

伊金霍洛旗宏泰城市建设投资有限责任公司

2012 年市政项目建设债券

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：

 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【2015】跟踪第【111】号 01

债券剩余规模: 12.8 亿元

债券到期日期: 2019 年 03 月 19 日

债券偿还方式: 本期债券按年付息, 债券存续期内第 3-7 个计息年度分别偿还本期债券发行总额的 20%

分析师

姓名: 王晨 杨建华

电话: 010-66216006

邮箱: wangch@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

伊金霍洛旗宏泰城市建设投资有限责任公司 2012 年市政项目 建设债券 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA-	AA
发行主体长期信用等级	AA-	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2015 年 05 月 27 日	2014 年 06 月 18 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对伊金霍洛旗宏泰城市建设投资有限责任公司(以下简称“伊旗城投”或“公司”)及其2012年3月19日发行的16亿元市政项目建设债券(以下简称“本期债券”)的2015年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级下调为AA-,发行主体长期信用等级下调为AA-,评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到伊金霍洛旗经济财政实力稳步提升,公司收入与利润增长幅度较大,且在财政补贴方面继续得到伊金霍洛旗政府的支持,同时我们也关注到公司已存在银行借款欠息、偿债压力很大、资产流动性一般、其他应收款回款时间不确定、资金压力大以及存在或有负债风险等风险因素。

正面:

- 伊金霍洛旗经济财政实力稳步提升。2014年伊金霍洛旗实现地方生产总值675.52亿元,按可比价格计算,同比增长7.5%;实现公共财政收入750,075万元,较2013年增长7.15%。
- 公司收入与利润增长幅度较大。2014年公司实现营业收入22,185.52万元,较2013年增长159.12%,实现利润总额19,631.52万元,较2013年增长143.04%。
- 公司在财政补贴方面继续得到伊金霍洛旗政府的支持。2014年公司收到伊金霍洛旗财政局政府补助9,200万元,有力提升了公司盈利水平。

关注：

- **公司有息债务规模较大，且目前公司已存在银行借款欠息，偿债压力很大。**截至2014年末，公司有息债务为48.61亿元，较2013年末增长26.29%；根据公司提供的《企业信用报告》，截至2015年5月7日，公司共存在银行借款欠息1,789.51万元。
- **煤炭与房地产行业的波动或将影响伊金霍洛旗未来财政收入水平。**目前当地煤炭与房地产行业景气度仍较低，未来煤炭企业经营状况的波动或将影响伊金霍洛旗的税收收入水平，且房地产行业的波动将使伊金霍洛旗国有土地使用权出让收入仍存在一定不确定性，从而对全旗财政收入造成一定影响。
- **公司资金压力大。**截至2014年末，公司在建房地产项目尚需投资5.46亿元，主要在建市政项目尚需投资12.79亿元，规模较大，公司资金压力大。
- **公司资产主要包括存货和在建工程等，其中部分土地已用于抵押，整体资产流动性一般。**公司存货与在建工程规模较大，截至2014年末两者占总资产的比重分别为42.27%和26.18%，且公司部分资产已用于抵押，整体资产流动性一般。
- **公司其他应收款规模较大，回款时间存在一定的不确定性。**截至2014年末，公司其他应收款为45.63亿元，较2013年末增长36.04%，其中应收对象主要为当地政府部门，回款主要依赖于当地财政，回收时间存在一定的不确定性。
- **公司存在或有负债风险。**截至2015年5月7日，公司对外提供担保金额合计为8.60亿元，占2014年末公司净资产的比重为8.58%。

主要财务指标：

项目	2014年	2013年	2012年
总资产（万元）	1,906,101.04	1,599,045.72	1,591,474.22
所有者权益（万元）	1,001,750.95	982,354.22	1,067,155.10
有息债务（万元）	486,055.69	384,877.17	434,333.43
资产负债率	47.45%	38.57%	32.95%
流动比率	2.72	4.14	8.54
速动比率	1.16	1.55	2.87
营业收入（万元）	22,185.52	8,561.82	11,607.85
营业利润（万元）	10,481.58	4,472.04	7,421.55
政府补助（万元）	9,200.00	3,000.00	6,609.66
利润总额（万元）	19,631.52	8,077.60	14,079.82

综合毛利率	53.82%	88.48%	78.42%
EBITDA（万元）	19,769.61	8,263.26	14,530.91
EBITDA 利息保障倍数	1.13	0.29	0.61
经营活动净现金流净额（万元）	91,593.02	115,702.14	-135,094.73

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《国家发展改革委关于伊金霍洛旗宏泰城市建设投资有限责任公司发行2011年市政项目建设债券¹核准的批复》（发改财金[2011]3038号）批准，公司于2012年3月19日发行16亿元市政项目建设债券，票面利率为8.35%。

