

2014 年绍兴柯桥经济开发区开发投资有限公司

公司债券 2017 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象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。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期间
变更信用评级。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证券信用
评级的变化情况。

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【2017】跟踪第
【375】号 01

债券剩余规模：8 亿元

债券到期日：2021 年 12
月 10 日

债券偿还方式：每年付
息一次，存续期内第 3
年末至第 7 年末每年偿
还发行总额的 20%

分析师
姓名：
张伟亚 刘书芸

电话：
021-51035670

邮箱：
zhangwy@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

2014 年绍兴柯桥经济开发区开发投资有限 公司公司债券 2017 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	2017 年 06 月 15 日	2016 年 07 月 25 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对绍兴柯桥经济开发区开发投资有限公司（以下简称“柯桥经开”或“公司”）及其 2014 年 12 月 10 日发行的 8 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的 2017 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绍兴市和柯桥区公共财政收入持续增长，财政自给率较高，公司土地整理业务毛利率较高且业务可持续性较好。但我们也关注到柯桥区经济增速放缓、工业经济增长压力较大，公司资产流动性较弱，经营活动现金流状况较差、面临一定的资金压力，对外担保余额较大等风险因素。

正面：

- 绍兴市和柯桥区公共财政收入持续增长，财政自给率较高。2016 年绍兴市和柯桥区分别实现公共财政收入 390.3 亿元、106.02 亿元，分别较上年增长 7.32%、8.35%，公共财政收入规模持续增长。同期，绍兴市与柯桥区财政自给率分别达到 85.57% 和 107.15%，区域财政自给率较高。
- 公司土地整理业务毛利率较高，且业务可持续性较好。2016 年，公司土地整理业务毛利率为 48.89%，业务毛利率水平较高。截至 2016 年末，公司在整理及拟整理的土地面积为 61.86 万平方米，为 2016 年整理出让土地面积的 7.13 倍，公司土地整理业务可持续性较好。

关注：

- **柯桥区经济增速放缓，工业经济增长压力较大。**2016年，柯桥区共实现地区生产总值1,239.25亿元，按可比价格算较上年增长3.50%，增速低于2015年4.1个百分点，增速显著放缓。由于工业经济在柯桥区地方经济中占比较大，而工业经济又以纺织业为主，考虑到近年来我国纺织业面临外部需求疲软、内部成本上升压力较大，柯桥区工业经济增长压力较大。
- **公司资产流动性较弱。**2016年末，公司资产中应收账款、其他应收款、存货合计占比为55.74%，应收账款、其他应收款回收期不确定，存货系土地资产及在建项目开发成本，变现能力较差，且按账面价值计算，土地资产已抵押52.97%，资产流动性较弱。
- **公司经营活动现金流状况较差，面临一定的资金压力。**2016年，公司业务收现比仅0.02，与2015年持平，且2016年经营活动现金净流出1.17亿元，经营活动现金流状况较差。截至2016年末，公司主要在建项目尚需投资4.76亿元，考虑到业务收现状况较差、2017年待偿还有息债务较大，公司面临一定的资金压力。
- **公司对外担保余额较大，面临一定或有负债风险。**截至2016年末，公司对外担保余额为16.20亿元，占期末所有者权益的54.78%，对外担保余额较大，且对外担保均未采取反担保措施，公司面临一定的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2016年	2015年	2014年
总资产（万元）	645,426.45	628,835.19	537,754.77
所有者权益（万元）	295,719.03	288,793.63	281,592.36
有息债务（万元）	218,780.00	208,180.00	151,780.00
资产负债率	54.18%	54.07%	47.64%
流动比率	3.45	3.07	2.85
营业收入（万元）	23,202.89	23,068.30	21,354.81
利润总额（万元）	9,233.20	9,532.73	10,044.00
综合毛利率	45.40%	47.65%	52.60%
EBITDA（万元）	10,033.03	10,873.47	11,002.65
EBITDA 利息保障倍数	1.09	1.19	2.23
经营活动现金流净额（万元）	-11,682.81	-39,693.09	81,154.78

资料来源：公司2014-2016年度审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2014]2658号文件批准，公司于2014年12月10日发行8亿元7年期公司债券，本期债券募集资金用于齐贤镇官湖沿村安置小区（一期）工程项目、陶里新社区安置小区项目、绍兴柯桥高新技术产业园区基础设施配套工程项目三个项目建设。截至2017年3月末，公司已使用募集资金7.41亿元。

