

巢湖市城镇建设投资有限公司

2012 年 12 亿元公司债券

2014 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。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

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。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级的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>

巢湖市城镇建设投资有限公司

2012 年 12 亿元公司债券 2014 年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

增信方式：土地使用权抵押担保

债券剩余规模：12 亿元

债券到期期限：2019 年 12 月 23 日

评级日期：2014 年 06 月 17 日

上次信用评级结果：

本期债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

增信方式：土地使用权抵押担保

债券剩余规模：12 亿元

评级日期：2013 年 07 月 04 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对巢湖市城镇建设投资有限公司（以下简称“巢湖城建”或“公司”）及其 2012 年 12 月 24 日发行的 12 亿元公司债券的 2014 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。

主要财务指标：

项目	2013 年	2012 年	2011 年
总资产（万元）	1,185,709.34	1,122,053.74	466,377.85
所有者权益合计（万元）	917,055.01	877,113.24	409,136.64
资产负债率	22.66%	21.83%	12.27%
有息债务（万元）	180,329.71	187,946.00	21,650.00
营业收入（万元）	87,924.22	139,124.82	17,973.83
补贴收入（万元）	26,696.00	12,465.00	6,400.00
利润总额（万元）	44,184.89	45,981.32	19,304.60
总资产回报率	3.94%	5.79%	4.77%
EBITDA（万元）	45,516.90	45,983.53	19,306.79
EBITDA 利息保障倍数	3.90	12.71	12.34
经营活动现金流净额（万元）	39,536.17	13,665.42	32,628.54

资料来源：公司 2011-2013 年审计报告

正面：

- 巢湖市经济平稳发展，一般预算收入增长较快；
- 公司在资产注入、财政补贴等方面继续得到地方政府的大力支持；
- 公司工程建设业务整体较为稳定，在建项目较多，未来收入有一定保障。

关注：

- 巢湖市财政收入有所增长，但地方财政收入对上级补助收入的依赖较大；
- 公司林木销售收入受政策影响较大，该业务未来年度收入不确定；公司承担的在建工程建设任务未来资金需求较大，存在一定资金压力；
- 公司政府补助金额规模较大，每年不确定，未来对公司盈利的影响需持续关注；
- 公司部分工程建设项目政府的回购款实际到位不及时；
- 公司存货增长较快，且规模巨大，但资产流动性一般；
- 公司盈利对政府补贴的依赖较大，其具有一定不确定性。

分析师

姓名：季俊杰 刘书芸

电话：021-51035670

邮箱：jjj@pyrating.cn

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巢湖市城镇建设投资有限公司发行2012年市政项目建设债券核准的批复》（发改财金[2011]2594号文件）批准，公司于2012年12月24日发行了12亿元市政项目建设债券，本期债券票面利率为7.00%。

本期债券计息期限为2012年12月24日至2019年12月23日，按年计息，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3至7年末每年按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金。2013年12月24日，公司已正常支付第一期债券利息。

截至2013年末，公司实际累计使用募集资金119,058.00万元，本期债券募集资金使用情况如下：

表1 截至2013末公司募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	计划		实施进度	
	总投资	拟使用募集资金额度	已投资	已使用募集资金
巢湖市入湖河道水环境综合治理	250,126.43	120,000.00	177,770.00	119,058.00

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实际控制人、主营业务均未有变化。

跟踪期内，公司以货币出资 50.00 万元设立全资子公司巢湖凤凰影城有限责任公司，并纳入合并报表范围；2013 年 3 月，据巢政秘[2013]号文件，巢湖市人民政府同意将巢湖市粮食局投资设立的巢湖市润农粮食购销有限公司的股权无偿转让给本公司，但保持原有的管理和经营模式，即由粮食局实际控制，公司作为长期股权投资核算，不予纳入合并范围。

表2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（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
巢湖凤凰影城有限责任公司	100%	2,000.00	影视播放	新设

资料来源：公司 2011-2013 年审计报告

截至 2013 年 12 月 31 日，公司总资产为 1,185,709.34 万元，所有者权益合计 917,055.01 万元，资产负债率为 22.66%。2013 年，公司实现营业收入 87,924.22 万元，利润总额 44,184.89 万元，经营活动现金净流入 39,536.17 万元。

