

钦州滨海新城资产管理有限公司

2013 年公司债券 2016 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：

## 钦州滨海新城资产管理有限公司 2013 年公司债券 2016 年跟踪信用评级报告

报告编号:

鹏信评【2016】跟踪第  
【436】号 02

增信方式:

土地使用权抵押

债券剩余规模: 9 亿元

债券到期日期:

2020 年 8 月 27 日

债券偿还方式: 每年付  
息一次, 分期还本, 在  
债券存续期的第 3-7 年  
每年偿还债券发行总额  
的 20% 本金

分析师

姓名:

董斌 林心平

电话:

0755-8287 2240

邮箱:

dongb@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](http://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	2016 年 06 月 29 日	2015 年 06 月 25 日

### 评级结论:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对钦州滨海新城资产管理有限公司 (以下简称“滨州资产”或“公司”) 及其 2013 年 08 月 27 日发行的公司债券 (以下简称“本期债券”) 的 2016 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钦州市地方经济及财政实力稳步增长, 公司得到了当地政府在项目建设专项基金等方面的支持, 并且国有土地使用权抵押的增信方式有效的提升了本期债券的安全性, 同时我们也关注到钦州市政府性基金收入下滑明显, 公司业务收入较集中且盈利大幅持续下滑, 有息债务规模持续上升, 在建工程投资规模较大, 资金支出压力较大, 资产流动性弱及经营活动现金流表现不佳等风险因素。

### 正面:

- 钦州市经济及财政实力保持增长。钦州市经济保持平稳发展, 2015 年实现地区生产总值 944.42 亿元, 同比增长 8.40%; 一般预算收入保持平稳增长, 2015 年钦州市全口径及市本级公共财政收入分别为 50.34 亿元及 38.62 亿元, 同比分别增长 5.67% 及 6.98%。
- 公司得到了当地政府在项目建设专项基金等方面的支持。2015 年, 钦州市财政局拨入资金合计 14,676.07 万元, 作为家兴苑七区项目、公租房安惠二园、安惠三园等项目建设专项基金, 资金计入资本公积。
- 土地使用权抵押担保有效提升了本期债券安全性。公司以评估价值 15.45 亿元国

有土地使用权为本期债券提供抵押担保，为本期债券拟发行最高额度的 1.72 倍，有效的提升了本期债券的安全性。

### 关注：

- **跟踪期内，钦州市全口径及市本级政府性基金收入下滑明显。**2015 年钦州市政府性基金收入较 2014 年下滑明显，全口径及市本级政府性基金收入分别为 49.30 亿元及 39.12 亿元，同比分别下滑 23.15% 及 29.46%。
- **跟踪期内，公司收入来源较集中，盈利持续大幅下滑。**公司收入主要来源于土地管理服务收入，该业务收入占主营业务收入比重 97.66%；2015 年公司实现利润总额 163.94 万元，同比下滑 96.68%。
- **公司资产以土地使用权为主，且已抵押土地占比大，资产流动性弱；公司其他应收款规模较大，账龄周期长，对资金形成占用。**截至 2015 年末，公司存货账面价值 45.73 亿元，占资产总额 63.79%，其中，土地使用权账面价值 33.64 亿元，已抵押土地占比 76.58%，资产流动性弱。截至 2015 年末，公司其他应收款余额为 22.53 亿元，同比增长 32.01%。
- **公司在建、拟建工程及保障房建设项目较多，资金支出压力较大。**截至 2015 年底，公司主要在建项目尚需投入资金 11.21 亿元，随着投资项目建设的推进，公司还需投入大量建设资金，资金支出压力较大。
- **公司有息债务规模继续上升，EBITDA 利息保障倍数偏弱。**截至 2015 年末，公司有息债务规模为 26.01 亿元，同比上升 24.43%，占负债总额的 83.78%；EBITDA 利息保障倍数为 0.79，公司利息保障程度偏弱。
- **公司经营活动现金流持续表现不佳。**近年来公司经营活动现金流呈持续净流出状态，2013-2015 年累计净流出 25.45 亿元。

### 主要财务指标：

项目	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	716,892.89	642,698.10	544,032.57
所有者权益（万元）	406,465.76	378,501.10	319,484.00
有息债务（万元）	260,087.06	209,024.36	88,705.99
资产负债率	43.30%	41.11%	41.27%
流动比率	10.52	11.67	4.01
营业收入（万元）	6,219.69	6,318.06	26,282.71
利润总额（万元）	163.94	4,937.06	11,707.56

综合毛利率	90.24%	90.32%	45.52%
总资产回报率	0.73%	0.83%	2.67%
EBITDA（万元）	4,982.83	4,977.90	11,737.04
EBITDA 利息保障倍数	0.79	0.79	-
经营活动现金流净额（万元）	-73,490.30	-142,754.33	-38,241.20

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，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【2013】1514号文件批准，公司于2013年8月27日公开发行人9亿元公司债券，发行利率为7.0%。本期债券为7年期固定利率债券，每年付息一次，同时设置本金提前偿付条款。在本期债券存续期的第3个计息年度末开始，分别按照债券发行总额的20%的比例等额偿还债券本金。2015年8月27日，公司已按时全额支付第二期利息。跟踪期内，本期债券本息兑付情况如下：