本期债券计息期限为2012年3月19日至2019年3月18日，采用固定利率形式，单利按年计息，逾期不另计利息。本期债券附设提前还本条款，即在债券存续期的第3、4、5、6、7年末分别按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金。2015年3月，公司偿还本期债券20%的本金，本期债券剩余规模为12.8亿元。截至2015年4月30日，本期债券本息兑付情况见表1。

表1 截至2015年4月30日本期债券兑付情况（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
2013年3月19日	160,000	-	13,360	160,000
2014年3月19日	160,000	-	13,360	160,000
2015年3月19日	160,000	32,000	13,360	128,000

资料来源：公司提供

截至2015年4月30日，本期债券募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本及实收资本均为270,000万元，未发生变更；公司控股股东为鄂尔多斯市圣圆投资集团有限责任公司，持有公司100%的股权，实际控制人为伊金霍洛旗国有资产管理局，控股股东及实际控制人均未发生变更。2014年公司无新增纳入合并范围内的子公司。

截至2014年12月31日，公司资产总额为190.61亿元，所有者权益为100.18亿元，资产负债率为47.45%；2014年度，公司实现营业收入2.22亿元，利润总额1.96亿元，经营活动现金流净额9.16亿元。

三、地方经济与财政实力

¹鉴于本期债券发行时点调整为2012年，经征得主管部门同意后，本期债券名称变更为“伊金霍洛旗宏泰城市建设投资有限责任公司2012年市政项目建设债券”。

伊金霍洛旗煤炭资源丰富，经济保持持续增长

伊金霍洛旗资源丰富，特别是煤炭资源储量大，赋存条件好，是神府东胜煤田的主采区，国内重要的能源基地之一。此外，天然气、煤层气、天然碱、石英砂、高岭土等储量也相当丰富。2014年伊金霍洛旗原煤与柴油产量保持增长，增速有所回升，全年产量分别为19,782.10万吨和52.60万吨，同比增速分别为8.2%和4.3%；此外，石脑油产量为27.20万吨，较2013年增长1.2%。从产值来看，2014年伊金霍洛旗煤炭行业景气度有所回升，全年煤炭开采和洗选业总产值为714.12亿元，较2013年增长9.6%。

表2 2013-2014年伊金霍洛旗主要产品产量及行业产值情况（单位：万吨、亿元）

项目	2014年		2013年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
原煤产量	19,782.10	8.2%	17,702.00	0.5%
柴油产量	52.60	4.3%	50.50	-4.3%
石脑油产量	27.20	1.2%	26.90	10.4%
煤炭开采和洗选业总产值	714.12	9.6%	620.41	-8.1%

资料来源：2014年数据来源于伊金霍洛旗2014年国民经济和社会发展统计公报，2013年数据来源于伊金霍洛旗统计局

2014年伊金霍洛旗经济保持持续增长，全年实现地区生产总值675.52亿元，按可比价格计算同比增长7.5%，增速较2013年提高0.9个百分点；其中，第一产业实现增加值7.02亿元，同比增长3.4%；第二产业实现增加值408.38亿元，同比增长9.1%；第三产业实现增加值260.12亿元，同比增长5.0%。但需要关注的是，目前全国煤炭行业景气度仍较低，未来煤炭行业的波动或将影响伊金霍洛旗的经济增长。2014年，全旗完成固定资产投资460.29亿元，同比增长16.4%；实现社会消费品零售总额44.70亿元，较2013年增长10.1%。

表3 2013-2014年伊金霍洛旗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	675.52	7.5%	645.57	6.6%
第一产业增加值	7.02	3.4%	7.70	2.9%
第二产业增加值	408.38	9.1%	387.75	7.0%
第三产业增加值	260.12	5.0%	250.12	5.9%
固定资产投资	460.29	16.4%	395.43	16.1%
社会消费品零售总额	44.70	10.1%	40.60	9.7%
存款余额	292.79	-4.0%	304.95	14.3%
贷款余额	190.66	7.3%	177.68	11.4%

资料来源：2014年数据来源于伊金霍洛旗2014年国民经济和社会发展统计公报，2013年数据来源于伊金霍洛旗统计局

伊金霍洛旗地方综合财力小幅增长，财政自给率较好，但煤炭与房地产行业的波动以及非税收入的不稳定性均会对未来伊金霍洛旗财政收入产生一定不利影响

2014年伊金霍洛旗地方综合财力为1,049,287万元，同比增长1.47%，与2013年相比变化不大。从伊金霍洛旗财政收入的结构来看，公共财政收入仍然是伊金霍洛旗财政收入的主要来源，2014年伊金霍洛旗实现公共财政收入750,075万元，较2013年增长7.15%，增长主要来源于税收收入的增长，2014年全旗实现税收收入514,178万元，较2013年增长20.04%，占公共财政收入的比重为68.55%；伊金霍洛旗税收收入主要来源于耕地占用税、营业税、城镇土地使用税和增值税。目前煤炭行业景气度仍较低，未来煤炭企业经营状况的波动或将影响伊金霍洛旗的税收收入水平。2014年伊金霍洛旗非税收入较2013年下降13.17%，主要系专项收入同比下降27.42%所致，该收入稳定性较差，未来或影响公共财政收入的规模。