三、地方经济与财政实力

跟踪期，合肥市经济总体保持了较快增速，经济实力不断增强

跟踪期内，合肥市经济总体保持了较快增速，经济实力不断增强。根据《合肥市 2013 年国民经济和社会发展统计公报》，2013 年合肥市全年生产总值为 4,672.91 亿元，按可比价格计算，比上年增长 11.5%。三次产业结构由上年的 5.5:55.3:39.2 调整为 5.3:55.3:39.4，其中第三产业比重比上年提高 0.2 个百分点，工业增加值占 GDP 比重由上年的 43.6% 提高到 43.9%。按常住人口计算，人均 GDP 达到 61,555 元，比上年增加 6,373 元。全年全社会固定资产投资 4,707.99 亿元，比上年增长 23.1%。其中，民间投资 2,777.97 亿元，增长 26.7%；文化产业投资 310.11 亿元，增长 36.0%；城市基础设施投资 806.19 亿元，增长 26.9%。

表3 合肥市主要经济指标及同比变动情况（单位：亿元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	4,672.91	11.5%	4,164.34	13.6%
第一产业增加值	247.21	3.2%	229.05	5.4%
第二产业增加值	2,583.75	12.9%	2,303.91	15.4%
第三产业增加值	1,841.95	10.6%	1,631.38	12.3%
固定资产投资	4,707.99	23.1%	4,001.10	23.7%
社会消费品零售总额	1,480.84	14.8%	1,293.62	16.7%
进出口总额（亿美元）	181.90	3.1%	176.42	43.3%

资料来源：2012-2013 年合肥市国民经济和社会发展统计公报

2013 年，巢湖市经济稳定增长，财政收入有所增长，地方财政收入对上级补助收入的依赖较大

巢湖市位于安徽省中部，临近长江，环抱巢湖，周边分别与肥东、全椒、含山、庐江、无为接壤。2011 年 7 月 14 日，安徽省收到国务院下发《关于同意安徽省撤销地级巢湖市及部分行政区划调整的批复》文件。原地级巢湖市被一拆为三，分别并入合肥、芜湖、马鞍山三市。8 月 22 日，地级巢湖市正式解体，撤销原地级巢湖市的居巢区，设立县级巢湖市，新设的县级巢湖市由安徽省直辖，合肥市代管。截至 2013 年末，巢湖市全市总面积 2,046 平方公里，总人口 88.95 万人，下辖 12 个乡镇、6 个街道办事处。

巢湖市区位较优越，交通便捷。位于长三角经济区沿江经济带中部、“合芜宁”金三角中心，距合肥市区和芜湖各 60 公里，是皖江开发开放及示范区建设的中心地带。宁西高速铁路、淮南干线铁路，合宁、合巢芜高速公路过境而过。南京、合肥、芜湖 3 个航空港及芜湖朱家桥外贸码头构成了巢湖通往国内外的快速通道。巢湖港是安徽省八大内河港口之一，水路运输经裕溪河航道通江达海。

2013 年，巢湖市地区生产总值约 207 亿元、同比增长 9.2%；规模以上工业增加值 79.4 亿元、增长 16.1%；财政收入 27.1 亿元、增长 12%，其中，地方财政收入 17.4 亿元、增长 16.4%；完成全社会固定资产投资 164.4 亿元，增长 30.8%；实现社会消费品零售总额 60 亿元，增长 10.3%，外贸进出口总额 2.43 亿美元，增长 17%；城镇居民人均可支配收入 16,827 元，农民人均纯收入 9,273 元，分别增长 10.2%、17%。

2013 年，巢湖市完成工业投资 72 亿元，新增规模以上工业企业 16 家，实现规模以上工业总产值 320 亿元。全市新开工工业项目 112 个，其中 5,000 万元以上 27 个、亿元以上 15 个、5 亿元以上 2 个。全市高新技术产业产值 52 亿元、增长 13.3%，战略性新兴产业产值 27 亿元、增长 16.9%；申报各类专利 532 件、国家级高新技术企业 6 家，实施省级以上科技项目 20 项。全年共接待游客 364 万人次，旅游综合收入 13.9 亿元。

表4 巢湖市2012-2013年主要经济数据¹（单位：亿元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	207.00	9.20%	192.56	10.50%
固定资产投资	164.36	30.8%	130.96	52.20%
社会消费品零售总额	60.01	10.4%	55.79	9.50%

资料来源：2013 年 1-12 月份全市主要经济指标快报及其他公开资料

跟踪期，巢湖市财政收入有所增长，2013 年巢湖市财政收入为 39.33 亿元，其中一般预算收入占比为 44.11%，上级补助收入占比为 46.42%，巢湖市财政收入对上级补助收入的依赖较大。一般预算收入中，税收收入占比为 81.81%，一般预算收入的稳定性较高。2013，巢湖市政府性基金收入为 3.35 亿元，对财政收入的贡献较小。