**表 1 截至 2015 年 12 月末本期债券本息兑付情况（单位：万元）**

本息兑付日期	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2014年8月27日	-	6,300.00	90,000.00
2015年8月27日	-	6,300.00	90,000.00
合计	-	12,600.00	-

资料来源：公司提供

截至2015年12月31日，本期债券募集资金使用情况如下：

**表 2 截至 2015 年末，本期债券募集资金使用情况（单位：万元）**

项目名称	计划		实施进度	
	总投资	拟使用募集资金	已投资	已使用募集资金
钦州市廉租房家兴苑七区工程	24,868.15	11,000	16,079.86	10,540.00
钦州市公共租赁住房安惠二园工程	22,281.08	13,000	13,466.63	12,637.59
钦州市白石湖片区 7、8、11 号地块土地整理及新农村建设项目	66,519.00	36,000	39,000.00	35,719.00
钦州市南区尖山镇沙井犁头嘴村土地整理及新农村建设项目	68,108.00	30,000	41,000.00	29,734
合计	<b>181,776.23</b>	<b>90,000</b>	<b>109,546.49</b>	<b>88,630.59</b>

资料来源：公司提供

## 二、发行主体概况

2015年10月30日，公司与国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）签署《国开发展基金投资合同（适用于逐年退出项目—增资目标公司股东回购模式）》，国开发展基金有限公司以货币资金1.5亿元对公司进行增资，本次增资资金仅用于钦州港滨海新城棚户区改造示范项目建设，投资期限内国开基金每年收取不高于年化收益率1.2%，在项目建设完工后国开基金分三年进行减资退出，退出计划为公司每年减资4,000万元、5,000万元及6,000万元。

此次增资后，公司注册资本由3亿元增至4.5亿元，公司股权结构调整为：钦州市滨海新城置业集团有限公司持股66.67%，国开发展基金有限公司持股33.33%，公司实际控制人仍为钦州市滨海新城管理委员会<sup>3</sup>。

跟踪期内公司合并报表范围未发生变化，子公司仅一家，具体明细见附录五。

截至2015年12月31日，公司资产总额为71.69亿元，所有者权益为40.65亿元，资产负债率为43.30%；2015年度，公司实现营业收入0.62亿元，利润总额0.02亿元，经营活动现金流净额-7.35亿元。

### 三、区域经济与财政实力

**跟踪期内，钦州市经济规模保持增长，增速有所放缓，且经济增长对固定资产投资依赖程度较高**

跟踪期内，钦州市经济规模保持增长，但增速有所放缓。2015年钦州市实现地区生产总值944.42亿元，同比增长8.40%，增速较上年下降1.4个百分点。分结构看，2015年钦州市实现第一产业增加值205.18亿元，同比增长4.10%，第二产业增加值381.75亿元，同比增长8.50%，第三产业增加值357.49亿元，同比增长11.20%，增速有所增加。2015年，钦州市人均GDP占全国人均GDP的60.32%。2015年钦州市全社会固定资产投资达到810.10亿元，按可比价格同比增长22.90%，钦州市经济发展对固定资产投资依赖较高。2015年钦州市消费品零售总额为333.50亿元，同比增长10.00%。

**表3 钦州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2015年		2014年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	944.42	8.40%	854.96	9.80%
第一产业增加值	205.18	4.10%	193.91	4.00%
第二产业增加值	381.75	8.50%	338.94	13.90%
第三产业增加值	357.49	11.20%	332.12	7.00%
固定资产投资	810.10	22.90%	658.97	17.90%
社会消费品零售总额	333.50	10.00%	303.25	12.80%
进出口总额（亿美元）	-	-	53.34	51.10%
存款余额	-	-	773.86	9.0%
贷款余额	-	-	531.51	3.0%

注：部分数据未获得。

资料来源：《2014年钦州市国民经济和社会发展统计公报》及钦州市政府网站钦州市2015年1-12月主要经济指标。

<sup>3</sup> 截至2016年5月30日，公司注册变更尚未完成。

### 2015年钦州市综合财力进一步提升,但对上级补助依赖较大,一般预算收支缺口加大,财政自给率有所降低

2015年钦州市全口径、本级综合财力分别实现217.72亿元及149.71亿元,分别同比增长3.68%和4.79%,财政实力持续增长。2015年钦州市全口径及本级公共财政预算收入中税收收入占比分别为62.61%和63.15%,公共财政预算收入质量一般。根据《钦州市2015年经济运行情况分析》,由于受国家提高成品油消费税的政策影响,消费税有一定幅度增长,带动了税收的提升。上级补助收入依然是钦州市财政收入的主要来源,2015年钦州市全口径和本级上级补助收入占综合财力比例分别为54.01%和38.71%,对上级补助依赖较大。

钦州市财政支出主要为公共财政预算支出,2015年钦州市全口径及本级一般预算收支缺口加大,全口径和本级公共财政收入与公共财政支出的比例分别为26.38%和33.31%,财政自给率降低。

