

2013 年安徽省池州市平天湖建设工程有限公司

公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
 中鹏信评【2019】跟踪
 第【683】号 01

债券简称：13 平天湖债/
 PR 平天湖

增信方式：土地使用权
 抵押担保

债券剩余规模：4 亿元

债券到期日期：2020 年
 10 月 23 日

债券偿还方式：每年付
 息一次，债券存续期的
 第 3 年至第 7 年每年偿
 还 20% 的本金

分析师

姓名：
 顾春霞 杨培峰

电话：
 021-51035670

邮箱：
 guchx@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
 资信评估股份有限公司
 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。

**中证鹏元资信评估股份
 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.cspengyuan.com

2013 年安徽省池州市平天湖建设工程有限公司公司债券 2019 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	2019 年 06 月 26 日	2018 年 06 月 21 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对安徽省池州市平天湖建设工程有限公司（以下简称“平天湖建工”或“公司”）及其 2013 年 10 月 23 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 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：地方经济实力持续增强，为公司发展提供了良好基础，地方政府给予公司一定外部支持，并且国有土地使用权抵押的增信方式仍有助于保障本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到了公司未来土地整理收入存在一定不确定性，资产整体流动性较弱，公司面临较大资金压力及存在一定或有负债等风险因素。

正面：

- **地方经济实力持续增强，为公司发展提供了良好基础。**2018 年池州经济技术开发区（以下简称“池州经开区”或“开发区”）实现地区生产总值 169.00 亿元，同比增长 17.39%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- **地方政府给予公司一定外部支持。**公司作为池州经开区重要的土地整理及基础设施建设主体，获得来自当地政府的一定支持，2018 年公司收到财政补贴收入 0.74 亿元。
- **土地使用权抵押担保仍有助于保障本期债券安全性。**公司以评估价值 96,582.42 万元国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，评估基准日为 2018 年 10 月 23 日。抵押资产评估价值对剩余本金及一年利息的覆盖率为 2.25，仍有助于保障本期债

券的安全性。

关注：

- **公司未来土地整理收入存在一定不确定性。**公司营业收入主要来源于开发区东部、西部园区的土地整理业务，2018 年末公司土地储备 1,530.00 亩，规模不大，且西区建设受规划影响处于停工状态，后续土地整理业务能否保持稳定存在一定不确定性。
- **公司资产流动性较弱。**截至 2018 年末，公司其他应收款和存货占总资产的比重为 74.35%，其他应收款回款时间存在一定不确定性，存货主要包括土地使用权和开发成本，难以短期集中变现。2018 年末公司受限资产占总资产的比重为 18.41%，受限比例较高，公司资产流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**公司在建基础设施项目以自营项目为主，对公司盈利规模影响有限。截至 2018 年末，公司在建项目尚需投入资金 15.19 亿元，其中代建项目尚需投资 5.34 亿元，自营项目尚需投资 9.85 亿元，资金支出压力较大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保金额为 0.42 亿元，占期末所有者权益的 0.82%，考虑到被担保单位全部系民营企业，存在一定或有负债风险。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	743,680.82	757,746.87	781,808.20
所有者权益	510,277.25	508,462.31	528,515.30
有息债务	157,031.00	186,795.10	195,950.55
资产负债率	31.38%	32.90%	32.40%
流动比率	4.77	6.37	10.95
营业收入	35,874.77	36,976.19	56,896.93
其他收益	7,290.25	11,583.67	0.00
营业外收入	364.18	3.02	9,505.71
利润总额	16,315.70	21,003.53	23,643.40
综合毛利率	59.05%	58.47%	61.51%
EBITDA	21,961.69	26,312.05	31,834.24
EBITDA 利息保障倍数	2.44	3.87	2.70
经营活动现金流净额	25,816.26	-4,685.34	-180.98

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

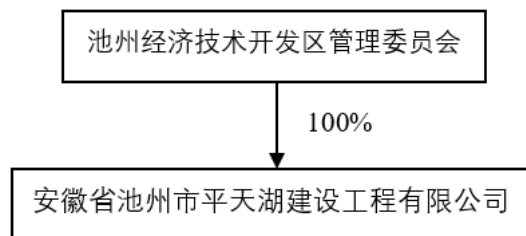
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2013年10月23日发行7年期10亿元公司债券，募集资金原计划用于开发区2.5平方公里电子信息产业园基础设施建设项目。截至2019年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为2.27万元。

