

潜江市城市建设投资开发有限公司

2014 年 15 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>

潜江市城市建设投资开发有限公司

2014 年 15 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

债券剩余规模：15 亿元

债券到期日期：2021 年 4 月 22 日

评级日期：2014 年 6 月 30 日

首次信用评级结果：

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

债券规模：15 亿元

评级日期：2014 年 2 月 25 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对潜江市城市建设投资开发有限公司（以下简称“潜江城投”或“公司”）及其 2014 年 4 月 22 日发行的 15 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）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）	700,742.88	664,312.58	401,823.90
归属于母公司所有者权益（万元）	524,440.39	504,499.85	245,842.98
资产负债率	25.16%	24.06%	38.82%
有息负债（万元）	139,251.67	132,068.33	133,010.00
营业收入（万元）	76,899.67	75,871.37	72,671.54
营业利润（万元）	16,534.51	25,343.56	24,172.07
营业外收入（万元）	7,539.27	10,097.44	6,236.53
利润总额（万元）	24,073.78	35,441.00	30,408.59
综合毛利率	29.35%	39.45%	37.94%
总资产回报率	4.07%	6.86%	9.38%
EBITDA（万元）	28,478.16	37,259.44	31,589.22
EBITDA 利息保障倍数	2.87	3.77	3.38
经营活动现金流净额（万元）	11,780.25	29,513.78	9,346.14

资料来源：公司审计报告

正面：

- 跟踪期内，潜江市地区生产总值继续保持增长；
- 公司已整理但尚未出让土地面积较大，土地整理和开发业务收入的持续性有一定保障；
- 公司以其合法持有的土地使用权为本期债券提供抵押担保，依然有效提升本期债券的信用水平。

关注：

- 潜江市一般预算收入规模较小，且对一般预算支出的覆盖程度较低，财政收入对上级补助有一定依赖性；
- 公司土地整理和开发业务收入的稳定性易受国家政策调控以及当地房地产市场波动的影响；
- 公司应收账款回收期存在不确定性，影响了资金利用效率；
- 公司存货中以土地整理成本、土地使用权为主，其流动性存在不确定性，同时土地使用权价值易受土地一级市场的影响；
- 公司利润水平对政府补助存在一定依赖；
- 公司在开发土地、在建拟建项目较多，资金需求量大，未来融资压力大。

分析师

姓名：张超 陈远新

电话：0755-82872123

邮箱：zhangch@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发改财金[2013]2305号文件批准，公司于2014年4月22日发行15亿元公司债券，期限为7年，票面利率为8.38%。

本期债券在存续期内每年付息一次，付息日为2015年至2021年每年的4月22日。本期债券分次还本，从2017年至2021年每年偿还本期债券发行总额的 20%，兑付日为2017年至2021年每年的4月22日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第 1个工作日）。本期债券第一个付息日为 2015年4月22日。

截至2014年5月31日，各募投项目的具体进度见表 1。

表1 截至 2014年5月31日本期债券募投项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资额	本期债券拟投入金额	项目已投资金额	已使用募集资金	募集资金使用比例
潜江市保障性住房建设项目	27.55	12.50	4.80	3.75	30.00%
潜江市水环境综合性治理建设项目	6.16	2.50	2.16	0.50	20.00%
合 计	33.71	15.00	6.96	4.25	28.33%

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人无变化；截至2013年12月31日，公司注册资本为人民币120,500万元，控股股东为潜江市国有资产监督管理委员会办公室。

2013年公司纳入合并报表子公司范围情况未发生变化。

截至2013年12月31日，公司总资产为700,742.88万元，归属于母公司所有者权益为524,440.39万元，资产负债率为25.16%。2013年度公司实现营业收入76,899.67万元，利润总额24,073.78万元，经营活动现金流净额11,780.25万元。