**表 6 钦州市全口径及本级财政收支情况 (单位: 亿元)**

项目	2015 年		2014 年	
	全口径	本级	全口径	本级
<b>综合财力= (一) + (二) + (三) + (四)</b>	<b>217.72</b>	<b>149.71</b>	<b>210.00</b>	<b>142.86</b>
(一) 公共财政收入	50.34	38.62	47.64	36.1
其中: 税收收入	31.52	24.39	29.5	22.57
非税收收入	18.83	14.23	18.14	13.53
(二) 上级补助收入	117.58	57.96	96.89	47.25
其中: 税收返还收入	5.64	3.74	5.09	3.22
一般性转移支付收入	64.18	23.59	53.68	20.93
专项转移支付	47.76	30.63	38.13	23.09
(三) 政府基金收入	49.30	39.12	64.15	55.46
其中: 土地出让收入	-	-	48.57	41.96
(四) 预算外财政专户收入	0.50	14.01	1.32	4.05
(一) 公共财政支出	190.86	115.93	141.99	77.95
(二) 政府基金支出	49.30	39.12	49.99	55.96
(三) 预算外财政专户支出	4.56	4.05	1.33	1.02
<b>公共财政收入/公共财政支出</b>	<b>26.38%</b>	<b>33.31%</b>	<b>33.55%</b>	<b>46.31%</b>

注:“-”表示该部分数据未取得。

资料来源:钦州市财政局

## 四、经营与竞争

2015年公司实现主营业务收入6,143.81万元,同比小幅下滑0.87%,公司主要收入来源



土地管理服务收入基本稳定；公司子公司保障性住房业务2014、2015年均未实现销售收入，但项目仍在建设过程中；物业管理费及土地租赁业务等收入规模仍较小，对公司收入贡献较小。

**表 5 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2015年		2014年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地管理服务收入	6,000.00	100.00%	6,023.02	100.00%
物业管理费	118.64	4.05%	143.69	52.41%
土地租赁收入	25.18	100.00%	30.74	100.00%
<b>合计</b>	<b>6,143.81</b>	<b>98.15%</b>	<b>6,197.45</b>	<b>98.90%</b>

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

**跟踪期内，公司主要收入来源土地管理服务收入经营稳定，盈利性较好**

公司土地管理服务收入包括土地管理费收入和土地整理服务净收益，分别涉及土地管理和土地整理服务两项业务。根据《关于同意将市土地储备中心收储的部分土地委托钦州滨海新城资产管理有限公司管理的批复》（钦政函【2009】227号），钦州市土地储备中心将收储的滨海新城范围内的土地委托公司进行管理，并按每亩每年不低于1万元的标准支付管理费，管理费由钦州市土地储备中心向公司支付。2014及2015年钦州市土地储备中心与公司均签署《储备土地委托管理合同》，该协议每年一签，约定委托管理费用为每亩/年人民币2万元，并约定于每年6月及12月分别支付委托管理费用3,000.00万元。2015年，公司受托管理土地面积3,000亩，全年实现管理费收入6,000.00万元，该业务盈利性较好。

但是，土地管理费收入具有一定波动性，由于土地管理面积与当地的土地一级市场关联程度高，易受国家房地产政策调控以及市场的影响；另外，土地管理费标准易受当地政府政策影响，未来可能存在较大波动性。

**表 6 2014-2015 年公司储备土地管理费收入情况（单位：亩、万元）**

项目	2015年	2014年
土地管理面积	3,000	3,000
政府批文	钦政函【2012】192号	钦政函【2012】192号
管理费标准	2万元/亩	2万元/亩
土地管理费收入	6,000.00	6,000.00

资料来源：公司提供

土地整理服务方面，根据《关于同意钦州滨海新城资产管理有限公司计提土地整理服务净收益的批复》（钦政函【2011】427号），自2012年1月1日起，钦州市滨海新区内每年的土地出让收益按不低于10%的比例返还给公司，作为土地整理服务净收益，并作为公

司未来持续的收益来源。2014-2015年公司均未开展土地整理业务，因此未获得土地整理服务净收益，需继续关注该业务收入可持续性。

### 公司在建基础设施项目规模较大，面临较大的资金压力

公司承担了钦州市滨海新城区域基础设施建设职能，在建项目主要包括本期债券募投项目、钦州市北部湾国际人才创业基地和风情酒吧街（具体明细见表7）及部分保障性住房建设项目，项目投资规模较大，截至2015年底，公司主要在建基础设施项目总投资规模为18.47亿元，已投资10.29亿元，尚需投入8.18亿元，面临较大的资金压力。我们关注到，除本期债券募投项目以外，上述项目均未与市政府签订相关协议，未来该等项目的收益率及资金回收期存在不确定性，需持续关注后续该等项目回收资金情况。

**表 7 截至 2015 年末，公司主要在建基础设施项目情况（单位：万元）**

项目	总投资	已投资	预计完工时间
钦州市白石湖片区 7、8、11 号地块土地整理及新农村建设项目	66,519.00	39,000.00	2018 年 6 月
钦州市南区尖山镇沙井犁头嘴村土地整理及新农村建设项目	68,108.00	41,000.00	2018 年 9 月
钦州市北部湾国际人才创业基地	27,798.00	10,124.50	2017 年 12 月
风情酒吧街(白石湖)	22,244.00	12,784.37	2016 年 7 月
<b>合计</b>	<b>184,669.00</b>	<b>102,908.87</b>	