二、发行主体概况

2018年，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人都未发生变化，截至2019年5月末，公司注册资本为10,030.00万元，控股股东及实际控制人仍为池州经济技术开发区管理委员会（以下简称“池州经开区管委会”）。公司产权及控制关系如下图所示。

图1 截至2019年5月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018年，公司新增1家纳入合并范围的子公司，系公司与池州建设投资集团有限公司共同成立的池州市经盛产业投资运营有限公司，主营商务服务业，公司认缴比例为51.00%；未发生因股权转让及其他事项不再纳入合并范围情况，具体情况见下表。

表1 2018年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
池州市经盛产业投资运营有限公司	51.00%	5,000.00	商务服务业	新设

资料来源：公司2016-2018年三年连审审计报告，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当

建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5 月，财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61 号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10 月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表2 2018 年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号）	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34 号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规

	业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号)		新增地方融资平台公司贷款,不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”,统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型,鼓励地方政府债券投资主体多元化,要求加强债券资金管理
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转;支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法合规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

(二) 区域环境

2018年池州市经济总量平稳增长,经济增速及固定资产投资增速同比回升

2018年池州市经济总量平稳增长,全年实现地区生产总值684.9亿元,比上年增长5.7%,经济增速小幅提升。其中,第一产业增加值为75.0亿元,增长3.3%;第二产业增加值为289.7亿元,增长7.1%,其中全部工业增加值238.5亿元,增长9.0%;第三产业增加值为320.3亿元,增长4.9%。三次产业结构由2017年的11.7:42.8:45.5调整为2018年的10.9:42.3:46.8,第三产业比重稳步提升,产业结构有所优化。池州市2018年人均地区生产总值为46,865元,占全国人均国内生产总值的比例为72.50%,地方经济发展水平一般。

池州市是安徽省“两山一湖”(黄山、九华山、太平湖)旅游区的重要组成部分。2018年池州市共接待国内外游客6,392万人次,比上年增长10.9%,其中入境游客113万人次,增长9.1%。全年实现旅游总收入692.0亿元,增长12.5%,其中外汇收入6.6亿美元。2018年九华山风景区共接待国内外游客1083万人次,增长7.1%;旅游总收入130.7亿元,增长8.6%。旅游业的稳定增长为池州市第三产业的稳步发展提供了重要保障。

工业经济方面,池州市2018年工业增加值为238.5亿元,较上年增长9.0%,增速高于地方经济增速,有效地支撑了地方经济的稳步增长。2018年池州市高新技术产业发展较快,全年高新技术产业增加值同比增长17.5%,其中,电气机械和器材制造业、计算机通信和其他电子设备制造业分别较上年增长28.1%和27.8%。

2018年池州市固定资产投资比上年增长12.1%,其中,第一产业投资增长104.1%,第

二产业增长35.4%，第三产业下降1.4%。此外，2018年池州市完成房地产开发投资74.7亿元，比上年下降11.1%，增速有所回落，系第三产业增速下滑的主要原因。

池州市2018年社会消费品零售总额为255.5亿元，同比增长11.1%，高于同期GDP增速，消费对经济增长有一定推动作用。2018年池州市完成进出口总额7.6亿美元，较上年下降0.8%，主要系进口额下降所致，其中铜精矿进口同比下降9.0%。截至2018年末，池州市地方存、贷款余额分别为1,008.5亿元和609.7亿元，增速分别为6.1%和8.8%，增速有所放缓。

表3 2017-2018年池州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	684.9	5.7%	654.1	5.5%
第一产业增加值	75.0	3.3%	72.7	3.4%
第二产业增加值	289.7	7.1%	297.3	5.8%
第三产业增加值	320.3	4.9%	284.1	5.8%
工业增加值	238.5	9.0%	246.2	6.2%
固定资产投资	-	12.1%	714.6	9.5%
社会消费品零售总额	255.5	11.1%	248.7	12.0%
进出口总额（亿美元）	7.6	-0.8%	7.7	23.4%
存款余额	1,008.5	6.1%	950.1	8.5%
贷款余额	609.7	8.8%	560.5	10.9%
人均GDP（元）	46,865		45,238	
人均GDP/全国人均GDP	72.50%		75.83%	

注：“-”表示数据未公布。

资料来源：池州市2017-2018年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年池州市实现公共财政收入64.49亿元，同比下降1.1%，其中税收收入39.44亿元，占公共财政收入比重为61.15%；实现政府性基金收入7.68亿元，同比下降23.4%；同期池州市公共财政支出为153.62亿元，同比增长7.0%，财政自给率为41.98%。

