

2015年临汾市尧都区投资建设开发有限公司

公司债券

## 信用评级报告

主体长期信用等级：AA<sup>-</sup> 级

本期债券信用等级：AA 级

评级时间：2014年7月15日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 业务声明

本评级机构对 2015 年临汾市尧都区投资建设开发有限公司公司债券的信用评级作如下声明:

本次债务人信用评级的评级结论是本评级机构以及评级分析员在履行尽职调查基础上,按照业务主管部门发布的信用评级相关规范要求以及本评级机构债务人信用评级标准和程序做出的独立判断。

本评级机构及本次债务人信用评级分析员与债务人之间不存在除本次信用评级事项委托关系以外的任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系,并在信用评级过程中恪守诚信原则,保证出具的评级报告客观、公正、准确、及时。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据债务人所提供的资料,债务人对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

鉴于信用评级的及时性,本评级机构将对债务人进行跟踪评级。在信用等级有效期内,债务人在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料,本评级机构将按照相关评级业务规范,进行后续跟踪评级,并保留变更及公告信用等级的权利。

本次债务人信用评级结论不是引导投资者买卖或者持有债务人发行的各类金融产品,以及债权人向债务人授信、放贷或赊销的建议,也不是对与债务人相关金融产品或债务定价作出的相应评论。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料,其版权归本评级机构所有,未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。

评级机构:上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2014年7月15日

## 分析师

宋映瑶  
Tel: (021)63501349-936  
E-mail: syy@shxsj.com

黄晓栋  
Tel: (021)63501349-846  
E-mail: hxd@shxsj.com

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F  
Tel: (021)6350134963504376  
Fax: (021)63500872  
E-mail: mail@shxsj.com  
http://www.shxsj.com

## 2015年临汾市尧都区投资建设开发有限公司公司债券信用评级报告

## 概要

编号:【新世纪债评(2014)010439】

## 2015年临汾市尧都区投资建设开发有限公司公司债券

 主体长期信用等级: AA<sup>-</sup>

本期债券信用等级: AA

评级展望: 稳定

## 主要财务数据及指标

项目	2011年	2012年	2013年
金额单位:人民币亿元			
<b>发行人母公司数据:</b>			
货币资金	2.54	2.87	5.99
刚性债务	4.25	3.62	17.94
所有者权益	44.81	47.23	86.18
资产负债率	10.44	15.47	20.41
<b>发行人合并数据及指标</b>			
总资产	50.04	55.92	108.80
总负债	5.23	8.69	22.28
货币资金	2.54	3.44	7.09
刚性债务	4.25	3.26	17.94
所有者权益	44.81	47.23	86.52
营业收入	5.03	5.03	5.13
净利润	1.80	1.84	1.72
经营性现金净流入量	-1.61	1.44	-9.89
EBITDA	1.90	2.01	2.03
资产负债率[%]	10.44	15.54	20.48
权益资本与刚性债务比率[%]	1054.30	1304.24	482.36
流动比率[%]	2884.28	952.40	2126.60
现金比率[%]	158.28	60.00	144.47
利息保障倍数[倍]	6.58	7.17	3.11
EBITDA/利息支出[倍]	6.61	7.18	3.12
EBITDA/刚性债务[倍]	0.41	0.51	0.19
<b>尧都区:</b>			
GDP	229.80	247.90	243.00
GDP/行政面积 [亿元/平方公里]	0.18	0.19	0.18
一般公共预算收入	10.70	13.04	15.73

注:发行人数据根据尧都建发经审计的2011~2013年度财务数据整理、计算;2013年尧都区一般公共预算收入为公共财政预算收入数据。

## 评级观点

## &gt; 优势:

- 尧都建发是临汾市尧都区政府重要的城市基础设施建设投融资平台,能得到尧都区政府在资产及资金注入、政策等方面的大力支持。
- 尧都建发拥有较多可供开发土地,土地整理开发收入可为公司债务偿还提供支撑。
- 尧都建发流动性较好,财务杠杆水平低,现金存量较充裕,即期债务偿还有保障,后续融资空间较大。
- 尧都建发以评估价值为30.43亿元的商业及住宅用地为本期债券本息偿付提供抵押担保,可提升本期债券偿付安全性。

## &gt; 风险:

- 尧都区的支柱产业——煤炭产业与宏观经济形势密切相关,外部经济环境波动对尧都区经济发展构成一定冲击,进而影响其财政收入和基础设施投入。
- 尧都建发资产中土地资产占比较高,土地价值对房地产市场调控及区域经济波动较为敏感,公司土地资产价值变化情况需持续关注。
- 尧都建发应收项目回购款增长较快,未来项目款回笼情况将对公司营运资金产生较大影响。
- 2013年尧都建发刚性债务明显增长,随着土地整理及项目建设的推进,后续债务融资规模将继续扩大,将对公司资金管理与风险控制带来压力。

评级机构:上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本报告表述了新世纪公司对尧都建发及其2015年公司债券信用的评级观点,并非引导投资者买卖或持有尧都建发发行的金融产品及债权人向尧都建发授信、放贷、赊销的一种建议。报告中引用的资料主要由尧都建发提供,所引用资料的真实性由尧都建发负责。

# 2015年临汾市尧都区投资建设开发有限公司公司债券 信用评级报告

## 释义

尧都建发, 该公司, 或公司: 临汾市尧都区投资建设开发有限公司

新世纪公司, 或本评级机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本期债券: 2015年临汾市尧都区投资建设开发有限公司公司债券

## 一、概况

该公司由临汾市尧都区财政局于2008年4月出资组建成立。公司原注册资本为人民币3,000万元, 后经股东注资, 其注册资本增加至1.60亿元, 截至2013年末, 公司实收资本为1.60亿元。

该公司主要负责临汾市尧都区人民政府授权的国有资产经营、土地整理与开发以及投资城乡基础设施及其配套工程的建设开发。

截至2013年末, 该公司经审计的合并口径资产总额为108.80亿元, 所有者权益为86.52亿元(其中归属于母公司所有者权益为86.51亿元); 2013年实现营业收入5.13亿元, 实现净利润1.72亿元(其中归属于母公司所有者的净利润1.72亿元)。截至2013年末, 公司拥有2家子公司。