资料来源：公司提供

### 跟踪期内，公司保障性住房仍未实现收入，未来该业务回款时间存在不确定性

2015年度公司保障性住房业务仍未确认收入。截至2015年末，公司在售的保障性住房项目为辣椒槌茂盛安置小区一期，由子公司钦州市滨海房地产开发有限公司（以下简称“滨海房产”）与钦州市政府签订销售协议，总投资为4.60亿元。2015年，市政府验收面积5.72万平方米（具体明细见表8），但公司当期未实现收入；累计已验收面积11.71万平方米，累计确认收入13,789.58万元，剩余可验收面积为7.79万平方米，该项目未来能为公司带来一定的收入，但政府回购日期具有一定不确定性。

**表 8 截至 2015 年末公司在售保障性住房情况（单位：平方米、亿元、元/平方米）**

项目	建筑面积	总投资	销售单价	当期验收面积	累计验收面积	剩余可验收面积	当期确认收入	累计确认收入
辣椒槌茂盛安置小区一期	195,029.70	4.60	2,300	57,184.14	117,138.82	77,890.88	0.00	1.38
<b>合计</b>	<b>195,029.70</b>	<b>4.60</b>	<b>2,300</b>	<b>57,184.14</b>	<b>117,138.82</b>	<b>77,890.88</b>	<b>0.00</b>	<b>1.38</b>

注：建筑面积为计划数，实际建筑面积会根据施工情况进行调整。

资料来源：公司提供

截至2015年末，公司在建的保障性住房项目计划总投资61,858.92万元，已投资31,554.07万元，尚需投资30,304.85万元，未来预计可验收面积171,397.00平方米，预计未来可为公司带来收入合计62,567.00万元。公司在建保障性住房项目均与钦州市政府签订了相关回购协议，公司未来收入有一定保障。但值得注意的是，该业务回款受政府购买情况影响较大，回款时间存在不确定性。2015年，钦州市财政局拨入合计14,676.07万元，作为家兴苑七区项目、公租房安惠二园、安惠三园等项目建设专项基金，资金计入资本公积。

**表 9 截至 2015 年 12 月 31 日公司在建保障性住房情况（单位：平方米、万元）**

项目名称	建筑面积	计划总投资	累计已投资	预计可验收面积	预计可确认收入
钦州市廉租住房家兴苑七区项目	89,014.56	24,868.15	16,079.86	70,520.00	60,000.00
钦州市公共租赁住房安惠二园项目	98,376.98	34,007.14	13,466.63	90,180.00	
钦州市公共租赁住房安惠三园项目	10,739.57	2,983.63	2,007.58	10,697.00	2,567.00
<b>合计</b>	<b>198,131.11</b>	<b>61,858.92</b>	<b>31,554.07</b>	<b>171,397.00</b>	<b>62,567.00</b>

资料来源：公司提供

总体说来，跟踪期内，公司营业收入小幅下滑，主要收入来源于土地管理服务收入。我们关注到，公司未就基础设施建设项目与市政府签订回购协议，该等项目投资规模较大，公司面临一定资金压力；保障性住房销售业务当期仍未确认收入，资金回款时间具有不确定性。公司在建保障性住房项目均与钦州市政府签订了相关回购协议，但业务回款受政府购买情况影响较大，回款时间存在不确定性。

## 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大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015年审计报告，报告均采用新会计准则编制，2014年数据采用的是2015年度审计报告期初数。

2015年，公司对部分科目进行追溯调整，事项包括：2014年末购买的银行理财产品金额2,232.00万元，2014年度在货币资金列示，2015年度追溯调整至其他流动资产列示，同时现金流量表中投资支付的现金增加2,232.00万元。此外，根据桂地税关于印发《营业税差额征税管理办法（试行）》的公告（桂地税公告〔2011〕13号），追溯调整2012、2013

年年营业税及相关税费，公司应交税费减少1,659.05万元，盈余公积金增加108.93万元，年初未分配利润增加1,550.12万元。

跟踪期内，公司合并报表范围无变化。

## 资产结构与质量

### 公司资产规模有所增长，资产以存货为主且抵押占比较高，资产流动性较弱

截至2015年末，公司资产总额71.69亿元，较2014年末增长11.54%。公司资产主要以流动资产为主，截至2015年末，公司流动资产占总资产比重为99.99%。流动资产主要由货币资金、其他应收款及存货构成。截至2015年末，公司货币资金余额为2.49亿元，无使用受限资金。截至2015年末，公司其他应收款余额为22.53亿元，较2014年增长32.01%，主要其他应收钦州市新城建设投资有限公司往来款11.06亿元、钦州市开发投资集团有限公司往来款4.00亿元，广西钦州临海工业投资有限责任公司往来款3.93亿元，钦州市滨海新城置业集团有限公司（母公司，以下简称“滨海置业”）往来款2.27亿元等，该等款项账龄在一年以上的占比84.27%，回收时间不确定性较大，对公司资金形成较大占用。存货占公司总资产比例较高，截至2015年末，公司存货账面价值为45.73亿元，公司存货中主要是土地使用权及项目工程成本，其中土地使用权价值为33.64亿元，已抵押土地价值总额为25.76亿元，占比76.58%。