池州经开区经济实力持续增强，经济增速有所提升

2018年池州经开区实现地区生产总值169.00亿元，同比增长17.39%，增速较高且较上年有所提升。其中，第一产业增加值0.10亿元，同比增长2.32%；第二产业增加值120.00亿元，同比增长18.70%；第三产业增加值48.90亿元，同比增长14.33%。2018年池州经开区继续推进园区经济建设，全年固定资产投资同比增长17.33%。2018年池州经开区完成进出口总额5.46亿美元，同比增加4.87%。整体来看，2018年池州经开区经济持续增长，整体经济增速有所提升。

表4 2017-2018年池州经开区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	169.00	17.39%	143.96	13.18%
第一产业增加值	0.10	2.32%	0.10	13.12%
第二产业增加值	120.00	18.70%	101.09	14.92%
第三产业增加值	48.90	14.33%	42.77	9.27%
固定资产投资	-	17.33%	122.46	15.74%
进出口总额（亿美元）	5.46	4.87%	5.52	217.24%

注：“-”表示数据未公布。

资料来源：池州经济技术开发区管理委员会

2018年池州经开区实现公共财政收入29.05亿元，同比增长11.32%，其中税收收入26.50亿元，占公共财政收入比重为91.24%；实现政府性基金收入0.92亿元，同比增长33.34%；同期池州经开区公共财政支出为24.53亿元，同比下降3.07%，财政自给率为118.43%。

四、经营与竞争

2018年，公司及其下属子公司运营的业务包括土地整理、培训、蒸气供应、物业管理、担保、劳务派遣等，其中土地整理收入是公司营业收入的主要来源。公司2018年实现营业收入3.59亿元，同比下降2.98%，其中土地整理收入2.81亿元，同比下降7.82%，系公司营业收入下滑的主要原因；其他收入主要系房租收入，受入住企业增加的影响，2018年公司实现其他收入0.22亿元，同比增长110.87%。毛利率方面，2018年公司综合毛利率为59.05%，较上年小幅提升，仍保持在较高水平。

表5 2017-2018年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整理	28,145.64	65.18%	30,532.51	64.95%
担保费	43.69	100.00%	42.25	100.00%
工程	227.36	0.00%	-	-
物业费	722.73	100.00%	502.28	100.00%
蒸气	3,048.21	20.43%	3,004.89	21.75%
培训	1,349.93	40.33%	1,825.62	44.36%
劳务派遣	166.53	14.33%	39.23	7.08%
其他	2,170.68	40.60%	1,029.40	-21.66%
合计	35,874.77	59.05%	36,976.19	58.47%

资料来源：公司2016-2018年三年连审审计报告，中证鹏元整理

2018年公司土地整理业务收入下降，公司土地储备规模有限，且开发区西区处于停工状态，后续业务能否保持稳定存在一定不确定性

公司土地整理业务主要系对开发区内的土地进行开发建设，开发区位于池州市主城区东北部，全区总体规划控制面积115平方公里，分为东部园区和西部拓展区两部分。其中东部园区规划控制面积40平方公里，西部拓展区总规划控制面积约75平方公里，东区系公司目前土地整理重点区域，西区建设处于停工状态。公司根据开发区政府建设开发总体规划对园区内土地进行开发整理，开发过程中所需资金均由公司自筹，土地整理成熟后由开发区进行拍卖出让，土地出让金直接划入开发区财政局，由开发区财政局返还土地开发成本及部分土地出让净收益，但实际操作过程中土地出让返还与公司确认收入可能存在时滞。

2018年公司整理的土地位于临港工业园，整理土地1,660.51亩，主要系工业用地，整理成本为9,800.28万元，确认收入28,145.64万元。2018年初公司拥有待整理可供出让土地1,780.00亩，当年合计整理土地1,660.51亩，年末剩余土地储备1,530.00亩，土地储备规模有限，主要系开发区东区剩余未开发可供出让土地较少。公司同时也负责开发区西区的土地整理业务，后续随着西区发展规划的落地，预计公司土地整理业务将有所扩大，但目前西区因规划问题暂停开发，后续公司土地整理业务稳定性及可持续性存在一定不确定性。

表6 2017-2018年公司土地整理及储备情况

项目	2018年	2017年
出让土地面积（亩）	1,660.51	1,886.26
出让总价（万元）	28,145.64	30,532.51
年末土地储备面积（亩）	1,530.00	1,780.00