跟踪期，一般预算收入同比增长 16.39%，占财政收入的比重较上年提高 3.94 个百分点，一般预算收入增速大于财政收入增速，上级补助收入较上年略有下滑。总体而言，一般预算收入对财政收入的贡献加大。跟踪期，一般预算收入对一般预算支出的保障基本和上年持平，由于一般预算支出基本用于民生等刚性支出，巢湖市需要依赖其他收入补充其刚性支出。

表5 2012年-2013年巢湖市地方财政收支情况（万元）

项目	2013 年	2012 年
财政收入	393,279	371,030
（一）一般预算收入	173,495	149,059
其中：税收收入	141,935	128,002
非税收入	31,560	21,057
（二）上级补助收入	182,551	190,568
其中：一般性转移支付收入	106,688	101,401

¹ 截至报告撰写日，巢湖市详细经济数据尚未对外公布。

专项转移支付收入	70,629	83,958
(三) 政府性基金收入	33,487	27,796
其中：土地出让价款	23,402	-
(四) 预算外收入	3,746	3,607
财政支出	386,183	339,995
(一) 一般预算支出	337,040	301,182
(二) 政府性基金支出	45,384	35,421
(三) 预算外支出	3,759	3,392
一般预算收入/一般预算支出	51.48%	49.49%

资料来源：巢湖市财政局

四、经营与竞争

2012-2013 年，公司营业收入结构发生较大变化，2012 年占公司收入 36.03% 的林木销售在 2013 年未实现收入；但 2013 年租赁收入实现 187.25 万元，该业务持续性较好。

表6 公司主营业务收入及毛利率构成（单位：万元）

项目	2013 年			2012 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
营业收入	87,924.22	100.00%	22.06%	139,124.82	100.00%	25.96%
其中：工程建设收入	87,619.03	99.65%	21.90%	88,948.98	63.93%	22.02%
租赁收入	187.25	0.21%	50.61%	-	-	-
销售收入	-	-	-	50,120.00	36.03%	32.88%
利息收入	113.44	0.13%	100.00%	-	-	-
其他	4.50	0.01%	100.00%	55.84	0.04%	100.00%

资料来源：公司审计报告

跟踪期，公司工程建设业务整体较为稳定，在建项目较多，项目回购资金到位时间具有一定不确定性，在建项目后续融资需求较大

公司是当地政府基建项目投资运营的主体，主要负责重大基础设施建设项目的投资融资和开发建设。公司基建项目建设主要采取委托建设回购的模式，即：当地政府相关部门将拟建项目委托给公司进行建设开发，并签订委托建设协议书。项目启动资金部分由市财政拨款，部分由企业自筹解决。项目完工后，按照工程造价再加上一定比例（以项目审计工程总造价为基准加上融资成本和一定的工程项目管理费确定）由当地政府进行回购，但回购款挂账的情形较多，实际到位时间具有一定不确定性。

公司是巢湖市内唯一的保障性住房建设的投融资主体，承担保障房建设的投融资业务。具体操作上，保障房项目立项后，公司通过招投标确定工程各标段承包方，并签订施工合同；项

项目建设资金主要由公司通过外部融资渠道解决，项目建设用地由政府无偿划拨给公司；公司根据工程进度拨付工程建设资金。保障房建设完工后，定向限价向拆迁户出售或者向其他安置群众限价销售。截至 2013 年末，公司尚未实现保障房销售收入，预计 2016 年开始面向市场销售。

表7 截至2013年末公司主要已建、在建基础设施项目投资情况表（单位：万元）

项目	总投资	已投资	资金来源	是否签订回购协议
滨湖旅游观光大道工程	65,400.00	65,997.63	自筹	否
民营经济园	68,000.00	54,333.39	自筹	否
土地储备项目	33,387.50	44,681.85	自筹	否
干部服务大建设	111,592.30	25,000.00	自筹	否
土地整治项目	-	19,513.87	自筹	否
卧牛山街道征地拆迁	20,000.00	12,000.00	自筹	否
105 省道	10,000.00	11,460.21	自筹	否
凤凰之家棚户区改造	108,254.00	11,129.50	自筹、中央补助资金	否
裕溪河畔棚户区改造	127,444.33	9,049.63	自筹、中央补助资金	否
山水华庭	60,000.00	8,790.87	自筹	否
中庙重点工程建设项目	-	6,107.91	自筹	否
滨湖景城东区	32,377.26	6,050.30	自筹	否
滨湖景城西区棚户区改造	50,105.10	4,555.21	自筹、中央补助资金	否
中庙安置房建设项目	38,491.82	4,493.32	自筹	否
新港雅居保障房项目	5,400.00	4,145.46	自筹	否
环巢湖公路	3,313.00	4,054.73	自筹	否
滨湖南苑安置小区工程	66,000.00	3,952.59	自筹	否
丽水湾安置小区工程	180,000.00	3,361.25	自筹	否
落沈圩防洪除涝综合治理	5,409.00	3,128.61	环保专项资金	否
望湖宾馆改制	46,380.00	2,837.57	自筹	否
巢湖市入湖河道水环境综合治理	250,126.43	177,770.00	本次发债+自筹	是
合计	1,281,680.74	482,413.92	-	