总体来看，公司资产规模增长较快，资产以存货为主且抵押占比较高，资产流动性较弱；其他应收款增长迅速，账龄较长，回收期具有不确定性，对公司资金形成较大占用。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	716,833.99	99.99%	642,590.05	99.98%
其中：货币资金	24,877.29	3.47%	47,498.17	7.39%
其他应收款	225,284.47	31.43%	170,654.18	26.55%
存货	457,310.75	63.79%	412,826.72	64.23%
资产总计	716,892.89	100.00%	642,698.10	100.00%

资料来源：公司 2015 年审计报告

## 盈利能力

跟踪期内，公司收入来源较集中，财务费用大幅上升，公司利润持续大幅下滑，盈利能力较弱

2015年公司实现营业收入6,219.69万元，同比小幅下滑，主要原因是2015年公司主要收入来源依赖于土地管理费收入，该业务成长性不强，且该业务收入与钦州市滨海新城范围内的土地收储规模以及管理费标准相关，有潜在的波动风险。此外，跟踪期内公司保障性住房仍未实现收入。未来公司保障性住房仍有一定的项目储备，但收入实现的时间及款项的资金回笼存在一定不确定性。

利润方面，2015年公司营业利润大幅下滑，期间费用率上升，期间费用率由2014年5.53%上升至82.85%，当期财务费用占营业收入总额75.84%。公司2014年审计报告显示公司财务费用为净利息收入，主要是财务费用的利息支出均计入该年度资本化利息，2014年公司资本化利息合计为6,300.00万元；2015年公司资本化利息为1,515.00万元，财务费用利息支出为4,784.84万元。2015年，公司实现利润总额163.94万元，同比下滑96.68%，利润持续大幅下滑。

总体来看，公司收入来源较集中，跟踪期内仍未实现保障性住房收入，财务费用大幅上升，公司利润持续大幅下滑，盈利能力较弱。

**表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2015年	2014年
营业收入	6,219.69	6,318.06
营业利润	186.15	4,978.00
利润总额	163.94	4,937.06
净利润	78.16	3,661.03
综合毛利率	90.24%	90.32%
期间费用率	82.85%	5.53%
总资产回报率	0.73%	0.83%

资料来源：公司 2015 年审计报告

## 现金流

**跟踪期内，公司经营活动现金表现不佳，对筹资活动的依赖程度较高**

近年来公司经营活动现金流表现不佳，呈持续净流出状态。2015年公司经营活动产生的现金流量净流出7.35亿元，主要系公司同政府相关部门往来款项规模较大，导致公司2015年经营活动现金流出较多。公司在建项目主要为基础设施及保障性住房项目，总投资24.65亿元，已投资13.45亿元，尚需投资11.21亿元，因此公司对筹资有较高的依赖程度。2015年，公司筹资活动净现金流入5.18亿元，主要是公司2015年新增抵押借款所致。

**表 12 公司现金流情况表（单位：万元）**

项目	2015年	2014年
收现比	2.28	1.98
销售商品、提供劳务收到的现金	14,151.73	12,537.52
收到的其他与经营活动有关的现金	63,166.32	150,779.45
经营活动现金流入小计	77,318.05	163,316.97
购买商品、接受劳务支付的现金	44,371.90	28,888.10
支付的其他与经营活动有关的现金	102,758.82	276,914.39
经营活动现金流出小计	150,808.35	306,071.29
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-73,490.30</b>	<b>-142,754.33</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-899.14</b>	<b>-2,244.27</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>51,768.56</b>	<b>167,897.47</b>
现金及现金等价物净增加额	-22,620.88	22,898.88

资料来源：公司 2015 年审计报告

### 资本结构与财务安全性

跟踪期内，公司资产负债率继续攀升，有息债务规模增长较快，债务压力有所增加。截至2015年末，公司负债总额为31.04亿元，其中有息债务达到26.01亿元，较上年末增长24.43%，有息债务规模增长较快，公司存在一定的偿债压力。公司负债规模及有息债务增长主要由于2015年公司取得合计5.09亿元的长期借款所致。

表 13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2015年	2014年
负债总额	310,427.13	264,196.99
非流动负债	242,274.66	209,141.96
所有者权益	406,465.76	378,501.10
负债与所有者权益比率	76.37%	69.80%

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要由应交税费、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。截至2015年末，公司应交税费主要是应付企业所得税1.50亿元及应交营业税0.51亿元。截至2015年末，公司其它应付账款主要为其他应付滨海置业2.54亿元往来款。公司2014年新增长期借款5.09亿元，全部为抵押借款，贷款期限为14年，利率在4.145%-4.745%之间。截至2015年末，公司一年内到期的非流动负债金额1.8亿元，系为偿还本期债券2016年第一期本金资金。

公司非流动负债主要包括长期借款及应付债券。截至2015年末，公司长期借款余额17.09亿元，主要是抵押借款，2015年新增借款5.09亿元，系公司向国家开发银行股份有限