三、地方经济与财政实力

2013 年，潜江市地区生产总值继续保持增长，但增速有所放缓

2013 年潜江市经济发展速度较快，全市地区生产总值完成 492.7 亿元，按不变价格计算比上年增长 10.9%，按同口径现价算比上年增长 17.3%。其中，第一产业增加值 65 亿元，比上年增长 4.8%；第二产业增加值 290.9 亿元，比上年增长 12.8%；第三产业增加值 136.7 亿元，比上年增长 10.1%。2013 年潜江市三次产业结构比为 13.2：59.1：27.7，系以工业经济为主，2013

年潜江市实现规模以上工业增加值 260.5 亿元。

2013 年，潜江市全社会固定资产投资达到 305.90 亿元，增长了 29.0%，对地方经济发展起到较大的拉动作用；社会消费品零售总额为 131.6 亿元，增长了 13.8%。2012-2013 年潜江市主要经济数据见下表。

表 2 2012-2013 年潜江市主要经济发展指标（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	492.70	10.9%	441.76	12.9%
第一产业增加值	65.00	4.8%	57.00	4.0%
第二产业增加值	290.90	12.8%	256.00	18.0%
第三产业增加值	136.70	10.1%	122.00	14.0%
规模以上工业增加值	260.50	13.5%	235.00	20.0%
全年固定资产投资	305.90	29.0%	219.50	25.0%
社会消费品零售总额	131.6	13.8%	117.00	18.0%
外贸出口总额（亿美元）	3.80	13.9%	4.18	20.0%
金融机构存款余额	-	-	323.87	-
金融机构贷款余额	-	-	101.35	-

注：2012 年增长率按可比价格计算；2013 年增长率按不变价格计算。

资料来源：2012-2013 年潜江市国民经济与社会发展统计公报

跟踪期内，地区经济发展带动了潜江市财政收入的增长，但一般预算收入规模不大，土地出让金收入有所波动，财政收入对上级补助有一定依赖性

跟踪期内，潜江地区经济的发展较快，财政收入有所增长。2013 年潜江市实现一般预算收入 200,036 万元，同比增长 24.89%，但一般预算收入规模依然不大。以增值税、营业税与营业税为主的税收收入占一般预算收入的 74.79%，同比增长 24.26%，一般预算收入质量尚可。

上级补助收入是 2013 年潜江市最大的财政收入来源，2013 年上级补助收入为 300,954 万元，同比增长 9.48%。其中又以一般转移性支付收入为主，该项收入未指定特定用途，是潜江市地区财政收入的有益补充，但目前财政收入对上级补助有一定依赖性。

潜江市政府性基金收入主要由国有土地使用权出让金构成，2013 年政府性基金收入 151,005 万元，其中国有土地使用权出让金 148,728 万元，占当年政府性基金收入的 98.49%。近年潜江市国有土地使用权出让金有所波动，较易受到房地产市场及土地一级市场成交波动所影响。

财政支出方面，2013 年潜江市一般预算支出 467,984 万元，同比增长 11.41%，主要系一般公共服务、教育等刚性支出增加。2013 年一般预算收入对一般预算支出的覆盖率达到 42.74%，较上年有所提升，但一般预算收入对一般预算支出的覆盖率仍较低。

整体而言，潜江市近年财政收入有所增长，但一般预算收入规模不大，土地出让金收入有所波动，财政收入对上级补助有一定依赖性。

表 3 2012-2013 年潜江市财政收支情况表（单位：万元）

地方财力	2013 年	2012 年
（一）地方一般预算本级收入	200,036	160,169
其中：税收收入	149,611	120,399
非税收入	50,425	39,770
（二）上级补助收入	300,954	274,901
其中：一般性转移支付收入	181,969	166,533
专项转移支付收入	107,828	97,354
返还性收入	11,157	11,014
（三）政府性基金收入	151,005	182,866
其中：国有土地使用权出让金	148,728	164,199
（四）预算外财政专户收入	- ¹	2,990
可支配财力（一+二+三+四）	651,995²	620,926
（一）地方一般预算本级支出	467,984	420,063
（二）政府性基金支出	163,149	182,866
（三）预算外支出/财政专户支出	- ³	2,990
一般预算收入/一般预算支出	42.74%	38.13%