资料来源：公司提供

工程业务短期收入有保障，未来收入存在一定不确定性；公司目前在建项目较多，后续或存在较大资金压力

公司工程建设业务主要系针对开发区内的市政基础设施项目进行代建，具体代建项目由开发区管委会委托，项目建设资金由公司自筹，竣工经审计确认后由政府进行结算，结算款包括工程项目投资额与代建管理费两部分，公司根据项目投资额确认成本，以投资额加成一定比例的管理费率确认收入。由于市政配套工程规模均较小，该业务收入总额不大，2018年公司实现工程建设业务收入227.36万元，结转成本227.36万元，主要系当期流坡3#安置房项目按照工程进度结转收入、成本，由于成本加成比例尚未确定，公司暂以实际成本确认收入。公司工程业务短期收入较有保障，但目前主要代建项目池州市开发区东部、西部园区建设项目政府回购时间尚未确定，未来收入实现存在一定不确定性。

目前公司在建的基础设施项目包括池州市开发区东部、西部园区建设项目、电子信息产业园标准化厂房、污水处理厂建设等项目。其中，池州市开发区东部、西部园区建设项目系公司在对开发区进行整理开发过程中另需建设的各类市政配套工程，由于该类项目属于政府代建项目，其收入均来源于政府支付的代建管理费。电子信息产业园标准化厂房、电子信息产业园三四期、污水处理厂工程等项目属于公司自营项目，建设后预计将通过销售、出租或运营收回投资，其中，电子信息产业园标准化厂房系本期债券募投项目，目前厂房主体和附属部分已陆续完工，后续配套设施仍在建设中。总体来看，目前公司在建项目较多，2018年末公司在建项目预计总投资36.61亿元，已投资21.41亿元，未来尚需投资15.19亿元，面临较大资金压力。

表7 截至2018年12月31日公司在建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	尚需投资
池州市开发区东部园区建设项目	42,600.00	20,221.11	22,378.89
池州市开发区西部园区建设项目	48,200.00	17,168.51	31,031.49
电子信息产业园标准化厂房	195,200.00	147,100.00	48,100.00
电子信息产业园三四期	75,043.00	25,666.05	49,376.95
污水处理厂建设	4,450.00	3,599.02	850.98
其他	557.00	360.49	196.52
合计	366,050.00	214,115.18	151,934.83

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司业务多元化程度较高，综合盈利能力得到有益补充

培训业务主要由公司子公司安徽省池州杰达职业技术学校有限公司负责运营，主要包括汽车修理工培训、机动车驾驶员培训、道路运输从业资格培训等。受驾驶培训市场竞争加剧的影响，2018年公司实现培训业务收入0.13亿元，同比减少26.06%，业务毛利率为40.33%，较上年下降4.04个百分点。蒸汽供热业务主要由公司子公司池州市金能供热有限公司负责运营，主要系为开发区内企业提供供热服务，2018年实现业务收入0.30亿元，同比增长1.44%，业务毛利率为20.43%，较上年小幅下滑。2018年公司分别实现物业收入和担保费收入722.73万元和43.69万元，业务毛利率均为100.00%。此外，其他业务主要系房租收入，2018年公司实现其他收入0.22亿元，同比增长110.87%，主要系当期入住企业增多，租金收入增长所致；由于业务成本相对稳定，主要为计提的房屋折旧，故租金收入增长直接反应在毛利率上，公司其他业务毛利率增至40.60%，较上年增长62.26个百分点。综合来看，2018年上述业务整体收入规模及毛利率水平基本稳定，对公司盈利能力形成一定补充。

地方政府持续给予公司一定外部支持

公司作为池州市经济技术开发区重要的土地整理及基础设施建设主体，当地政府在财政补贴方面持续给予了一定支持。2018年公司获得财政补贴合计0.74亿元，主要包括园区建设项目专项补贴、半导体标准化厂房净化装修项目补助资金等，提升了公司的盈利水平。

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）审计并出具标准无保留意见的2016-2018年三年连审审计报告，报告均采用新会计准则编制。2018年公司新纳入合并范围子公司1家，未发生因股权转让及其他事项不再纳入合并报表范围情况，详见表1。