2014年，伊金霍洛旗上级补助收入同比下降32.05%，主要系一般性转移支付收入和专项转移支付收入下降所致，2014年两者分别下滑14.34%和41.43%。2014年伊金霍洛旗政府性基金收入有所增长，全年实现收入190,402万元，较2013年增长9.34%，但与2012年相比仍差距较大。2014年全旗政府性基金收入的增长主要得益于国有土地使用权出让收入的回升，全年实现收入189,258万元，较2013年增长85.12%，占全旗政府性基金收入的比重超过99%。目前，鄂尔多斯房地产行业景气度较低，未来伊金霍洛旗国有土地使用权出让收入仍存在一定不确定性，从而对全旗地方综合财力造成一定影响。

表4 2013-2014年伊金霍洛旗财政收入与支出情况（单位：万元）

项目	2014年	2013年	同比变化
财政收入			
公共财政收入	750,075	700,006	7.15%
其中：税收收入	514,178	428,332	20.04%
非税收入	235,897	271,674	-13.17%
上级补助收入	108,545	159,737	-32.05%
其中：返还性收入	2,488	2,516	-1.11%
一般性转移支付收入	44,186	51,580	-14.34%
专项转移支付收入	61,871	105,641	-41.43%
政府性基金收入	190,402	174,140	9.34%
其中：国有土地使用权出让收入	189,258	102,235	85.12%
预算外财政专户收入	265	189	40.21%
地方综合财力	1,049,287	1,034,072	1.47%
财政支出			
公共财政支出	737,789	738,030	-0.03%
政府基金支出	190,852	174,270	9.52%

预算外支出	265	189	40.21%
合计	928,906	912,489	1.80%

注：地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入+预算外财政专户收入

资料来源：伊金霍洛旗财政局

财政支出方面，2014年伊金霍洛旗公共财政支出为737,789万元，与2013年基本持平。伊金霍洛旗公共财政支出中城乡社区支出占比较高，2014年达到36.05%，此外一般公共服务、教育、社会保障和就业和医疗卫生与计划生育等支出占比合计为24.22%。整体来看，伊金霍洛旗财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）较好，2014年为101.67%。

四、经营与竞争

2014年公司营业收入主要来源于安居房收入、市政项目运营收入以及新增的商品房收入，全年营业收入为22,185.52万元，较2013年增长159.12%，增幅较大，主要系安居房收入大幅增长以及新增加的商品房收入规模较大所致，此外，公司市政项目运营收入继续下滑，同比下降20.08%。2014年公司综合毛利率为53.82%，较2013年下降34.66个百分点，主要系毛利率相对较低的房地产业务收入占比提高所致。

表5 2013-2014年公司营业收入及毛利率构成（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
安居房收入	7,851.19	13.23%	353.27	33.06%
商品房收入	8,039.98	66.50%	-	-
租金收入	315.32	100.00%	411.77	100.00%
物业管理收入	233.23	-86.98%	607.77	47.28%
市政项目运营收入	5,745.80	94.71%	7,189.01	94.03%
合计	22,185.52	53.82%	8,561.82	88.48%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

公司房地产收入大幅增长，但主要来源于当地政府，未来该业务收入以及资金回流或将受到一定影响，此外在建房地产项目使公司面临资金压力

房地产建设业务由公司全资子公司伊金霍洛旗宏泰房地产开发有限责任公司（以下简称“宏泰地产”）运营。宏泰地产主要负责伊金霍洛旗农牧民回迁安置房、经济适用房、公租房及附带商业、储藏室、车位和车库等的建设。2014年公司并无新完工房地产项目，房屋销售仍以此前已完工的项目为主，全年公司实现安居房收入为7,851.19万元，为2013年全年的22.22倍，主要来源于柳沟移民小区（柳岸华庭）项目；毛利率为13.23%，较2013年下降19.84个百分点，主要系当年度安居房收入主要来源于回迁安置房，毛利率较低。2014年

公司新增商品房收入，主要原因是公司将商业房产销售单独核算，全年公司实现商品房收入为8,039.98万元，主要来源于王府广场项目，毛利率为66.50%，水平较高。需要关注的是，公司安居房和商品房主要是先销售给当地政府，再由当地政府组织安置与销售，因此公司房地产收入主要来源于当地政府，收入的资金回流受财政拨付政策影响较大。截至2014年末公司应收账款中应收伊金霍洛旗房屋征收管理局达到10,174.93万元，主要来源于2014年销售的柳沟移民小区（柳岸华庭）项目和王府广场项目。

