

池州城市经营投资有限公司

2009 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：

池州城市经营投资有限公司 2009 年公司债券 2015 年跟踪 信用评级报告

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第
【140】号 01

增信方式:

应收账款质押担保

债券剩余规模: 3 亿元

债券到期日期:

2016 年 4 月 20 日

债券偿还方式:

每年付息一次, 存续期
后三年每年分别偿还本
金 1 亿元、1 亿元和 3 亿
元

分析师

姓名:

陈鹏 刘书芸

电话:

021-51035670

邮箱:

chenp@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

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 5 月 26 日

2014 年 5 月 27 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对池州城市经营投资有限公司(以下简称“池州城投”或“公司”)及其 2009 年 4 月 20 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 2014 年公司代建投入减少, 现金流好转, 政府对公司支持力度加大, 并且应收账款质押的增信方式有效提升了本期债券的安全性, 同时我们也关注到公司未来几年持续有债务偿还需求, 以及公司未来代建项目面临较大的资金压力等风险因素。

正面:

- 旅游业和采矿业较快增长, 池州市公共预算收入增加。池州市经济发展较快, 2014 年全市旅游总收入增长 22.3%, 黑色金属矿采选业产值增长 67.5%, 非金属矿采选业产值增长 15.4%; 2014 年全市公共预算收入 68.44 亿元, 增长 5.13%。
- 公司土地开发收入稳定增长, 后续土地储备丰富, 政府支持力度增大。2014 年公司土地开发收入为 6.16 亿元, 同比增长 6.64%, 年末土地储备 7,243 亩; 2014 年获得财政补贴 7,453 万元, 增加 5,479 万元;
- 应收账款质押担保有效提升了本期债券安全性。截至 2015 年 5 月 13 日, 应收账款质押账户余额为 5.21 亿元, 应收账款质押余额为债券剩余本金的 1.74 倍, 有效提升了本期债券的安全性。

关注：

- **池州市房地产投资下滑，拖累经济增速。**2014年池州市房地产业投资110.7亿元，比2013年下降4.5%。
- **未来代建项目资金需求较大。**公司当前在建项目将于2015年全部完工，资金缺口约为1.22亿元，但公司拟建的海绵城市项目总投资约40.5亿元，资金需求较大。
- **短期偿债压力较大。**2014年末公司货币资金余额减少2.62亿元，速动比率下降到0.80；2015年公司预计到期有息债务为8.07亿元，短期债务偿付压力较大。

主要财务指标：

项目	2014年	2013年	2012年
总资产（万元）	1,985,437.56	1,960,824.30	1,822,850.59
归属于母公司所有者权益（万元）	1,031,357.76	997,728.81	938,541.28
有息债务（万元）	364,203.30	453,926.05	423,976.05
资产负债率	48.05%	49.12%	48.51%
流动比率	2.37	2.89	3.18
营业收入（万元）	67,523.46	70,190.45	63,510.55
政府补助（万元）	7,453.00	1,974.00	2,998.00
利润总额（万元）	37,028.95	36,348.46	34,273.71
综合毛利率	80.35%	77.06%	74.49%
总资产回报率	2.90%	2.86%	3.98%
EBITDA（万元）	60,259.66	54,821.56	45,951.15
EBITDA 利息保障倍数	2.00	1.85	2.12
经营活动净现金流净额（万元）	25,993.19	33,714.62	3,827.48

资料来源：公司审计报告，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[2009]834号文件批准，公司于2009年4月20日发行5亿元公司债券，2009年4月20日-2014年4月19日期间，票面利率为7.38%；2014年4月20日-2016年4月19日期间，票面利率为7.58%。

本期债券为7年期固定利率债券，同时附加发行人上调票面利率选择权、投资人回售选择权及提前偿还条款；本期债券的初始利率为7.38%，在存续期的第5年末，本期债券的发行人可选择上调票面利率0—100个基点，并在本期债券存续期后两年保持不变；本期债券的付息日为存续期内每年的4月20日。以上各项选择权行权日为2014年4月20日，各方已经行权完毕。

在存续期的第5年、第6年、第7年末，发行人分别向债券持有人支付本金1亿元、1亿元、3亿元，到期利息随本金一起支付；年度付息款项自付息首日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。

截至2014年12月31日，本期债券本息兑付情况如下：

表1 截至 2014 年 12 月 31 日本期债券本息兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2010年4月20日	50,000	0	3,690	50,000
2011年4月20日	50,000	0	3,690	50,000
2012年4月20日	50,000	0	3,690	50,000
2013年4月20日	50,000	0	3,690	50,000
2014年4月20日	50,000	10,000	3,690	40,000
2015年4月20日	40,000	10,000	3,032	30,000