资产结构与质量

公司资产规模相对稳定，但其他应收款、土地整理成本及抵押土地占比较大，资产整体流动性较弱

截至2018年末，公司资产总额为74.37亿元，同比下降1.86%，资产规模保持相对稳定。公司资产以流动资产为主，期末流动资产占总资产的比重为76.67%。

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。2018年末公司货币资金账面余额为0.60亿元，其中银行存款0.54亿元，其他货币资金0.06亿元，无使用受限情况。其他应收款主要是公司应收其他单位的往来款，其中对池州经济技术开发区管理委员会财政局的应收规模为12.90亿元，占其他应收款的比重为84.83%，由于款项回收风险不大，年末未计提坏账准备，但回收期限不确定，对公司资金造成一定占用。截至2018年末，公司存货主要由土地取得成本、土地整理成本和在建项目成本构成，账面价值分别为20.23亿元、16.12亿元和3.74亿元；2018年末存货中用于抵押的土地使用权账面价值为8.94亿元，占存货中土地资产账面价值的44.21%，较上年下降21.42个百分点，主要系借款偿还释放对应的抵押土地所致，但抵押比例仍较高，土地资产流动性较弱。

截至2018年末，公司非流动资产账面价值合计17.35亿元，同比增长6.36%，主要包括投资性房地产、固定资产、在建工程和无形资产。投资性房地产主要系公司用于出租的厂房，2018年末账面价值为1.98亿元，同比下降3.65%。固定资产为公司所有的房屋及建筑

物、运输工具、办公设备等，2018年末账面价值为2.15亿元，同比增长3.16%，主要系公司当期购置房屋、办公设备，以及在建工程转入所致。在建工程全部是公司自主经营类项目，主要包括电子信息产业园标准化厂房、污水处理厂建设项目等，2018年末账面价值为2.96亿元，同比上升48.64%，主要系在建工程建设的投入增加所致。无形资产主要是公司自用的土地使用权资产，2018年末账面价值合计8.48亿元，同比减少1.87%，主要系计提摊销所致，公司2018年末无形资产中用于抵押的土地使用权账面价值为4.75亿元，受限比例较高。综合来看，公司受限资产系存货和无形资产科目中用于借款抵押的土地，账面价值合计13.69亿元，占期末总资产的比重为18.41%。

总体来看，2018年公司资产规模保持相对稳定，虽然公司资产以流动资产为主，但其他应收款和存货占比较大，其他应收款回收期限不确定，开发成本难以短期集中变现，且存货中土地资产受限比例较高，公司资产整体的流动性较弱。

表8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	6,048.19	0.81%	19,880.46	2.62%
其他应收款	152,028.68	20.44%	158,046.19	20.86%
存货	400,943.69	53.91%	402,925.16	53.17%
流动资产合计	570,205.53	76.67%	594,644.77	78.48%
投资性房地产	19,823.74	2.67%	20,574.88	2.72%
固定资产	21,549.55	2.90%	20,889.82	2.76%
在建工程	29,621.36	3.98%	19,928.45	2.63%
无形资产	84,762.14	11.40%	86,373.35	11.40%
非流动资产合计	173,475.30	23.33%	163,102.10	21.52%
资产总计	743,680.82	100.00%	757,746.87	100.00%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入有所下降，外部支持提升了公司盈利规模

公司主营业务种类较多，其中土地整理收入是公司营业收入的主要来源。2018年公司实现营业收入3.59亿元，同比下降2.98%，其中土地整理收入2.81亿元，较上年下降7.82%，系公司营业收入下滑的主要原因。目前公司土地储备规模不大，且土地出让受政府规划影响较大，后续土地出让收入存在进一步下滑的可能。业务毛利率方面，2018年公司综合毛利率为59.05%，与上年基本持平，由于土地出让金返还比例较高，故公司综合毛利率仍保

持较高水平。

盈利方面，受到财务费用扩张以及政府补助减少的影响，2018年公司营业利润为1.60亿元，同比下降24.50%。其他收益主要系政府基础设施建设补助资金，2018年公司获得其他收益0.73亿元，同比下降37.06%；同期公司实现营业外收入0.04亿元，其中包括政府补助0.01亿元；其他收益和营业外收入总和占当年利润总额的比重为46.91%，虽然当期外部支持力度有所下降，但仍有力提升了公司盈利规模。

表9 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年
营业收入	35,874.77	36,976.19
其他收益	7,290.25	11,583.67
营业利润	15,998.29	21,189.56
营业外收入	364.18	3.02
利润总额	16,315.70	21,003.53
综合毛利率	59.05%	58.47%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流情况好转，但在建项目投资需求较大，面临较大的资金压力

