

兴化市城市建设投资有限公司

**2014 年公司债券 2015 年跟踪
信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第【347】号 01

债券剩余规模: 12 亿元

债券到期日期: 2020 年 07 月 15 日

债券偿还方式: 每年付息一次, 第三年至第六年, 每年分别偿还本金的 25%

分析师

姓名: 程炎弟 臧晓娜

电话: 021-51035670

邮箱: chengyd@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

兴化市城市建设投资有限公司 2014 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2015 年 06 月 19 日	2014 年 05 月 27 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对兴化市城市建设投资有限公司(以下简称“兴化城投”或“公司”)及其 2014 年 7 月 15 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兴化市地方财政实力较强,公司作为兴化市政府重点发展的投融资平台,承担了兴化市保障性住房建设、粮食流通职能,继续得到当地政府在财政补贴方面的大力支持;同时鹏元也关注到公司自身主营业务盈利能力较弱、资金支出较大等风险因素。

正面:

- 兴化市经济、财政收入保持增长。兴化市经济发展较快,2014 年兴化市地区生产总值 624.83 亿元,同比增长 11.0%,公共财政收入保持增长,2014 年公共财政收入为 36.95 亿元,较上年增长 10.20%。
- 公司继续得到地方政府的支持。公司作为兴化市政府重点发展的投融资平台,在财政补贴方面得到政府大力支持。2014 年公司获得财政补贴 5.19 亿元。
- 在建保障房、代建基础设施项目预期可为公司带来一定的收入。公司保障房后期预计可实现一定的销售收入和回购收入,代建基础设施项目将由政府分期回购,预期将为公司带来一定的收入。

关注:

- **兴化市政府性基金收入易受土地市场情况影响。**2014 年兴化市政府性基金收入为 13.61 亿元，占地方综合财力的比重为 15.30%，政府性基金收入易受国有土地市场情况影响较大。
- **粮食购销业务盈利能力较弱。**公司粮食购销业务收入规模受政府政策影响较大，业务毛利率较低，2014 年毛利率为 3.93%，盈利性较弱。
- **代建项目回购款存在一定的不确定性。**公司主要代建基础设施项目回购款的收回受当地财政资金安排影响较大，回购时间存在一定的不确定性。
- **资金支出压力较大。**截至 2014 年底，公司主要在建、拟建保障房项目、主要在建基础设施项目尚需投资规模较大，存在一定的资金压力。
- **其他应收款回款时间不确定性较大。**公司其他应收款增长较快，2014 年末为 49.66 亿元，较上年增长 108.73%，回款时间存在一定的不确定性。
- **存货流动性一般。**截至 2014 年末，公司存货中的土地已用于抵押的账面金额为 37.16 亿元，占存货土地资产的 69.63%，抵押比率较高，流动性一般。
- **存在较大的短期偿付压力。**截至 2014 年末，公司有息债务合计 34.22 亿元，增长较快，其中需于 2015 年偿还的有息债务 10.56 亿元，短期偿债压力大幅增加。
- **存在一定的或有负债风险。**截至 2014 年 12 月 31 日，公司对外担保金额 15.10 亿元，占年末净资产的比重为 18.78%，规模较大，存在一定的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	1,251,825.20	1,037,375.29	951,214.87
归属于母公司所有者权益（万元）	803,885.47	746,276.27	701,370.65
资产负债率	35.78%	28.06%	26.27%
营业收入（万元）	144,499.30	165,254.17	171,454.37
营业利润（万元）	-8,629.38	-5,560.95	-7,211.43
营业外收入（万元）	51,971.45	46,586.58	44,639.78
利润总额（万元）	42,658.99	40,946.31	37,347.18
有息债务（万元）	342,190.50	200,578.32	180,749.43
综合毛利率	14.45%	3.99%	3.95%
总资产回报率	5.58%	5.37%	5.14%
EBITDA（万元）	65,512.49	53,504.14	43,549.06
EBITDA 利息保障倍数	3.09	3.31	6.47
经营活动现金流净额（万元）	63,270.70	24,606.77	13,904.61

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[2014]963号文件批准，公司于2014年07月15日发行12亿元公司债券，票面利率为7.36%。

本期债券起息日为2014年7月15日，每年付息一次，同时设置本金提前偿付条款，自债券存续期第三年末起至第六年末止，分别偿还本期债券本金金额的25%。截至2015年5月20日，尚未到付息日。

截至2015年4月30日，本期债券募集资金用途情况如下：

表1 截至2015年4月30日，本期债券募集资金使用情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	已投资	拟使用募集资金	已使用募集资金
戴南镇城东小区保障性住房项目	2.16	1.38	1.25	1.25
合陈至城东公路（昌荣至海南段）建设项目	4.27	2.12	2.00	2.00
333省道兴化段改扩建工程	14.00	12.10	6.25	6.25
兴化市河道整治工程项目	5.18	2.63	2.50	2.50
合计	25.61	18.23	12.00	12.00

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人为兴化市政府国有资产监督管理办公室，实收资本为20,000万元，合并范围内的一级子公司2家，均较上年无变化。