截至2014年末，公司房地产业务在建项目主要为柳沟移民小区（柳岸华庭）、金穗大厦、鲜鱼一条街、红海子经济适用房、宏泰尚都二期、乌兰木伦铁东新区、明珠花园和精品小区（宏泰尚都一期）等。其中金穗大厦项目公司仅承担融资平台业务，未来或以当地政府拨付资金来收回投资；其余项目以销售为主，预计仍将先销售给当地政府，再由当地政府组织安置与销售，其中鲜鱼一条街主要为商业房产，其他项目均为回迁安置房与经济适用房，其定价受政府指导，毛利率或有限。截至2014年末，公司房地产在建及拟建项目计划总投资为24.08亿元，已投资18.61亿元，未来尚需投资5.46亿元，存在资金压力。

表6 截至2014年末公司房地产项目在建情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资
柳沟移民小区（柳岸华庭）	10,809.57	9,584.82
金穗大厦	12,000.00	236.89
鲜鱼一条街	8,500.00	4,675.00
红海子经济适用房	41,787.00	27,471.89
宏泰尚都二期住宅小区工程	10,271.00	309.16
乌兰木伦铁东新区	71,730.45	66,328.80
明珠花园	29,627.00	25,014.20
精品小区（宏泰尚都一期）	56,000.00	52,477.01
合计	240,725.02	186,097.77

资料来源：公司提供

截至2014年末，公司已达到可销售状态的房地产项目主要包括柳沟移民小区（柳岸华庭）、王府广场、明珠花园、精品小区（宏泰尚都一期）、鲜鱼一条街和乌兰木伦铁东新区，各项目销售情况详见下表。总体来看，上述项目可销售金额合计为19.70亿元，截至2014年末已销售7.17亿元，尚未销售的项目预计未来能够给公司房地产收入带来一定保障。但值得关注的是，上述项目销售将主要由当地政府主导，公司收入将主要来源于政府部门，收入的实现以及资金回流均存在不确定性。

表7 截至2014年末公司可销售房地产项目（单位：套、万元）

项目名称	总套数	预计总房款	已销售套数	已销售金额
------	-----	-------	-------	-------

柳沟移民小区（柳岸华庭）	304.00	10,791.24	210.00	7,353.14
王府广场	28.00	8,039.98	28.00	8,039.98
明珠花园	508.00	46,994.69	475.00	37,935.44
精品小区（宏泰尚都一期）	627.00	55,113.87	363.00	18,380.19
鲜鱼一条街	48.00	16,858.10	0.00	0.00
乌兰木伦铁东新区	2,007.00	59,225.50	0.00	0.00
合计	3,522.00	197,023.38	1,076.00	71,708.75

注：总套数包括能够出售的住宅和商业，不包括储藏室、地下室和车库。

资料来源：公司提供

此外，公司租金收入与物业管理收入均有所下降，2014年分别为315.32万元和233.23万元，较2013年分别下降23.42%和61.63%。目前，上述两项业务收入规模较小，对公司收入贡献有限。

公司市政项目运营收入继续下滑，目前在建市政项目较多，资金压力大；公司在财政补贴方面继续得到了当地政府的支持

伊金霍洛旗人民政府[2009]90号文明确授权公司作为伊金霍洛旗城市基础设施建设主体。根据公司与伊金霍洛旗财政局签订的《伊金霍洛旗市政建设项目工程管理协议书》，公司负责工程项目的融资，并按已实施项目当年的工程投资款的一定比例向伊金霍洛旗财政局收取工程管理费。

根据伊金霍洛旗财政局《关于对伊金霍洛旗市政建设项目投资情况的审核函》（伊财函[2014]211号），由伊金霍洛旗财政局审核，公司2014年对西北片区道路管网工程、柳沟农村公路工程、乌兰活佛府邸工程等22项市政工程进行了投资建设，总支出为71,822.49万元，伊金霍洛旗财政局向公司支付了5,745.80万元工程建设管理费，公司由此取得市政项目运营收入，该收入较2013年下降20.08%。该业务运营成本较低，毛利率水平较高，2014年为94.71%，与2013年相比变化不大。该项业务对当地财政依赖性较大，未来存在一定不确定性。

截至2014年末，公司在建市政项目较多，主要包括那达慕运动项目工程、乌兰木伦南岸市政工程及北区一期工程等，项目总投资达491,082.42万元，已投资363,144.40万元，未来尚需投资127,938.02万元，资金压力大。

表8 截至2014年末公司主要市政项目在建情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资
北区一期工程	55,117.42	49,287.04
霍洛市政工程	15,200.00	12,173.67
北区 3.5KW 工程	7,099.00	6,790.24
王府广场工程	4,600.00	2,408.73

