

镇江市丹徒区建设投资有限公司

2014 年公司债券 2015 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：

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第
【754】号 01

增信方式: 第三方保证
担保

担保主体: 镇江交通产
业集团有限公司

债券剩余规模: 15 亿元

债券到期日期: 2021 年
11 月 03 日

债券偿还方式: 每年付
息一次, 分次还本。在债
券存续期内的后 5 年每
年偿还本金的 20%。

分析师

姓名:
陈鹏 臧晓娜

电话:
021-51035670

邮箱:
chenp@pyrating.cn

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

镇江市丹徒区建设投资有限公司 2014 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
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	2015 年 7 月 30 日	2014 年 10 月 10 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对镇江市丹徒区建设投资有限公司 (以下简称“丹徒建投”或“公司”) 及其 2014 年 11 月 03 日发行的公司债券 (以下简称“本期债券”) 的 2015 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镇江市地方财政实力较强, 丹徒区政府持续对公司进行资产注入、财政补贴等支持, 公司是镇江市丹徒区重要的投融资平台, 承担了区内重大项目的开发、建造、运营和服务等职责, 并且第三方保证担保有效保障了本期债券的安全性, 同时我们也关注到了公司债务负担上升较快, 公司在建投资规模较大等风险因素。

正面:

- 区域财政实力快速增长。镇江市丹徒区经济发展较快, 公共预算收入保持快速增长, 2014 年地方生产总值 318.05 亿元, 同比增长 11%, 全市财政公共预算收入为 24.95 亿元, 较 2013 年增长 13.06%。
- 公司土地储备充足, 未来开发收入前景较好。截至 2014 年末公司土地储备 4,906 亩, 账面价值 62.68 亿元, 土地开发业务的可持续性较好。
- 地方政府支持力度较大。镇江市丹徒区政府在资产注入和财政补贴等方面给予了公司一定支持, 2014 年公司获得土地资产注入 3.79 亿元, 财政补贴 2.10 亿元。
- 第三方担保有效提升了本期债券安全性。本期债券由镇江交通产业集团有限公司提供全额不可撤销连带责任保证担保, 本息偿付能力得到有效提高。

关注：

- **土地开发和工程建设资金需求较大。**2015 年公司计划土地开发投入 12.20 亿元，截至 2014 年末安置房项目预计总投资为 26.67 亿元，已完成投资 7.01 亿元，在建基础设施项目的预计总投资为 32.29 亿元，已完成投资 10.22 亿元，后续资金需求较大。
- **债务负担上升较快，公司偿债能力下降。**2014 年公司的负债总额为 83.25 亿元，同比增加 120.46%，资产负债率上升 17.11 个百分点至 51.05%，速动比率为 1.40，EBITDA 利息保障倍数下降到 1.08，整体偿债能力显著下降。
- **现金流压力增大，外部融资需求增加。**2014 年公司经营活动现金净流出 3,547.66 万元，主营业务没有产生现金流入，随着未来项目投资的进行，公司外部融资压力显著增加。
- **经营性应收项目余额增加较快，外部占款风险上升。**2014 年末公司应收账款和其他应收款余额为 45.16 亿元，同比增长 109.97%。
- **存在一定的或有负债风险。**截至 2015 年 6 月 30 日，公司对外担保余额为 9.08 亿元，占净资产的 11.38%，存在一定的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	1,630,701.02	1,112,677.87	705,067.85
归属于母公司所有者权益（万元）	796,991.78	733,925.06	452,013.62
有息债务（万元）	400,240.00	154,060.00	112,400.00
资产负债率	51.05%	33.94%	35.74%
流动比率	2.64	3.89	3.90
营业收入（万元）	65,262.94	65,258.76	62,925.04
政府补助	3,143.18	10,560.00	4,050.00
利润总额（万元）	26,688.56	27,137.28	30,732.87
综合毛利率	17.16%	18.34%	21.16%
总资产回报率	1.95%	3.02%	5.02%
EBITDA（万元）	26,973.53	27,638.41	31,029.61
EBITDA 利息保障倍数	1.08	2.40	-
经营活动净现金流净额（万元）	-3,547.66	6,209.66	-8,726.09

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

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[2014]2287号文件批准，公司于2014年11月03日发行15亿元公司债券，票面利率为5.89%。