表1 截至 2017 年 3 月末本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	拟使用募集资金金额	已使用募集资金
齐贤镇官湖沿村安置小区（一期）工程项目	30,000	30,000
陶里新社区安置小区项目	14,000	14,000
绍兴柯桥高新技术产业园区基础设施配套工程项目	36,000	30,120
合计	80,000	74,120

资料来源：公司提供，鹏元整理

二、发行主体概况

2016年度，公司注册资本、实收资本均未发生变化，期末金额为7,452.00万元。公司控股股东、实际控制人2016年未发生变化，控股股东仍为绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司，实际控制人仍为绍兴市柯桥区财政局。公司主要从事绍兴市柯桥经济开发区（以下简称“柯桥经开区”）内市政基础设施建设、土地整理等业务，2016年经营范围未发生变化。公司合并范围2016年度未发生变化，合并范围子公司仅1家，系绍兴市柯桥区柯远建设投资有限公司。

截至2016年12月31日，公司资产总额为64.54亿元，所有者权益为29.57亿元，资产负债率为54.18%；2016年度，公司实现营业收入2.32亿元，利润总额0.92亿元，经营活动现金净流出1.17亿元。

三、区域经济与财政实力

2016年，绍兴市经济增速放缓，经济增长对固定资产投资依赖程度较高

在经济下行压力较大背景下，绍兴市2016年共实现地区生产总值4,710.19亿元，按可比价格计算，较上年增长5.5%，增速较上年下降1.6个百分点，经济增速放缓，且增速低于同期浙江省平均增速2个百分点。绍兴市经济以第二产业、第三产业为主，2016年

增加值分别为 2,319.17 亿元、2,181.16 亿元，分别较 2015 年增长 4.5%、6.9%，增速均所有放缓。2016 年，绍兴市三次产业结构之比为 4.5:49.2:46.3，该比例 2015 年为 4.5:50.4:45.1，经济结构保持稳定。绍兴市 2016 年人均 GDP 规模为 9.46 万元，为全国同期人均 GDP 的 1.76 倍。

工业经济方面，2016 年绍兴市全部工业增加值为 2,016.44 亿元，按可比价格算，较上年增长 4.7%，增速较慢。绍兴市规模以上工业中，战略性新兴产业、装备制造业、高新技术产业、生命健康制造业、信息制造业工业增加值分别为 551.13 亿元、501.66 亿元、481.00 亿元、91.52 亿元、58.37 亿元，占规模以上工业增加值比重分别为 32.8%、29.9%、28.7%、5.5%、3.5%，但增速均在 7% 以上，增长相对较快。2016 年，绍兴市规模以上工业企业实现利润总额 575.49 亿元，同比增长 8.5%，企业效益有所提升。

绍兴市经济增长对固定资产投资依赖程度较高，2016 年共完成固定资产投资 2,882.48 亿元，较上年增长 11.6%，增速较快。其中，工业投资、服务业投资、基础设施投资、房地产开发投资分别增长 3.9%、18.5%、38.4% 和 3.0%。社会消费方面，绍兴市 2016 年实现社会消费品零售总额 1,783.34 亿元，同比增长 11.3%，消费市场发展平稳，国际贸易总额虽 2016 年继续下降，但降幅显著收窄，全年进出口总额 272.95 亿美元，较上年下降 1.8%。

表2 绍兴市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	4,710.19	5.5%	4,466.65	7.1%
第一产业增加值	209.86	2.1%	199.09	1.8%
第二产业增加值	2,319.17	4.5%	2,253.41	6.0%
第三产业增加值	2,181.16	6.9%	2,014.15	9.2%
工业增加值	2,016.44	4.7%	1,957.85	5.8%
固定资产投资	2,882.48	11.6%	2,582.84	12.1%
社会消费品零售总额	1,783.34	11.3%	1,621.06	9.0%
进出口总额（亿美元）	272.95	-1.8%	299.02	-13.8%
存款余额	7,435.32	7.0%	6,948.91	3.9%
贷款余额	6,153.24	1.7%	6,047.93	0.7%
人均 GDP（元）	94,620.00	5.1%	90,017.00	6.9%
人均 GDP/全国人均 GDP	175.82%		182.36%	