注：1、数据缺失；2、2013 年可支配财力合计未包含当年预算外财政专户收入；3、数据缺失。

资料来源：潜江市财政局

四、经营与竞争

公司主营业务收入主要来源于土地整理和开发以及工程项目建设业务，2013 年土地整理和开发以及工程项目建设业务收入分别占主营业务收入的 35.58%和 64.42%。2012 年公司其他业务为已完工未结算的基建项目的维护支出，由政府承担维护费用，每年公司根据实际支出上报，由政府拨付相关款项，跟踪期内公司未确认此项收入。

表 4 2012-2013 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
工程项目建设	49,459.82	12.18%	43,162.67	13.04%
商铺销售	-	-	713.70	3.85%
土地整理和开发	27,317.30	60.11%	27,627.99	87.18%
其他业务	-	-	4,183.48	0.00%
主营业务收入合计	76,777.12	29.23%	75,687.83	39.30%

资料来源：公司审计报告

公司2013年土地整理和开发业务收入同比小幅下降，且该业务收入的稳定性易受国家政策调控以及当地房地产市场波动的影响

公司受潜江市人民政府（以下简称“市政府”）委托承担潜江市土地整理与开发、基础设施

建设投融资任务。其中土地整理业务模式为：公司先自行筹资，根据市政府的建设规划，由潜江市土地储备中心（以下简称“土储中心”）委托公司对土地进行征迁和整理工作，待土地整理为净地后，公司将土地交由土储中心出让。依据潜政发[2005]9号文件，土地出让收入在扣除国家规定的基金费用后，潜江市财政局返还公司。在会计确认上，土地出让后公司存货中的土地整理费用结转成本，并依据返还金额确认相应收入。因此，公司土地整理收入受土地出让价格决定。

2013年公司整理后出让土地7宗，合计出让面积224.75亩，较2012年有所上升。但由于公司2013年整理出让的土地大部分位于潜江市周边地区，其出让价格比潜江市中心地块低，因此2013年公司整理后土地的平均出让单价较2012年出现同比下降，为121.10万元/亩。2013年公司实现土地整理和开发收入27,317.30万元，主要系受出让单价下降影响，公司土地整理和开发业务收入同比小幅下降，同时业务毛利率下降至60.11%，跟踪期内业务收入及盈利情况出现波动。截至2013年末，已经公司整理但尚未出让的土地约为6,200余亩，面积较大，公司土地整理和开发业务收入的持续性有一定保障。但值得注意的是，公司土地整理和开发业务收入的稳定性易受国家政策调控以及当地房地产市场波动的影响，未来如出现土地一级市场不景气的状况会对公司土地整理业务产生不利影响。

表5 2012-2013年公司土地整理业务情况表

项目	2013 年	2012 年
土地出让宗数（宗）	7	4
土地出让面积（亩数）	224.75	171.66
土地出让单价（万元/亩）	121.10	160.95
土地整理和开发收入（万元）	27,317.30	27,627.99
土地整理和开发成本（万元）	10,897.40	3,541.38

资料来源：公司提供

2013年公司继续承担着潜江市光明村、百里长渠、马昌垸等8块土地整理开发项目的土地征迁和平整业务，截至2013年末项目已投资4,797.37万元，尚需投入38,125.91万元，未来土地整理与开发业务资金需求量仍较大。

公司是潜江市基础设施建设投融资主体，其在建、拟建项目较多，资金需求量大，未来存在较大的资金压力

2008年8月公司与潜江市财政局（以下简称“市财政局”）签订《委托代建与项目回购协议书》，约定公司将根据潜江市政府规划，承担市内基建项目的委托代建工作。建设期间的费用部分由潜江市财政局拨付公司项目工程款，其余部分由公司自筹。待工程竣工决算后，确定项目的实际投入成本，并以实际投入成本的15%作为公司建设服务费，潜江市财政局支付公司的委托代建费用由公司实际投入成本和建设服务费两部分构成。公司已完工未结算的基建项目每年