资料来源：公司提供

本期债券扣除相关费用后募集资金4.94亿元，其中0.94亿元用于池州市开发区污水处理项目，4亿元用于九华山旅游配套基础设施建设工程，已于2010年使用完毕。

二、发行主体概况

2014年公司的注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化，也未发生重大资产重组、收购及出售、并购等事项，合并报表范围未发生变化。

截至2014年12月31日，公司资产总额为198.54亿元，归属于母公司的所有者权益为103.14亿元，资产负债率为48.05%；2014年度，公司实现营业收入6.75亿元，利润总额3.70亿元，经营活动现金流净额2.60亿元。

三、区域经济与财政实力

2014年池州市经济保持增长，但增速小幅下滑；旅游、矿产、高新技术等产业持续增长，房地产业出现收缩

池州市位于长江沿岸，依山傍水，风景秀丽，境内的九华山是国家5A级旅游景区，旅游业是其重点产业。2014年全年接待国内外游客4133.4万人次，比上年增长20.1%，旅游总收入421.9亿元，增长22.3%。旅游产业的增长对池州市2014年消费增速的稳定起到重要作用。

池州市拥有丰富的矿产资源，石灰岩、白云石、方解石、锰等矿产品储量尤其丰富，已被确认为安徽省新材料产业集群地。2014年黑色金属矿采选业产值增长67.5%，非金属矿采选业增长15.4%，化学原料和化学制品制造业增长31.1%，非金属矿物制品业增长2.8%。

池州市位于国家2010年规划的“皖江城市带”产业转移示范区之内，高新技术产业、高端装备制造业等新兴产业发展迅速。2014年新增高新技术企业16家，新认定省级创新型试点企业9家、省级民营科技企业51家，新认定省级高新技术产品70个、省级重点新产品7个，新增省级工程技术中心4个、企业技术中心4家。

另一方面，池州市位处安徽省中部，远离交通枢纽和交通干线，工业基础薄弱，经济总量较小，缺乏成规模的支柱产业。2014年房地产市场增速的下降拖累经济增长，2014年房地产业投资110.7元，下降4.5%，池州市全年商品房销售面积154.1万平方米，增长1.2%；商品房销售额70.5亿元，下降7.6%。

受房地产业的拖累，2014年池州市的经济增速比2013年小幅下降，但仍处于9.2%的较高水平。从消费、固定资产、进出口的增速来看，消费增速基本稳定，固定资产投资增速从23.2%下降到16.6%，进出口的增速则从19.0%下降到1.5%。消费增速稳定主要源于旅游业的增长，投资增速的下滑主要受房地产业的拖累。

表2 2014年池州市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	503.7	9.2%	462.2	10.2%
第一产业增加值	71.7	4.6%	67.4	3.4%
第二产业增加值	244.5	10.3%	225.6	12.3%
第三产业增加值	187.5	9.2%	169.3	9.7%
固定资产投资	538.0	16.6%	461.5	23.2%
社会消费品零售总额	161.2	13.5%	142.5	15.0%
进出口总额（亿美元）	4.1	1.5%	4.1	19.0%

存款余额	668.6	12.2%	596.0	15.0%
贷款余额	461.8	15.3%	400.4	8.54%

资料来源：2013-2014年池州市国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

2014年池州市公共预算收入保持增长，以土地出让金为主的政府性基金收入小幅增加

2014年池州市地区经济总量保持增长，全口径公共预算收入为68.4亿元，较上年增长5.13%，其中税收收入占比为68.85%，主要包括营业税、契税、增值税、城镇土地使用税等税种；2014年由于一般转移支付的减少，上级补助收入小幅下降；2014年池州市房地产投资出现下滑，影响到市财政的土地出让收入，政府性基金收入59.6亿元，增长1.53%。

2014年池州市财政支出与2013年基本持平，公共预算支出保持增长，政府性基金支出基本持平。公共财政预算支出主要用于一般公共服务、教育、社会保障等支出，公共预算收入对公共预算支出的覆盖程度不强，还需要上级补助收入的弥补；政府性基金支出主要用于池州市的各项基础设施建设。

2014年池州市本级财政收支状况与整体状况一致，公共预算收入稳步增加，但对公共预算支出的覆盖能力不强，需要上级补助的支持。

总体来看，2014年池州市财政实力稳步上升，但公共预算收入对公共预算支出覆盖程度不强。

表3 池州市全口径及本级财政收支情况（单位：亿元）

项目	2014年		2013年	
	全口径	本级	全口径	本级
财政收入	204.5	78.9	195.7	75.2
（一）公共预算收入	68.4	29.4	65.1	26.4
其中：税收收入	47.1	18.6	46.3	17.9
非税收入	21.3	10.9	18.8	8.4
（二）上级补助收入	65.1	18.3	67.9	19.3
其中：返还性收入	1.2	0.3	1.2	0.3
一般性转移支付收入	33.1	6.3	30.6	6.7
专项转移支付	30.8	11.8	29.5	9.4
其他收入	7.1	3.2		
（三）政府基金收入	59.6	26.1	58.7	28.1
（四）财政专户收入	4.3	1.9	3.9	1.5
财政支出	204.1	78.9	194.5	74.6
（一）公共预算支出	138.5	49.8	133.1	45.6
（二）政府基金支出	59.5	26.1	58.7	28.0
（三）财政专户支出	4.3	1.9	2.7	1.0
其他支出	1.8	1.1		