乌兰木伦南岸市政工程	77,256.00	73,488.01
红海子移民管网工程	19,590.00	18,426.58
役马场工程	3,936.00	3,345.17
平安小区节能改造工程	3,166.00	1,432.25
那达慕运动项目工程	131,480.00	83,202.24
汽车城安置房、西山安置房工程	29,261.00	21,560.08
北区桥梁工程	22,768.00	19,218.56
北区二期工程	30,100.00	22,191.70
怡心苑北路管网	3,249.00	2,387.74
西北片区道路工程	7,166.00	7,074.15
乌兰活佛府邸工程	32,000.00	27,637.18
柳沟农村公路工程	39,800.00	4,626.29
金泽大厦工程	9,294.00	7,894.77
合计	491,082.42	363,144.40

资料来源：公司提供

公司作为伊金霍洛旗城市基础设施建设主体，在财政补贴方面继续得到当地政府的支持。根据伊金霍洛旗财政局《关于拨付伊金霍洛旗宏泰城市建设投资有限责任公司2014年度财政补贴的函》（伊财函[2014]210号），2014年公司收到财政补贴9,200万元。

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）深圳分所审计并出具标准无保留意见的2014年审计报告，公司会计报表按照新会计准则编制。2014年公司会计报表合并范围未发生变化。以下分析中2013年数据采用的是2014年度审计报告的期初数。

资产结构与质量

公司资产规模增长较快，但主要集中于其他应收款、存货与在建工程，其中部分土地已用于抵押，且其他应收款规模较大，回款时间存在一定不确定性，整体资产流动性一般

截至2014年末，公司总资产为190.61亿元，较2013年末增长19.20%，增长较快。从资产构成来看，公司资产以流动资产为主，截至2014年末，流动资产占总资产的比重为73.79%。

公司流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款和存货构成。截至2014年末，

公司货币资金为9.05亿元，其中使用权受限的规模为1,366.38万元，主要系按揭贷款保证金。此外，公司银行存款大部分来源于国家开发银行的保障房贷款，仅用于保障房建设支出，且使用需要审批。预付款项主要为预付工程款，截至2014年末为3.87亿元。公司应收账款2014年末同比增长143.06%，主要系2014年确认的大部分安居房与商品房收入尚未实现资金回流所致。其他应收款主要是往来款，截至2014年末为45.63亿元，较2013年末增长36.04%，占总资产的比重为23.94%，规模较大，账龄在一年以内的其他应收款占比约为61%；其他应收款主要包括应收伊金霍洛旗财政局9.44亿元、应收伊金霍洛旗国有资产管理局7.70亿元、应收伊金霍洛旗园林局4.29亿元、应收伊金霍洛旗规划建设环境保护局3.98亿元和应收伊金霍洛旗城建局2.30亿元，上述应收款项规模较大，回收时间存在一定的不确定性，对公司资金形成了较大占用。公司存货由开发成本和土地构成，截至2014年末的规模分别为32.53亿元和47.92亿元，占存货的比重分别为40.38%和59.47%，开发成本主要为公司承担的房地产项目，其中宏泰国际商业广场等项目主要由拆迁补偿费构成；土地资产与2013年相比没有变化，截至2014年末，公司土地资产包括21宗土地使用权，面积合计为456.06万平方米，其中已有部分土地用于抵押借款。

表9 2013-2014年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	90,499.85	4.75%	17,263.38	1.08%
预付款项	38,720.44	2.03%	61,364.25	3.84%
应收账款	15,367.19	0.81%	6,322.32	0.40%
其他应收款	456,290.08	23.94%	335,402.19	20.98%
存货	805,725.41	42.27%	704,965.67	44.09%
流动资产合计	1,406,602.97	73.79%	1,125,317.81	70.37%
在建工程	498,945.72	26.18%	472,887.10	29.57%
非流动资产合计	499,498.07	26.21%	473,727.90	29.63%
资产总计	1,906,101.04	100.00%	1,599,045.72	100.00%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

公司非流动资产主要为在建工程，在建工程主要为公司承担的伊金霍洛旗市政项目，截至2014年末为49.89亿元，较2013年末增长5.51%，占总资产的比重为26.18%。

总体来看，2014年公司资产规模增长较快，但主要集中于其他应收款、存货和在建工程，其中部分土地已用于抵押，且其他应收款规模较大，回款时间存在一定不确定性，整体资产流动性一般。

盈利能力

公司收入与利润大幅增长，但综合毛利率有所下降，且利润水平仍对政府补助存在依赖性

2014年公司营业收入增长幅度较大，同比增长159.12%，主要系房地产业务收入大幅增长所致，其中安居房收入为7,851.19万元，为2013年全年的22.22倍，新增的商品房收入为8,039.98万元。此外，2014年公司市政项目运营收入继续下滑，同比下降20.08%。盈利能力方面，2014年公司综合毛利率较2013年下降34.66个百分点，主要系毛利率相对较低的房地产业务收入占比提高所致。此外，得益于收入规模的大幅增长与管理费用的下降，公司期间费用率下降较大，较2013年下降18.15个百分点。