都会有维护支出，由公司根据实际支出上报，政府拨付相应款项。根据《委托代建与项目回购协议书》，除去潜江市财政局在建设过程中已支付公司的项目工程款，剩余未付的项目工程款，在项目竣工决算后，由市财政局安排支付，支付期限不超过5年。公司每年根据完工进度确认相应的基建成本、收入。2013年公司确认工程项目建设收入49,459.82万元，同比略有上升，毛利率为12.18%。

公司在建、拟建项目较多，资金需求量大，未来存在较大的资金压力。截至2013年末，公司主要在建、拟建基础设施工程为马昌垸水体综合整治、318国道复线工程、污水处理管网等20个项目，拟建项目包括育才路百里渠、污水处理管网以及深河路工程项目等；主要在建、拟建项目合计总投资达到240,420.00万元，已投资80,786.20万元，未来资金需求量仍较大。

表6 截至2013年12月31日公司主要在建、拟建基础设施项目情况（单位：万元）

项目	已完成投资	项目总投资
湖滨路道路工程	1,895.64	2,000.00
兴盛路道路工程	1,170.72	2,720.00
城北污水处理项目	4,207.19	4,600.00
马昌湖水体综合整治工程（曹禺公园二期建设）	19,606.16	47,350.00
潜江市城市亮化、美化及景观整治工程	536.51	7,750.00
潜江市污水处理厂续建工程	2,558.52	2,100.00
马家台农民公寓建设	2,443.93	3,500.00
潜江市园林北路步行街工程	1,885.73	30,000.00
章华大道南延工程	647.65	2,600.00
东环大道南延工程	928.48	4,500.00
红军路路网改造工程	1,300.29	2,100.00
广王路东延工程	279.77	2,100.00
东城区排水项目街道积水改造工程	545.11	1,200.00
潜江市污泥处置中心项目	185.75	1,000.00
318 复线工程项目	42,594.75	50,000.00
潜江市水环境综合性治理建设项目	-	61,600.00
育才路百里渠	-	750.00
污水处理管网	-	13,950.00
深河路	-	600.00
小计	80,786.20	240,420.00

资料来源：公司提供

2013年当地政府在财政补贴等方面给予公司支持，公司获得了7,539.27万元政府补助款计入当期营业外收入。

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兴华富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2012年度审计报告、经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2013年度审计报告。中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）由原中兴华富华会计师事务所有限责任公司于2013年改制而成。公司财务报表按照新会计准则编制。

截至2013年底公司纳入合并报表范围如下表所示：

表7 公司纳入合并范围子公司情况

企业名称	注册资本（万元）	主营业务	股权比例
潜江市城市交通建设投资有限公司	10,050	公路投资、建设、运营、维护；	100%
潜江市城投置业有限公司	19,000	城市基础设施建设；房地产开发；物业管理；资产经营与管理	100%
潜江楚韵广告有限公司	500	国内广告设计、制作、代理、发布	100%

资料来源：公司审计报告

资产结构与质量

公司资产以土地整理成本、土地使用权为主，资产流动性较弱，同时应收账款回收期存在不确定性，一定程度上影响了公司资金利用效率。

跟踪期内，公司总资产规模小幅增长，截至2013年末达到700,742.88万元，同比增长5.48%，其中流动资产占比97.19%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。2013年末公司货币资金余额9,190.86万元，较2012年末出现较大幅度下降，公司货币资金以银行存款为主，不存在使用受限的情形。公司应收账款130,647.75万元，同比增长63.14%，占年末总资产18.64%，主要系应收市财政局的工程项目回购款增加，应收市财政局款项占应收账款余额的91.19%，由于应收对象主要为地方政府，回收风险不大；账龄在1年以内的占42.99%，1-2年的占32.43%，2年及以上的占24.58%。跟踪期内应收账款占用公司资金量大，且回收期存在不确定性，一定程度上影响了公司资金利用效率。