公司抵押借款5.09亿元，借款利率在4.145%-4.745%之间，将于2029年4月28日到期。截至2015年末，公司应付债券7.12亿元为本期债券剩余本金。

截至2015年末，公司有息债务规模26.01亿元，占公司负债总额83.78%，公司偿债压力较大。

**表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
<b>流动负债合计</b>	68,152.47	21.95%	55,055.04	20.84%
应交税费	20,851.73	6.72%	23,849.47	9.03%
其他应付款	25,482.99	8.21%	17,914.73	6.78%
一年内到期的非流动负债	18,000.00	5.80%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	242,274.66	78.05%	209,141.96	79.16%
其中：长期借款	170,866.00	55.04%	120,000.00	45.42%
应付债券	71,221.06	22.94%	89,024.36	33.70%
<b>负债总额</b>	310,427.13	100.00%	264,196.99	100.00%
<b>其中：有息债务</b>	260,087.06	83.78%	209,024.36	79.12%

资料来源：公司 2015 年审计报告

表15为公司有息债务偿还期限静态分布情况，公司债务偿还集中在2017-2018年。

**表 15 截至 2015 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限静态分布表（单位：万元）**

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
本金	18,000.00	41,840.00	41,840.00	41,840.00	41,840.00
利息	13,907.09	11,585.88	9,194.68	6,803.47	5,672.26
<b>合计</b>	<b>31,907.09</b>	<b>53,425.88</b>	<b>51,034.68</b>	<b>48,643.47</b>	<b>47,512.26</b>

注:公司长期抵押借款采取浮动利率计息，此处利率预估取利息区间平均值。

资料来源：公司提供

截至2015年末，公司资产负债率为43.30%，负债水平有所上升。截至2015年末，公司流动比率、速动比率同比均有所下降，但整体表现尚可。考虑到公司有息债务规模增长较快，且EBITDA利息保障倍数仅为0.79，短期公司经营业务收益未能有效偿付利息，公司存在较大偿债压力。

**表 16 公司偿债能力指标**

指标名称	2015 年	2014 年
资产负债率	43.30%	41.11%
流动比率	10.52	11.67
速动比率	3.81	4.17

EBITDA (万元)	4,982.83	4,977.90
EBITDA 利息保障倍数	0.79	0.79
有息债务/EBITDA	52.20	41.99

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

土地使用权抵押担保能提升本期债券信用水平，公司未按照监管协议对抵押土地进行跟踪评估，抵押土地价值存在不确定性

公司以其合法拥有的总面积395,714.53平方米的八宗国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，土地抵押情况见表17。经广西祥浩土地房地产评估有限公司评估，对上述八宗土地出具了桂祥土评（2013）（估）字第1号（以2013年1月11日为评估基准日）和桂祥土评（2013）（估）字第9号（以2013年4月27日为评估基准日）土地估价报告，该八宗土地的总价值为15.45亿元，为本期债券发行金额的1.72倍。

根据监管协议，在本期债券存续期间，公司和抵押人应聘请经债权代理人认可的具备相应资质的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。我们注意到，2014及2015年跟踪期内，公司均未对抵押资产的价值进行跟踪评估，抵押土地价值存在一定的不确定性。总体而言，土地使用权抵押担保能提升本期债券信用水平。

表 17 本次跟踪期内抵押土地情况（单位：万元）

土地证编号	土地位置	土地面积	土地性质	土地用途	评估价值
钦国用（2012）第 D093 号	钦州港中心商贸区 C-6-2、C-6-3、C-7-1、C-7-2、C-7-3、C-7-4 号地块	29,115.10	出让	城镇混合住宅	11,639.78
钦国用（2012）第 D094 号	钦州港中心商贸区 C-6-2、C-6-3、C-7-1、C-7-2、C-7-3、C-7-4 号地块	19,235.11	出让	城镇混合住宅	6,826.06
钦国用（2012）第 D095 号	钦州港中心商贸区 C-6-2、C-6-3、C-7-1、C-7-2、C-7-3、C-7-4 号地块	22,488.31	出让	城镇混合住宅	7,936.27
钦国用（2012）第 D096 号	钦州港中心商贸区 C-6-2、C-6-3、C-7-1、C-7-2、C-7-3、C-7-4 号地块	18,193.32	出让	城镇混合住宅	7,062.58



钦国用（2012）第 D097 号	钦州港中心商贸区 C-6-2、C-6-3、C-7-1、 C-7-2、C-7-3、C-7-4 号地块	37,779.96	出让	城镇混 合住宅	14,655.37
钦国用（2013）第 A1111 号	钦州市大番坡辣椒槌 背风环小区 4B 地块	126,843.22	出让	城镇混 合住宅	25,653.87
钦国用（2013）第 A1112 号	钦州市大番坡辣椒槌 背风环小区 4C 地块	46,642.11	出让	城镇混 合住宅	9,432.87
钦国用（2013）第 A1113 号	钦州市大番坡辣椒槌 背风环小区 6A 地块	95,417.40	出让	城镇混 合住宅	23,478.70
<b>合计</b>		<b>395,714.53</b>			<b>154,459.24</b>