图表1. 公司全资及控股子公司概况 (截至2013年末)

企业名称	简称	注册资本(万元)	持股比例
临汾市尧都区涝洳河生态建设工程有限公司 <sup>1</sup>	涝洳河建工	1,000.00	100.00%
临汾市尧都区企源信贷担保服务中心 <sup>2</sup>	企源担保	4,000.00	97.50%

资料来源: 尧都建发

<sup>1</sup>临汾市尧都区涝洳河生态建设工程有限公司成立于2012年6月, 主营范围系受临汾市尧都区人民政府委托从事水利、景观、城市道路、桥梁及城市开发建设工程投资管理。

<sup>2</sup>临汾市尧都区企源信贷担保服务中心成立于2001年, 经营范围包括贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证担保等融资性担保业务以及监管部门批准的其他业务。2012年5月, 经临汾市尧都区人民政府尧政发【2012】11号文同意, 临汾市尧都区企源信贷担保服务有限公司原由区财政局控制的97.5%股权全部无偿划入尧都建发。

## 二、债券概况

### (一) 主要条款

该公司本期拟申请发行总额度12亿元人民币，期限为7年的公司债券预案已获董事会会议通过。

图表2. 拟发行的本期债券概况

<b>债券名称:</b>	2015年临汾市尧都区投资建设开发有限公司公司债券
<b>发行规模:</b>	12亿元人民币
<b>债券期限:</b>	7年
<b>债券利率:</b>	固定利率
<b>付息方式:</b>	每年付息一次。本期债券设计本金提前偿还条款，即自本期债券存续期内第三年末起至第七年末，逐年分别按照本期债券发行规模20%、20%、20%、20%和20%的比例偿还债券本金，最后五个计息年度每年的应付利息随当年兑付的本金一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。

资料来源：尧都建发

### (二) 募投项目

该公司拟将本期债券募集资金全部用于临汾市尧都区涝洨河生态建设工程—跨河桥梁及道路工程（以下简称“跨河桥梁及道路工程”）的建设，该项目总投资额28.14亿元，其中建设工程费19.43亿元、其他费用5.03亿元<sup>3</sup>、预备费2.45亿元、建设期贷款利息1.23亿元。

图表3. 募集资金投向表

项目名称	项目投资额 (亿元)	拟使用募集资金 (亿元)	占项目投资比例(%)	占募集总投资比例(%)
临汾市尧都区涝洨河生态建设工程—跨河桥梁及道路工程	28.14	12.00	42.64	100.00

资料来源：尧都建发

涝洨河流域是临汾市重要的生态功能区、人口密集区、粮棉主产区、经济发达区，在全市经济和社会发展中占有十分重要的地位，临汾市“十二五”规划指出，要实施涝洨河生态治理修复工程。跨河桥梁及道路工程是与东外环路、滨河东路、尧都区华康路、309国道等结合形成涝洨河生态建设片区的主要路网框架，项目的实施将完善该建设片区内道路网络架构，全面提升沿线土地资源开发利用效率，提高道路通行能力。临汾市尧都区涝洨河生态建设工程项目由该公司全资子公司临汾市尧都区涝洨河生态建设工程有限公司负责建设。

<sup>3</sup> 其中征地补偿费3.71亿元。

跨河桥梁及道路工程位于临汾市尧都区以北涝洩河生态建设片区，范围为东至东外环路<sup>4</sup>，西至滨河东路，南至尧都区华康路，北至 108 国道、309 国道，共 22.94 平方公里。该工程包含北一路、北环路、尧贤街北延三条主干路及跨河桥梁工程。北一路道路全长 3,598.78 米、北环路道路全长 3,323.52 米、尧贤街北延为新规划道路，道路全长 4,602.04 米。该项目投资总额为 28.14 亿元，全部由企业自筹解决<sup>5</sup>，项目建设期为 17 个月。

### 三、尧都区经济情况

尧都区依托丰富的煤炭资源，形成了以煤炭、焦化、钢铁为支柱的产业结构，上述核心产业易受外部环境波动影响。

尧都区位于山西省南部、临汾中部，地处临汾盆地中央，汾河由北向南穿境而过，现为临汾市政治、经济、文化中心，全区总面积 1,304 平方公里。尧都区作为山西中南部、黄河金三角的交通枢纽中心，境内交通便捷，同蒲铁路复线贯通南北，大运高速公路横跨全境，公路网直通临汾市 17 个县市并且连通陕西、河南、河北等省。

尧都区煤炭资源丰富，含煤面积达 257.90 平方公里，地质总储量 20 亿吨以上。多年来，尧都区依托资源优势，形成了以煤炭、焦化、钢铁为支柱的产业结构。2011-2013 年尧都区分别完成生产总值 229.80 亿元、247.90 亿元和 243 亿元，2012 年以来国内经济增速放缓，与其联系紧密的周期性行业受到明显冲击，2013 年尧都区核心产业经济增速有所放缓，当年尧都区完成生产总值较 2012 年增长 6.6%<sup>6</sup>，增速较 2012 年下降 4.88 个百分点；完成规模以上工业增加值 63.7 亿元，较 2012 年增长 10.4%，增速较 2012 年下降 3.6 个百分点。但总体上，尧都区经济总量仍位居临汾市第一位。

尧都区“十二五规划”提出“以煤为基、多元发展、打造支柱、集群扩张”的工业发展思路。2011 年该区为促进工业转型，明确提出建设贾得工业园区和汾河煤电化工园区，2012 年贾得工业园和汾河煤电化工园区规划编制完成，其中汾河煤电化工园区重点发展煤化工、热电、焦化等产业，贾得工业园区重点发展冶炼、装备制造和高新技术等产业。2013 年贾得工业园区已经具备入园条件，云鹏药业、宝珠制药、正杰