受收入大幅增长带动，公司利润水平增长较多，2014年营业利润为10,481.58万元，较2013年增长134.38%；利润总额为19,631.52万元，较2013年增长143.04%。公司利润仍然对政府补助存在依赖性，2014年公司获得政府补助9,200.00万元，占公司利润总额的比重为46.86%。

表10 2013-2014年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2014年	2013年
营业收入	22,185.52	8,561.82
营业利润	10,481.58	4,472.04
政府补助	9,200.00	3,000.00
利润总额	19,631.52	8,077.60
净利润	19,396.73	8,277.06
综合毛利率	53.82%	88.48%
期间费用率	3.33%	21.48%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

现金流

公司在建项目尚需投资规模较大，资金压力大

2014年公司经营活动仍表现为现金净流入，但流入规模较2013年下降20.84%，主要系支付的其他与经营活动有关的现金同比增长307.98%所致，此外，2014年公司确认的安居房与商品房收入大部分尚未实现资金回流。公司收到与支付的其他与经营活动有关的现金主要为公司收到的补贴收入及往来款，规模较大，但发生时间存在较大不确定性，对公司经营性现金流有较大影响。

公司投资活动现金流量表现为持续的净流出，主要系在建项目推进所产生的购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金。未来公司在建项目将进一步展开，尚需投资规模较大，公司资金压力大。2014年公司筹资活动仍表现为现金净流出，净流出规模有所

下降，主要系取得借款收到6.70亿元现金所致；筹资活动现金流出主要系偿还债务以及利息。未来公司资金需求较大，仍将依赖于外部融资。

表11 2013-2014年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2014年	2013年
经营活动现金流入	353,457.75	208,982.66
经营活动现金流出	261,864.73	93,280.52
经营活动产生的现金流量净额	91,593.02	115,702.14
投资活动现金流入	5.00	41.48
投资活动现金流出	11,675.32	53,630.90
投资活动产生的现金流量净额	-11,670.32	-53,589.42
筹资活动现金流入	67,000.00	-
筹资活动现金流出	73,592.09	67,344.56
筹资活动产生的现金流量净额	-6,592.09	-67,344.56
现金及现金等价物净增加额	73,330.61	-5,231.83

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

资本结构和财务安全性

公司有息债务规模较大，且目前公司已存在银行借款欠息，偿债压力很大

公司负债规模增长较快，截至2014年末为90.44亿元，较2013年末增长46.65%，其中主要为流动负债，截至2014年末占负债总额的比重为57.25%。公司所有者权益变化不大，2014年末较2013年末增长1.97%，但公司产权比率同比提高27.50个百分点，所有者权益对负债的保障程度有所下降。

表12 2013-2014年公司资本结构（单位：万元）

项目	2014年	2013年
负债合计	904,350.09	616,691.50
其中：流动负债	517,707.52	271,644.51
非流动负债	386,642.56	345,046.99
所有者权益合计	1,001,750.95	982,354.22
产权比率	90.28%	62.78%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。截至2014年末，公司短期借款为1.90亿元，票面利率为8.25%，由伊金霍洛旗财政局及伊金霍洛旗九泰热力有限责任公司担保。应付账款主要为应付工程款，截至2014年末为6.54亿元，较2013年末增长117.62%。其他应付款主要为往来款，截至2014年末为35.47亿元，较2013年末增长73.69%，其中主要为应付伊金霍洛旗财政局债务中心19.98亿元、应付伊金

霍洛旗城建局5.40亿元、应付控股股东鄂尔多斯市圣圆投资集团有限责任公司5.18亿元、应付伊金霍洛旗龙海商贸公司2.00亿元和应付伊金霍洛旗非税收入管理局1.76亿元。截至2014年末，一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款和应付本期债券20%的本金部分，其中一年内到期的长期借款包括质押借款0.98亿元、抵押借款2.69亿元和保证借款1.18亿元。

表13 2013-2014年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	19,000.00	2.10%	-	-
应付账款	65,353.21	7.23%	30,030.66	4.87%
其他应付款	354,727.17	39.22%	204,224.95	33.12%
一年内到期的非流动负债	80,413.12	8.89%	39,830.18	6.46%
流动负债合计	517,707.52	57.25%	271,644.51	44.05%
长期借款	259,369.12	28.68%	186,113.34	30.18%
应付债券	127,273.44	14.07%	158,933.65	25.77%
非流动负债合计	386,642.56	42.75%	345,046.99	55.95%
负债总额	904,350.09	100.00%	616,691.50	100.00%
其中：有息债务	486,055.69	53.75%	384,877.17	62.41%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