截至2014年12月31日，公司资产总额为125.18亿元，所有者权益为80.39亿元，资产负债率为35.78%；2014年公司实现营业收入14.45亿元，利润总额4.27亿元，经营活动现金净流入6.33亿元。

三、区域经济及财政实力

兴化市经济稳健发展，但工业布局集中于不锈钢产业，产业多样化程度有待提高

2014年，兴化市各项经济指标均保持了较快的增长速度。2014年兴化市地区生产总值624.83亿元，同比增长11.0%，其中，第一产业增加值92.54亿元，增长3.3%；第二产业增加值264.31亿元，增长12.0%；服务业增加值267.98亿元，增长12.6%。全年规模以上固定资产投资增速保持在20.00%以上；社会消费品零售总额增速整体有所下降，但基

本维持在 10.00% 以上。

产业结构方面，兴化市以第二产业及第三产业为主，近年来第三产业的增长速度较快，占经济总量的比例逐年提高，三次产业的比例由 2012 年的 15.9: 43.4: 40.7 调整为 2014 年的 14.8: 42.3: 42.9。目前兴化市工业有近 30 个行业大类，通过近年来的优化调整，已形成了不锈钢材料及制品、食品加工、机械制造三大主导产业，2014 年全市规模以上工业三大主导产业完成产值 1,088.7 亿元，同比增长 17.4%。其中，不锈钢产业运行稳定，完成产值 787.2 亿元，同比增长 17%；食品加工产业稳中有升，完成产值 177.6 亿元，同比增长 21.2%；机械铸造产业完成产值 123.9 亿元，同比增长 14.7%。

表2 2013-2014 年兴化市主要经济指标

项目	2014 年		2013 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值（亿元）	624.83	11.00%	575.84	11.60%
第一产业增加值（亿元）	92.54	3.30%	87.67	3.30%
第二产业增加值（亿元）	264.31	12.00%	248.10	13.60%
第三产业增加值（亿元）	267.98	12.60%	240.07	12.40%
工业增加值（亿元）	228.22	11.80%	215.86	14.60%
全年规模以上固定资产投资（亿元）	284.80	20.30%	234.73	24.00%
社会消费品零售总额（亿元）	139.97	10.70%	126.48	12.20%
出口总额（亿美元）	5.25	18.50%	4.43	4.80%
存款余额（亿元）	517.40	13.10%	457.59	10.90%
贷款余额（亿元）	352.69	10.00%	320.59	21.30%

资料来源：2013-2014 年兴化市国民经济与社会发展统计公报、鹏元整理

兴化市税收收入占公共财政收入的比重较高，公共财政收入的质量较好；但兴化市地方综合财力增长放缓，政府性基金收入易受当地房地产市场影响，同时财政支出增长较快，财政平衡的压力增大

2014 年兴化市公共财政收入为 36.95 亿元，较上年增长 10.20%。从公共财政收入构成来看，税收收入占公共财政收入的比重为 82.84%，税收收入占公共财政收入的比重较高，公共财政收入的质量较好。税收收入中占比较大的税种有营业税、增值税、企业所得税土地增值税，以上四个税种 2014 年占兴化市税收收入的 62.08%。

上级补助收入占兴化市地方综合财力比重较大，2014 年占比为 35.95%。上级补助收入以一般性转移支付收入和专项转移支付收入为主，其中，由于泰州市对兴化市民生方面的补助增多，一般性转移支付收入增长较快。政府性基金收入主要为国有土地使用权出让收入，易受当地房地产市场波动及兴化市土地出让规划影响，2014 年，政府性基金收入

为 13.61 亿元，较上年增长 16.72%。

从财政支出看，兴化市近年财政支出增长较快，2014 年，兴化市财政支出 109.65 亿元，较上年增长较多，主要是公共财政支出、政府性基金支出增长较多。从公共财政支出的结构来看，教育、医疗等保障民生方面的支出和城乡建设方面的支出占比较大。政府性基金支出主要投向城乡社区事务，2014 年城乡社区支出 13.96 亿元。兴化市公共财政收入/公共财政支出的数值较低，公共财政收入不能覆盖公共财政支出，需要上级补助等其他方面等收入来补足。总体来看，由于民生保障、城市建设支出城乡社区支出增多，财政支出增长较快，财政平衡的压力有所增加。

表3 2013-2014 年兴化市财政收入、支出主要指标（单位：亿元）

项目	2014 年	2013 年
地方综合财力	88.95	79.33
（一）公共财政收入	36.95	33.53
其中：税收收入	30.61	27.55
非税收收入	6.34	5.98
（二）上级补助收入	31.98	29.97
其中：返还性收入	2.01	2.03
一般性转移支付收入	15.76	14.14
专项转移支付收入	14.21	13.80
（三）政府性基金收入	13.61	11.66
其中：国有土地使用权出让收入	12.16	9.34
（四）财政专户管理资金收入	6.41	4.17
财政支出	109.65	84.95
（一）公共财政支出	73.56	67.43
（二）政府性基金支出	31.98	13.35
（三）财政专户管理资金支出	4.11	4.17
公共财政收入/公共财政支出	50.23%	49.73%