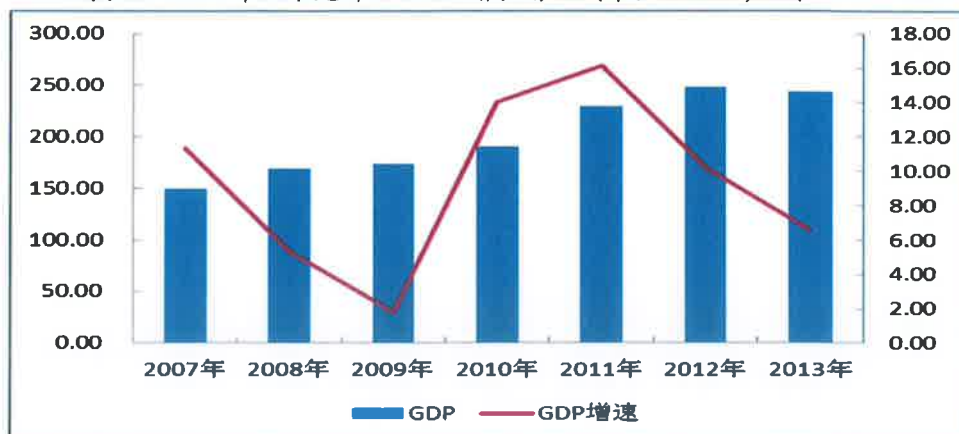
<sup>4</sup> 108 国道。

<sup>5</sup> 总投资额的 30%为自有资金，其余 70%通过债务融资方式解决。

<sup>6</sup> 2013 年尧都区对生产总值期初数有所调整。

电器、天安电器、北斗导航系统等项目前期工作进展顺利，将陆续入驻园区。

图表4. 2007年以来尧都区GDP增长情况（单位：亿元，%）

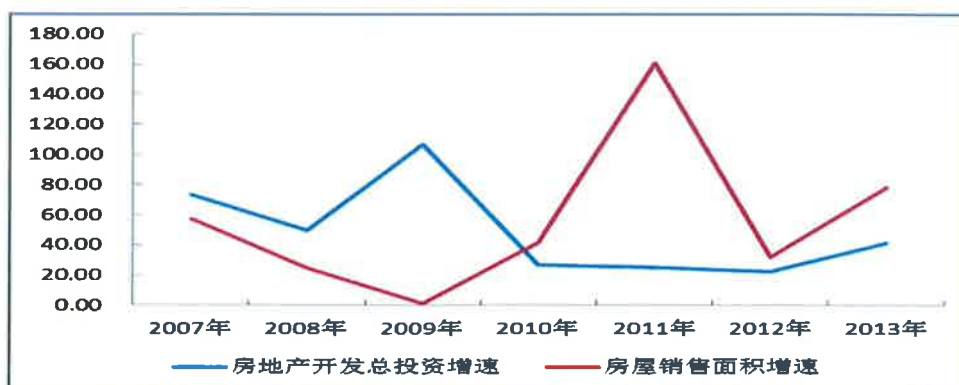


资料来源：尧都区国民经济与社会发展统计公报

2013年尧都区固定资产投资总额达239.1亿元，同比增长33.8%。分产业看，第一产业投资4.8亿元，同比增长7.2%；第二产业投资53.8亿元，同比增长30.9%；第三产业投资180.5亿元，同比增长35.6%。

2007-2009年尧都区房地产市场投资保持高速增长态势，三年投资总额分别为8.25亿元、12.34亿元和28.54亿元，同比增长72.70%、49.50%和131.20%，2010年起投资增速在相对低位保持稳定，2013年尧都区房地产开发企业完成房地产开发投资37.36亿元，同比增长41.0%。从商品房销售情况看，尧都区商品房销售面积增速在2009年降至低点后开始回升，2011年在2010年基数较低的情况下增速达到160.7%；2012年较为严厉房地产调控措施的实行导致全区商品房销售面积增速出现下滑，2013年尧都区房屋销售情况有所好转，全区商品房销售面积68.3万平方米，较2012年增长77.8%。

图表5. 2007年以来尧都区房地产市场投资及房屋销售增速（单位：%）



资料来源：尧都区国民经济与社会发展统计公报

从土地出让情况来看，近年来尧都区土地出让面积波动较大，2011-2013年分别为26.89万平方米、10.69万平方米和92.36万平方米<sup>7</sup>，其中商住用地出让面积占比分别为93.73%、53.46%和82.67%。土地成交价格受房地产市场调控及区域经济波动影响较大，年度间波动明显，2011-2013年尧都区土地成交均价分别为785.30元/平方米、530.78元/平方米和692.74元/平方米。

图表6. 2011-2013年尧都区土地成交情况

	2011年	2012年	2013年
土地成交面积(万平方米)	26.89	10.69	92.36
其中: 工业用地	--	3.60	16.01
商住用地	25.21	5.72	76.35
土地成交均价(元/平方米)	785.30	530.78	692.74
其中: 工业用地	--	323.90	312.64
商住用地	807.70	647.28	772.44

资料来源：尧都建发

#### 四、尧都区财政实力

近年来尧都区一般公共预算收入持续增长，但税收收入占比较低；一般公共预算支出增加较快，财政支出中刚性支出占比较高，财政平衡对上级补助依赖性较强。

随着经济的发展，尧都区财政收入保持了快速增长。2011-2013年，尧都区一般公共预算收入分别为10.70亿元、13.04亿元和15.73亿元，其中，税收收入占比分别为63.22%、58.62%和57.88%，以营业税、增值税、所得税等为主。同时，尧都区财政收入中来自上级政府的一般性转移支付收入和专项转移支付收入占比较高。土地出让市场景气度的波动导致尧都区政府性基金收入波动较大，2011-2013年尧都区政府性基金收入分别为7.02亿元、5.28亿元和6.99亿元。

2011-2013年尧都区一般公共预算支出分别为19.35亿元、21.79亿元和33.92亿元，其中刚性支出占比分别为71.77%、61.52%和57.34%，占比保持较高水平。尧都区刚性支出投向包括一般公共服务支出、教育支出、社会保障和就业支出、医疗卫生支出、公共安全支出。