注：表中 2016 年进出口总额数据系根据 2016 年末人民币兑美元汇率换算得来。

资料来源：2015-2016 年绍兴市国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

2016年柯桥区经济增速显著放缓，工业经济面临较大下行压力，外贸市场行情持续下

滑

2016年，柯桥区共实现地区生产总值1,239.25亿元，按可比价格计算，较上年仅增长3.5%，增速低于上年4.1个百分点，经济增长显著放缓。分产业看，第二产业增加值为638.94亿元，较上年仅增长0.9%，增速低于上年5个百分点；第三产业增加值为564.36亿元，较上年增长6.7%，增速低于上年3.8个百分点。2016年，柯桥区三次产业结构之比为2.9:51.6:45.5，该比例2015年为2.8:53.7:43.5。柯桥区2016年人均GDP规模为18.85万元（按户籍人口计算），为同期全国人均GDP的3.5倍，人均GDP水平较高。

工业经济方面，柯桥区2016年工业增加值为558.55亿元，占第二产业增加值的87.42%，工业总产值为3,845.05亿元。柯桥区工业经济以纺织业为主，2016年区内规模以上纺织行业产值为2,184.58亿元，占同期规模以上工业总产值的64.85%，产值较上年下降2.5%。柯桥区规模以上非纺织业产值为1,184.06亿元，下降3.7%。考虑到我国人力成本日益提升、国外纺织业产能替代能力增强、环保标准提高等因素，柯桥区纺织行业面临较大下行压力。

2016年，柯桥区共完成固定资产投资746.67亿元，较上年增长12.1%，固定资产投资对经济拉动作用明显。社会消费方面，柯桥区全年完成社会消费品零售总额260.91亿元，同比增长11.8%，消费保持较高增速。外贸方面，柯桥区2016年出口总额627.30亿元，占同期进出口总额的95.90%，柯桥区出口产品主要为纺织品，2016年纺织品出口规模为88.64亿美元，较上年下降6.9%，主要受此影响柯桥区进出口总额进一步下降，进出口总额增速已连续两年大幅下滑。

表3 柯桥区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2016年		2015年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	1,239.25	3.5%	1,200.11	7.6%
第一产业增加值	35.95	2.0%	33.91	2.0%
第二产业增加值	638.94	0.9%	644.56	5.9%
第三产业增加值	564.36	6.7%	521.64	10.5%
固定资产投资	746.67	12.1%	663.14	14.9%
社会消费品零售总额	260.91	11.8%	233.37	11.0%
进出口总额（亿美元）	98.05	-6.2%	112.33	-10.9%
存款余额	1,743.64	7.3%	1,624.94	9.2%
贷款余额	1,223.33	1.5%	1,242.06	-3.4%
人均GDP（元）	188,497	2.6%	184,148	6.7%
人均GDP/全国人均GDP	3.50		3.42	

资料来源：柯桥区2015-2016年国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

2016年，绍兴市政府性基金收入规模快速增长，公共财政自给率较高

2016年，绍兴市全市公共财政收入规模为390.30亿元，较上年增长7.32%。绍兴市公共财政收入主要来自税收，2016年税收收入占公共财政收入的比重为85.13%，公共财政收入质量较好。得益于当地2016年房地产市场景气度提升，绍兴市全市土地出让收入规模较上年增长55.00%，增长显著，在此因素带动下，全市政府性基金收入增至247.04亿元。

绍兴市公共财政支出规模2016年为456.10亿元，较上年增长8.17%，公共财政支出主要集中在教育、社会保障等方面，支出刚性较强。2016年，绍兴市全市财政自给率分别为85.57%，财政自给能力良好。

表4 2015-2016年绍兴市全市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2016年	2015年
（一）公共财政收入	390.30	363.68
其中：税收收入	332.25	315.56
非税收入	58.05	48.12
（二）政府性基金收入	247.04	170.07
其中：土地出让收入	201.41	129.94
（三）公共财政支出	456.10	421.67
（四）政府性基金支出	237.81	176.95
财政自给率	85.57%	86.25%

资料来源：《关于全市及市级2016年财政预决算执行情况和2017年财政预算草案的报告》，鹏元整理

2016年，柯桥区公共财政收入持续增长，地方财政自给率水平较高

2016年，柯桥区公共财政收入规模持续增长，全年共完成公共财政收入106.02亿元，较上年增长8.35%。柯桥区公共财政收入主要来自税收，2016年税收收入规模为89.86亿元，占当期公共财政收入的84.76%，公共财政收入质量较好。

上级补助收入是柯桥区地方综合财力来源之一，因返还性收入及专项转移支付收入较上年显著下降，上级补助收入规模降至11.24亿元，较上年下降37.17%。上级补助收入中，一般性转移支付收入和返还性收入合计占上级补助收入的74.73%，上级补助收入可支配程度较高。