2013年末存货528,560.73万元，占总资产的75.43%，是公司最主要的资产构成项目；存货中土地整理成本与土地使用权占73.47%、工程施工占23.53%，其中工程施工主要为公司基建项目的成本归集。以土地整理成本、土地使用权为主的存货其变现能力易受土地一级市场的影响，其流动性存在不确定性；本期债券抵押土地账面价值315,366.37万元，占土地使用权账面价值的88.22%，公司土地资产大量抵押也影响了资产的流动性。

非流动资产方面，主要是公司固定资产，包括房屋、运输设备等。

总的来说，公司资产以土地整理成本、土地使用权及应收款项为主，实际流动性较弱。

表8 2012-2013年公司主要资产构成（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	比重	金额	比重
流动资产合计	681,019.32	97.19%	643,780.58	96.91%
货币资金	9,190.86	1.31%	20,319.71	3.06%
应收账款	130,647.75	18.64%	80,082.44	12.05%
存货	528,560.73	75.43%	529,504.82	79.71%
非流动资产合计	19,723.56	2.81%	20,532.00	3.09%
固定资产	19,399.25	2.77%	20,069.70	3.02%
资产总计	700,742.88	100.00%	664,312.58	100.00%

资料来源：公司审计报告

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入小幅上升，但毛利率有所下降，同时受财务费用增加影响，盈利水平有所下降；土地整理业务收入依然是公司盈利的主要来源，未来土地市场需求和政策调控造成的波动可能对公司经营产生不利影响

跟踪期内，公司2013年实现营业收入76,899.67万元，同比增长1.36%，营业收入小幅上升。2013年土地整理和开发以及工程项目建设业务收入分别占主营业务收入的35.58%和64.42%。受土地出让单价下降影响，公司当年土地整理和开发业务收入同比小幅下降，而工程项目建设收入近两年较为平稳。

从盈利能力来看，2013年公司实现营业利润16,534.51万元，同比下降34.76%，受毛利率下降影响，公司盈利水平有所下降。跟踪期内，土地整理和开发业务毛利率为60.11%，受整理土地出让单价下降影响，该业务毛利率同比出现下降。作为利润主要来源，公司土地整理和开发业务稳定性易受国家政策调控以及当地房地产市场波动的影响，未来公司盈利能力可能存在较大不确定性。公司基础设施建设业务收入为成本加成15%，2013年毛利率为12.18%。2013年公司财务费用4,021.24万元，同比上升154.99%，对当年营业利润产生一定负面影响。

2013年公司获得了7,539.27万元政府补助款计入当期营业外收入，是对利润总额的重要补充。公司利润水平对政府补助存在一定依赖。

整体来看，2013年公司营业收入小幅上升，但受毛利率下降的影响，盈利水平有所下降；土地整理业务收入依然是公司盈利的主要来源，未来土地市场需求和政策调控造成的波动可能对公司经营产生不利影响。

表9 2012-2013年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
----	--------	--------

营业收入	76,899.67	75,871.37
营业利润	16,534.51	25,343.56
营业外收入	7,539.27	10,097.44
利润总额	24,073.78	35,441.00
净利润	19,940.53	26,684.80
综合毛利率	29.35%	39.45%
期间费用率	6.35%	3.26%
总资产回报率	4.07%	6.86%

资料来源：公司审计报告

现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流有一定波动，未来项目建设资金需求量依然较大

2013年，公司收现比表现较差，基建工程款支付不及时，导致公司经营活动现金流不稳定。公司实现经营活动净现金流11,780.25万元，经营活动现金生成能力较2012年有所减弱。

公司投资活动规模较大，主要是未确认代建回购项目的工程项目支出，公司后续项目投资支出计划规模依然较大，其中土地整理开发项目尚需投入38,125.91万元，主要在建、拟建项目尚需投入资金量16亿元。

2013年公司通过银行借款方式筹措资金增加不大，筹资资金流入在下降，另外公司于2014年4月22日发行15亿元公司债券，期限为7年，能缓解部分投资项目的资金需求。考虑到工程款流入时间不确定以及未来土地市场的波动，都有可能造成经营活动现金表现出现较大波动，同时公司后续项目投资支出规模较大，使得公司对筹资活动会有较高程度的依赖。