<sup>7</sup> 2013年尧都区土地成交面积较2012年大幅增加，但并未在当年完全确认出让收入，因此2013年尧都区政府性基金收入并未同比明显增长。



图表7. 2011-2013 年尧都区财政收入状况 (单位: 亿元)

项目	2011 年	2012 年	2013 年
(一) 一般预算收入	10.70	13.04	15.73
1、税收收入	6.77	7.64	9.10
2、非税收入	3.94	5.40	6.62
(二) 上级补助收入	9.18	11.51	12.49
1、一般性转移支付收入	4.61	5.99	6.82
2、专项转移支付收入	3.68	4.64	4.78
3、税收返还收入	0.89	0.88	0.88
(三) 政府性基金账户总收入	7.25	6.38	8.13
1、政府性基金收入	7.02	5.28	6.99
2、上级补助收入	0.23	1.10	1.13
(四) 预算外财政专户收入	0.32	0.33	-1.58
合计	27.46	31.26	34.77
上年结余	7.05	6.57	6.50
上解上级支出	0.48	0.49	0.04
可支配财力	34.03	37.35	41.22

注: 可支配财力=(一)+(二)+(三)+(四)+上年结余-上解上级支出。

资料来源: 尧都区财政局

## 五、公司管理与业务运营

该公司业务范围包括尧都区基础设施建设及土地整理开发等, 公司收入中政府回购项目收入占比较大; 近三年公司回购项目收入及土地整理开发收入存在波动, 但整体收入规模较稳定。未来随着代建项目的完工, 公司可获得较为稳定的 BT 回款收入。

### (一) 公司管理

尧都区财政局为该公司控股股东, 持股比例为 100%。截至 2013 年末, 公司注册资本为 1.60 亿元。

该公司设立了董事会、监事会和经理层。其中董事会是公司的决策机构, 负责决定公司的重大事项, 董事会由 7 名董事组成, 成员由股东委派; 监事会有 3 名成员, 2 名监事由股东委派产生, 职工代表监事由公司职工民主选举产生; 总理由董事会聘任, 全面负责公司的日常工作。公司在总经理下设有办公室、财务部、业务部、投资部 4 个处室, 涵盖了公司所有的日常经营业务。

在财务管理方面, 该公司规定了财务收支的计划、控制、核算、分析和考核工作细则, 有效加强了对各类费用的控制, 确保了公司日常经营的有序开展。

在投融资管理方面, 该公司规定投资项目由总经理提出投资方案, 必

要时由董事会组织有关专家、专业人员进行评审，董事会可在股东授权范围内审议、批准公司一个会计年度内累计占公司最近一期经审计资产总额10%以内的对外投资事项，公司同时规定了投资决策的责任、投资的监控管理；融资审批由董事会提出并经审议通过后，报股东批准。

在对外担保管理方面，该公司担保事项由董事会进行审议，审议过程中关注被担保方的经营和信誉情况以及反担保措施的有效性，董事会批准后由财务部具体执行。

## (二) 业务运营

该公司业务范围主要包括土地开发及基础设施建设，收入来源主要为土地整理开发收入和政府回购项目收入，另外还有少量房产租赁收入。2011-2013 年公司营业收入分别为 5.03 亿元、5.03 亿元和 5.13 亿元，总体规模保持稳定，但其中土地整理开发及政府回购项目业收入年度间波动较大。

图表8. 2011-2013 年公司营业收入状况 (单位: 亿元, %)

项目	2011 年	2012 年	2013 年
回购项目收入	2.76	4.79	1.84
土地整理开发收入	2.27	0.24	3.20
房屋租赁收入	0.001	0.0003	0.01
其他业务收入	-	--	0.08
合计	5.03	5.03	5.13

资料来源：尧都建发

### 1. 土地整理开发收入

该公司负责尧都区的土地的拆迁、平整等一级开发工作。公司在完成土地拆迁安置、平整等拍卖前期工作后，通过国土部门进行土地招、拍、挂活动。土地出让金交付到财政专户后，尧都区财政局按照公司土地开发成本加成一定收益进行回购。

近三年该公司土地整理开发收入有所波动，2011-2013 年公司土地整理开发收入为 2.27 亿元、0.24 亿元和 3.20 亿元，2013 年增幅较大主要是确认了 2.03 亿元的奥特莱斯及 0.69 亿元的西城置换等土地开发整理项目。

图表9. 2011-2013 年公司土地储备情况 (单位: 万平方米, 亿元)

项目	2011 年末	2012 年末	2013 年末
土地面积	206.43	237.51	330.17
土地账面价值	31.11	31.94	68.66

资料来源: 尧都建发

该公司是尧都区政府重要的城市基础设施建设投融资平台, 在发展过程中得到了尧都区政府在土地资产注入等方面的大力支持。根据尧政函(2013)53号文及尧政函(2013)64号文, 2013年尧都区政府将12宗国有土地使用权无偿划转至公司, 12宗土地使用权面积合计123.74万平方米, 评估价值37.55亿元。截至2013年末, 公司持有土地合计330.17万平方米, 土地资产账面价值为68.66亿元<sup>8</sup>。土地整理开发业务易受宏观调控及房地产市场变化的影响, 未来外部环境变化易对公司资产价值及收入产生一定影响。

## 2. 项目回购款收入

该公司与尧都区人民政府签订协议, 尧都区人民政府将以项目工程成本的10%作为回购项目利润, 相应政府回购项目收入为经核定的工程成本<sup>9</sup>的110%, 项目完工后, 尧都区人民政府将在3年内陆续支付项目回购款。

近三年, 该公司实现的回购项目收入随着其所承担市政工程的完工时间及后期结算而有所波动, 2011-2013年公司政府回购项目收入分别为2.76亿元、4.79亿元和1.84亿元, 2011年公司承担的农村公路一期项目、十四路项目实现回购收入, 当年两个项目回购收入分别为1.15亿元和1.35亿元。2012年临汾二中新校区项目、农村二期项目实现回购, 回购收入分别为2.92亿元和1.40亿元。2013年公司政府回购项目收入1.84亿元, 较2012年有所下降, 主要是当年轻有东城学校及职业技术中学少量项目结算并确认收入所致。截至2013年末, 公司在建项目计划总投资29.50亿元, 累计投入资金4.27亿元<sup>10</sup>。总体上, 公司回购项目工程量较大, 回购款收入持续性较有保障。