本期债券每年付息一次，分次还本。在债券存续期内的第3、4、5、6、7年末分别按照债券发行规模20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还本金；本期债券存续期后五年的当期利息随本金一起支付。

截至跟踪评级报告日，本期债券尚未到第一个计息年度的付息期，未支付利息。

截至2015年6月30日，本期债券的四个募投项目中丹徒新区谷阳湖水系综合整治项目已完成，其余项目尚未完工，募集资金已使用完毕。

表1 截至2015年6月30日本期债券募集资金使用情况（单位：亿元）

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
丹徒区江心洲整岛水利治理工程项目	10.96	5.00	8.00	5.00
丹徒新区谷阳湖水系综合整治项目	5.82	3.00	6.50	3.00
丹徒区世业洲整岛水利治理工程项目	15.19	5.00	9.30	5.00
丹徒新城及高资镇排涝工程项目	4.01	2.00	3.00	2.00
合计	35.98	15.00	26.80	15.00

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

公司注册资本为人民币87,688.50万元，控股股东为镇江市丹徒区资产经营公司，实际控制人为镇江市丹徒区财政局，以上信息2014年没有发生变化。2014年公司子公司合并范围没有发生变化。

截至2014年12月31日，公司资产总额为163.07亿元，归属于母公司的所有者权益为79.70亿元，资产负债率为51.05%；2014年度，公司实现营业收入6.53亿元，利润总额2.67亿元，经营活动现金流净额-0.35亿元。

三、区域经济与财政实力

镇江市经济发展较快，经济实力持续增强，但对固定资产投资拉动的依赖较大

2014年镇江市经济总量保持增长，实现地区生产总值3,252.40亿元，按可比价格计算，

比上年增长10.9%。其中，第一产业增加值122.2亿元，增长3.6%；第二产业增加值1,662.6亿元，增长10.8%；第三产业增加值1,467.6亿元，增长11.5%。三次产业比例由上年的3.7:52.3:44.0调整为3.8:51.1:45.1，第三产业增加值占GDP比重比上年提高1.1个百分点，产业结构进一步优化升级。

从经济发展的驱动因素来看，固定资产投资较快增长，全年完成固定资产投资2,142.3亿元，比上年增长22.2%。分产业看，第一产业投资2.0亿元；第二产业投资1,149.4亿元，增长16.5%，其中工业投资1,148.7亿元，增长16.5%；第三产业投资991.0亿元，增长36.6%。同期对外贸易恢复性增长，全年实现进出口总额103.1亿美元，比上年增长3.6%，其中，出口66.02亿美元，增长6.1%；进口37.1亿美元，下降0.6%。2014年消费市场稳定增长。全年实现社会消费品零售总额976.6亿元，比上年增长12.7%。

从产业发展来看，工业生产发展趋稳，年末拥有规模以上工业企业2,936家，比上年净增155家。全年规模以上工业企业完成总产值8,102.3亿元，比上年增长8.3%，本年末全市拥有销售超百亿企业（集团）9家、利税超10亿企业12家。新兴产业较快增长，全年新材料、高端装备制造、新能源、航空航天、生物技术与新医药、新一代信息技术六大新兴产业实现销售收入3,556.9亿元，比上年增长18.5%，占规模以上工业比重45.1%，比上年提高1.7个百分点。

表2 镇江市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2014年		2013年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	3,252.4	10.9%	2,927.1	12.1%
第一产业增加值	122.2	3.6%	129.1	3.10%
第二产业增加值	1,662.6	10.8%	1,549.40	12.50%
第三产业增加值	1,467.6	11.5%	1,248.60	12.30%
固定资产投资	2,142.3	22.2%	1,753.20	22.10%
社会消费品零售总额	976.6	12.7%	866.9	13.80%
进出口总额（亿美元）	103.1	3.6%	99.5	-12.80%
存款余额	3,536.3	7.5%	3,346.7	18.20%
贷款余额	2,679.8	13.34%	2,422.7	22.90%

资料来源：镇江市 2013-2014 年国民经济和社会发展统计公报

丹徒区经济实力稳步提高，但经济增速有所放缓

2014年丹徒区实现地区生产总值318.05亿元，按可比价格计算同比增长11.0%。从经济发展的驱动因素来看，2014年丹徒区完成规模以上固定资产投资258.71亿元，同比增长22.3%；实现社会消费品零售总额55.54亿元，同比增长12.8%；进出口总额6亿美元，同比