2018年公司收现比为1.06，较上年有所提升，公司经营收现能力较好，有效保障了公司的正常运作及债务偿还。由于当期支付的往来款和付现费用大幅下降，公司2018年经营活动现金流由负转正，当期经营活动现金净流入2.58亿元。

2018年公司投资活动现金净流出0.12亿元，流出规模同比下降83.45%。其中，2018年公司购置固定资产等支出341.21万元，同比下降95.83%，系投资活动现金流缺口收窄的主要原因。

筹资活动方面，2018年公司筹资活动现金净流出3.85亿元，主要系银行借款到期偿还以及本期债券本金的分期偿付。公司主要通过银行借款和债券发行的方式进行融资，2018年合计收到现金0.43亿元，同比下降93.89%，外部融资力度的下降促使现金净流出规模扩张。近年公司整体债务规模较大，债务本息偿还的大额现金流出系公司筹资活动现金持续净流出的主要原因。

总体来看，2018年公司经营活动现金流状况有所好转，但投资、筹资活动现金流仍持续大额净流出，考虑到后续项目建设资金需求较大，公司或面临较大的资金支出压力。

表10 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	1.06	1.00
销售商品、提供劳务收到的现金	37,910.98	36,953.99
收到的其他与经营活动有关的现金	20,906.29	106,512.30
经营活动现金流入小计	58,817.27	143,466.29
购买商品、接受劳务支付的现金	11,030.59	16,331.74
支付的其他与经营活动有关的现金	16,277.99	124,226.58
经营活动现金流出小计	33,001.01	148,151.63
经营活动产生的现金流量净额	25,816.26	-4,685.34
投资活动产生的现金流量净额	-1,193.82	-7,214.68
筹资活动产生的现金流量净额	-38,454.72	-15,955.07
现金及现金等价物净增加额	-13,832.28	-27,855.09

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模有所下降，但仍面临一定偿债压力

随着银行借款到期偿还以及本期债券本金的分期偿付，公司债务规模有所下降，2018年末负债总额为23.34亿元，同比下降6.37%。得益于利润的积累，公司所有者权益小幅增长，2018年末达51.03亿元，同比增长0.36%。综合影响下，2018年末公司产权比率降至45.74%，较上年末减少3.29个百分点，权益对负债的保障程度有所提升。

表11 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年	2017年
负债总额	233,403.57	249,284.57
所有者权益	510,277.25	508,462.31
产权比率	45.74%	49.03%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

2018年末公司流动负债和非流动负债占负债总额的比重分别为51.24%和48.76%。随着长期借款到期偿还以及本期债券的分期偿付，公司负债结构转变为以流动负债为主。公司流动负债主要包括应交税费、其他应付款和一年内到期的非流动负债。应交税费主要是应交企业所得税，2018年末账面余额为5.44亿元，同比增长12.78%。其他应付款主要系公司应付池州市九华恒昌产业投资有限公司、池州建设投资集团有限公司、池州九华地方铁路投资有限公司、池州杰达集团公司、池州市九华国有资产运营有限公司等单位的往来款项，2018年末账面余额为1.82亿元，同比增长40.64%；2018年末账龄在1年以上的其他应付款

占比35.96%，由于应付对象主要为地方国企，故偿还存在一定弹性。一年内到期的非流动负债系2019年到期的长期借款及应偿付的债券本金，2018年末账面余额为4.29亿元。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和其他非流动负债构成。2018年末长期借款账面余额为2.00亿元，全部为抵押借款，抵押物为公司拥有的土地资产。公司2018年末应付债券剩余规模为7.07亿元，系应付本期债券、“17皖平天湖建工ZR001”以及“【循环经济发展】债务融资计划1期”，分别于2020年、2022年和2021年偿付完毕，届时将面临一定刚性债务压力。其他非流动负债系2017年公司与华安证券股份有限公司签署的华安证券汇鑫3号定向资产管理计划，金额为2.00亿元。

表12 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
应交税费	54,390.37	23.30%	48,227.68	19.35%
其他应付款	18,191.61	7.79%	12,935.00	5.19%
一年内到期的非流动负债	42,866.00	18.37%	31,000.00	12.44%
流动负债合计	119,599.79	51.24%	93,403.15	37.47%
长期借款	20,000.00	8.57%	45,795.10	18.37%
应付债券	70,675.00	30.28%	90,000.00	36.10%
其他非流动负债	20,000.00	8.57%	20,000.00	8.02%
非流动负债合计	113,803.79	48.76%	155,881.42	62.53%
负债合计	233,403.57	100.00%	249,284.57	100.00%
其中：有息债务	157,031.00	67.28%	186,795.10	74.93%