政府性基金收入方面，柯桥区政府性基金收入70%以上来自国有土地使用权的出让，受当地2016年房地产市场景气程度提升影响，当期国有土地使用权出让收入较上年增长7.44%，在此影响下，柯桥区政府性基金收入2016年增至26.42亿元，同比增长13.68%。

柯桥区2016年公共财政支出规模为98.95亿元，基本与上年持平。主要受公共财政收入增长较快影响，2016年财政自给率增至107.15%，财政自给率水平较高。

表5 柯桥区财政收支情况（单位：亿元）

项目	2016年	2015年
地方综合财力	143.68	138.98
（一）公共财政收入	106.02	97.85
其中：税收收入	89.86	83.10
非税收收入	16.17	14.75
（二）上级补助收入	11.24	17.89
其中：返还性收入	3.56	8.14
一般性转移支付收入	4.84	3.99
专项转移支付	2.83	5.76
（三）政府性基金收入	26.42	23.24
其中：国有土地使用权出让收入	19.07	17.75
财政支出	-	131.08
（一）公共财政支出	98.95	98.53
（二）政府基金支出	-	32.55
财政自给率	107.15%	99.31%

注：公共财政支出数据来自 2016 年绍兴市柯桥区国民经济和社会发展统计公报。

资料来源：柯桥区财政局、2016 年绍兴市柯桥区国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

四、经营与竞争

公司主要从事柯桥经开区内基础设施建设、土地整理业务。2016年，公司共实现营业收入2.32亿元，土地整理业务收入仍是公司营业收入最主要来源，占当期营业收入的98.31%。土地整理业务毛利率保持为48.89%，综合毛利率2016年为45.40%，仍处于较高水平。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整理收入	22,809.81	48.89%	22,500.62	48.89%
租赁收入	393.08	-32.63%	567.68	-1.23%
合计	23,202.89	45.40%	23,068.30	47.65%

资料来源：公司提供，鹏元整理

2016年，公司整理出让土地面积持续下滑，但出让单价上升，目前在开发、拟开发土地较多，土地整理业务可持续性较好

公司作为柯桥经开区内重要国有资产运营主体，承担着柯桥经开区内土地整理、基础设施代建等职能。根据《关于调整2010年度土地出让金净收益分成比例的通知》（绍县政办发[2010]49号），对于经过拆迁安置的存量土地出让净收益，实行全额返还，对于新增城市建设用地的土地出让净收益，柯桥经开区的分成比例为70%，柯桥经开区管委会获得

上级政府返还的土地出让净收益后直接全额向本公司拨付。柯桥经开区管委会每年根据实际出让地块情况向柯桥区人民政府填写土地出让确认书，确认书会列明出让土地位置、面积、出让收入及整理成本，公司据此确认土地整理收入和成本。

2016年，公司拆迁整理了柯桥经济开发区E-02b地块（商住用地）、柯桥经济开发区KQ16-01工业地块（工业用地）、柯桥经济开发区CBD-12地块（商住用地），整理出让地块合计面积为8.68万平方米，较上年下降30.42%，因当期整理出让地块平均出让单价较高，公司共确认土地出让收入2.28亿元，较上年增长1.37%。公司土地整理业务的毛利率为48.89%，与上年持平。截至2016年末，公司在整理地块面积为13.58万平方米、拟整理地块面积为48.28万平方米，且相关地块均为商业用地，土地整理业务可持续性较好。但考虑到公司每年整理出让土地规模易受当地土地市场行情、政府建设规划安排影响波动较大，未来土地整理收入存在一定波动性。

表7 2016年公司土地开发整理情况（单位：万元，平方米）

出让地块	出让面积	出让价格	整理成本	整理收入
柯桥经济开发区 E-02b 地块	35,793.50	11,400.00	5,244.00	10,259.89
柯桥经济开发区 KQ16-01 工业地块	2,492.00	202.51	93.15	182.26
柯桥经济开发区 CBD-12 地块	48,521.00	13,742.00	6,321.32	12,367.66
合计	86,806.50	25,344.51	11,658.47	22,809.81

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司在建项目较多，面临一定的投资支出压力

公司承担了柯桥经开区内的市政基础设施建设的任务，近年先后完成了齐贤镇官湖沿村安置小区（一期）工程项目、安华北路道路改造工程项目等项目建设任务。截至2016年末，公司主要在建项目包括陶里新社区安置小区项目、绍兴柯桥高新技术产业园区基础设施配套工程项目等，在建项目计划总投资15.12亿元，尚需投资4.76亿元，尚需投资规模较大，公司面临一定的投资支出压力。