注：1、土地整治项目、中庙重点工程建设项目、105 省道总投资额为概算数，以实际发生成本为准；

2、滨湖旅游观光大道工程、环巢湖公路已基本建成，但未完成验收，其他项目均在建；

3、跟踪期，中庙重点工程建设项目已投资额较 2013 年跟踪评级报告已投资额减少，主要是对项目核算范围进行了调整。

资料来源：公司提供

截至到 2013 年末，公司从事的主要基建项目绝大部分通过回购的方式收回成本和取得收入，在建的主要项目有裕溪河畔棚户区改造、凤凰之家棚户区改造项目（保障房项目），丽水湾安置小区工程和山水华庭（安置房项目，目前尚未签订回购协议）等，合计需要投资约 128.17

亿元，已陆续投资约 48.24 亿元，未来在建项目的资金需求仍较大。

公司林木销售受政策性影响较大，该业务对公司收入和盈利的影响需持续关注

2012 年 3 月，根据巢湖市人民政府印发的《关于同意向巢湖市城镇建设投资有限公司追加投资的通知》（巢政[2012]134 号），将苏湾苗圃及高铁两侧等 75 个单位、共计 671.20 公顷林木资产注入公司名下，作为巢湖市政府的追加投资，合计评估价值 19.05 亿元。

2012 年 8 月，根据巢湖市财政局和公司签订的林木收购协议书，巢湖市财政局收购标的资产为公司名下账面价值为 3.36 亿元的经营性林木资产，收购价款为 5.01 亿元，差额部分作为公司销售利润。2013 年，该业务没有实现收入，未来林木销售仍具不确定性，受上级单位政策性影响较大。

跟踪期，公司在资产注入、财政补贴等多方面继续得到政府大力支持

巢湖市主要有两家城市基础设施建设主体，分别为巢湖城市建设投资有限公司（原地级市城投）和公司。从 2013 年 6 月起，巢湖城市建设投资有限公司（原地级市城投）不再负责巢湖市区的基础建设，只负责巢湖湖面治理，公司负责市区内的基础设施建设。前者由合肥建投代管，由合肥财政局直接负责。公司在巢湖市的基础设施建设领域地位突出，近年来巢湖市人民政府通过注入资产、财政补贴等给予公司较大力度支持。

表8 2012- 2013年公司获得的政府支持情况

项目	入账价值/金额 (单位: 亿元)	注入时间	依据文件
巢湖市润农粮食购销有限公司 100%股权	0.60	2013 年 3 月	巢政秘[2013]号
财政补贴	2.67	2013 年	巢投字[243]号、巢财 [2011]185 号
合计	3.27	-	-

资料来源：公司提供

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北京兴华会计师事务所有限责任公司审计并出具标准无保留意见的 2011- 2013 年三年连审审计报告，公司财务报表均采用 2006 年版企业会计准则编制。

资产结构与质量

跟踪期，公司资产规模基本维持稳定，土地使用权资产增幅较大，且大部分已抵押，资产流动性一般

截至 2013 年末，公司总资产增至 118.57 亿元，较上年增长 5.67%。从资产构成来看，流动资产占比 68.76%，非流动资产占比 31.24%。

流动资产主要是货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款和存货。随着募投项目的推进，资本支出逐渐增加，2013 年末货币资金同比下降 76.94%，货币资金主要是银行存款，流动性良好；应收账款主要是应收巢湖市财政局的工程回购款，占应收账款比例达 99.73%，账龄在一年以内，回收风险较小，但回收期不确定；其他应收款主要是和巢湖市财政局发生的资金往来款，占其他应收款的比例为 59.55%。其他应收款账龄在一年以内的占比为 33.3%，账龄在 1-2 年以内的占比为 62.73%。2013 年末应收账款和其他应收款均大幅下降，主要是市政府注入账面价值近 10.97 亿元的土地使用权资产用以偿还拖欠公司的部分账款，余下通过现金支付。