表 10 2012-2013 年公司现金流量分析（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
收现比	0.34	0.67
销售商品、提供劳务收到的现金	26,349.55	50,525.31
经营活动现金流入小计	49,598.53	66,260.12
购买商品、接受劳务支付的现金	21,603.29	32,600.85
经营活动现金流出小计	37,818.29	36,746.34
经营活动产生的现金流量净额	11,780.25	29,513.78
投资活动产生的现金流量净额	-21,727.74	-14,990.67
筹资活动产生的现金流量净额	-1,181.36	-683.88
现金及现金等价物净增加额	-11,128.85	13,839.22

资料来源：公司审计报告

资本结构与财务安全性

跟踪期内，公司有息负债规模增加，债务偿还压力在上升

跟踪期内，公司债务规模小幅增长，截至2013年末，公司总负债规模176,302.49万元，其中非流动负债占比77.28%。

公司流动负债主要由短期借款、其他应付款等构成。2013年末其他应付款占负债总额比例达到17.23%，主要是应付施工方的工程保证金等，即时支付压力较小。

2013年末公司非流动负债均为长期借款，为有息负债的主要组成部分。长期借款中包括130,551.67万元信用借款，5,700.00万元抵押借款；公司于2014年4月22日发行15亿元公司债券，期限为7年，从2017年开始支付本金。公司有息负债规模增加，债务偿还压力在上升。

表 11 公司 2012-2013 年主要负债构成（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	比重	金额	比重
流动负债合计	40,050.82	22.72%	32,744.40	20.49%
短期借款	3,000.00	1.70%	3,000.00	1.88%
其他应付款	30,384.29	17.23%	25,266.10	15.81%
非流动负债合计	136,251.67	77.28%	127,068.33	79.51%
长期借款	136,251.67	77.28%	127,068.33	79.51%
负债总额	176,302.49	100.00%	159,812.73	100.00%

资料来源：公司审计报告

2013年末公司资产负债率为25.16%，较2012年末小幅上升。公司流动比率和速动比率表现较好，公司短期支付压力主要来源于其它应付款，即时支付压力较小。但公司有息债务占比较高，且项目建设规模较大，公司债务偿还压力在上升。

表 12 2012-2013 年公司偿债能力指标

项目	2013 年	2012 年
资产负债率	25.16%	24.06%
流动比率	17.00	19.66
速动比率	3.81	3.49
EBITDA（万元）	28,478.16	37,259.44
EBITDA 利息保障倍数	2.87	3.77

资料来源：公司审计报告

六、债券偿还保障分析

公司以其合法持有的土地使用权为本期债券提供抵押担保，依然有效提升本期债券的信用水平

公司将自身合法持有的土地使用权为本期债券提供抵押，抵押担保的范围除包括主债权（全部已发行的本期债券的本金），还包含由此产生的利息（包括利息、罚息和复利），以及违约金、损害赔偿金、手续费、保险费及其他为签订或履行本合同而发生的费用、以及抵押权人实现担

保权利和债权所产生的费用（包括但不限于处置费用、税费、诉讼费用、拍卖费、执行费、律师费、差旅费），但不包括以下内容：

- （1）根据本期债券条款已由发行人兑付本息的债券；
- （2）不具备有效请求权的债券；
- （3）债券持有人根据本期债券条款规定回售并已注销的债券。

公司与天风证券股份有限公司（本期债券债权代理人，以下简称“天风证券”）签订的《2013年潜江市城市建设投资开发有限公司公司债券国有土地使用权抵押合同》（以下简称“抵押合同”），同时公司、天风证券、中国农业银行股份有限公司潜江市支行三方签订《2013年潜江市城市建设投资开发有限公司公司债券抵押资产监管协议》（以下简称“监管协议”），约定由中国农业银行股份有限公司潜江市支行担任本期债券抵押资产监管人。