公共预算收入/公共预算支出	0.5	0.6	0.49	0.58
---------------	-----	-----	------	------

资料来源：池州市财政局

四、经营与竞争

作为池州市基础设施建设和国有资产运营主体，公司主要承担池州市范围内的土地整理和基础设施项目代建任务。2014年公司的营业收入为6.75亿元，其中土地开发收入6.16亿元，占比92%，代建收入0.54亿元，占比8%。2014年度公司的营业收入下降4.10%，其中土地开发收入小幅增长6.76%，代建收入下降55.37%。

另外，公司还有一部分房产用于对外出租，收入较少，2014年收入为528.75万元，比2013年增长59.58%。2014年公司对该部分房产进行了整理，成本增加使毛利率出现下降。该部分房产为商住两用房，目前的出租率约为10%左右，整体出租率较低。

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
土地开发收入	61,565.00	79.54%	57,730.00	72.46%
代建收入	5,400.00	100.00%	12,100.00	100.00%
其他	29.71	72.35%	29.10	78.31%
主营业务收入	66,994.71	81.19%	69,859.10	77.23%
其他业务收入	528.75	-25.77%	331.34	41.80%
营业收入合计	67,523.46	80.35%	70,190.45	77.06%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

2014年公司土地开发收入平稳增长，毛利率上升

池州市区可开发的土地原则上由公司负责整理后对外出让，城市土地拍卖后扣除相关成本、费用后的土地出让净收益由市财政专户全额划入公司。2014年公司出让了三宗土地，共出让价款为7.88亿元，确认的土地出让业务收入为6.16亿元，比2013年有所增长，土地开发收入毛利率比2013年上升7个百分点。

公司的土地整理业务发展平稳，公司获得土地的方式主要为通过公开市场的土地招拍挂程序购买，2014年新购入土地603亩，年末土地储备为7,243亩，比2013年增加167亩。充足的土地储备使公司的土地整理业务得到保障。

表5 公司出让地块情况（单位：亩、万元）

地块名称	成交面积	成交价格	确认成本
临城路东侧地块	140.78	36,700.00	4,881.67
杏花村文化旅游区北入口地块	79.40	12,500.00	3,232.91

陵阳大道以南B组团地块	215.55	29,600.00	4,479.07
合计	435.73	78,800.00	12,593.65

资料来源：公司提供

2014年公司代建投入大幅下降，代建收入减少，但未来拟建项目资金需求较大，面临较大的资金压力

公司为池州市本级的基础设施投资平台，承担市直属的基础设施建设任务，2014年公司的代建项目投入为5.43亿元，按照当年投资总额的10%计入主营业务收入中的政府性投资项目委托代建收入，实现代建收入5,400万元，已实收到账。由于2014年池州市的基础设施投资减少，2014年公司的代建项目投入比2013年下降55.37%。

公司2014年建设的项目尚未签回购协议，项目账面价值共13.31亿元。

表6 2014年度公司主要的代建项目投入情况（单位：万元）

项目名称	本期增加金额	年末账面余额	状态
教育园区安置点项目	4,061.30	51,446.55	已完工结转
城区水系贯通	2,827.54	33,934.12	已完工结转
秋浦河大桥	659.35	12,554.12	已完工结转
城西安置点	359.05	18,157.62	已完工结转
十里安置点	118.69	17,029.12	已完工结转
秋浦河平天湖防洪工程	2,422.22	28,186.08	在建
济祁高速西岸连接线	2,853.03	5,610.97	在建
秀山南路安置点	2,624.18	4,642.72	在建
其他	38,393.47	70,366.26	—
合计	54,318.81	241,927.57	—

资料来源：公司审计报告

由于2014年没有新开工的大型项目，公司目前的在建项目较少（表7），预计2015年将全部完工，预计资金需求为1.22亿元。公司计划于2015年开始建设的海绵城市项目预计总投资额为40.5亿元，资金需求较大。海绵城市项目是对池州市地下水管网的改善项目，由40—50个小项目组成，项目完工后池州市的城市排水能力将有大幅提升。该项目目前尚未开工，项目融资方式尚未确定，由于目前公司的土地资产已有98%用于抵押，新资金来源需要池州市政府的支持。