资料来源：公司2016-2018年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司2018年末有息债务规模为15.70亿元，占负债总额的比重为67.28%，有息债务规模同比下降15.93%。从公司有息债务偿还期限的分布来看，2019-2022年公司分别需要偿还有息债务4.43亿元、3.00亿元、0.87亿元和6.20亿元。随着银行借款和应付债券陆续到期偿还，未来三年公司有息债务偿债压力逐步缓解，但仍需要关注公司整体现金流的稳定性。

表13 截至2018年末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年及以后
短期借款	490.00	-	-	-	-
一年内到期的非流动负债	42,866.00	-	-	-	-
长期借款	-	4,000.00	2,000.00	2,000.00	12,000.00
应付债券	-	20,000.00	675.00	50,000.00	-
长期应付款	975.00	975.00	1,050.00	-	-
其他非流动负债	-	5,000.00	5,000.00	10,000.00	-
合计	44,331.00	29,975.00	8,725.00	62,000.00	12,000.00

资料来源：公司提供

从偿债能力指标来看，2018年末公司资产负债率为31.38%，与上年基本持平。短期偿债能力方面，受一年内到期的长期借款大幅增加的影响，2018年公司流动比率和速动比率分别下降至4.77和1.42，由于流动资产主要由其他应收款和存货构成，其他应收款的回收时间和存货的变现均存在一定不确定性，故公司短期偿债能力一般。2018年公司EBITDA为2.20亿元，同比下降16.53%，EBITDA利息保障倍数为2.44，较上年有所下降，经营利润对利息支出的覆盖程度降低。同时，有息债务与EBITDA比率有所提高，经营债务负担压力加大。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2018年	2017年
资产负债率	31.38%	32.90%
流动比率	4.77	6.37
速动比率	1.42	2.05
EBITDA（万元）	21,961.69	26,312.05
EBITDA 利息保障倍数	2.44	3.87
有息债务/EBITDA	7.15	7.10

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

土地使用权抵押担保仍有助于保障本期债券的安全性

公司于2018年11月解除皖（2017）池州市不动产权第0000004号、皖（2017）池州市不动产权第0000006号、皖（2017）池州市不动产权第0000010号、皖（2017）池州市不动产权第0000014号和皖（2017）池州市不动产权第0000016号五宗土地的抵押，剩余4宗国有土地使用权抵押资产，用于抵押的国有土地使用权总面积为184,441.40平方米，使用权类型为出让，用于抵押的国有土地使用权详见下表。根据本期债券《土地使用权抵押协议》，债券存续期内，债权代理人有合理理由认为需要对抵押标的价值进行重新评估的，公司应当聘请经债权代理人认可的具备相应资质的资产评估机构对抵押标的价值进行评估并出具资产评估报告，根据北京国府嘉瑞资产评估有限公司出具的京国评报字[2018]第9017号评估报告，4宗用于抵押的土地评估总价为96,582.42万元，评估增值7,146.45万元，评估基准日为2018年10月23日，抵押土地评估价值对剩余本金及一年利息的覆盖率为2.25，增强了本期债券的安全性。

表15 变更后本期债券抵质押资产情况（单位：平方米、万元）

序号	土地使用证号	土地面积	评估价值	用途	类型
1	池国土用（2011）第 CHZ-353/2011 号	53,333.00	27,908.26	商住	出让
2	池国土用（2011）第 CHZ-355/2011 号	57,026.00	30,005.55	商住	出让
3	皖（2017）池州市不动产权第 0000012 号	53,770.40	28,137.13	商住	出让
4	皖（2017）池州市不动产权第 0000018 号	20,312.00	10,531.48	商住	出让
合计	-	184,441.40	96,582.42	-	-

注：评估基准日：2018 年 10 月 23 日。

资料来源：北京国府嘉瑞资产评估有限公司出具的京国评报字[2018]第 9017 号评估报告

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年6月11日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

公司全资子公司池州市九华恒信融资担保有限公司（以下简称“九华融资担保”）主要从事贷款担保、信用证担保、金融产品发行担保、再担保等担保业务，截至2018年末，九华融资担保对外担保金额为0.42亿元，占公司期末所有者权益的0.82%，当期公司未发生代偿情况，考虑到被担保单位全部系民营企业，存在一定或有负债风险。