根据抵押合同，公司以其拥有的位于潜江市的3宗土地使用权设定抵押，抵押的土地使用权面积为1,670,105.82平方米，用途为住宅和商业，使用权类型为出让。北京北方亚事资产评估有限责任公司以2013年3月31日为评估基准日，对3宗土地使用权的市场价值进行了评估，评估价值为331,788.40万元。

公司已于2014年5月16日办妥抵押登记手续（潜他项（2014）第501号等），土地他项权利人为天风证券股份有限公司，存续期限为2014年5月16日至2021年5月15日。根据北方亚事资产评估有限责任公司出具的北方亚事评报字[2014]第01-117号评估报告，确定上述抵押资产于2014年3月31日的资产价值为331,758.92万元，截至2014年6月23日评估价值与本期债券金额加一年利息的比率为2.04倍，可为本期债券的兑付提供了较好的保障，依然有效提升本期债券的信用水平。但我们也关注到公司所抵押的土地资产价值可能存在波动，未来集中变现能力存在一定的不确定性。

表13 公司抵押土地情况

他项权证号	土地证号	宗地位置	用途	抵押面积 (平方米)	评估价值 (万元)
潜他项（2014）第501号	潜国用（2010）第3030号	周矶办事处 田关河以北	住宅	204,481.39	21,556.22
潜他项（2014）第502号	潜国用（2011）第3015号	广泽大道以 南	商业	326,317.16	73,192.61
潜他项（2014）第503号	潜国用（2012）第3013号	王场镇施场 村	住宅	1,139,307.27	237,010.09

资料来源：公司提供

另外，公司与中国农业银行股份有限公司潜江市支行（以下简称“农业银行”）签订了《流动性贷款支持协议》：约定在本期债券存续期内，当公司对本期债券付息和本金兑付发生临时资金流动性不足时，农业银行承诺在每次付息和本金兑付首日前11个工作日给予公司不超过本期债券本息偿还金额的流动性支持贷款（具体金额依据每次付息和本金兑付的偿债资金缺口为

准)，该流动性支持贷款仅用于为本期债券偿付本息。

七、评级结论

跟踪期内，潜江市地区生产总值继续保持增长，财政实力有所增强；公司已整理但尚未出让土地面积较大，土地整理和开发业务收入的持续性有一定保障；公司以其合法持有的土地使用权为本期债券提供抵押担保，依然有效提升本期债券的信用水平。

值得注意的是，潜江市一般预算收入规模较小，且对一般预算支出的覆盖程度较低，财政收入对上级补助有一定依赖性。公司土地整理和开发业务收入的稳定性易受国家政策调控以及当地房地产市场波动的影响，同时公司利润水平对政府补助存在一定依赖。从资产质量来看，公司存货中以土地整理成本、土地使用权为主，其流动性存在不确定性，同时土地使用权价值易受土地一级市场的影响。公司在开发土地、在建拟建项目较多，资金需求量大，未来存在较大的资金压力。此外，公司应收账款回收期存在不确定性，亦一定程度上影响了资金利用效率。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA-，维持本期债券信用等级为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	2013 年	2012 年	2011 年
货币资金	9,190.86	20,319.71	6,480.49
应收票据	-	-	1,290.00
应收账款	130,647.75	80,082.44	53,859.31
其他应收款	12,619.98	13,873.61	15,847.12
存 货	528,560.73	529,504.82	303,259.08
流动资产合计	681,019.32	643,780.58	380,736.00
固定资产	19,399.25	20,069.70	20,757.11
递延所得税资产	324.31	462.30	330.79
非流动资产合计	19,723.56	20,532.00	21,087.90
资产总计	700,742.88	664,312.58	401,823.90
短期借款	3,000.00	3,000.00	6,000.00
预收款项	1,316.44	1,321.34	12,389.47
应交税费	5,350.10	1,156.96	1,150.86
其他应付款	30,384.29	25,266.10	9,430.59
一年内到期的非流动负债	-	2,000.00	-
流动负债合计	40,050.82	32,744.40	28,970.92
长期借款	136,251.67	127,068.33	127,010.00
非流动负债合计	136,251.67	127,068.33	127,010.00
负债合计	176,302.49	159,812.73	155,980.92
实收资本(或股本)	120,500.00	120,500.00	120,500.00
资本公积	328,366.37	328,366.37	96,394.30
盈余公积	9,727.54	7,733.76	5,058.84
未分配利润	65,846.47	47,899.72	23,889.83
归属于母公司所有者权益合计	524,440.39	504,499.85	245,842.98
所有者权益合计	524,440.39	504,499.85	245,842.98
负债和所有者权益总计	700,742.88	664,312.58	401,823.90