表8 截至2016年12月31日公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	是否签订回购协议
陶里新社区安置小区项目	32,200.00	24,937.00	否
绍兴柯桥高新技术产业园区基础设施配套工程项目	110,495.36	77,513.00	否
柯北二期道路景观绿化	4,600.00	51.33	否
环镇东路提档升级改造	2,800.00	1,124.14	否
朝阳河桥	1,150.00	0.30	否
合计	151,245.36	103,625.77	-

资料来源：公司提供，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中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2016年度审计报告，报告均采用新会计准则编制。截至2016年末，公司纳入合并范围子公司1家。

资产结构与质量

公司资产规模小幅增长，资产整体流动性较弱

截至2016年末，资产总额为64.54亿元，较2015年末仅增长2.64%。公司资产主要为流动资产，2016年末流动资产占总资产的比重为68.20%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款及存货组成。2016年末，公司货币资金余额为4.29亿元，较上年末下降52.62%，主要系项目建设支出及偿还借款所致，货币无使用受限情况。应收账款2016年账面价值为6.25亿元，因2016年土地整理收入未收到政府回款，应收账款较2015末增长58.56%。公司应收账款中账龄在1年以内、1-2年的占比分别为36.95%、47.09%，部分应收账款账龄偏长，但考虑到柯桥经开区管委会欠款占比99.57%（按余额计算），应收账款回收风险较小。公司预付账款主要系土地开发及项目建设时预付施工企业的工程款项，2016年末账面价值为3.75亿元，同比增长41.39%。公司其他应收款系往来款，2016年末账面价值为10.07亿元，前五大欠款对象为绍兴市柯桥区石城开发投资有限公司、绍兴柯桥区经济开发区管理委员会、柯桥区齐贤镇人民政府、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、绍兴市柯桥区齐贤经济适用房开发有限公司，合计欠款金额占其他应收款期末余额的99.69%，欠款对象主要是政府及地方国有企业，款项回收风险较小，但考虑到其他应收款中账龄在2-3年的占比35.79%，且其他应收款回收期不确定，对公司资金形成较大占用。公司存货2016年末账面价值为19.66亿元，存货包括土地整理成本、代建开发成本、土地资产，账面价值分别为6.68亿元、4.74亿元、8.23亿元，存货中抵押土地资产账面价值为4.36亿元，占土地资产账面价值的52.97%，抵押比例较高。

公司非流动资产主要为在建工程。在建工程系公司代建的道路、厂房等项目，2016年末账面价值为19.19亿元，同比增长16.18%，在建工程中多数项目已经完工，但项目结算时点存在较大不确定性，变现能力较弱。

总体来看，公司资产规模2016年保持稳定，考虑到公司应收账款、其他应收款、存货及在建工程规模很大，且应收类账款、其他应收款回款期不确定，存货、在建工程多为土地、基础设施等建设项目，项目变现能力较差，公司整体资产流动性较弱。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	42,948.44	6.65%	90,649.35	14.42%
应收账款	62,452.41	9.68%	39,386.11	6.26%
预付款项	37,453.19	5.80%	26,488.66	4.21%
其他应收款	100,695.59	15.60%	96,661.13	15.37%
存货	196,601.14	30.46%	196,426.58	31.24%
流动资产合计	440,150.80	68.20%	449,761.83	71.52%
在建工程	191,922.34	29.74%	165,195.73	26.27%
非流动资产合计	205,275.66	31.80%	179,073.36	28.48%
资产总计	645,426.45	100.00%	628,835.19	100.00%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2016年，公司营业收入规模保持稳定，业务盈利能力较好

2016年，公司共实现营业收入2.32亿元，规模基本与上年持平，营业收入主要来自土地整理业务，收入来源单一。截至到2016年末，公司在开发、拟开发土地较多，未来可形成一定规模土地整理收入，但考虑到土地出让进度易受当地房地产调控、城市建设规划等因素影响，加之三四线房地产库存仍在消化过程中，土地整理收入存在一定的波动可能性。受租赁业务毛利率下滑影响，公司2016年综合毛利率调整为45.40%，较上年下降2.25个百分点，但仍处于较高水平。

2016年，公司未获得政府补助，利润主要来自土地出让业务，当期利润总额为0.92亿元，基本与上年持平。

综合来看，公司2016年营业收入规模保持稳定，但土地整理收入未来面临一定的波动可能性，公司综合毛利率水平较高，业务盈利能力较好。

表10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016年	2015年
营业收入	23,202.89	23,068.30
营业利润	9,326.70	9,530.78
利润总额	9,233.20	9,532.73