公司非流动负债由长期借款和应付债券构成。截至2014年末，长期借款为25.94亿元，其中包括质押借款2.92亿元、抵押借款14.17亿元和保证借款8.85亿元；应付债券为本期债券。公司有息债务规模持续增长，截至2014年末为48.61亿元，较2013年末增长26.29%，占公司债务总额的比重为53.75%；有息债务中2015年需要偿还的规模为9.94亿元，占有息债务总额的比重为20.45%。

截至2014年末，公司资产负债率为47.45%，流动比率与速动比率水平尚可，随着利润水平的增长，2014年公司EBITDA有所增长，且EBITDA利息保障倍数也有所提升，但目前水平仍较低，从有息债务/EBITDA的指标来看，公司EBITDA相对于有息债务而言规模仍较小。整体而言，公司有息负债规模较大，偿债压力很大。

表14 2013-2014年公司偿债能力指标

指标名称	2014年	2013年
资产负债率	47.45%	38.57%
流动比率	2.72	4.14
速动比率	1.16	1.55
EBITDA（万元）	19,769.61	8,263.26

EBITDA 利息保障倍数	1.13	0.29
有息债务/EBITDA	24.59	46.58

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

需要关注的是，目前公司资金压力与偿债压力均很大，已存在银行借款欠息。根据公司提供的《企业信用报告》，截至2015年5月7日，公司共存在银行借款欠息1,789.51万元。上述欠息主要为中国建设银行股份有限公司内蒙古分行、中国农业发展银行鄂尔多斯市东胜区支行和内蒙古伊金霍洛农村商业银行股份有限公司的银行借款产生。目前，公司已与中国建设银行股份有限公司鄂尔多斯分行签订了《人民币资金借款合同变更协议》，将原本应于2014年10月偿还6,000万元银行借款展期至2019年偿还，但该笔借款2015年10月需偿还的规模仍为7,400万元。公司已与中国农业发展银行东胜区支行签订了《中国农业发展银行借款合同还款计划变更协议》，将原本应于2015年2月和3月偿还的4,700万元银行借款展期至2016年2月与3月偿还，故该笔银行借款2016年2月与3月需偿还的总额达到9,400万元。此外，根据公司审计报告，公司自中国邮政储蓄银行伊金霍洛旗支行取得的约1.43亿元银行借款也将于2015年偿还。

六、或有事项

根据公司提供的《企业信用报告》，截至2015年5月7日，公司共对5家企业借款提供担保，担保金额合计为8.60亿元，占2014年末公司净资产的比重为8.58%，存在一定的或有负债风险。

表15 截至2015年5月7日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保人	担保金额
伊金霍洛旗高级中学	28,000.00
鄂尔多斯市亿成房地产开发有限责任公司	12,000.00
鄂尔多斯市蒙古源流文化产业发展有限公司	28,000.00
鄂尔多斯市富强房地产开发有限责任公司	9,000.00
鄂尔多斯辰元工程有限责任公司	9,000.00
合计	86,000.00

资料来源：企业信用报告

七、评级结论

跟踪期内，伊金霍洛旗经济财政实力稳步提升，公司收入与利润增长幅度较大，且在财政补贴方面继续得到伊金霍洛旗政府的支持。

同时值得关注的是，煤炭与房地产行业的波动或将影响伊金霍洛旗未来财政收入水平；公司有息债务规模较大，且目前公司已存在银行借款欠息，偿债压力很大，同时公司在建项目尚需投资规模较大，资金压力大；公司资产主要包括存货和在建工程等，其中部分土地已用于抵押，且其他应收款规模较大，回款时间存在一定的不确定性，整体资产流动性一般；此外，公司还存在或有负债风险。

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

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
流动资产			
货币资金	90,499.85	17,263.38	22,456.56
交易性金融资产	-	-	50.00
应收账款	15,367.19	6,322.32	7,698.31
预付款项	38,720.44	61,364.25	78,656.57
其他应收款	456,290.08	335,402.19	269,785.75
存货	805,725.41	704,965.67	749,325.45
流动资产合计	1,406,602.97	1,125,317.81	1,127,972.64
非流动资产：			
固定资产	246.82	399.92	5,847.35
在建工程	498,945.72	472,887.10	457,413.08
无形资产	57.97	66.78	66.50
递延所得税资产	247.56	374.11	174.65
非流动资产合计	499,498.07	473,727.90	463,501.58
资产总计	1,906,101.04	1,599,045.72	1,591,474.22
流动负债：			
短期借款	19,000.00	-	-
应付账款	65,353.21	30,030.66	6,251.04
预收款项	-	1,439.89	1,386.99
应付职工薪酬	81.56	76.12	56.80
应交税费	-11,887.53	-13,977.28	1,078.03
应付利息	10,020.00	10,020.00	10,020.00
其他应付款	354,727.17	204,224.95	71,192.84
一年内到期的非流动负债	80,413.12	39,830.18	42,090.71
流动负债合计	517,707.52	271,644.51	132,076.40
非流动负债：			
长期借款	259,369.12	186,113.34	232,719.27
应付债券	127,273.44	158,933.65	159,523.44
非流动负债合计	386,642.56	345,046.99	392,242.71
负债合计	904,350.09	616,691.50	524,319.12
所有者权益：			
实收资本	270,000.00	270,000.00	270,000.00
资本公积	605,508.73	605,508.73	684,486.96
盈余公积	12,671.48	11,176.77	10,279.23