表9 2013年新注入土地使用权资产（单位：平方米）

序号	土地证号	使用权面积	地类用途	使用权类型	是否抵押
1	巢国用（2013）第 2536 号	27,162.00	城镇住宅用地	划拨	否
2	巢国用（2013）第 2514 号	122,015.00	住宅用地	划拨	否
3	巢国用（2013）第 2552 号	53,677.00	城镇住宅用地	划拨	否
4	巢国用（2013）第 2548 号	22,613.00	住宅用地	划拨	否
5	巢国用（2013）第 2549 号	25,237.00	城镇住宅用地	划拨	否
6	巢国用（2013）第 2550 号	190,740.53	城镇住宅用地	划拨	否
7	巢国用（2013）第 2551 号	124,802.00	城镇住宅用地	划拨	否
合计	-	566,246.53	-	-	-

资料来源：公司提供

预付账款大部分为预付工程建设款，其中，预付巢湖市重点工程管理局 4 亿元；总体来看，巢湖市财政局应付公司的款项额度较大，回款时间具有一定不确定性。存货主要是房产、土地、以及土地开发，近两年存货结构如下：

表10 公司存货构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
房产	46,272.16	7.43%	50,896.22	10.76%
土地	531,810.46	85.34%	422,089.03	89.24%
土地开发	45,061.36	7.23%	-	-
合计	623,143.97	100.00%	472,985.25	100.00%

资料来源：公司审计报告

其中，土地使用权资产 29.63 亿元已用于抵押，占土地使用权资产总额的比例为 55.72%。

非流动资产主要是在建工程,由于 2013 年新开工的工程项目较多,在建工程较上年增长 43.58%。总体看,公司 2013 年业务规模较上年有大幅增长,整体资产分布符合其产业特征。

表11 公司主要资产构成情况 (单位: 万元)

项目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	27,323.55	2.30%	118,499.37	10.56%
应收账款	52,353.57	4.42%	133,765.25	11.92%
预付款项	40,743.29	3.44%	165.29	0.01%
其他应收款	71,685.96	6.05%	134,294.70	11.97%
存货	623,143.97	52.55%	472,985.25	42.15%
流动资产合计	815,250.35	68.76%	866,509.85	77.23%
在建工程	343,841.50	29.00%	239,470.96	21.34%
非流动资产合计	370,458.99	31.24%	255,543.88	22.77%
资产总计	1,185,709.34	100.00%	1,122,053.74	100.00%

资料来源: 公司审计报告

盈利能力

跟踪期, 林木销售未实现收入, 收入规模有所下降, 盈利对补贴的依赖较大

目前公司营业收入主要来自工程建设收入, 2013 年营业收入 8.79 亿元, 较 2012 年下降 36.80%。

根据公司和当地政府签订的项目代建回购协议, 由公司具体承担项目的投融资与建设任务, 巢湖市政府在项目建成后进行回购。截至到 2013 年末, 公司后续工程项目建设规模较大, 且大部分已与政府签订回购协议, 后续基础设施建设收入来源较有保障。2013 年公司期间费用率增长较快, 主要是公司缴纳增资 (2013 年实际支付) 时应缴的印花税; 同时, 期间新增财务顾问费, 导致管理费用增长较快; 同时, 由于以前年度没有单独计提费用化的利息支出, 2013 年开始计提导致当年财务费用增长幅度较大。由于 2012 年, 公司资产大幅同比增长 140.59%, 实际摊薄了 2013 年的资产回报率。

表12 公司盈利能力指标 (单位: 万元)

项目	2013 年	2012 年
营业收入	87,924.22	139,124.82
综合毛利率	22.06%	25.96%
营业利润	17,470.88	33,516.75
补贴收入	26,696.00	12,465.00

利润总额	44,184.89	45,981.32
总资产回报率	3.94%	5.79%
期间费用率	2.27%	0.19%

资料来源：公司审计报告

2013 年，收入下降主要是林木没有出让和销售，该收入未来受政策影响较大，持续性不确定。此外，2013 年政府给予公司的补贴较多，较好地支持了公司业务的长期发展，但公司盈利对补贴的依赖较大。目前公司在建项目较多，预计随着承建项目的不断增加及逐步完工，公司获得的工程项目建设收入将继续维持在较大规模。

现金流

公司项目投资建设的资金需求较大，后续对外部融资的依赖程度较高

2013 年，公司在收入下降 36.80% 的情况下，经营活动现金流入达到 16.03 亿元，同比增长 134.38%。工程建设业务的回款状况良好；同时，收到其他与经营活动有关的现金流入增长较快，该项收入 2013 年为 8.22 亿元，同比增长 38.52%，主要包括政府补助和往来款项。总体来看，虽工程建设板块的回款状况良好，但公司在投资环节的现金支出量较大，项目建设期间需要公司自筹资金，致使公司经营及投资所需资金大多来自银行借款和发行债券等外部融资渠道，主业经营和投资环节对外部融资的依赖程度较高。