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+财政专户管理资金收入

资料来源：兴化市财政局、鹏元整理

四、经营与竞争

公司主营业务主要包括保障性住房建设与销售、粮食购销和城市基础设施建设等。公司收入主要来自粮食购销业务，2014 年粮食购销业务占主营业务收入的比重为 92.43%。2014 年公司房产销售收入有所增长，但总体规模不大。2014 年公司其他业务收入较上年大幅增长，主要是资金占用费规模较大，资金占用费主要由公司资金外借产生，2014 年

资金占用费来自于借予兴化市财政局 117,750 万元、泰州市海陵资产经营有限公司 70,000 万元分别产生的 9,830.91 万元、2,331.67 万元的资金占用费。

表4 2013-2014 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

业务类型	2014 年		2013 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
主营业务收入	132,283.93	6.55%	164,737.33	3.69%
粮食购销	122,270.54	3.93%	162,167.60	3.60%
房产销售	10,013.39	38.51%	2,569.73	9.02%
其他业务收入	12,215.38	100.00%	516.84	100.00%
租金收入	22.08	100.00%	32.79	100.00%
资金占用费	12,162.58	100.00%	456.79	100.00%
管理费	30.72	100.00%	27.26	100.00%

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告、鹏元整理

公司粮食购销业务毛利率较低，盈利性较弱

公司粮食购销业务的主体为子公司兴化市粮食购销总公司（以下简称“粮食购销总公司”），主要经营的产品是兴化市当地生产的小麦、水稻和大麦。粮食购销总公司是兴化市最主要的粮食购销企业，在兴化市粮食流通领域承担着双重职能，即市场化经营业务和政策性业务¹（国家储备粮业务）：在作为最主要的购销企业参加兴化市粮食市场交易的同时，还代表兴化市粮食局管理粮食流通行业，维护兴化市粮食市场正常秩序，协调确定兴化市内粮食收购价格。目前，粮食购销总公司统筹管理兴化市境内其他 37 家粮油购销企业。公司粮食购销业务收入主要来自于国家储备粮的收购和销售，受政府政策影响较大。2014 年国家下达的粮食储备任务为 51 万吨，公司在完成国家收储任务之后，进行市场化经营业务，公司市场化经营业务约占粮食购销业务的 10%-20%。2014 年，公司粮食销量、收购量有所下降，粮食购销收入为 12.23 亿元，较上年下降 24.60%。

表5 2013-2014 年公司粮食购销情况（单位：万吨）

产品名称	2014 年		2013 年	
	销量	收购量	销量	收购量
小麦	40.04	78.65	39.82	78.08
水稻	17.32	24.23	24.99	35.43
大麦	10.01	10.84	4.35	5.51
其他	0.54	0.97	0.91	0.93
合计	67.91	114.69	70.07	119.95

资料来源：公司提供

¹市场化经营业务与政策性业务的区别主要是销售价格的区别：市场化经营业务按照当时的市场价格销售，政策性业务由国家确定最低拍储价格后，由参与企业进行竞拍确定。

公司粮食购销业务尽管收入规模较大，但毛利率水平不高，业务盈利性不强。随着购销价格差的改善，公司粮食购销业务的毛利率逐年改善，2014 年粮食购销业务毛利率较上年增加 0.33 个百分点，但总体而言毛利率水平不高。

表6 2013-2014 年公司粮食购销价格情况（元/百斤）

年份	小麦		大麦		稻谷	
	销售均价	收购价	销售均价	收购价	销售均价	收购价
2013 年	121.85	115.25	113.56	102.75	132.14	147.73
2014 年	131.24	123.30	110.31	104.50	150.99	153.46

资料来源：公司提供

总体来看，公司粮食购销业务收入规模受政策影响较大，且业务毛利率较低，盈利性较弱。

公司保障房建设和销售受当地保障房建设规划影响，销售价格较低，收入波动较大

公司保障房建设主体为兴化市经济适用住房建设有限公司（以下简称“经济适用房公司”），经济适用房公司成立于 2004 年 6 月，是兴化市承担保障性住房开发与经营的主体。近年来，公司保障房销售收入波动较大，主要原因是保障房项目的建设与销售受兴化市城市建设、拆迁安置规划、保障房建设规划影响较大。

公司近年来收入来自于兴化市 2010 年城市经济适用房项目、文昌路南经济适用房项目。截至 2014 年末，兴化市 2010 年城市经济适用房项目已基本销售完毕；2014 年文昌路南一期经济适用房项目开始销售，累计实现销售面积 39,094.24 平方米，销售收入 7,900.28 万元，预计尚可实现 19,526 万元的销售收入。公司经济适用房基于政府指导价格进行销售，销售价格远低于市场销售价格（约为市场价格的一半），同时各项目政府指导价格不同。近年来，公司房产销售业务毛利波动较大，主要是因为该项业务在核算时部分成本为预估，来年再进行冲补，同时各项目之间的销售价格的不同也是造成毛利率波动的原因。2014 年公司实现房产销售收入 10,013.39 万元，毛利率为 38.51%。

表7 2013-2014 年公司保障房销售情况

年份	销售房屋套数（套）	销售面积（平方米）	销售收入（万元）
2013	135	10,797.18	2,569.73
2014	586	52,139.54	10,013.39