未分配利润	113,570.75	95,668.73	102,388.91
归属母公司权益	1,001,750.95	982,354.22	1,067,155.10
所有者权益合计	1,001,750.95	982,354.22	1,067,155.10
负债和所有者权益总计	1,906,101.04	1,599,045.72	1,591,474.22

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
一、营业收入	22,185.52	8,561.82	11,607.85
减：营业成本	10,245.81	986.43	2,504.73
营业税金及附加	1,225.43	458.22	581.45
销售费用	42.37	14.64	117.30
管理费用	834.21	1,978.85	1,517.35
财务费用	-137.67	-154.70	-310.46
资产减值损失	-506.21	797.83	-195.25
加：投资收益（损失以“-”号填列）	-	-8.52	28.81
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	10,481.58	4,472.04	7,421.55
加：营业外收入	9,242.74	3,615.99	6,714.41
减：营业外支出	92.80	10.43	56.14
三、利润总额（亏损以“-”号填列）	19,631.52	8,077.60	14,079.82
减：所得税费用	234.79	-199.46	48.81
四、净利润（亏损以“-”号填列）	19,396.73	8,277.06	14,031.01
归属于母公司所有者的净利润	19,396.73	8,277.06	14,031.01

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	14,378.16	9,890.63	17,311.80
收到的其他与经营活动有关的现金	339,079.59	199,092.03	213,014.05
经营活动现金流入小计	353,457.75	208,982.66	230,325.85
购买商品、接受劳务所支付的现金	78,364.94	32,088.15	39,132.40
支付给职工以及为职工支付的现金	738.79	920.25	1,599.25
支付的各项税费	330.20	15,556.06	1,727.97
支付的其他与经营活动有关的现金	182,430.80	44,716.05	322,960.97
经营活动现金流出小计	261,864.73	93,280.52	365,420.58
经营活动产生的现金流量净额	91,593.02	115,702.14	-135,094.73
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	-	41.48	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	5.00	-	9.00
投资活动现金流入小计	5.00	41.48	9.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	11,675.32	53,630.90	34,401.08
投资活动现金流出小计	11,675.32	53,630.90	34,401.08
投资活动产生的现金流量净额	-11,670.32	-53,589.42	-34,392.08
三、筹资活动产生的现金流量：			
取得借款收到的现金	67,000.00	-	40,334.36
收到其他与筹资活动有关的现金	-	-	158,400.00
筹资活动现金流入小计	67,000.00	-	198,734.36
偿还债务支付的现金	44,161.27	48,866.47	14,600.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	29,430.82	18,478.08	11,990.65
筹资活动现金流出小计	73,592.09	67,344.56	26,590.65
筹资活动产生的现金流量净额	-6,592.09	-67,344.56	172,143.71
四、现金及现金等价物净增加额	73,330.61	-5,231.83	2,656.90
加：期初现金及现金等价物余额	15,802.86	21,034.70	18,377.79
五、期末现金及现金等价物余额	89,133.47	15,802.86	21,034.70

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
净利润	19,396.73	8,277.06	14,031.01
加：资产减值准备	-506.21	797.83	-195.25
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	128.48	176.82	415.94
无形资产摊销	9.61	8.84	8.15
长期待摊费用的摊销	-	-	27.00
处理固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 （收益以“-”号填列）	9.62	-	66.35
投资损失（收益以“-”号填列）	-	8.52	-28.81
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	126.55	-199.46	48.81
存货的减少（增加以“-”号填列）	-100,759.74	30,260.08	-70,307.17
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-156,636.65	95,796.89	-41,288.85
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	329,824.64	-19,424.43	-37,871.92
经营活动产生的现金流量净额	91,593.02	115,702.14	-135,094.73

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2014年	2013年	2012年
产权比率	90.28%	62.78%	49.13%
资产负债率	47.45%	38.57%	32.95%
流动比率	2.72	4.14	8.54
速动比率	1.16	1.55	2.87
综合毛利率	53.82%	88.48%	78.42%
期间费用率	3.33%	21.48%	11.41%
有息债务（万元）	486,055.69	384,877.17	434,333.43
EBITDA（万元）	19,769.61	8,263.26	14,530.91
EBITDA 利息保障倍数	1.13	0.29	0.61
有息债务/EBITDA	24.59	46.58	29.89

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录五 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+应付票据+一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

附录六 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。