	吉国用(2011)第4-29-3号	乾州办事处兔岩社区	商业	出让	137.79	28.32	否
23	吉国用(2011)第4-31-2号	乾州办事处南门巷	商业	出让	1,695.71	421.38	否
24	吉国用(2011)第4-32-3号	乾州办事处解放路	商业	出让	1,232.65	306.31	否
25	吉国用(2011)第4-32-4号	乾州办事处解放路	商业	出让	465.48	115.66	否
26	吉国用(2011)第4-33-6号	乾州办事处解放路	商业	出让	3,271.92	813.07	否
27	吉国用(2011)第4-34-3号	乾州办事处解放路	商业	出让	8,530.67	2,094.28	否
28	吉国用(2011)第4-33-5号	乾州办事处人民南路	商业	出让	1,054.24	270.94	否
29	吉国用(2011)第4-35-1号	乾州办事处建新路8号	商业	出让	213.86	56.67	否
30	吉国用(2011)第4-36-3号	乾州办事处建新路	商业	出让	805.6	202.61	否

31	吉国用(2011)第2-99-7号	G209 绕城线	商业	出让	58,327.96	11,502.27	是
32	吉国用(2011)第2-78-2号	G209 绕城线	商业	出让	178,596.74	35,219.28	是
33	吉国用(2011)第2-87-5号	G209 绕城线	商业	出让	18,103.60	3,570.03	是
34	吉国用(2011)第2-98-2号	G209 绕城线	商业	出让	39,428.16	7,775.23	是
35	吉国用(2011)第4-40-21号	乾州世纪大道旁	商业	出让	21,969.70	8,348.49	是
36	吉国用(2011)第4-40-22号	乾州人民南路旁	商业	出让	24,559.80	9,332.72	是
37	吉国用(2011)第4-153-62号	兔岩社区19号	商业	出让	2,753.00	732.30	否
38	吉国用(2011)第4-118-3号	兔岩社区渔孔潭19号	商业	出让	47,619.10	12,747.63	否
39	吉国用(2011)第4-105-18号	兔岩社区火车南站	商业	出让	9,585.20	2,549.66	否
40	吉国用(2010)第4-52-3号	乾州办事处垃圾场路	商业	出让	438,978.20	77,216.27	是
41	吉国用(2009)第4-83-5号	乾州世纪大道	商业	出让	9,085.90	4,143.17	否
42	吉国用(2009)第2-80-35号	石家冲南吉新路10号	商业	出让	1,274.20	551.09	否
43	吉国用(2009)第1-49-10号	人民北路31号	商业	出让	164.8	72.38	否
44	吉国用(2009)第3-3-6号	人民北路57号	商业	出让	5,342.80	2,229.02	否
45	吉国用(2009)第1-46-11号	峒河新村6号	商业	出让	827.7	357.98	否
46	吉国用(2009)第2-21-6号	乾州办事处小南门42号	商业	出让	1,448.60	636.23	否
47	吉国用(2009)第1-37-2号	峒河办事处向阳社区	商业	出让	6,147.26	2,632.87	否
48	吉国用(2009)第2-22-3号	镇溪办事处关厢门63号	商业	出让	688.3	289.22	否
49	吉国用(2009)第1-38-5号	人民北路11号	商业	出让	3,676.48	1,656.49	否
50	吉国用(2009)第3-1-22号	人民北路邻47号	商业	出让	1,073.60	471.53	否
51	吉国用(2009)第4-153-37号	乾州新区南区	商业	出让	2,690.00	1,191.94	否
52	吉国用(2009)第2-64-14号	北吉新路3号	商业	出让	3,382.20	1,355.25	否
53	吉国用(2009)第3-14-5号	团结路29号	商业	出让	614.4	269.84	否
54	吉国用(2009)第02-003号	马颈坳溪马村	商业	出让	5,354.00	2,099.30	否
55	吉国用(2009)第4-20-27号	乾州朝阳路	商业	出让	2,807.10	1,232.88	否
56	吉国用(2009)第2-74-16号	石家冲北吉新路4号	商业	出让	3,559.50	1,399.24	否
57	吉国用(2009)第4-116-1号	乾州火车站边	商业	出让	681	310.54	否
58	吉国用(2009)第2-74-22号	北吉新路12号	商业	出让	1,016.50	446.45	否
59	吉国用(2009)第1-49-8号	峒河办事处人民北路	商业	出让	2,933.50	1,288.39	否
60	吉国用(2009)第1-56-32号	东环城路51号	商业	出让	6,339.20	2,784.18	否
61	吉国用(2009)第3-19-35号	红旗门文艺路	商业	出让	4,281.90	1,880.61	否
62	吉国用(2009)第4-90-15(A)号	乾州人民南路	商业	出让	3,200.05	1,405.46	否
63	吉国用(2009)第2-64-4号	北吉新路1号	商业	出让	2,465.90	1,083.02	否
64	吉国用(2009)第2-118-39号	鸦溪大修厂内	商业	出让	2,069.50	846.01	否
65	吉国用(2009)第3-3-15号	关厢门52号	商业	出让	579.6	254.56	否
66	吉国用(2009)第2-75-16号	石家冲北吉新路7号	商业	出让	265.9	116.78	否
67	吉国用(2009)第1-48-3号	峒河办事处人民北路14号	商业	出让	1,464.09	643.03	否
68	吉国用(2009)第4-49-3号	乾州新区世纪大道旁	商业	出让	7,155.10	2,925.01	否