据巢湖市的发展规划，未来几年公司仍将投入大量资金用于巢湖市内基础设施项目和拆迁安置项目建设，投资规模较大，后续仍将主要通过外部融资来筹集项目建设资金，面临一定资金压力。

表13 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
经营活动现金流入小计	160,264.77	68,378.87
经营活动现金流出小计	120,728.60	54,713.44
经营活动产生的现金流量净额	39,536.17	13,665.42
投资活动现金流入小计	87,145.40	1,280.00
投资活动现金流出小计	226,299.79	219,914.93
投资活动产生的现金流量净额	-139,154.39	-218,634.93
筹资活动现金流入小计	45,427.71	309,702.50
筹资活动现金流出小计	36,985.30	6,369.59
筹资活动产生的现金流量净额	8,442.41	303,332.91
现金及现金等价物净增加额	-91,175.81	98,363.40

资料来源：公司审计报告

资本结构与财务安全性

跟踪期，公司资本结构基本维持稳定，面临一定的短期偿债压力

2013 年，政府没有新增投入资本，公司注册资本和资本公积基本与 2012 年末相同。由于未分配利润的积累，2013 年末公司所有者权益余额 91.71 亿元，同比增长 4.55%。2013 年末，公司负债总额从上年末的 24.49 亿元增加至 26.87 亿元，同比微增 9.68%，资产负债率为 22.66%，较上年略提高 0.83 个百分点，基本维持稳定。

表14 公司所有者权益构成情况（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
实收资本	100,000.00	100,000.00
资本公积	676,804.25	676,605.33
盈余公积	13,869.55	10,048.94
未分配利润	126,381.21	90,458.97
归属于母公司所有者权益合计	917,055.01	877,113.24
所有者权益合计	917,055.01	877,113.24
资产负债率	22.66%	21.83%

资料来源：公司审计报告

从债务结构看，流动负债和非流动负债占比基本保持稳定。其他应付款主要是应付工程建设单位的项目履约保证金，一般来说，履约保证金占合同总额的 3%-5%，2013 年底没有资金拆借的情形；一年内到期的非流动负债主要是一年内到期的长期借款。

2013 年底，公司长期借款主要是抵押借款和信用借款，其中抵押借款 2.11 亿元，信用借款 1.12 亿元；应付债券是公司于 2012 年 12 月发行 12 亿元债券，经利息调整后的余额为 11.92 亿元；专项应付款主要是指针对专门项目的应付款项，由上级拨付或地方配套。

表15 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	14,360.17	5.35%	5,630.97	2.30%
一年内到期的非流动负债	28,850.00	10.74%	5,750.00	2.35%
流动负债合计	69,353.80	25.82%	62,351.39	25.46%
长期借款	32,300.00	12.02%	33,150.00	13.53%
应付债券	119,179.71	44.36%	119,046.00	48.60%
专项应付款	47,820.82	17.80%	30,393.11	12.41%
非流动负债合计	199,300.53	74.18%	182,589.11	74.54%

负债合计	268,654.33	100.00%	244,940.49	100.00%
------	------------	---------	------------	---------

资料来源：公司审计报告

2013 年末，公司有息债务 18.03 亿元，占公司负债总额的 67.12%，较上年度有所下降。主要系公司在 2013 年没有短期借款，而 2012 年末有 3 亿元的短期借款。公司目前主要以长期负债为主，债务的期限结构尚属合理，但 2013 年末一年内到期的非流动负债为 2.89 亿元，存在一定的短期偿债压力。

表16 公司有息负债构成（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
短期借款	-	30,000.00
一年内到期的非流动负债	28,850.00	5,750.00
长期借款	32,300.00	33,150.00
应付债券	119,179.71	119,046.00
有息债务	180,329.71	187,946.00
有息债务/负债合计	67.12%	76.73%

资料来源：公司审计报告

公司 2013 年末的流动比率和速动比率分别为 11.75 和 2.77，资产流动性一般。主要是因为随着募投项目的推进 2013 年末存量资金下降明显，同时，本期应收账款和其他应收款分别较上年同期下降 60.86%和 46.62%，存货同比上升 31.75%。总体来看，公司流动资产的变现能力趋弱。2013 年公司营业利润下滑明显，但政府补贴收入上升幅度较大，总体上 EBITDA 和上年持平，EBITDA 对借款利息的保障程度趋弱。