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
一、营业收入	76,899.67	75,871.37	72,671.54
减：营业成本	54,332.51	45,943.86	45,100.77
营业税金及附加	1,699.85	1,587.24	1,385.60
销售费用	33.61	45.79	24.69
管理费用	829.92	847.91	388.79
财务费用	4,021.24	1,576.99	843.96
资产减值损失	-551.96	526.02	755.67
二、营业利润	16,534.51	25,343.56	24,172.07
加：营业外收入	7,539.27	10,097.44	6,236.53
三、利润总额	24,073.78	35,441.00	30,408.59
减：所得税费用	4,133.24	8,756.20	7,413.84
四、净利润	19,940.53	26,684.80	22,994.76

附录三-1 合并现金流量表—直接法（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
销售商品、提供劳务收到的现金	26,349.55	50,525.31	39,457.43
收到其他与经营活动有关的现金	23,248.98	15,734.80	16,447.95
经营活动现金流入小计	49,598.53	66,260.12	55,905.38
购买商品、接受劳务支付的现金	21,603.29	32,600.85	42,195.79
支付给职工以及为职工支付的现金	150.74	164.85	152.36
支付其他与经营活动有关的现金	16,064.26	3,980.65	4,211.09
经营活动现金流出小计	37,818.29	36,746.34	46,559.24
经营活动产生的现金流量净额	11,780.25	29,513.78	9,346.14
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	420.18	0.85	36.57
支付其他与投资活动有关的现金	21,307.56	14,989.82	20,411.04
投资活动现金流出小计	21,727.74	14,990.67	20,447.61
投资活动产生的现金流量净额	-21,727.74	-14,990.67	-20,447.61
取得借款收到的现金	33,000.00	47,000.00	54,710.00
筹资活动现金流入小计	33,000.00	47,000.00	54,710.00
偿还债务支付的现金	25,820.67	34,441.67	48,840.00
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	8,360.69	5,512.39	7,244.63
支付其他与筹资活动有关的现金	-	7,729.83	7,366.55
筹资活动现金流出小计	34,181.36	47,683.88	63,451.17
筹资活动产生的现金流量净额	-1,181.36	-683.88	-8,741.17
现金及现金等价物净增加额	-11,128.85	13,839.22	-19,842.65
加：期初现金及现金等价物余额	20,319.71	6,480.49	26,323.14
期末现金及现金等价物余额	9,190.86	20,319.71	6,480.49

附录三-2 合并现金流量表—间接法（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
净利润	19,940.53	26,684.80	22,994.76
加：资产减值准备	-	526.02	755.67
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	678.91	688.25	212.30
财务费用	3,725.47	1,129.84	967.42
递延所得税资产减少	138.32	-131.51	-188.92
存货的减少	15,237.22	-2,251.23	-17,906.32
经营性应收项目的减少	-41,956.88	-12,581.65	-11,808.02
经营性应付项目的增加	14,016.67	15,449.25	14,319.25
经营活动产生的现金流量净额	11,780.25	29,513.78	9,346.14
现金的期末余额	9,190.86	20,319.71	6,480.49
减：现金的期初余额	20,319.71	6,480.49	26,323.14
现金及现金等价物净增加额	-11,128.85	13,839.22	-19,842.65

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用中的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	应收账款周转天数(天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数(天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{融资租赁款}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	有息负债	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	金融负债	$\text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	现金流流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{主营业务收入}$

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。