图表10. 截至2013年末公司在建项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	总投资	预计竣工时间
临汾市尧都区汾河生态建设-河道治理工程	2.15	2015年
临汾市尧都区汾河生态建设-景观工程	11.98	2017年
临汾市尧都区汾河生态建设-城市路网工程	15.37	2017年

<sup>8</sup> 所有土地权证齐全且为净地。

<sup>9</sup> 项目交工验收合格后, 由公司向尧都区政府提交工程决算文件, 尧都区政府收到完整的决算文件后指定有资质的审计机构进行审计后, 确定工程成本。工程成本包括料工费、资本化利息支出。

<sup>10</sup> 公司在建及拟建的汾河生态建设三个项目未单独核算, 未统计单个项目已投资金额。

项目名称	总投资	预计竣工时间
合计	29.50	--

资料来源：尧都建发

### 3. 其他收入

房屋租赁业务方面，2010 年该公司开始房屋租赁业务，出租房屋为位于益民巷同盛学校对面的综合办公楼，属公司固定资产。2011-2013 年公司分别实现房屋租赁收入 10.00 万元、3.00 万元和 80.00 万元。此外，2013 年公司新增其他业务收入 0.08 亿元，主要为公司取得的利息收入。总体上，公司房屋租赁业务及其他业务收入规模小，对盈利贡献低。

## 六、财务分析

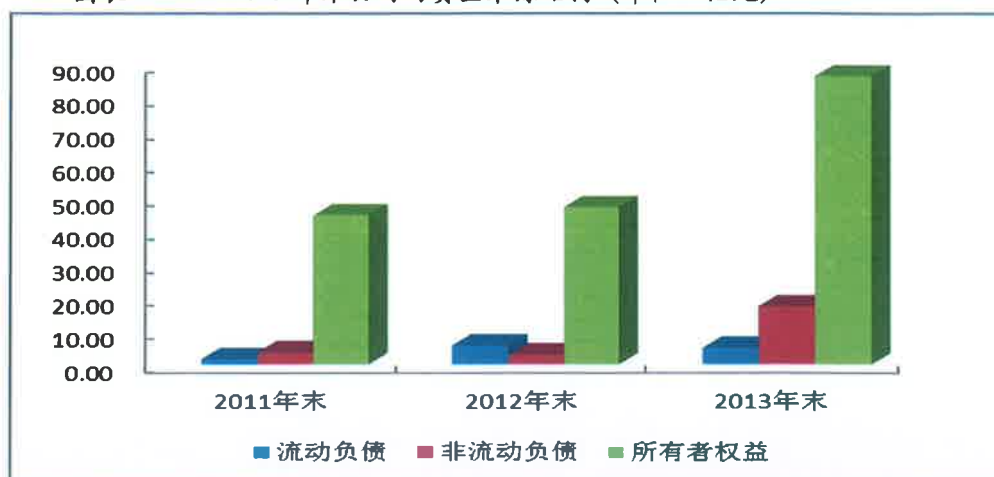
随着股东大量的土地资产注入，该公司权益资本实力有所增强，负债经营程度处于低水平。项目的公益性质限制了公司盈利空间，近年公司业务毛利率保持稳定，政府补助成为其利润的重要补充。公司项目回购款收现水平低，账款回笼情况值得关注；同时公司经营性现金流受往来款影响较大，其项目建设支出主要依赖债务融资。此外，公司资产中土地资产占比高，土地资产价值及变现情况易受外部环境波动影响。

### （一）债务分析

随着土地整理及项目建设的推进，该公司营运资金需求增大，2013 年公司发行了 15 亿元公司债券缓解资金压力，负债规模增长较快。2011-2013 年末，公司负债总额分别为 5.23 亿元、8.69 亿元和 22.28 亿元。得益于股东注入大量土地资产<sup>11</sup>，公司权益资本实力得到提升，负债经营程度上升幅度有限，2011-2013 年末公司资产负债率分别为 10.44%、15.54%和 20.48%。总体上，公司财务杠杆保持在低水平。

<sup>11</sup> 计入资本公积科目。

图表11. 2011-2013 年末公司的资金来源结构 (单位: 亿元)



资料来源: 尧都建发

从负债构成看, 该公司债务以项目建设相关的非流动负债为主, 2013 年末公司非流动负债为 17.37 亿元, 在负债总额中占比 77.97%; 其中长期借款年末余额 2.58 亿元, 在非流动负债中占比 14.87%; 应付债券余额 14.79 亿元, 为公司于 2013 年 9 月发行的 15 亿元公司债券。2013 年末公司流动负债余额为 4.91 亿元, 在负债总额中占比 22.03%。公司流动负债以应交税费和其他应付款为主, 2013 年末占比分别为 28.67% 和 42.91%, 其中其他应付款余额为 2.11 亿元, 主要是应付尧都区财政局的垫付款。2013 年末公司刚性债务 17.94 亿元, 公司债券的发行使公司刚性债务规模较 2012 年末明显上升, 但公司股东权益与刚性债务比率保持在 480% 以上, 股东权益对刚性债务的保障程度仍较高。

从借款形式看, 该公司银行借款以质押借款为主, 公司以有权处分的应收账款质押及土地使用权作为抵押物向国家开发银行取得借款。

图表12. 2013 年末公司银行借款结构 (单位: 亿元)