表7 截至2014年12月31日公司在建拟建基础设施工程情况

类别	项目名称	项目总投资（万元）	项目已投资（万元）	计划完工时间
在建项目	秋浦河平天湖防洪工程	32,000	28,186	2015年底
	济祁高速西岸连接线	11,200	5,611	2015年6月
	秀山南路安置房	5,700	4,643	2015年6月

	其他工程	35,000	33,275	2015 年底
	小计	83,900	71,715	-
拟建项目	海绵城市项目	405,000		2015—2017 年
	合计	488,900	71,715	

资料来源：公司提供

2014年池州市政府对公司的财政补贴和资金支持大幅增加

2012年、2013年公司分别获得政府以现金和土地资产注资15.56亿元和0.23亿元，2014年公司未获得政府的资本性注资。2014年公司的新增土地为从政府的公开出让中购得，政府对公司的支持从资本注入转变为资金流动性支持。

2014年公司获得的财政补贴比2013年大幅增加，全部为支持国有企业的国有资本经营预算补贴。

除财政补贴外，公司2014年还获得了政府的流动性资金支持。政府通过暂借款及代收代付款对公司提供资金支持，年末计入其他应付款。2014年公司获得的暂借款及代收代付款净额为7.4亿元，比2013年大幅增加，为公司提供了必要的资金支持。

表8 2014年公司受政府支持情况（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
资本注入	0	2,269.07
财政补贴	7,453	1,974
暂借款	74,128	30,821

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

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华普天健会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2013年和2014年审计报告，2014年合并报表范围未变化。

资产结构与质量

2014年公司的资产总量保持稳定，但资产流动性偏弱

2014年公司资产总量保持稳定，流动资产比重略有下降，但仍然是资产的主要组成部分。流动资产主要由货币资金、存货、应收账款和其他应收款等构成。由于年内偿还了大量借款，2014年末公司货币资金余额比上年末减少2.62亿元，货币资金无因质押、抵押或

冻结等对使用有限制的款项；2014年末公司的存货余额为104亿元，全部为土地资产，其中98%已经对外抵押，整体流动性较差；应收账款为对池州市财政局的债权，同时也是对本期债券的质押资产，截至2015年5月13日，应收账款余额为52,100万元，应收账款质押余额为债券本金的1.74倍。其他应收款主要是应收回购款、对外借款、垫付款等，其中应收池州市财政局28.18亿元回购款，根据公司与池州市财政局签订的《池州市财政局购买公共设施协议》，用于购买公司已完工的市政设施项目；其余为对外借款和垫付款，主要对象均为政府下属单位，回收保障较好，但账期不确定，流动性较差；2014年财政局对公司支付了2.95亿元回购款，使其他应收款余额小幅减少。

公司的非流动资产主要包括固定资产和在建工程，2014年末非流动资产余额占总资产的20.57%。公司代建的基础设施项目在政府回购之前作为公司的固定资产和在建工程入账，2014年末公司固定资产余额为30.04亿元，在建工程余额为7.17亿元。由于2014年公司的完工项目较多，新开工项目较少（表6），固定资产年内转入的完工项目金额为17.02亿元，余额增加16.73亿元；在建工程新投入5.43亿元，年末余额减少11.59亿元。固定资产主要为政府未回购的代建项目，项目的回购将为公司带来现金流入，但政府对项目的回购期受财政收支状况影响，跟踪期内池州市政府性基金收入大幅下降，增加了公司代建项目回购期限的不确定性。

表9 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
货币资金	68,077.46	3.43%	94,287.44	4.81%
应收账款	63,800.00	3.21%	78,800.00	4.02%
其他应收款	389,396.28	19.61%	419,249.48	21.38%
存货	1,042,372.63	52.50%	992,844.63	50.63%
流动资产合计	1,577,114.74	79.43%	1,599,491.39	81.57%
固定资产	300,362.99	15.13%	133,145.84	6.79%
在建工程	71,714.57	3.61%	187,608.76	9.57%
非流动资产合计	408,322.82	20.57%	361,332.92	18.43%
资产总计	1,985,437.56	100.00%	1,960,824.30	100.00%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

盈利能力

2014年公司的盈利能力保持稳定

2014年公司的营业收入结构未发生变化，仍以土地开发收入和代建收入为主，但受代

建收入下滑影响，整体营业收入小幅下降；2014年公司的土地开发业务毛利率有所上升，推动综合毛利率小幅上升。

费用方面，财务费用为主要部分。2014年公司的财务费用为1.91亿元，比2013年显著增长，主要源于2013年的新增借款使2014年的利息支出增加。财务费用占营业收入的比重从2013年的23.53%上升到2014年的28.32%，费用支出压力有所上升。随着2014年公司有息债务余额的减少，2015年的财务费用有望下降。