注：销售面积包含了小区的绿化和车库等面积。

资料来源：公司提供

公司目前在建的保障房项目主要为戴南镇城东小区保障性住房项目，项目建设地点位于振兴路东侧，总建筑面积 92,535.53 平方米，其中住宅建筑面积 66,911.72 平方米，车库

建筑面积 11,913.83 平方米，阁楼建筑面积 6,365.98 平方米，店面房建筑面积 7,344 平方米；其中，经济适用房建设总面积 45,017 平方米，总套数 334 套；公共租赁住房 21,894 平方米，总套数 330 套。项目中的经济适用房部分建成后根据兴化市指导价格进行销售，预计可实现约 1.26 亿元的销售收入，此外配套商业用房部分销售收入预计可达 0.95 亿元。文昌路南三期项目总投资预计 2.80 亿元，规划建筑面积 7 万平方米，其中住宅面积 6.3 万平方米，预计将于 2017 年 10 月份完工。未来随着公司在建保障房的销售，预期可为公司带来一定的收入。

戴南镇城东小区保障型住房项目中的公共租赁住房部分，根据公司与兴化市财政局《戴南镇城东小区保障性住房项目公共租赁住房部分建设-转让（BT）合作协议书》，公共租赁住房部分的投资收益为代建投资总额的 15%。兴化市财政局承诺项目竣工验收后六年回购项目的所有权。回购资金总额为 5,868.63 万元（其中包括工程回购款 5,103.16 万元，投资回报 765.47 万元），2014-2019 年每年支付 978.11 万元，截至 2014 年末，尚未支付，该部分回购款受兴化市财政情况及财政资金安排影响较大，回款时间存在一定的不确定性。

表8 截至 2014 年末公司主要在建和拟建保障房项目（单位：亿元、万平方米）

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资	建筑面积	可售面积	预计完工时间
戴南镇城东小区保障性住房项目	2.16	1.38	0.78	9.25	7.24	2015.1
文昌路南三期	2.80	-	2.80	7.00	6.30	2017.10
合计	4.96	1.38	3.58	16.25	13.54	-

资料来源：公司提供

公司承担了兴化市部分道路等基础设施建设，预期将为公司带来较多的回购收入，但回购时间存在一定不确定性，同时项目尚需投资规模较大，存在一定的资金压力

公司作为兴化市重要的投融资平台，承担了兴化市部分道路等基础设施建设任务。公司建设的主要基础设施项目与政府签订了项目建设-转让（BT）合作协议书。截至 2014 年末，公司已完工的基础设施项目为 233 省道兴化城东镇至 333 省道段改扩建工程项目，该项目公司与政府签订了代建协议，约定投资收益为代建投资总额的 3%，项目竣工后将由兴化市交通局分五年回购，预计每年可获得 1.9 亿元回购收入，未来能够产生持续稳定的回购收入。

公司目前主要在建基础设施项目包括合陈至城东公路（昌荣至海南段）建设项目和 333 省道兴化段改扩建工程、兴化市河道整治工程项目。合陈至城东公路（昌荣至海南段）建设项目和 333 省道兴化段改扩建工程项目均与兴化市财政局签订了项目建设-转让（BT）

合作协议书，根据协议书约定，项目投资收益为代建投资总额的 15%，兴化市财政局承诺项目竣工验收后分六年回购项目的所有权，回购总额为 21.01 亿元(具体回购计划见表 9)。公司代建项目回购款的收回受当地财政资金安排影响较大，回购时间存在一定的不确定性。兴化市河道整治工程项目无直接经济收益，兴化市政府将以授权公司开发位于车路河路南侧、五里东路北侧、东外环东侧、张庄路西侧的一块约 1,317 亩的规划为城镇住宅用地的开发整理，出让后净收益返还至公司，预计可实现收入 9.48 亿元。截至 2014 年末，公司主要在建项目预计总投资为 23.45 亿元，已投资 16.85 亿元，尚需投资 6.60 亿元，后续所需资金规模仍较大，公司存在一定的资金压力。

表9 截至 2014 年末公司主要在建基础设施项目（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资
合陈至城东公路（昌荣至海南段）建设项目	4.27	2.12	2.15
333 省道兴化段改扩建工程	14.00	12.10	1.90
兴化市河道整治工程项目	5.18	2.63	2.55
合计	23.45	16.85	6.60

资料来源：公司提供

表10 2014-2019 年合陈公路项目和 333 省道项目回购计划（单位：万元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
回购款	21,010.50	21,010.50	42,021.00	42,021.00	42,021.00	42,021.00

资料来源：公司提供

公司在财政补贴方面继续得到地方政府的大力支持

作为兴化市政府重点发展的融资平台，以及为兴化市保障性住房建设主体及粮食流通主体，公司得到了兴化市政府在政策和财政上的大力支持。资金上，兴化市政府为支持公司保障性住房建设，并弥补公司粮食销售的部分损失，近年来，持续给予公司财政补贴方面的支持，2014年公司获得财政补贴5.19亿元。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下我们的分析基于公司提供的经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013-2014 年审计报告。公司 2013-2014 年财务报告均按新会计准则编制。