表16 截至 2018 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	是否有反担保
安徽均益金属科技股份有限公司	1,000.00	2019-6-20	是
安徽钜芯半导体科技有限公司	200.00	2019-9-16	是
池州市台盛缝制机械科技有限公司	100.00	2019-10-12	是
安徽钜芯半导体科技有限公司	200.00	2019-11-9	是
安徽省忆江南生物科技有限公司	100.00	2019-11-26	是
安徽裕成机电有限公司	100.00	2019-12-5	是
安徽双威微电子有限公司	300.00	2019-12-17	是
安徽双威微电子有限公司	100.00	2019-12-11	是
池州华宇电子科技有限公司	700.00	2019-12-17	是
安徽钜芯半导体科技有限公司	300.00	2019-12-20	是
安徽艾迪文新材料有限公司	300.00	2019-12-26	是

池州信安电子科技有限公司	300.00	2019-12-25	是
安徽英诺高新材料有限公司	500.00	2020-1-7	是
合计	4,200.00	-	-

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

八、评级结论

2018年池州经开区经济实力持续增强，为公司发展提供了良好基础。公司作为开发区重要的土地整理及基础设施建设主体，获得来自当地政府的一定支持。同时，土地使用权抵押担保仍有助于保障本期债券的安全性。

但我们也关注到，土地储备规模不大，未来土地整理收入存在一定不确定性；公司资产中其他应收款和抵押土地占比较大，其他应收款回收期限不确定，土地受限比例较高，公司资产整体的流动性较弱；公司后续在建项目较多，截至2018年末公司在建项目尚需投资15.19亿元，面临较大资金支出压力；公司担保对象主要是民营企业，存在一定或有负债风险等风险因素。

基于以上情况，中证鹏元将公司主体长期信用等级维持为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 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	6,048.19	19,880.46	47,735.55
其他应收款	152,028.68	158,046.19	120,413.86
存货	400,943.69	402,925.16	445,082.33
无形资产	84,762.14	86,373.35	88,185.39
总资产	743,680.82	757,746.87	781,808.20
短期借款	490.00	0.00	0.00
应交税费	54,390.37	48,227.68	43,533.34
一年内到期的非流动负债	42,866.00	31,000.00	0.00
长期借款	20,000.00	45,795.10	115,950.55
应付债券	70,675.00	90,000.00	80,000.00
长期应付款	3,128.79	86.32	101.89
总负债	233,403.57	249,284.57	253,292.90
有息债务	157,031.00	186,795.10	195,950.55
所有者权益	510,277.25	508,462.31	528,515.30
营业收入	35,874.77	36,976.19	56,896.93
营业利润	15,998.29	21,189.56	15,900.22
其他收益	7,290.25	11,583.67	0.00
营业外收入	364.18	3.02	9,505.71
净利润	11,818.65	16,365.39	17,099.80
经营活动产生的现金流量净额	25,816.26	-4,685.34	-180.98
投资活动产生的现金流量净额	-1,193.82	-7,214.68	-19,849.81
筹资活动产生的现金流量净额	-38,454.72	-15,955.07	48,358.60
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	59.05%	58.47%	61.51%
收现比	1.06	1.00	0.29
产权比率	45.74%	49.03%	47.93%
资产负债率	31.38%	32.90%	32.40%
流动比率	4.77	6.37	10.95
速动比率	1.42	2.05	3.18
EBITDA（万元）	21,961.69	26,312.05	31,834.24
EBITDA 利息保障倍数	2.44	3.87	2.70
有息债务/EBITDA	7.15	7.10	6.16

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018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
池州市金能供热有限公司	2,850.00	64.91%	电力、热力生产和供应业
池州市金安房地产开发有限责任公司	1,600.00	100.00%	房地产业
池州市金城工程管理服务有限公司	300.00	100.00%	公共设施管理业
池州市城东污水处理有限责任公司	800.00	100.00%	生态保护和环境治理业
安徽省池州杰达职业技术学校有限公司	100.00	100.00%	教育
池州金达建设投资有限公司	20,000.00	100.00%	建筑装饰和其他建筑业
池州经济技术开发区土地收储中心有限公司	5,000.00	100.00%	商务服务业
池州市九华恒信融资担保有限公司	15,000.00	100.00%	商务服务业
池州市精信人力资源服务有限公司	500.00	100.00%	商务服务业
池州市经盛产业投资运营有限公司	5,000.00	51.00%	商务服务业

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录三 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+投资性房地产折旧及摊销
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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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	短期借款+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券+长期应付款+其他非流动负债

附录四 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。