表17 公司主要偿债能力指标

项目	2013 年	2012 年
资产负债率	22.66%	21.83%
流动比率	11.75	13.90
速动比率	2.77	6.31
EBITDA(万元)	45,516.90	45,983.53
EBITDA 利息保障倍数	3.90	12.71

资料来源：公司审计报告

六、或有事项

截至到 2013 年底，公司不存在应披露的未决诉讼，对外担保等或有事项。

七、本期债券偿还保障分析

公司提供的土地使用权抵押担保倍数充足，可有效维持本期债券的信用水平

2012 年，公司（抵押人）与徽商银行（以下简称“债权代理人”或“监管银行”）签署了《土地使用权抵押与资产监管协议》，公司以其合法拥有的安徽省巢湖市 30 宗国有土地使用权为本期债券还本付息提供抵押担保，担保的范围包括本期债券本金和利息，公司因其违约而应支付的违约金等其他经济赔偿，以及徽商银行作为受托管理人为实现本协议项下的抵押权利而发生的所有费用（包括但不限于诉讼费用、律师费用、执行费用等）。

安徽德信安房地产土地评估规划有限公司以 2012 年 5 月 12 日为评估基准日评估的土地使用权抵押总价为 23.22 亿元，抵押物价值为本期债券本金的 1.94 倍。

按照协议约定，对抵押资产价值的初次评估应当在本期债券发行首日之前 30 个工作日内完成，并每年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具年度资产评估报告，年度资产评估报告的出具时间应不迟于本期债券当年还本付息日前的 30 个工作日，且不得迟于上期评估报告基准日起满 1 年之日。

安徽德信安房地产土地评估规划有限公司以 2014 年 2 月 26 日²为评估基准日评估的土地使用权抵押总价为 24.57 亿元，抵押物价值为本期债券本金的 2.05 倍。总体而言，公司用于抵押的土地使用权有所升值。

八、评级结论

跟踪期，巢湖市经济平稳发展，一般预算收入增长较快，但地方财政收入对上级补助收入的依赖较大；公司在资产注入、财政补贴、项目回购等多方面继续得到地方政府的大力支持。

公司林木销售收入受政策性影响较大，该业务收入持续性不确定，其对公司收入和盈利的影响需持续关注；公司承担的在建工程建设任务未来资金需求较大，存在一定资金压力；公司投资环节现金支出量大，项目建设对外部融资的依赖程度较高；公司政府补助金额每年不确定，未来对公司盈利的影响需持续关注；公司部分工程建设项目政府的回购款实际到位不及时，进一步加大了公司的资金压力；公司存货增长较快，且规模巨大，但资产流动性一般。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级 AA-，本期债券信用等级 AA，评级展望为稳定。

² 公司 30 宗地的评估基准日不同，分成 6 块，评估基准日分别分布在 2014 年 2 月 25 日和 2014 年 3 月 6 日之间。

附录一 资产负债表（万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
货币资金	27,323.55	118,499.37	20,135.97
交易性金融资产	-	5,700.00	1,280.00
应收账款	52,353.57	133,765.25	5,123.78
预付款项	40,743.29	165.29	220.35
其他应收款	71,685.96	134,294.70	49,628.87
存货	623,143.97	472,985.25	292,321.81
一年内到期的非流动资产	-	1,100.00	-
流动资产合计	815,250.35	866,509.85	368,710.78
长期股权投资	22,066.29	16,068.69	-
投资性房地产	4,531.58	-	-
固定资产	19.62	3.08	5.72
在建工程	343,841.50	239,470.96	97,658.68
工程物资	-	1.16	2.68
非流动资产合计	370,458.99	255,543.88	97,667.07
资产总计	1,185,709.34	1,122,053.74	466,377.85
短期借款	-	30,000.00	-
应付账款	8,210.17	8,217.17	7,930.17
预收款项	-	-	15.00
应交税费	17,746.79	12,566.58	1,630.94
应付利息	186.67	186.67	-
其他应付款	14,360.17	5,630.97	6,311.49
一年内到期的非流动负债	28,850.00	5,750.00	2,475.00
流动负债合计	69,353.80	62,351.39	18,362.59
长期借款	32,300.00	33,150.00	19,175.00
应付债券	119,179.71	119,046.00	-
专项应付款	47,820.82	30,393.11	19,703.61
非流动负债合计	199,300.53	182,589.11	38,878.61
负债合计	268,654.33	244,940.49	57,241.20
实收资本	100,000.00	100,000.00	50,000.00
资本公积	676,804.25	676,605.33	296,300.75
盈余公积	13,869.55	10,048.94	6,287.90
未分配利润	126,381.21	90,458.97	56,547.99
归属于母公司所有者权益合计	917,055.01	877,113.24	409,136.64
所有者权益合计	917,055.01	877,113.24	409,136.64
负债和所有者权益总计	1,185,709.34	1,122,053.74	466,377.85