资产结构与质量

公司资产以土地资产为主，其他应收款规模较大、增长较快，对资金形成了一定的占

用，整体资产流动性一般

公司总资产规模保持增长，2014年总资产为125.18亿元，较上年增长20.67%，主要是其他应收款的增长。公司资产以流动资产为主，2014年流动资产占比为96.33%。

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。2014年末，公司货币资金主要为银行存款，其中受限制的为3,500万元。其他应收款主要为公司与兴化市财政局及泰州市海陵资产经营管理有限公司等其他政府相关机构之间的借款和往来款，2014年其他应收款较上年增长108.73%，主要是应收兴化市财政局、海陵资产经营管理有限公司的借款的增加，2014年末公司应收兴化市财政局17.35亿元、泰州市海陵资产经营有限公司7.0亿元的借款，收取资金占用费1.22亿元。公司其他应收款回款风险较小，但金额较大且增长较快，其他应收款中的借款对公司的资金形成了一定的占用。

公司存货主要是土地资产和粮食购销总公司储存的粮食资产、经济适用房开发成本构成，2014年末存货余额为62.52亿元，其中土地资产为53.36亿元，面积为307.21万平方米（详见附录五），占存货的比重为85.35%。截至2014年末，公司存货中的土地已用于抵押的账面金额为37.16亿元，占存货土地资产的69.63%，抵押比率较高。由于土地使用权变现受国家房地产政策及当地土地出让规划影响较大，公司存货资产的流动性一般。公司非流动资产主要为固定资产和无形资产。公司固定资产主要为房屋建筑物、无形资产为土地使用权。

表11 2013-2014年公司主要资产构成（单位：万元）

项 目	2014年		2013年	
	金额	比重	金额	比重
货币资金	41,908.93	3.35%	61,482.13	5.93%
其他应收款	496,554.72	39.67%	237,888.26	22.93%
存货	625,248.76	49.95%	612,539.84	59.05%
流动资产合计	1,205,909.55	96.33%	965,791.67	93.10%
固定资产	14,090.03	1.13%	10,485.24	1.01%
无形资产	18,870.58	1.51%	-	-
非流动资产合计	45,915.65	3.67%	71,583.62	6.90%
资产总计	1,251,825.20	100.00%	1,037,375.29	100.00%

资料来源：公司审计报告、鹏元整理

盈利能力

公司主营业务盈利水平较弱，利润主要来自政府补贴

公司主营业务收入主要来源于粮食购销收入和房产销售收入。由于粮食购销及房产销售业务均受政府政策影响较大，公司营业收入存在波动性。公司目前承担了较多的基础设

施建设项目，未来预期可实现一定的代建项目回购收入，但粮食购销收入及房产销售收入仍将呈现一定的波动。

公司综合毛利率不高，2014 年受公司其他业务收入中的资金占用费大幅增长影响，公司综合毛利率较上两年提升。随着公司债券融资的增加，本期债券的发行，公司财务费用上升较快，期间费率上升较快，2014 年末为 18.48%。

总体来看，公司综合毛利率不高，且需要承担一定的期间费用，营业利润为负。公司利润主要来自于政府补助，2014 年，公司获得 5.19 亿元的政府补贴收入，成为公司利润的主要来源。

表12 2013-2014 年公司盈利能力指标

项 目	2014 年	2013 年
营业收入（万元）	144,499.30	165,254.17
营业利润（万元）	-8,629.38	-5,560.95
营业外收入（万元）	51,971.45	46,586.58
利润总额（万元）	42,658.99	40,946.31
净利润（万元）	41,606.98	40,349.30
综合毛利率	14.45%	3.99%
期间费用率	18.48%	7.36%
总资产回报率	5.58%	5.37%

资料来源：公司审计报告、鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流受关联方资金往来影响较大，公司在建项目所需现金支出规模较大，面临一定的资金缺口

受公司与关联方存在较为密切的资金往来，公司经营活动产生的现金流量呈现一定的波动性，2014年经营活动现金净流入6.33亿元，经营活动中的现金流入能够覆盖现金流出。未来，公司保障房等建设仍需要投入较多的资金，面临一定的经营资金压力。2014年公司投资活动现金流出主要为购进固定资产投入，规模较小。公司主要通过银行借款、发行债券进行融资，2014年公司筹资活动现金流入主要来源与本期债券的发行，受公司利息支出及偿还银行借款本金大于新增借款金额，2014年筹资活动现金表现为净流出。

总的来看，公司未来保障房及基础设施建设项目现金支出规模较大，面临一定的资金压力。

表13 2013-2014 年公司现金流情况（单位：万元）

项 目	2014 年	2013 年
销售商品、提供劳务收到的现金	141,717.20	173,697.12

收到其他与经营流动有关的现金	73,494.69	70,221.84
经营活动现金流入小计	215,211.89	243,918.96
购买商品、接受劳务支付的现金	134,711.74	204,055.86
支付其他与经营活动有关的现金	11,251.00	8,063.57
经营活动现金流出小计	151,941.19	219,312.19
经营活动产生的现金流量净额	63,270.70	24,606.77
投资活动产生的现金流量净额	-767.63	7,940.51
筹资活动产生的现金流量净额	-82,076.28	-27,137.80
现金及现金等价物净增加额	-19,573.20	5,409.48