借款机构名称	年末余额	其中: 一年 内到期	借款用途	抵、质押情况
国家开发银行	0.26	0.06	东城临浮路项目 (化州路)	有权处分的应收账款及尧国用(2013)第 0011 号、尧国用(2013)第 0012 号、尧国用(2013)第 0013 号土地
国家开发银行	0.26	0.06	规划十四路项目 (华唐路)	有权处分的应收账款及尧国用(2013)第 0011 号、尧国用(2013)第 0012 号、尧国用(2013)第 0013 号土地
国家开发银行	1.04	0.16	临汾二中新校区 建设项目	有权处分的应收账款及尧国用(2013)第 0011 号、尧国用(2013)第 0012 号、尧国用(2013)第 0013 号土地
国家开发银行	0.43	0.03	东城学校建设项 目	有权处分的应收账款及尧国用(2013)第 0011 号、尧国用(2013)第 0012 号、尧国用(2013)第 0013 号土地
国家开发银行	0.43	0.03	职业技术学校建 设项目	有权处分的应收账款及尧国用(2013)第 0011 号、尧国用(2013)第 0012 号、尧国用(2013)第 0013 号土地

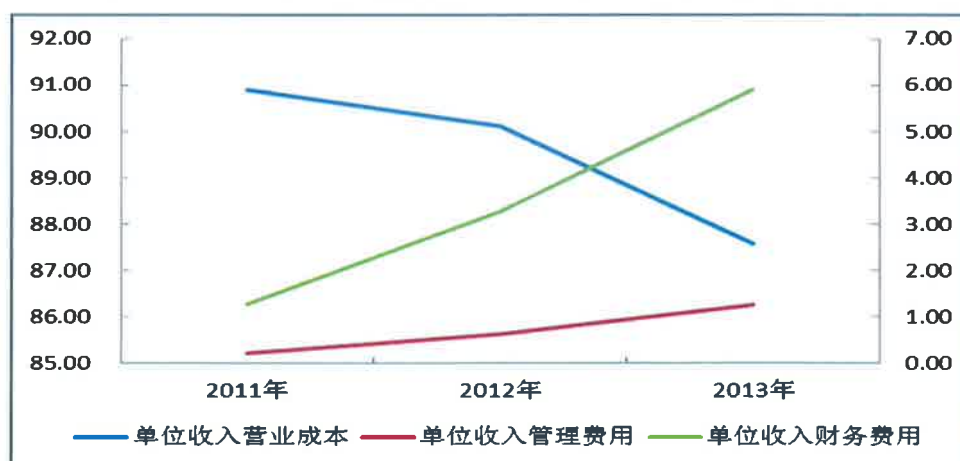
借款机构名称	年末余额	其中：一年 内到期	借款用途	抵、质押情况
农业发展银行	0.10	0.10	农村公路一期工程 项目	公司连带责任保证
农业发展银行	0.63	0.13	农村二期工程	公司连带责任保证
合计	3.15	0.57	-	-

资料来源：尧都建发

## （二）盈利与现金流分析

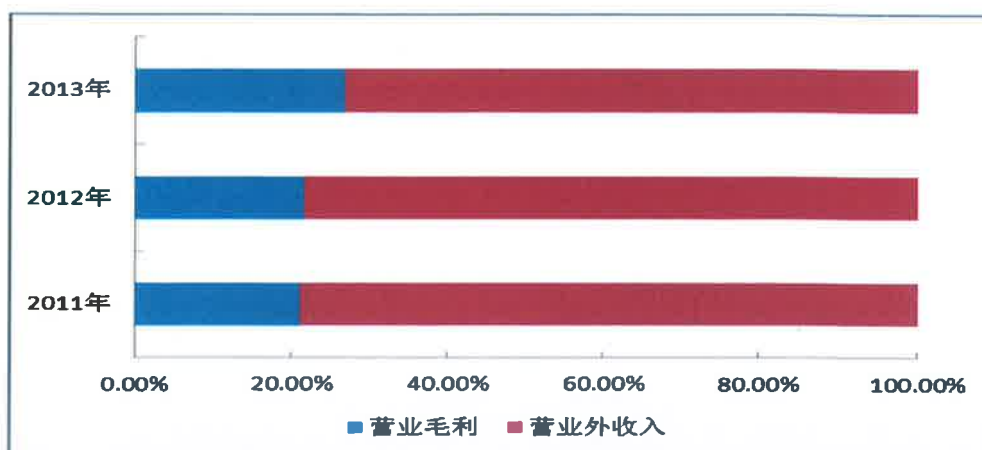
该公司收益主要来自土地整理开发收入和政府项目回购收入，上述业务毛利率稳定。近三年，公司土地整理开发、政府项目毛利率保持在10%左右。公司房屋租赁收入毛利率较高，但其总体金额较小，对公司综合毛利率影响不大。2011-2013年公司综合毛利率分别为9.11%、9.88%和12.42%，2013年综合毛利率有所增长主要是当年公司取得部分利息收入，加之土地整理开发等业务毛利率小幅上升所致。公司期间费用规模随债务融资规模的扩大逐年有所增长，2011-2013年期间费用率分别为1.48%、3.91%和7.14%。公司的毛利空间较为有限，财务费用的逐年增大导致公司营业利润规模持续下降，由2011年的0.10亿元降至亏损0.03亿元。政府补助是公司净利润的重要来源，2011-2013年公司营业外收入分别为1.72亿元、1.82亿元和1.75亿元，净利润分别为1.80亿元、1.84亿元和1.72亿元。