营业外收入方面，2014年公司获得的财政补助为7,453万元，比2013年有大幅增加。2014年财政补助收入占利润总额的比重为20.13%，主要利润来源仍然是土地开发业务和代建业务形成的营业利润。

表10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2014年	2013年
营业收入	67,523.46	70,190.45
营业利润	29,576.45	34,374.46
补贴收入	7,453.00	1,974.00
财务费用	19,121.08	16,518.21
利润总额	37,028.95	36,348.46
综合毛利率	80.35%	77.06%
期间费用率	33.33%	24.87%
财务费用率	28.32%	23.53%
总资产回报率	2.90%	2.86%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

现金流

2014年公司的项目投资支出大幅减少，偿还债务增多，但未来拟建项目投资支出较大，存在较大的资金压力

由于土地出让收入增加，2014年公司的经营现金流入有较显著的增加，但新增储备土地的购入使经营现金流净额比上年有所减少。

代建投入的减少和应收回购款的回收使投资活动现金流比2013年大幅好转，净流出减少9.56亿元。公司目前在建项目2015年的资金需求量较小，约为1.22亿元（表7），但计划中的拟建项目投资金额较大，可能产生的资金需求较大。

由于没有新增借款，且年内偿还债务量增加，2014年公司的筹资活动现金流出量较大，虽然有来自政府的7.41亿元暂借款及代收代付款，筹资活动现金流仍为净流出4.66亿元。

总体上来看，跟踪期内公司的现金流结构与2013年相比差异较大，投资现金净流出减少，筹资现金流变为净流出。

表11 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2014年	2013年
销售商品、提供劳务收到的现金	82,091.62	73,859.10
收到的其他与经营活动有关的现金	7,884.84	16,894.96
经营活动现金流入小计	89,976.46	90,754.06
购买商品、接受劳务支付的现金	63,153.28	56,332.61
支付的其他与经营活动有关的现金	176.18	110.29
经营活动现金流出小计	63,983.26	57,039.45
经营活动产生的现金流量净额	25,993.19	33,714.62
投资活动产生的现金流量净额	-5,567.19	-101,150.76
筹资活动产生的现金流量净额	-46,635.99	54,667.42
现金及现金等价物净增加额	-26,209.98	-12,768.73

资料来源：公司审计报告

资本结构与财务安全性

2014年公司的资本结构趋于优化，长期偿债能力提高，但短期偿债压力较大

2014年公司的营业利润累积使所有者权益小幅增加，对有息债务的偿还使资产负债表收缩，负债总额减少，资本结构趋于优化。

表12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2014年	2013年
负债总额	954,079.80	963,095.50
所有者权益	1,031,357.76	997,728.81
负债与所有者权益比率	0.93	0.97

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

2014年公司整体负债规模小幅减少，其中流动负债比重大幅增加。一年内到期的长期负债增加3.13亿元；其他应付款则增加7.94亿元，主要源于政府对公司提供的流动资金（暂借款及代收代付款，净额7.41亿元）；非流动负债的减少源于公司对长期负债的偿还。长期有息债务的减少使公司的利息负担相应下降。

表13 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
其他应付款	584,324.71	61.24%	504,959.89	52.43%
一年内到期的非流动负债	80,650.00	8.45%	49,400.00	5.13%
流动负债合计	665,017.54	69.70%	554,360.49	57.56%
长期借款	178,100.00	18.67%	260,550.00	27.05%

应付债券	105,453.30	11.05%	143,976.05	14.95%
非流动负债合计	289,062.26	30.30%	408,735.01	42.44%
负债合计	954,079.80	100.00%	963,095.50	100.00%
其中：有息债务	364,203.30	38.17%	453,926.05	47.13%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

从债务期限上看，公司未来三年每年都有债务到期，2015年有8.07亿元债务到期，短期偿付压力较大，后两年的偿债压力有所下降。根据公司的经营活动现金流水平来看，未来三年公司依靠自身经营偿还债务存在一定压力，但处于可控范围。

表14 截至2014年12月31日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	……
长期借款	52,650	0	25,350	152,750
应付债券	28,000	48,000	18,000	36,000
合计	80,650	48,000	43,350	188,750

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

2014年公司的流动负债大幅增加，非流动负债大幅减少。短期偿债能力方面，流动资产对流动负债的覆盖率下降明显，流动资产中土地存货增加而货币资金减少，流动负债中一年内到期的长期负债增加，整体短期偿债能力显著下降。

长期偿债能力方面，2014年公司的长期借款和应付债券余额大幅减少，利息负担下降，长期偿债能力有显著提升。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2014	2013年
资产负债率	48.05%	49.12%
流动比率	2.37	2.89
速动比率	0.80	1.09
EBITDA（万元）	60,259.66	54,821.56
EBITDA 利息保障倍数	2.00	1.85
有息债务/EBITDA	6.04	8.28