增长1.5%。2014年丹徒区固定资产投资增速与上年大体持平；社会消费品零售总额与进出口总额增速较去年同期分别下降0.8%与7.6%，导致地区生产总值增速同比下滑1.2个百分点，经济增速有所放缓。

表3 丹徒区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

主要指标	2014年		2013年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	318.05	11.0%	292.97	12.2%
第一产业增加值（亿元）	16.07	1%	14.67	4.8%
第二产业增加值（亿元）	172.15	12.1%	160.81	12.7%
第三产业增加值（亿元）	135.34	10.5%	117.49	12.3%
固定资产投资（亿元）	258.71	22.3%	206.1	22.2%
社会消费品零售总额（亿元）	55.54	12.8%	49.23	13.6%
进出口贸易总额（亿美元）	6	1.5%	5.91	9.1%
年末存款余额（亿元）	335.86	21.3%	323.03	283.3%
年末贷款余额（亿元）	181.87	8.5%	162.07	200.3%

资料来源：公司提供

2014年镇江市公共预算收入持续平稳增长，受土地使用权出让收入下降影响地方财政有所下滑，未来易受土地市场出让情况影响

2014年镇江市全口径地方综合财力为506.26亿元，较2013年下降5.94%。从镇江市全口径财政收入结构来看，公共预算收入是镇江市地方综合财力最重要的构成部分，2014年占比为54.87%。2014年镇江市公共预算收入同比增速为9.13%，其中税收收入同比增长9.67%，占公共预算收入的比例达82.38%，镇江市公共预算收入的稳定性相对较好。2014年镇江市收到上级补助收入31.91亿元，上级补助收入较上年有所下滑，其中一般性转移支付收入和专项转移支付收入占比分别为21.28%和50.38%，同比下降分别为25.47%和55.57%。2014年镇江市政府性基金收入占地方综合财力的比重为32.17%，其中主要为国有土地使用权出让收入，受国家房地产调控政策的影响，国有土地使用权出让收入同比下降53.90%，使得政府性基金收入出现下滑，因该部分收入受土地供应规模、土地出让市场景气度以及房地产调控政策的影响较大，未来仍存在一定的波动性。

从镇江市本级财政收入结构来看，由于统计口径变化，2014年镇江市本级公共预算收入的同比下降为41.14%，其中税收收入同比下降47.10%，占比71.23%，非税收入同比下降18.93%。

从全口径财政支出来看，2014年镇江市存在小幅财政赤字，公共预算收入对公共预算支出的覆盖率为89.07%，处于相对较高水平。

表4 镇江市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2014年		2013年	
	全口径	本级	全口径	本级
地方综合财力	506.26	-	538.25	290.38
公共预算收入	277.76	80.30	254.51	136.43
税收收入	228.82	57.20	208.65	107.95
非税收入	48.95	23.09	45.86	28.48
上级补助收入	31.91	-	62.36	25.95
返还性收入	9.07	-	17.10	8.99
一般性转移支付收入	6.76	-	9.07	2.85
专项转移支付收入	16.08	-	36.19	14.11
政府性基金收入	162.85	69.20	176.80	112.80
其中：国有土地使用权出让收入	71.78	-	155.70	105.10
预算外财政专户收入	33.73	9.58	44.58	15.20
地方财政支出	513.95	176.76	-	-
公共预算支出	311.85	104.91	-	-
政府性基金支出	171.98	65.15	-	-
财政专户资金支出	30.12	6.70	-	-
公共预算收入/公共预算支出	89.07%	76.54%		

注：2014年市本级财政收入数据资料不全，以-表示
 资料来源：镇江市财政局

丹徒区地方综合财力持续增长，财政自给率较强

2014年丹徒区财政收入持续增长，地方综合财力为522,166万元，较2013年增长23.12%。从丹徒区财政收入结构来看，公共财政收入是丹徒区地方综合财力最主要的来源。2014年丹徒区公共财政收入为249,521万元，同比增长13.06%，其中税收收入同比增长13.46%，占公共财政收入的比重为89.03%。2014年丹徒区上级补助收入为67,899万元，占地方综合财力的比重为13.00%，其中返还性收入变动不大，一般性转移支付收入同比增长6.96%，专项转移支付收入较上年下降7.15%，占上级补助收入比例分别为23.10%和52.78%。得益于丹徒区国有土地使用权出让金收入增加，2014年丹徒区政府性基金收入同比增长56.80%，使得丹徒区地方综合财力进一步增长。