资料来源：公司审计报告、鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务增加，存在较大的短期偿债压力

公司短期负债主要包括短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债。公司短期借款主要为抵押借款和信用借款，主要是满足日常业务资金周转需要；应付账款主要为应付工程建设款；预收账款主要为预收的粮食购销款；其他应付款主要为应付关联单位的往来款。公司一年内到期的非流动负债增长较快，主要是公司2012年发行的12亿元公司债券，从2015年2018年开始每年偿还本金的25%。

公司长期负债主要为长期借款和应付债券。长期借款全部为抵押银行借款。随着2014年7月本期债券发行成功，公司应付债券余额增长较多，公司长期负债规模进一步提升。

总体来看，公司2014年末有息债务²合计34.22亿元，增长较快。公司营业利润为负，自身经营业务无法为债务的偿还提供资金，债务偿还主要依靠政府资金支持。2015年度，公司需偿还有息债务10.54亿元，短期偿债压力大幅增加。

表14 2013-2014年公司主要负债结构（单位：万元）

项 目	2014 年		2013 年	
	金额	比重	金额	比重
短期借款	69,836.00	15.59%	45,850.00	15.75%
应付账款	8,966.98	2.00%	11,707.10	4.02%
预收款项	15,557.72	3.47%	16,902.25	5.81%
其他应付款	65,410.21	14.60%	53,593.03	18.41%
一年内到期的非流动负债	31,500.00	7.03%	-	-
流动负债合计	205,620.57	45.90%	136,370.70	46.85%
长期借款	32,900.00	7.34%	36,000.00	12.37%
应付债券	207,954.50	46.42%	118,728.32	40.79%
非流动负债合计	242,319.15	54.10%	154,728.32	53.15%

² 有息债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券

负债合计	447,939.73	100.00%	291,099.02	100.00%
有息债务	342,190.50	76.39%	200,578.32	68.90%

资料来源：公司审计报告、鹏元整理

表15 截至2014年底公司有息债务偿还期限结构（单位：亿元）

项 目	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
每年需偿还金额	10.54	4.83	7.05	6.00	3.00	3.00

资料来源：公司提供

2014年末公司资产负债率为35.78%，较上年增长较多。EBITDA利息保障倍数由于利息支出增长而有所下降。公司流动比率和速动比率均较高，但公司存货流动性一般，其他应收款的流动性依赖于兴化市财政状况，短期偿债能力一般。

表16 2013-2014年公司主要偿债能力指标

项 目	2014年	2013年
资产负债率	35.78%	28.06%
流动比率	5.86	7.08
速动比率	2.82	2.59
EBITDA（万元）	65,512.49	53,504.14
EBITDA利息保障倍数	3.09	3.31

资料来源：公司审计报告、鹏元整理

六、或有事项分析

截至2014年12月31日，公司对外担保金额15.10亿元，占年末净资产的比重为18.78%，被担保方主要为兴化市政府相关单位及国有企业，担保金额中20.07%为当地民营企业，具体情况见下表。由于对外担保金额占公司净资产的比例较大，公司存在一定的或有负债风险。

表17 截至2014年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保金额	担保起始日	担保到期日
兴化市人民医院	26,000.00	2010/2/8	2019/12/20
	21,000.00	2012/2/8	2017/2/6
	3,000.00	2014/11/20	2015/11/20
兴化市戴南镇东南集镇镇建设投资有限公司	13,500.00	2012/12/13	2017/12/12
兴化市自来水总公司	10,000.00	2013/6/17	2022/12/31
	4,500.00	2014/12/24	2015/12/20
兴化市戴南自来水厂	3,500.00	2009/6/26	2016/6/25
兴化中学	5,000.00	2014/1/24	2015/1/24
泰州明锋资源再生科技有限公司	500.00	2014/3/19	2015/3/16
兴化市兴业投资有限公司	12,500.00	2014/4/29	2015/4/29
江苏申源特钢有限公司	4,500.00	2014/4/29	2015/4/16
	2,100.00	2014/5/28	2015/4/1
	1,400.00	2014/6/5	2015/5/11

	4,500.00	2014/6/16	2017/6/15
	5,000.00	2014/6/23	2015/6/19
	3,000.00	2014/7/9	2015/7/8
	1,800.00	2014/7/17	2015/1/17
	1,000.00	2014/8/13	2015/2/13
兴化市兴业投资有限公司	9,000.00	2014/8/29	2015/8/29
江苏美乐肥料有限公司	3,000.00	2014/9/23	2015/9/23
江苏兴利达齿轮有限公司	2,000.00	2014/9/23	2015/9/23
江苏省兴化中等专业学校	2,700.00	2014/9/30	2015/9/29
兴化市中医院	10,000.00	2014/12/11	2015/6/11
泰州明锋资源再生科技有限公司	1,500.00	2014/6/22	2015/6/22
合计	151,000.00	-	-