69	吉国用(2009)第1-43-8号	光明西路6号	商业	出让	281.4	123.59	否
70	吉国用(2009)第1-69-30号	新桥村花果山张天姥	商业	出让	707.88	276.00	否
71	吉国用(2009)第2-99-4号	人民中路7号	商业	出让	1,268.80	557.26	是
72	吉国用(2009)第4-152-130号	乾州办事处农贸市场	商业	出让	26,988.80	13,173.23	是
73	吉国用(2009)第2-99-6号	人民北路94号	商业	出让	729.9	320.57	否
74	吉国用(2009)第2-74-7号	南吉新路10号	商业	出让	128.1	56.26	否
75	吉国用(2009)第4-117-49号	乾州兔岩社区	商业	出让	1,268.00	490.46	否
76	吉国用(2009)第2-10-13号	桐油坪	商业	出让	5,846.00	2,389.84	否
77	吉国用(2009)第4-152-129号	乾州办事处农贸市场	商业	出让	27,446.97	13,396.87	是
78	吉国用(2009)第1-3-31号	五里牌社区	商业	出让	2,258.20	991.80	否
79	吉国用(2009)第3-15-7(B)号	乾州人民南路	商业	出让	317.63	139.50	否
80	吉国用(2009)第2-107-9-(1)号	镇溪办事处沙子坳156号	商业	出让	3,094.30	1,223.80	否
81	吉国用(2009)第2-62-4号	镇溪办事处北吉新路	商业	出让	1,751.69	757.61	否
82	吉国用(2009)第3-3-22号	乾州办事处新区	商业	出让	2,232.00	942.57	否
83	吉国用(2009)第1-37-3号	峒河办事处向阳社区	商业	出让	6,052.28	2,416.68	否
84	吉国用(2009)第2-38-2号	镇溪办事处人民北路80号	商业	出让	1,368.44	601.02	否
85	吉国用(2009)第1-20-1号	峒河办事处姚家岭	商业	出让	1,506.60	601.59	否
86	吉国用(2009)第2-148-3号	小溪桥人民南路	商业	出让	8,700.00	2,947.64	否
87	吉国用(2009)第2-99-5号	人民南路90号	商业	出让	2,007.90	901.95	否
88	吉国用(2009)第2-99-1号	人民南路90号	商业	出让	1,633.10	733.59	否
89	吉国用(2015)第T01-102号	河溪镇持久村(河溪社区)	商业	出让	111,717.46	12,936.88	否
90	吉国用(2015)第T01-103号	河溪镇马鞍村(河溪社区)	商业	出让	79,222.42	8,991.74	否
91	吉国用(2015)第T01-104号	河溪镇马鞍村(河溪社区)	商业	出让	264,280.47	29,995.83	否
92	吉国用(2015)第T4-44-1号	乾州办事处漩潭社区	商业	出让	38,776.61	9,279.24	否
93	吉国用(2015)第11-2-1号	镇溪办事处寨垅村	商业	出让	74,781.70	16,855.80	否
94	吉国用(2015)第T4-52-1号	乾州办事处大庭村(兔岩社区吉庄工业园)	商业	出让	67,226.50	11,623.46	否
95	吉国用(2015)第T4-52-7号	乾州办事处大庭村(兔岩社区吉庄工业园)	商业	出让	30,845.20	5,333.13	是
96	吉国用(2015)第T4-52-8号	乾州办事处大庭村(兔岩社区吉庄工业园)	商业	出让	12,156.20	2,101.81	否
合计		-	-	-	2,914,883.29	567,930.14	--

资料来源：公司提供

附录六 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	(营业收入—营业成本) /营业收入×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%
	期间费用率	(销售费用+管理费用+财务费用) /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)
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
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
	负债与所有者权益比率	负债总额/所有者权益×100%
	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+1年内到期的非流动负债
	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。