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

应收账款质押担保继续为本期债券的偿付提供了进一步保障，提升了本期债券的信用水平

本期债券发行时，公司以其对池州市财政局的9.48亿元应收账款为本期债券的本息偿付提供质押担保，应收账款质押登记已办理完成。

根据《质押资产及账户管理协议》的规定，池州市财政局承诺向该协议制定的监管账户支付公司的应收账款，并在本期债券第1至第5个付息日前10个工作日内分别将人民币4000万元、4000万元、4000万元、4000万元及78,800万元划转至监管账户。

监管账户自2010年4月13日至2015年4月15日合计收到42,700万元，因2015年债券持有人的回售金额小于预期，公司向监管账户中转账金额小于计划的78,800万元。截至2015年5月13日，应收账款余额为52,100万元，应收账款质押余额为债券本金的1.74倍。根据《偿债账户监管协议》，公司承诺，在偿还每年应付本期债券本金和/或利息前10个工作日保证有足够的资金支付本期债券当期本息。根据池州市人民政府池政秘[2008]99号《关于保障池州市城市经营投资公司发行公司债券本金及利息偿付资金来源的通知》，池州市人民政府要求财政局根据土地出让情况，在本期债券存续期间内，于本期债券正式发行完毕的次月起，按月将当月已收土地出让金净收益的20%拨付到公司设立的偿债专户，作为本期债券本息支付的资金来源。

偿债账户自2010年4月13日至2015年4月15日合计收到0元，截至2015年5月13日，偿债账户余额为0元。鉴于监管账户每年收到的应收账款足以支付本期债券本息，我们认为偿债账户未收到土地出让金净收益对本期债券的利息偿还构成的不利影响很小。

七、或有事项分析

截至2014年12月31日公司对外担保余额为20.13亿元，占净资产的比例为19.52%，担保余额较大。公司的被担保方全部为国有企业或事业单位，偿债能力有政府财政作为保障，公司整体的代偿风险可控。

表16 截至2014年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保形式	担保余额	担保期限	备注
池州市清溪城镇投资发展有限公司	抵押担保	29,000.00	2014/09/19-2019/09/19	银行借款担保
	保证担保		2014/09/19-2021/09/19	银行借款担保
	抵押担保	21,000.00	2014/12/22-2019/12/22	银行借款担保
	抵押担保	22,000.00	2014/12/19-2017/12/19	银行借款担保
	抵押担保	20,000.00	2014/12/19-2018/12/19	银行借款担保
	保证担保		2014/12/19-2018/12/19	银行借款担保
	保证担保	24,000.00	2014/12/02-2021/12/02	银行借款担保

安徽省江之南 建投公司	保证担保	30,000.00	2013/01/24-2017/01/24	银行借款担保
安徽九华山旅 游集团公司	保证担保	16,250.00	2010/02/09-2017/03/26	银行借款担保
	保证担保	17,000.00	2009/03/27-2019/03/26	银行借款担保
	保证担保	20,000.00	2014/07/25-2017/07/24	银行借款担保
池州市第一中 学	保证担保	2,080.00	2009/11/30-2019/11/29	银行借款担保
合计		201,330.00		

资料来源：公司审计报告

八、评级结论

2014年池州市的旅游业和采矿业较快增长，信息产业和高端装备制造业逐渐成型，整体经济保持增长。池州市财政的公共预算收入稳定增加，税收收入和非税收入同步增加。公司的土地开发收入平稳增长，后续土地储备充足，代建项目支出大幅下降，财政补助和政府资金支持大幅增加，现金流好转，长期偿债能力上升。应收账款质押担保显著提升了本期债券的安全性。同时我们也考虑到2014年池州市的房地产投资下降，拖累经济增速下滑；公司未来拟建项目资金需求较大，未来三年的到期债务规模相对较大，仍需要大量的资金支持。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级AA-和本期债券信用等级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	68,077.46	94,287.44	107,056.17
应收账款	63,800.00	78,800.00	82,800.00
预付款项	3,718.37	3,359.83	3,128.60
其他应收款	389,396.28	419,249.48	423,356.44
存货	1,042,372.63	992,844.63	950,375.56
流动资产合计	1,577,114.74	1,599,491.39	1,566,866.77
可供出售金融资产	8,000.00	7,000.00	7,000.00
长期股权投资	4,151.64	3,841.19	3,325.44
固定资产	300,362.99	133,145.84	24,299.55
在建工程	71,714.57	187,608.76	176,042.81
非流动资产合计	408,322.82	361,332.92	255,983.82
资产总计	1,985,437.56	1,960,824.30	1,822,850.59
应付职工薪酬	1.17	-	-
应交税费	41.66	0.60	-
其他应付款	584,324.71	504,959.89	456,624.30
一年内到期的非流动负债	80,650.00	49,400.00	35,450.00
流动负债合计	665,017.54	554,360.49	492,074.30
长期借款	178,100.00	260,550.00	244,550.00
应付债券	105,453.30	143,976.05	143,976.05
专项应付款	5,508.96	4,208.96	3,708.96
非流动负债合计	289,062.26	408,735.01	392,235.01
负债合计	954,079.80	963,095.50	884,309.31
实收资本(或股本)	65,820.00	65,820.00	42,000.00
资本公积金	689,638.88	689,638.88	687,369.81
盈余公积金	29,487.64	25,784.98	22,150.32
未分配利润	246,411.24	216,484.94	187,021.14
归属于母公司所有者权益合计	1,031,357.76	997,728.81	938,541.28
所有者权益合计	1,031,357.76	997,728.81	938,541.28
负债和所有者权益总计	1,985,437.56	1,960,824.30	1,822,850.59