资料来源：公司审计报告

七、评级结论

跟踪期内兴化市经济、财政收入保持增长，为公司发展提供了较好的环境；公司作为兴化市政府重点发展的投融资平台，在财政补贴方面得到政府大力支持。公司营业收入主要来自粮食购销，粮食购销业务收入规模受政府政策影响较大，业务毛利率维持在较低的水平；公司保障房、基础设施建设项目进展顺利，预期可为公司带来一定的销售和回购收入。但公司代建基础设施项目回购款的收回受当地财政资金安排影响较大，回购时间存在一定的不确定性，同时在建项目尚需投入规模较大，存在一定的资金压力。公司其他应收款增长较快，对公司运营资金形成占用，回款时间存在一定的不确定性。公司存货以土地资产为主，大部分已用于抵押，资产流动性一般。公司有息债务增长较快，存在较大的即期偿付压力。公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

基于以上情况，经综合评定，鹏元维持公司主体长期信用等级AA，本期债券信用等级维持为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
货币资金	41,908.93	61,482.13	57,768.36
应收账款	33,983.26	43,213.65	41,729.54
预付款项	6,513.46	10,667.79	7,750.73
应收利息	1,700.41	-	-
其他应收款	496,554.72	237,888.26	190,911.68
存货	625,248.76	612,539.84	572,011.92
流动资产合计	1,205,909.55	965,791.67	870,172.23
持有至到期投资	-	-	30,098.37
长期股权投资	10,392.60	10,393.19	10,398.10
固定资产	14,090.03	10,485.24	10,000.72
在建工程	421.71	48,264.79	28,094.22
无形资产	18,870.58	-	-
长期待摊费用	8.80	-	-
递延所得税资产	2,131.93	2,440.40	2,451.23
非流动资产合计	45,915.65	71,583.62	81,042.64
资产总计	1,251,825.20	1,037,375.29	951,214.87
短期借款	69,836.00	45,850.00	24,649.43
应付账款	8,966.98	11,707.10	14,456.39
预收款项	15,557.72	16,902.25	13,160.47
应付职工薪酬	86.45	93.46	185.38
应交税费	7,467.86	5,480.29	6,855.49
应付利息	6,795.35	2,744.56	2,742.68
其他应付款	65,410.21	53,593.03	31,694.38
一年内到期的非流动负债	31,500.00	-	8,000.00
流动负债合计	205,620.57	136,370.70	101,744.22
长期借款	32,900.00	36,000.00	28,100.00
应付债券	207,954.50	118,728.32	120,000.00
递延收益	1,464.65	-	-
非流动负债合计	242,319.15	154,728.32	148,100.00
负债合计	447,939.73	291,099.02	249,844.22
实收资本（或股本）	20,000.00	20,000.00	20,000.00
资本公积	565,993.64	549,991.43	549,835.11
其他综合收益	4,400.00	4,400.00	-
盈余公积	17,862.37	14,132.50	10,449.58

未分配利润	195,629.46	157,752.34	121,085.96
归属于母公司所有者权益合计	803,885.47	746,276.27	701,370.65
所有者权益合计	803,885.47	746,276.27	701,370.65
负债和股东权益总计	1,251,825.20	1,037,375.29	951,214.87

资料来源：公司审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
一、营业总收入	144,499.30	165,254.17	171,454.37
其中：营业收入	144,499.30	165,254.17	171,454.37
二、营业总成本	153,128.09	170,903.13	178,763.71
其中：营业成本	123,621.79	158,664.65	164,683.74
营业税金及附加	2,014.85	132.70	165.99
销售费用	3,515.02	3,499.74	4,216.88
管理费用	5,127.30	5,720.60	3,721.11
财务费用	18,065.63	2,940.20	5,552.71
资产减值损失	783.50	-54.77	423.28
投资收益（损失以“-”号填列）	-0.59	88.00	97.92
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-0.59	-4.91	-0.45
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	-8,629.38	-5,560.95	-7,211.43
加：营业外收入	51,971.45	46,586.58	44,639.78
减：营业外支出	683.08	79.32	81.17
四、利润总额（亏损以“-”号填列）	42,658.99	40,946.31	37,347.18
减：所得税费用	1,052.00	597.01	-76.52
五、净利润（亏损总额以“-”号填列）	41,606.98	40,349.30	37,423.69
归属于母公司股东的净利润	41,606.98	40,349.30	37,423.69