综合毛利率	45.40%	47.65%
-------	--------	--------

资料来源：公司 2015-2016 年度审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流状况较差，资金压力较大

公司经营活动现金流受土地整理业务现金收支及往来款收支影响明显，2016年公司土地整理业务回款速度很慢，业务收现比仅0.02，而当期在建项目支出规模较大，经营活动现金净流出1.17亿元，但受往来款净流入影响，经营活动现金净流出规模较上年收窄。考虑到公司土地整理收入现金生成能力很弱，未来回款规模及速度受政府资金安排影响较大，加上经营性往来款流入流出规模本身就存在较大的不确定性，公司经营活动现金流波动性较大。

公司近年无投资活动现金流入，投资活动现金流出系在建工程投资支出，随着在建项目的推进，2016年投资活动现金流净流出0.91亿元。筹资活动现金流方面，因公司2016年偿还银行借款较多，当期筹资活动现金净流出3.71亿元。截至2016年底，公司主要在建项目尚需投资4.76亿元，且土地开发仍需要持续投入，考虑到土地整理业务收现状况较差、2017年待偿还有息债务规模较大，公司面临较大的资金压力。

表11 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2016年	2015年
收现比	0.02	0.02
销售商品、提供劳务收到的现金	425.41	567.68
收到的其他与经营活动有关的现金	62,148.84	137,421.01
经营活动现金流入小计	62,574.25	137,988.69
购买商品、接受劳务支付的现金	26,680.41	322.36
支付的其他与经营活动有关的现金	46,242.76	176,668.33
经营活动现金流出小计	74,257.07	177,681.78
经营活动产生的现金流量净额	-11,682.81	-39,693.09
投资活动产生的现金流量净额	-9,108.97	-22,220.42
筹资活动产生的现金流量净额	-37,079.97	3,852.33
现金及现金等价物净增加额	-57,871.75	-58,061.18

资料来源：公司 2015-2016 年度审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司总体债务水平较高，面临一定偿债压力

2016年，公司整体债务规模变化较小，期末债务余额为34.97亿元，较上年末仅增长

2.84%。因利润积累，公司期末所有者权益规模小幅增至29.57亿元。综合影响下，公司产权比率调整为118.26%。

表12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016年	2015年
负债总额	349,707.42	340,041.56
所有者权益	295,719.03	288,793.63
产权比率	118.26%	117.75%

资料来源：公司 2015-2016 年度审计报告，鹏元整理

从负债结构看，公司期末流动负债、非流动负债占负债总额的比重分别为 36.44%、63.56%。公司负债中，有息债务规模为 21.88 亿元，占负债总额的比重为 62.56%，有息债务规模较大。

公司流动负债主要由应付账款、应交税费、其他应付款、一年内到期的非流动负债组成。应付账款系主要系工程尚未结束，应付施工单位的工程款，2016年末余额为1.29亿元。应交税费2016年末余额为1.66亿元，同比增长16.64%。其他应付款系往来款，其他应付款期末余额为7.71亿元，较上年下降26.29%。一年内到期的非流动负债系将于2017年到期的银行借款，期末余额为2.08亿元。公司流动负债的刚性特征较弱。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款、专项应付款组成。长期借款2016年末余额为6.32亿元，较上期末减少38.34%，系部分长期借款转入一年内到期的非流动负债科目所致。应付债券为本期债券，账面余额为7.93亿元。长期应付款系地方政府债务置换款，2016年末余额为5.55亿元，长期应付款需要偿付本息。专项应付款系地方政府拨付的工程建设款，期末余额为2.42亿元。

表13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	12,871.30	3.68%	1,187.96	0.35%
应交税费	16,609.52	4.75%	14,240.27	4.19%
其他应付款	77,106.57	22.05%	104,612.60	30.76%
一年内到期的非流动负债	20,750.00	5.93%	26,400.00	7.76%
流动负债合计	127,448.26	36.44%	146,539.56	43.09%
长期借款	63,200.00	18.07%	102,500.00	30.14%
应付债券	79,280.00	22.67%	79,280.00	23.31%
长期应付款	55,550.00	15.88%	0.00	0.00%
专项应付款	24,229.17	6.93%	11,722.00	3.45%
非流动负债合计	222,259.17	63.56%	193,502.00	56.91%