资料来源：公司审计报告

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
营业总收入	67,523.46	70,190.45	63,510.55
营业收入	67,523.46	70,190.45	63,510.55
营业总成本	39,193.29	37,157.81	32,985.27
营业成本	13,266.75	16,100.54	16,203.70
营业税金及附加	53.67	38.04	15.96
管理费用	3,384.45	938.32	3,829.19
财务费用	19,121.08	16,518.21	9,527.72
资产减值损失	3,367.33	3,562.70	3,408.70
投资净收益	1,246.29	1,341.82	750.44
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	310.45	517.65	82.10
营业利润	29,576.45	34,374.46	31,275.71
加：营业外收入	7,453.00	1,974.00	2,998.00
减：营业外支出	0.50	0.00	0.00
利润总额	37,028.95	36,348.46	34,273.71
净利润	37,028.95	36,348.46	34,273.71
归属于母公司所有者的净利润	37,028.95	36,348.46	34,273.71
综合收益总额	37,028.95	36,348.46	34,273.71
归属于母公司普通股股东综合收益总额	37,028.95	36,348.46	34,273.71

资料来源：公司审计报告

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	82,091.62	73,859.10	67,405.45
收到其他与经营活动有关的现金	7,884.84	16,894.96	400,154.67
经营活动现金流入小计	89,976.46	90,754.06	467,560.12
购买商品、接受劳务支付的现金	63,153.28	56,332.61	463,202.83
支付给职工以及为职工支付的现金	176.18	110.29	119.08
支付的各项税费	13.09	54.40	80.69
支付其他与经营活动有关的现金	640.71	542.14	330.05
经营活动现金流出小计	63,983.26	57,039.45	463,732.64
经营活动产生的现金流量净额	25,993.19	33,714.62	3,827.48
投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	6,959.74	3,650.00	5,000.00
取得投资收益收到的现金	1,085.84	826.06	668.33
收到其他与投资活动有关的现金	31,054.95	1,802.15	655.84
投资活动现金流入小计	39,100.53	6,278.21	6,324.17
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	44,401.46	107,428.97	122,953.95
投资支付的现金	266.25	0.00	6,715.24
投资活动现金流出小计	44,667.71	107,428.97	129,669.19
投资活动产生的现金流量净额	-5,567.19	-101,150.76	-123,345.02
筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	0.00	23,820.00	173,268.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	0.00	652.76	0.00
取得借款收到的现金	0.00	102,000.00	84,800.00
收到其他与筹资活动有关的现金	96,839.41	34,051.33	25,408.40
筹资活动现金流入小计	96,839.41	159,871.33	283,476.40
偿还债务支付的现金	89,200.00	72,050.00	38,300.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	32,424.45	31,817.43	22,480.47
支付其他与筹资活动有关的现金	21,850.95	1,336.48	46,249.58
筹资活动现金流出小计	143,475.41	105,203.91	107,030.05
筹资活动产生的现金流量净额	-46,635.99	54,667.42	176,446.36
现金及现金等价物净增加额	-26,209.98	-12,768.73	56,928.82

资料来源：公司审计报告

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	37,028.95	36,348.46	34,273.71
加：资产减值准备	3,367.33	3,562.70	3,408.70
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,997.47	644.84	3,422.13
财务费用	19,118.29	16,516.63	9,525.47
投资损失	-1,246.29	-1,341.82	-750.44
存货的减少	-49,528.00	-40,200.00	-439,097.51
经营性应收项目的减少	2,652.07	3,305.94	-4,503.22
经营性应付项目的增加	11,603.36	14,877.88	397,548.64
间接法-经营活动产生的现金流量净额	25,993.19	33,714.62	3,827.48
现金的期末余额	68,077.46	94,287.44	107,056.17
减：现金的期初余额	94,287.44	107,056.17	50,127.35
间接法-现金及现金等价物净增加额	-26,209.98	-12,768.73	56,928.82