资料来源：公司审计报告

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	141,717.20	173,697.12	185,507.16
收到其他与经营流动有关的现金	73,494.69	70,221.84	47,183.52
经营活动现金流入小计	215,211.89	243,918.96	232,690.68
购买商品、接受劳务支付的现金	134,711.74	204,055.86	146,388.50
支付给职工以及为职工支付的现金	2,928.79	2,105.85	1,840.58
支付的各项税费	3,049.65	5,086.91	452.75
支付其他与经营活动有关的现金	11,251.00	8,063.57	70,104.24
经营活动现金流出小计	151,941.19	219,312.19	218,786.07
经营活动产生的现金流量净额	63,270.70	24,606.77	13,904.61
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	-	60,000.00	-
取得投资收益收到的现金	-	191.28	-
投资活动现金流入小计	-	60,191.28	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	767.63	22,250.77	26,519.37
投资支付的现金	0.00	30,000.00	30,000.00
投资活动现金流出小计	767.63	52,250.77	56,519.37
投资活动产生的现金流量净额	-767.63	7,940.51	-56,519.37
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	-	6,896.21	-
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	6,896.21	-
取得借款收到的现金	50,000.00	31,458.31	89,975.43
发行债券收到的现金	118,800.00	-	118,546.00
收到其他与筹资活动有关的现金	1,500.00	1,000.00	42,097.35
筹资活动现金流入小计	170,300.00	39,354.52	250,618.78
偿还债务支付的现金	27,814.00	10,100.00	111,498.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	17,022.85	16,145.74	6,728.43
支付其他与筹资活动有关的现金	209,539.43	40,246.58	58,114.32
筹资活动现金流出小计	254,376.28	66,492.32	176,340.75
筹资活动产生的现金流量净额	-84,076.28	-27,137.80	74,278.03
五、现金及现金等价物净增加额	-21,573.20	5,409.48	31,663.27
加：期初现金及现金等价物余额	59,982.13	54,572.66	22,909.39
六、期末现金及现金等价物余额	38,408.93	59,982.13	54,572.66

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	41,606.98	40,349.30	37,423.69
加：资产减值损失	783.50	-54.77	423.28
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,584.95	132.61	509.71
无形资产摊销	84.52	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-	10.57	-
财务费用	16,166.26	5,076.34	5,692.17
投资损失	0.59	-88.00	-97.92
递延所得税资产减少	308.47	10.83	-134.75
存货的减少	-12,708.92	-40,527.92	28,215.86
经营性应收项目的减少	-3,324.46	15,823.61	-45,638.07
经营性应付项目的增加	18,768.81	3,874.20	-12,489.38
经营活动产生的现金流量净额	63,270.70	24,606.77	13,904.61
现金的期末余额	38,408.93	59,982.13	54,572.66
现金的期初余额	59,982.13	54,572.66	22,909.39
现金及现金等价物净增加额	-21,573.20	5,409.48	31,663.27

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
资产负债率	35.78%	28.06%	26.27%
流动比率	5.86	7.08	8.55
速动比率	2.82	2.59	2.93
EBITDA (万元)	65,512.49	53,504.14	43,549.06
EBITDA 利息保障倍数	3.09	3.31	6.47
负债与所有者权益比率	55.72%	39.01%	35.62%
综合毛利率	14.45	3.99%	3.95%
期间费用率	18.48%	7.36%	7.87%
总资产回报率	5.58%	5.37%	5.14%

资料来源：公司审计报告、鹏元整理

附录五 截至2014年末公司土地资产情况(单位:万平方米、万元)

土地证编号	用途	账面价值	面积	是否用于抵押
兴国用(2009)006565号	批发零售,城镇住宅	12,991.00	5.95	否
兴国用(2008)第006128号	城镇混合住宅用地	1,505.25	0.75	否
兴国用(2008)第006129号	城镇混合住宅用地	2,012.69	0.98	否
兴国用(2008)第006130号	城镇混合住宅用地	1,595.07	0.78	否
兴国用(2008)第006214号	城镇混合住宅用地	4,726.34	3.37	否
兴国用(2008)第006213号	城镇混合住宅用地	3,066.21	2.19	否
兴国用(2008)第006033号	城镇混合住宅用地	8,328.20	3.56	是
兴国用(2008)第006032号	城镇混合住宅用地	3,960.30	1.87	是
兴国用(2007)第004755号	城镇混合住宅用地	6,800.45	5.00	是
兴国用(2007)第004756号	城镇混合住宅用地	21,501.26	14.96	是
兴国用(2007)第003364号	城镇混合住宅用地	24,254.22	17.31	是
兴国用(2007)第003408号	城镇混合住宅用地	39,282.83	28.57	是
兴国用(2009)第007138号	批发零售、城镇住宅用地	15,702.76	9.29	是
兴国用(2009)第007136号	批发零售、城镇住宅用地	40,413.52	26.96	是
兴国用(2009)第007137号	批发零售、城镇住宅用地	35,164.50	21.88	是
兴国用(2010)第9932号	批发零售、城镇住宅用地	57,834.94	29.60	是
兴国用(2010)第9934号	批发零售、城镇住宅用地	47,401.36	24.03	是
兴国用(2010)第9933号	批发零售、城镇住宅用地	13,120.83	3.16	否
兴国用(2007)第001226号	商业用地	12,205.43	6.79	否
兴国用(2012)第8061号	批发零售、城镇住宅	110,826.54	53.33	否
兴国用(2011)第04562号	批发零售,城镇住宅	23,238.20	15.36	是
兴国用(2012)第5000号	批发零售,城镇住宅	12,090.20	7.99	是
兴国用(2012)第6001号	批发零售,城镇住宅	11,112.49	7.34	是
兴国用(2011)第04564号	批发零售,城镇住宅	24,497.25	16.19	是
合计		533,631.84	307.21	

资料来源:公司提供

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
	长期有息债务	长期借款+应付债券+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。