资料来源：公司提供

## 七、评级结论

跟踪期内，钦州市经济保持稳定增长，财政实力不断增强；公司以土地使用权为本期债券提供抵押担保，有效提升本期债券的安全性。但我们也关注到，钦州市财政实力对上级补助具有依赖性，财政自给率偏低且政府性基金收入下滑明显；公司业务收入较集中，保障性住房销售业务仍未实现收入，盈利大幅持续下滑；公司承担的在建基础设施建设项目及保障性住房建设项目规模较大，面临一定的资金压力；公司资产以存货为主且抵押占比较高，流动较弱，其他应收款账龄较长，对公司资金形成一定占用；公司有息债务增长较快，债务压力增加；公司未对本期债券抵押土地进行跟踪评估，评估价值存在一定不确定性。

基于上述情况，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 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
流动资产：			
货币资金	24,877.29	47,498.17	74,599.29
应收账款	5,880.89	7,602.39	25,912.69
预付款项	354.59	1,776.60	5,320.24
其他应收款	225,284.47	170,654.18	57,011.86
存货	457,310.75	412,826.72	381,056.94
其他流动资产	3,126.00	2,232.00	-
<b>流动资产合计</b>	<b>716,833.99</b>	<b>642,590.05</b>	<b>543,901.02</b>
非流动资产：			
固定资产	22.17	37.34	115.25
长期待摊费用（递延资产）	31.84	45.58	59.32
递延所得税资产	4.89	25.13	20.05
<b>非流动资产合计</b>	<b>58.90</b>	<b>108.05</b>	<b>131.55</b>
<b>资产总计</b>	<b>716,892.89</b>	<b>642,698.10</b>	<b>544,032.57</b>
流动负债：			
应付账款	76.50	9,405.00	12,955.31
预收款项	1,518.75	1,515.00	1,575.00
应交税费	20,851.73	23,849.47	23,879.07
应付利息	2,222.50	2,370.83	2,222.50
其他应付款	25,482.99	17,914.73	95,173.10
一年内到期的非流动负债	18,000.00	-	-
<b>流动负债合计</b>	<b>68,152.47</b>	<b>55,055.04</b>	<b>135,804.98</b>
非流动负债：			
长期借款	170,866.00	120,000.00	-
应付债券	71,221.06	89,024.36	88,705.99
专项应付款	187.60	117.60	37.60
<b>非流动负债合计</b>	<b>242,274.66</b>	<b>209,141.96</b>	<b>88,743.59</b>
<b>负债合计</b>	<b>310,427.13</b>	<b>264,196.99</b>	<b>224,548.57</b>
所有者权益（或股东权益）：			
实收资本（股本）	45,000.00	30,000.00	30,000.00
资本公积	315,376.08	302,489.58	248,776.72
盈余公积	4,658.35	4,639.44	4,148.70
未分配利润	41,431.33	41,372.08	36,558.57
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>406,465.76</b>	<b>378,501.10</b>	<b>319,484.00</b>

所有者权益合计	406,465.76	378,501.10	319,484.00
负债和所有者权益总计	716,892.89	642,698.10	544,032.57

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
<b>一、营业收入</b>	6,219.69	6,318.06	26,282.71
减：营业成本	607.27	611.65	14,320.05
营业税金及附加	352.08	358.86	1,475.05
管理费用	436.12	440.67	1,194.73
财务费用	4,716.86	-91.40	-63.71
资产减值损失	-78.79	20.29	-253.97
<b>二、营业利润（亏损以“-”号填列）</b>	186.15	4,978.00	9,610.56
加：营业外收入	0.13	-	2,097.01
减：营业外支出	22.34	40.95	-
<b>三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）</b>	163.94	4,937.06	11,707.56
减：所得税费用	85.78	1,276.02	2,561.60
<b>四、净利润（净亏损以“-”号填列）</b>	78.16	3,661.03	9,145.96
<b>五、归属于母公司所有者的净利润</b>	78.16	3,661.03	9,145.96

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

### 附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013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	14,151.73	12,537.52	386.13
收到其他与经营活动有关的现金	63,166.32	150,779.45	327,032.01
经营活动现金流入小计	77,318.05	163,316.97	327,418.15
购买商品、接受劳务支付的现金	44,371.90	28,888.10	141,536.04
支付给职工以及为职工支付的现金	239.40	238.90	238.98
支付的各项税费	3,438.23	29.90	27.11
支付其他与经营活动有关的现金	102,758.82	276,914.39	223,857.21
经营活动现金流出小计	150,808.35	306,071.29	365,659.35
经营活动产生的现金流量净额	-73,490.30	-142,754.33	-38,241.20
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	2,232.00	-	-
投资活动现金流入小计	2,232.00	-	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	5.14	12.27	61.54
投资支付的现金	3,126.00	2,232.00	-
投资活动现金流出小计	3,131.14	2,244.27	61.54
投资活动产生的现金流量净额	-899.14	-2,244.27	-61.54
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	15,000.00	-	-
取得借款收到的现金	50,866.00	120,000.00	-
发行债券收到的现金	-	-	90,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	-	56,184.31	11,323.90
筹资活动现金流入小计	65,866.00	176,184.31	101,323.90
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	14,097.44	8,286.83	-
筹资活动现金流出小计	14,097.44	8,286.83	51,379.40
筹资活动产生的现金流量净额	51,768.56	167,897.47	49,944.50
四、现金及现金等价物净增加额	-22,620.88	22,898.88	11,641.76