资料来源：公司审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2014年	2013年	2012年
总资产（万元）	1,985,437.56	1,960,824.30	1,822,850.59
所有者权益合计（万元）	1,031,357.76	997,728.81	938,541.28
有息债务（万元）	364,203.30	453,926.05	423,976.05
资产负债率	48.05%	49.12%	48.51%
流动比率	2.37	2.89	3.18
速动比率	0.80	1.09	1.25
营业收入（万元）	67,523.46	70,190.45	63,510.55
营业利润（万元）	29,576.45	34,374.46	31,275.71
利润总额（万元）	37,028.95	36,348.46	34,273.71
综合毛利率	80.35%	77.06%	74.49%
总资产回报率	2.90%	2.86%	3.98%
EBITDA（万元）	60,259.66	54,821.56	45,951.15
EBITDA 利息保障倍数（万元）	2.00	1.85	2.12
经营活动净现金流净额（万元）	25,993.19	33,714.62	3,827.48

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录五 截至2014年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	持股比例	主营业务
池州市国有土地资产运营有限公司	100.00	国有土地资产经营、管理
池州市润阳投资发展有限责任公司	100.00	资产经营与管理，旅游景区开发经营，房地产投资
池州市平天湖旅游投资发展有限公司	100.00	市内游客运输、旅游景区投资与管理

资料来源：公司审计报告

附录六 截至2014年12月31日公司土地资产情况（单位：亩、万元）

序号	地块名称	面积	账面价值	产权证号	抵押
1	百牙东路南地块	800	116,053.43	池土国用（2007）第 CHZ-261/2007 号	抵押
2	百牙东路北地块	223.29	36,188.44	池土国用（2007）第 CHZ-262/2007 号	抵押
3	九华大道西地块	129.62	18,777.23	池土国用（2007）149 号	未抵押
4	九华大道东地块	322	1,956.50	池土国用（2010）第 CHZ-173/2010 号	抵押
5	九华大道东、秋浦东路以北地块	130	30,700.00	池土国用（2008）第 CHZ-214/2008 号	抵押
6	秋浦东路地块	170.38	20,000.00	池土国用（2008）第 CHZ-345/2008 号	抵押
7	百牙东路地块	677.2	85,011.00	池土国用（2009）第 CHZ-310/2009 号	抵押
8	秋浦河故道以北地块	1,757.02	63,604.00	池土国用（2009）第 CHZ-312/2009 号	
9	人民东路地块	333.27	35,940.00	池土国用（2009）第 CHZ-311/2009 号	
10	秋浦东路、平天湖以西地块	500	66,333.00	池土国用（2009）第 CHZ-189/2009 号	
11	318 国道北地块	53.14	2,700.00	池土国用（2007）第 CHZ-223 号	抵押
12	原池州水泥厂地块	174.85	28,900.00	池土国用（2008）第 CHZ-342/2008 号	抵押
13	秋浦河故道以北原港口 A 地块	194	73,216.00	池土国用（2012）第 CHZ-44 号	抵押
14	秋浦河故道以北原港口 B 地块	206	75,504.00	池土国用（2012）第 CHZ-45 号	
15	秋浦河故道以北原港口 C 地块	207	73,528.00	池土国用（2012）第 CHZ-46 号	
16	站前区齐山大道以南 A 地块	85.95	15600	池土国用（2014）第 121 号	
17	天堂湖以西清溪河以东地块	259	76,544.00	池土国用（2012）第 CHZ-47 号	抵押
18	东部新城南侧 B 地块	207.81	52,520.00	池土国用（2012）第 CHZ-130 号	抵押
19	东部新城南侧 A 地块	204.86	51,792.00	池土国用（2012）第 CHZ-129 号	抵押
20	东部新城南侧 C 地块	231.36	58,656.00	池土国用（2012）第 CHZ-131 号	抵押
21	九华山大道东侧	3.48	201.69	池土国用（2013）第 CHZ-011/2013 号	未抵押
22	九华山大道东侧地块	32.93	2,067.38	池土国用（2013）第 CHZ-010/2013 号	未抵押
23	马衙街道峡山社区	200	41,808.00	池土国用（2013）第 264 号	抵押
24	工人路物资仓库地块	35	109.59	池土国用（2007）第 CHZ-305/2007 号	未抵押
25	彩玻厂地块	24	102.37	池土国用（2007）第 CHZ-307/2007 号	未抵押
26	站前区齐山大道以南 B 地块	80.97	14560	池土国用（2014）第 122 号	抵押
合计		7,243.12	1,043,848.63		

资料来源：公司提供

附录七 主要财务指标计算公式（或按旧会计准则相应替换公式）

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+融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

附录八 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。