图表13. 2011年以来公司主要成本在营业收入中的占比情况（单位：%）



资料来源：尧都建发

图表14. 2011年以来公司盈利构成情况

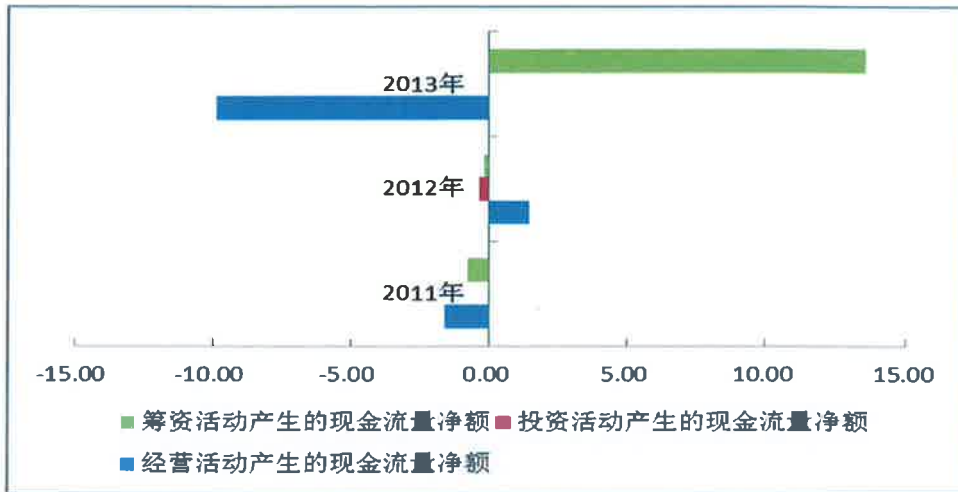


资料来源：尧都建发

该公司项目回购款收现水平较低，2011-2013 年公司营业收入现金率分别为 0.02%、41.96%和 14.28%。公司经营活动现金流受项目建设垫付资金<sup>12</sup>及往来款影响较大，近三年公司收到其他与经营活动有关的现金分别为 2.70 亿元、1.82 亿元和 12.13 亿元，支付其他与经营活动有关的现金流分别为 1.18 亿元、0.78 亿元和 17.51 亿元。公司项目建设、土地整理等支出在“购买商品、接受劳务支付的现金”项下核算，2011-2013 年公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为 3.13 亿元、1.71 亿元和 5.22 亿元。近三年公司经营活动净现金流分别为-1.61 亿元、1.44 亿元和-9.89 亿元，2013 年经营性现金净流出量大幅增长主要是公司向关联方垫付项目建设资金增加所致。公司 2011 年无投资活动现金流，2012-2013 年投资活动现金净流出分别为 0.35 亿元和 0.02 亿元，总体上公司投资活动规模较小。公司筹资主要依赖于银行借款及债券融资，2011-2012 年公司无新增银行借款，2013 年公司通过发行 15 亿元公司债券满足资金需求。

<sup>12</sup> 公司建设尧都区基础设施垫付资金及相关返还主要计入其他经营活动现金流量，因此公司收到的其他与经营活动有关的现金及支付的其他与经营活动有关的现金规模较大且具有波动性。

图表15. 2011年以来公司现金流平衡情况（单位：亿元）



资料来源：尧都建发

### （三）资产质量与流动性分析

近年来股东陆续将国有土地使用权无偿划转至该公司，公司权益资本实力得到显著增强。2013年末公司所有者权益为86.52亿元，较2012年末增长83.13%。其中，实收资本和资本公积合计77.38亿元，占净资产的89.43%，公司资本的稳定性较好。

在项目建设支出增加及股东资产注入的推动下，该公司资产总额保持快速增长态势。2011-2013年末公司资产总额分别为50.04亿元、55.94亿元和108.80亿元，其中流动资产占比分别为92.42%、97.69%和95.96%。同期末，公司流动比率分别为2,884.28%、952.40%和2,126.60%，资产流动性较好。

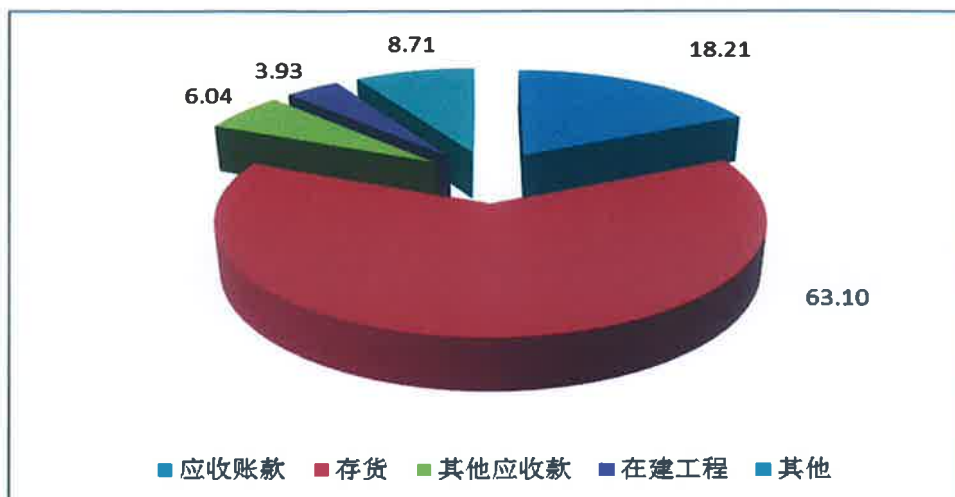
从资产构成来看，该公司资产主要以存货、应收账款、其他应收款和在建工程为主。公司存货资产主要是土地资产，2013年股东土地资产的注入使得公司存货余额大幅增加，2011-2013年末公司存货余额分别为31.11亿元、31.94亿元和68.66亿元<sup>13</sup>，在资产总额占比分别为62.16%、57.10%和63.10%。2013年末公司应收账款年末余额19.82亿元，全部为应收尧都区财政局的项目回购款，随着项目逐步完工进入回购期逐年有所增加；从账龄上看，2013年末公司应收账款中账龄在三年以上的款项占比为27.52%，未来应收账款回款情况需持续关注。当年末公司其他应收款余额为6.58亿元，较2012年末增长89.32%，主要是应收尧都区财政局的往来款增加所致；在建工程余额4.27亿元，主

<sup>13</sup> 其中抵押评估价值为30.39亿元（入账评估价值为29.08亿元）土地用于“13尧都债”的抵押，入账评估价值为30.81亿元（抵押评估价值为30.43亿元）用于本期债券抵押。



要是建设的滂洹河工程。此外，2013年末公司货币资金7.09亿元，现金比率为144.47%。公司负债以中长期债务为主，且货币资金充裕，总体看公司短期偿债压力较小。