负债合计	349,707.42	100.00%	340,041.56	100.00%
有息债务	218,780.00	62.56%	208,180.00	61.22%

资料来源：公司 2015-2016 年度审计报告，鹏元整理

截至2016年末，公司有息债务规模为21.88亿元，有息债务中2017年、2018年需要偿还的金额为3.68亿元、2.40亿元，面临一定偿债压力。

表14 截至 2016 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年及以后
一年内到期的非流动负债	20,750.00	-	-
应付债券（账面价值）	16,000.00	16,000.00	48,000.00
长期借款	-	8,000.00	55,200.00
长期应付款	-	-	55,550.00
合计	36,750.00	24,000.00	158,750.00

注：在计算应付债券偿还期限分布时，按照 8 亿元计算。

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

从偿债指标看，公司期末资产负债率为 54.18%，基本与上年持平，整体债务水平较高。2016 年末，公司流动比率和速动比率分别为 3.45、1.91，较上期末小幅提升，但考虑到 2017 年到期有息债务规模为 3.68 亿元，而流动资产变现能力较弱，流动资产对短期债务保障程度较弱。公司 2016 年 EBITDA 为 10,033.03 万元，由于有息债务规模较大、债务利息负担较重，期末 EBITDA 利息保障倍数仅 1.09、有息债务/EBITDA 为 21.81，经营活动现金对有息债务保障程度较低。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2016 年	2015 年
资产负债率	54.18%	54.07%
流动比率	3.45	3.07
速动比率	1.91	1.73
EBITDA（万元）	10,033.03	10,873.47
EBITDA 利息保障倍数	1.09	1.19
有息债务/EBITDA	21.81	19.15

资料来源：公司 2015-2016 年度审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

截至2016年末，公司对外担保余额为16.20亿元，占期末所有者权益的54.78%，对外担保余额较大，被担保企业均为国有企业。公司对外担保均未采取反担保措施，面临一定的或有负债风险。

表16 截至 2016 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否反担保
绍兴县海涂水利开发有限公司	20,000.00	2018.11	否
绍兴市柯桥区滨海工业区开发投资有限公司	3,000.00	2017.06	否
绍兴市柯桥区石城开发投资有限公司	30,000.00	2017.12	否
绍兴市柯桥区石城开发投资有限公司	30,000.00	2017.12	否
绍兴市柯桥区石城开发投资有限公司	65,000.00	2019.12	否
柯北新农村建设投资开发有限公司	14,000.00	2017.06	否
合计	162,000.00	-	

资料来源：公司 2016 年度审计报告，鹏元整理

七、评级结论

2016年，绍兴市和柯桥区公共财政收入持续增长；公司土地整理业务毛利率较高，且2016年末在整理及拟整理的土地规模较大，业务可持续性较好。

同时我们也关注到，2016年柯桥区经济增速显著放缓，工业经济增长面临较大的压力；公司资产中应收账款、其他应收款、存货规模较大，资产流动性较弱；公司业务收现比低，且经营活动现金持续净流出，经营活动现金流状况较差，面临一定的投资压力；公司2016年末对外担保余额较大，存在一定或有负债风险。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级AA，维持本期债券信用等级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	2016年	2015年	2014年
货币资金	42,948.44	90,649.35	148,710.53
应收账款	62,452.41	39,386.11	9,969.82
预付款项	37,453.19	26,488.66	34,877.58
其他应收款	100,695.59	96,661.13	9,280.59
存货	196,601.14	196,426.58	207,687.82
其他流动资产	0.01	150.00	0.00
流动资产合计	440,150.80	449,761.83	410,526.34
投资性房地产	8,725.40	9,310.34	9,895.29
固定资产	4,575.69	4,515.55	5,252.65
在建工程	191,922.34	165,195.73	112,080.50
递延所得税资产	52.22	51.73	0.00
非流动资产合计	205,275.66	179,073.36	127,228.44
资产总计	645,426.45	628,835.19	537,754.77
应付账款	12,871.30	1,187.96	2,172.81
预收款项	17.89	6.00	37.96
应付职工薪酬	92.97	92.72	47.44
应交税费	16,609.52	14,240.27	11,885.46
其他应付款	77,106.57	104,612.60	90,238.75
一年内到期的非流动负债	20,750.00	26,400.00	39,900.00
流动负债合计	127,448.26	146,539.56	144,282.41
长期借款	63,200.00	102,500.00	32,600.00
应付债券	79,280.00	79,280.00	79,280.00
长期应付款	55,550.00	0.00	0.00
专项应付款	24,229.17	11,722.00	0.00
非流动负债合计	222,259.17	193,502.00	111,880.00
负债合计	349,707.42	340,041.56	256,162.41
实收资本	7,452.00	7,452.00	7,452.00
资本公积	235,185.81	235,185.81	235,185.81
盈余公积	3,895.45	3,895.45	3,895.45
未分配利润	49,185.76	42,260.36	35,059.09
所有者权益合计	295,719.03	288,793.63	281,592.36
负债和所有者权益总计	645,426.45	628,835.19	537,754.77