附录二 利润表（万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
一、营业总收入	87,924.22	139,124.82	17,973.83
其中：营业收入	87,924.22	139,124.82	17,973.83
二、营业总成本	71,198.73	105,608.07	5,074.53
其中：营业成本	68,524.11	103,005.15	4,646.61
营业税金及附加	676.38	2,342.93	33.82
管理费用	761.43	367.77	426.23
财务费用	1,236.82	-107.78	-32.13
投资收益	745.40	-	-
三、营业利润	17,470.88	33,516.75	12,899.30
加：营业外收入	26,716.80	12,465.00	6,405.30
减：营业外支出	2.79	0.43	-
四、利润总额	44,184.89	45,981.32	19,304.60
减：所得税费用	4,442.04	8,381.80	139.55
五、净利润	39,742.85	37,599.52	19,165.05

附录三-1 现金流量表（万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
销售商品、提供劳务收到的现金	80,044.65	10,468.35	34,678.06
收到其他与经营活动有关的现金	80,220.12	57,910.52	18,783.67
经营活动现金流入小计	160,264.77	68,378.87	53,461.73
购买商品、接受劳务支付的现金	109,016.63	35,292.30	3,284.95
支付给职工以及为职工支付的现金	50.03	18.34	19.98
支付的各项税费	92.07	-	0.42
支付其他与经营活动有关的现金	11,569.87	19,402.80	17,527.85
经营活动现金流出小计	120,728.60	54,713.44	20,833.19
经营活动产生的现金流量净额	39,536.17	13,665.42	32,628.54
收回投资收到的现金	86,400.00	1,280.00	-
取得投资收益收到的现金	745.40	-	-
投资活动现金流入小计	87,145.40	1,280.00	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	145,599.79	209,214.93	25,790.69
投资支付的现金	80,700.00	10,700.00	1,280.00
投资活动现金流出小计	226,299.79	219,914.93	27,070.69
投资活动产生的现金流量净额	-139,154.39	-218,634.93	-27,070.69
吸收投资收到的现金	-	50,000.00	7,000.00
取得借款收到的现金	28,000.00	50,000.00	-
发行债券收到的现金	-	119,013.00	-
收到其他与筹资活动有关的现金	17,427.71	90,689.50	-
筹资活动现金流入小计	45,427.71	309,702.50	7,000.00
偿还债务支付的现金	35,750.00	2,750.00	2,750.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,235.30	3,619.59	1,581.61
筹资活动现金流出小计	36,985.30	6,369.59	4,331.61
筹资活动产生的现金流量净额	8,442.41	303,332.91	2,668.39
现金及现金等价物净增加额	-91,175.81	98,363.40	8,226.23
加：期初现金及现金等价物余额	118,499.37	20,135.97	11,909.73
期末现金及现金等价物余额	27,323.55	118,499.37	20,135.97

附录三-2 现金流量表补充资料（万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
净利润	39,742.85	37,599.52	19,165.05
固定资产折旧	96.71	2.21	2.19
处置固定资产、无形资产和其他长期资产损失	0.00	0.43	0.00
财务费用	1,235.30	0.00	0.00
投资损失	-745.40	0.00	0.00
存货的减少	0.00	-1,968.00	0.00
经营性应收项目的减少	-18,660.69	-32,519.97	-20,980.36
经营性应付项目的增加	17,867.41	10,551.24	34,441.65
其 他	0.00	0.00	0.00
经营活动产生的现金流量净额	39,536.17	13,665.42	32,628.54
现金的期末余额	27,323.55	118,499.37	20,135.97
减：现金的年初余额	118,499.37	20,135.97	11,909.73
现金及现金等价物净增加额	-91,175.81	98,363.40	8,226.23

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	主营业务毛利率	$(\text{主营业务收入} - \text{主营业务成本}) / \text{主营业务收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{主营业务收入} \times 100\%$
	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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
营运效率	总资产周转率 (次)	$\text{主营业务收入} / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2)$
	固定资产周转率 (次)	$\text{主营业务收入} / ((\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2)$
	应收账款周转率	$\text{主营业务收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2]$
	存货周转率	$\text{主营业务成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率	$\text{主营业务成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2]$
	净营业周期 (天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{融资租赁款}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{ 年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	金融负债	$\text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$

附录五 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	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。