资料来源：公司 2013-2015 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	2015年	2014年	2013年
净利润	78.16	3,661.03	9,145.96
加：资产减值准备	-78.79	20.29	-253.97
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	20.31	26.47	25.32
无形资产摊销	0	0.63	0.32
长期待摊费用摊销	13.74	13.74	9.38
财务费用（收益以“-”号填列）	4,742.70	-	-
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	20.85	-5.07	63.49
存货的减少（增加以“-”号填列）	-24,339.33	-31,769.78	-136,112.10
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-62,957.69	-41,830.94	18,193.16
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	9,009.76	-72,870.70	70,687.23
经营活动产生的现金流量净额	-73,490.30	-142,754.33	-38,241.20

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

## 附录四 主要财务指标表

项目	2015年	2014年	2013年
资产负债率	43.30%	41.11%	41.27%
有息债务（万元）	260,087.06	209,024.36	88,705.99
流动比率	10.52	11.67	4.01
速动比率	3.81	4.17	1.20
综合毛利率	90.24%	90.32%	45.52%
总资产回报率	0.73%	0.83%	2.67%
EBITDA（万元）	4,982.83	4,977.90	11,737.04
EBITDA 利息保障倍数	0.79	0.79	-

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

## 附录五 截至2015年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本(万元)	持股比例	主营业务
钦州市滨海房地产开发有限公司	5,000.00	100.00	房地产开发

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告



## 附录六 截至2015年12月31日公司土地资产情况（单位：万元、平方米）

序号	土地证编号	土地面积	土地性质	土地用途	账面价值	是否抵押
1	钦国用（2012）第 D093 号	29,115.10	出让	城镇混合住宅	11,639.78	是
2	钦国用（2012）第 D094 号	19,235.11	出让	城镇混合住宅	6,826.06	是
3	钦国用（2012）第 D095 号	22,488.31	出让	城镇混合住宅	7,936.27	是
4	钦国用（2012）第 D096 号	18,193.32	出让	城镇混合住宅	7,062.58	是
5	钦国用（2012）第 D097 号	37,779.96	出让	城镇混合住宅	14,655.37	是
6	钦国用（2013）第 A1111 号	126,843.22	出让	城镇混合住宅	25,653.87	是
7	钦国用（2013）第 A1112 号	46,642.11	出让	城镇混合住宅	9,432.87	是
8	钦国用（2013）第 A1113 号	95,417.40	出让	城镇混合住宅	23,478.70	是
9	钦国用（2013）第 B0011 号	171,500.69	国有 出让 （转 让）	城镇混合住宅	54,134.93	是
10	钦国用（2013）第 B0012 号	115,809.60	国有 出让 （转 让）	城镇混合住宅	36,595.64	是
11	钦国用（2013）第 B0010 号	49,663.27	国有 出让 （转 让）	城镇混合住宅	15,680.29	是
12	钦国用（2013）第 A0092 号	20,247.44	出让	城镇混合住宅	13,225.02	是
13	钦国用（2013）第 A1740 号	75,773.30	出让	城镇混合住宅	4,904.04	是
14	钦国用（2013）第 A1741 号	71,042.20	出让	城镇混合住宅	5,230.52	是
15	钦国用（2013）第 A1742 号	71,446.80	出让	城镇混合住宅	4,931.96	是
16	钦国用（2013）第 A1743 号	75,420.80	出让	城镇混合住宅	5,206.19	是
17	钦国用（2013）第 A1744 号	67,645.56	出让	城镇混合住宅	4,669.65	是
18	钦国用（2013）第 A2080 号	15,156.58	出让	城镇混合住宅	3,062.04	否
19	钦国用（2013）第 A1747 号	6,264.11	出让	城镇混合住宅		是
20	钦国用（2013）第 A1745 号	22,506.44	出让	城镇混合住宅	4,501.30	否
21	钦国用（2013）第 A1746 号	15,482.56	出让	城镇混合住宅	3,289.57	是
22	钦国用（2014）第 A0819 号	60,163.69	出让	城镇混合住宅	14,555.50	否
23	钦国用（2014）第 A0820 号	54,407.37	出让	城镇混合住宅	24,870.81	否
24	钦国用（2014）第 B0101 号	93,707.65	出让	城镇混合住宅	15,831.78	否
25	钦国用（2014）第 B0100 号	97,865.30	出让	城镇混合住宅	16,532.48	否
26	钦国用（2012）第 A0732 号	29,180.01	划拨	城镇混合住宅	919.17	否

27	钦国用（2012）第 A0733 号	37,137.93	划拨	城镇混合住宅	1,169.85	否
28	钦国用（2015）第 A1094 号	5,046.69	划拨	城镇混合住宅	393.57	否
<b>合计</b>		<b>1,551,182.52</b>			<b>336,389.81</b>	

资料来源：公司提供

## 附录七 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
资本结构及 财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{年内到期的长期有息债务}$
	有息债务	$\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}$

## 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。