图表16. 2013年末公司资产构成情况（单位：%）



资料来源：尧都建发

## 七、主要优势与风险

### 1. 主要优势

#### (1) 政府支持优势

该公司是临汾市尧都区政府重要的城市基础设施建设投融资平台，能得到尧都区政府在土地资产注入等方面的大力支持。

#### (2) 土地整理收入可提供偿债支撑

该公司拥有较大规模可供开发土地，2013年末存货账面价值达68.66亿元，预计土地整理开发收入可为公司债务偿还提供较强支撑。

### 2. 主要风险

#### (1) 资产价值变动风险

该公司资产中土地资产占比较高，土地价值对房地产市场调控及区域经济波动较为敏感，未来公司土地资产的价值及变现情况需要持续关注。

#### (2) 应收账款回笼风险

该公司政府回购项目款收现水平较低，应收账款增长较快，公司未来应收账款回笼情况需持续关注。

### (3) 周期性风险

尧都区依托煤炭资源形成的支柱产业，易受外部经济环境波动影响，需关注周期性风险。

## 八、本期债券偿付保障分析

### 土地资产抵押保障

该公司土地资产中有面积为 94.95 万平方米，抵押评估为 30.43 亿元土地用于本期债券的抵押，全部为净地、出让用地，可为本期债务的偿付提供一定保障。

图表17. 用于本期债券抵押的土地情况

证号	土地区位	土地面积 (万平方米)	用途	评估价 (亿元)	取得时间
尧国用 (2013)第 0014号	尧庙镇郭村	7.45	商业	2.69	2013年
尧国用 (2013)第 0051号	段店乡西孔村	6.88	住宅	1.86	2013年
尧国用 (2013)第 0052号	段店乡李堡村、孟家庄村	42.98	商业	15.02	2013年
尧国用 (2013)第 0053号	段店乡李堡村、孟家庄村	11.25	商住	3.21	2013年
尧国用 (2013)第 0055号	段店乡李堡村	17.13	住宅	4.50	2013年
尧国用 (2013)第 0056号	刘村镇左义南村、鱼家庄村、泊庄村、堡子村	9.26	住宅	3.15	2013年
合计	-	<b>94.95</b>	-	<b>30.43</b>	-

资料来源：尧都建发

附录一：

## 主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2011年	2012年	2013年
资产总额 [亿元]	50.04	55.94	108.80
货币资金 [亿元]	2.54	3.44	7.09
刚性债务[亿元]	4.25	3.62	17.94
所有者权益[亿元]	44.81	47.25	86.52
营业收入[亿元]	5.03	5.03	5.13
净利润[亿元]	1.80	1.84	1.72
EBITDA[亿元]	1.90	2.01	2.03
经营性现金净流入量[亿元]	-1.61	1.44	-9.89
投资性现金净流入量[亿元]	—	-0.35	-0.02
资产负债率[%]	10.44	15.54	20.48
长期资本固定化比率[%]	7.84	2.57	4.23
权益资本与刚性债务比率[%]	1,054.30	1,304.24	482.36
流动比率[%]	2,884.28	952.40	2,126.60
速动比率 [%]	944.17	394.67	710.60
现金比率[%]	158.28	60.00	144.47
利息保障倍数[倍]	6.58	7.17	3.11
有形净值债务率[%]	11.66	18.40	25.76
营运资金与非流动负债比率[%]	1,232.32	1,654.37	572.66
应收账款周转速度[次]	0.50	0.36	0.29
存货周转速度[次]	0.19	0.14	0.09
固定资产周转速度[次]	42.50	44.73	43.37
总资产周转速度[次]	0.12	0.09	0.06
毛利率[%]	9.11	9.88	12.42
营业利润率[%]	2.08	0.47	-0.53
总资产报酬率[%]	4.54	3.79	2.46
净资产收益率[%]	5.05	3.99	2.57
净资产收益率*[%]	5.05	3.99	2.57
营业收入现金率[%]	0.02	41.96	14.28
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-77.71	39.20	-185.80
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-26.78	20.67	-63.86
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-77.71	29.68	-186.21
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-26.78	15.65	-64.00
EBITDA/利息支出[倍]	6.61	7.18	3.12
EBITDA/刚性债务[倍]	0.41	0.51	0.19

注：表中数据依据亮都经发经审计的 2011~2013 年度财务数据，整理计算。

附录二：

## 各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[期初固定资产余额+期末固定资产余额]/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[期初资产总计+期末资产总计]/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[期初所有者权益合计+期末所有者权益合计]/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计]/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录三：

## 评级结果释义

本评级机构债务人长期信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB 级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C 级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

附录四：

## 跟踪评级安排

根据政府主管部门要求和本评级机构的业务操作规范，在本次评级的信用等级有效期【至本期债券本息的约定偿付日止】内，本评级机构将对其进行持续跟踪评级，包括持续定期跟踪评级与不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，本评级机构将持续关注尧都建发外部经营环境的变化、影响尧都建发经营或财务状况的重大事件、尧都建发履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，以动态地反映尧都建发的信用状况。

### （一）跟踪评级时间和内容

本评级机构对尧都建发的跟踪评级的期限为本评级报告出具日至失效日。

定期跟踪评级将在本次信用评级报告出具后每1年出具一次正式的定期跟踪评级报告。定期跟踪评级报告与首次评级报告保持衔接，如定期跟踪评级报告与上次评级报告在结论或重大事项出现差异的，本评级机构将作特别说明，并分析原因。

不定期跟踪评级自本次评级报告出具之日起进行。在发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，尧都建发应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项。本评级机构及评级人员将密切关注与尧都建发有关的信息，在认为必要时及时安排不定期跟踪评级并调整或维持原有信用级别。不定期跟踪评级报告在本评级机构向尧都建发发出“重大事项跟踪评级告知书”后10个工作日内提出。

### （二）跟踪评级程序

定期跟踪评级前向尧都建发发送“常规跟踪评级告知书”，不定期跟踪评级前向尧都建发发送“重大事项跟踪评级告知书”。

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场调研、评级分析、评级委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对债务人、债务人所发行金融产品的投资人、债权代理人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具之日后10个工作日内，尧都建发和本评级机构应在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2014年7月15日