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
一、营业收入	23,202.89	23,068.30	21,354.81
减：营业成本	12,668.19	12,075.12	10,121.50
税金及附加	403.22	32.61	34.9
管理费用	801.28	1,367.06	1,000.78
财务费用	1.52	6.77	1.15
资产减值损失	1.98	55.95	58.98
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	9,326.70	9,530.78	10,137.51
加：营业外收入	5.56	1.95	0.1
减：营业外支出	99.06	-	93.61
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	9,233.20	9,532.73	10,044.00
减：所得税费用	2,307.81	2,331.46	2,532.77
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	6,925.40	7,201.27	7,511.22

资料来源：公司2014-2016年审计报告，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
销售商品、提供劳务收到的现金	425.41	567.68	21,392.77
收到其他与经营活动有关的现金	62,148.84	137,421.01	140,334.22
经营活动现金流入小计	62,574.25	137,988.69	161,726.98
购买商品、接受劳务支付的现金	26,680.41	322.36	10,121.50
支付给职工以及为职工支付的现金	100.10	255.13	276.07
支付的各项税费	1,233.79	435.97	84.66
支付其他与经营活动有关的现金	46,242.76	176,668.33	70,089.98
经营活动现金流出小计	74,257.07	177,681.78	80,572.21
经营活动产生的现金流量净额	-11,682.81	-39,693.09	81,154.78
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	9,108.97	22,220.42	23,765.47
投资活动现金流出小计	9,108.97	22,220.42	23,765.47
投资活动产生的现金流量净额	-9,108.97	-22,220.42	-23,765.47
取得借款收到的现金	20,150.00	14,200.00	32,600.00
收到其他与筹资活动有关的现金	4,250.86	36,000.00	80,000.00
筹资活动现金流入小计	24,400.86	50,200.00	112,600.00
偿还债务支付的现金	47,059.12	40,800.00	24,760.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	0.00	5,547.67	4,930.38
支付其他与筹资活动有关的现金	14,421.71	0.00	0.00
筹资活动现金流出小计	61,480.82	46,347.67	82,909.62
筹资活动产生的现金流量净额	-37,079.97	3,852.33	29,690.38
现金及现金等价物净增加额	-57,871.75	-58,061.18	140,298.93
加：期初现金及现金等价物余额	90,649.35	148,710.53	8,411.60
期末现金及现金等价物余额	32,777.59	90,649.35	148,710.53

资料来源：公司2014-2016年审计报告，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	2016年	2015年	2014年
净利润	6,925.40	7,201.27	7,511.22
加：资产减值准备	1.98	55.95	58.98
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	799.83	1,340.74	958.65
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）	0.00	0.00	93.61
财务费用（收益以“-”号填列）	0.00	0.00	1.15
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-0.49	-51.73	0.00
存货的减少（增加以“-”号填列）	-174.56	11,261.24	-23,344.88
经营性应收项目的减少（增加以“-”号）	-24,760.66	-151,512.92	39,886.08
经营性应付项目的增加（减少以“-”号）	5,525.70	92,012.36	55,989.96
经营活动产生的现金流量净额	-11,682.81	-39,693.09	81,154.78
现金的期末余额	32,777.59	90,649.35	90,649.35
减：现金的期初余额	90,649.35	148,710.53	148,710.53
现金及现金等价物净增加额	-57,871.75	-58,061.18	-58,061.18

资料来源：公司2014-2016年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2016年	2015年	2014年
综合毛利率	45.40%	47.65%	52.60%
收现比	0.02	0.02	1.00
产权比率	118.26%	117.75%	90.97%
有息债务（万元）	218,780.00	208,180.00	151,780.00
资产负债率	54.18%	54.07%	47.64%
流动比率	3.45	3.07	2.85
速动比率	1.91	1.73	1.41
EBITDA（万元）	10,033.03	10,873.47	11,002.65
EBITDA 利息保障倍数	1.09	1.19	2.23

资料来源：公司2014-2016年审计报告，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	1年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款

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。