财政支出方面，2014年丹徒区公共财政支出251,422万元，公共财政收入与公共财政支出的比重为99.24%，收入对支出的覆盖程度较好，财政自给率较强。

表5 丹徒区财政收支情况（单位：万元）

项目	2014年	2013年
地方综合财力	522,166	424,099
（一）公共财政收入	249,521	220,700

其中：税收收入	222,154	195,792
非税收入	27,367	24,908
(二) 上级补助收入	67,899	69,627
其中：返还性收入	16,375	16,367
一般性转移支付收入	15,685	14,664
专项转移支付	35,839	38,598
(三) 政府性基金收入	179,660	114,576
(四) 预算外财政专户收入	25,086	19,196
公共财政支出	251,422	-
政府性基金支出	175,988	-
公共财政收入/公共财政支出	99.24%	-

资料来源：镇江市丹徒区财政局

四、经营与竞争

2014年公司营业收入保持稳定，土地收入比重上升，主营业务毛利率基本稳定

公司是镇江市丹徒区主要基础设施投融资主体，主要承担丹徒区范围内的土地整理开发、安置房建设和基础设施代建任务，2014年公司实现营业收入6.53亿元，与2013年基本持平。从收入结构来看，2014年土地整理业务收入增加13.33%，安置房销售收入同比基本持平，标准厂房回购收入和代建管理费收入同比有所下降。

表6 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整理	47,671.95	13.04%	42,066.33	13.04%
代建管理费	828.87	100.00%	1,110.58	100.00%
标准厂房回购	1,533.27	13.04%	6,564.12	13.04%
安置房销售	15,227.75	25.93%	15,516.63	29.11%
合计	65,261.84	17.15%	65,257.66	18.34%

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

公司土地储备充足，但土地开发资金需求较大

公司与丹徒区人民政府签订的土地开发整理合同显示，公司土地开发成本主要包括土地取得成本、征拆迁费用、七通一平费、基础设施补偿款；土地出让收入包括两部分，一部分为开发成本加成15%的管理费，另一部分为土地出让金扣除相关规费后，土地收益超出土地开发整理成本加成15%的部分按照50%的比例返还收入。2013-2014年，公司确认的土地整理收入基本均为开发成本加成15%，获得的土地出让收入分别为42,066.33万元和47,671.95万元，逐年增加。其中2014年出让土地面积300亩，年末土地储备面积为4,906亩。

表7 2013-2014年土地出让及公司土地储备情况

项目	2014年	2013年	2012年
出让土地面积（亩）	300	289.15	651.44
出让总价（万元）	50,034.08	47,000.00	32,990.00
开发成本（万元）	42,787.14	36,579.42	24,104.24
确认收入（万元）	47,671.95	42,066.33	27,719.87
年末土地储备面积（亩）	4,906	—	—

资料来源：公司提供

公司储备土地的用途以住宅、商业用地为主，商业价值较高。未来随着丹徒区产业集聚程度提升带来的人口流入，公司土地开发有着较好的市场前景；但另一方面，土地出让收入受外部环境影响较大，使得其面临一定的不确定性。2015年公司计划开发土地3,051亩，计划出让土地500亩，其中土地开发投入12.20亿元，资金需求较大。

表8 2015—2016年公司土地开发计划

项目	2015年	2016年
土地一级开发面积（亩）	3,051	2,614
土地一级开发投入（万元）	122,040	104,560
出让面积（亩）	500	550

资料来源：公司提供

公司安置房项目已接近完工，销售保障较好

公司安置房建设业务主要由子公司镇江华建置业有限公司（以下简称“华建置业”）负责，运营模式为公司负责安置房项目土地的拿地及房屋建设，建成后根据政府指导价统一销售给镇江市丹徒区拆迁管理办公室（以下简称“丹徒拆迁办”）。公司建成安置房已销售完毕，2014年公司实现的安置房销售收入主要为宝堰安置房的一期项目。目前公司在建的安置房项目为宝堰安置房项目、长山安置房项目、上党安置房项目和世业镇安置房项目，预计总投资为26.67亿元，已完成投资7.01亿元，2015年投资需求较大。

表9 公司目前在建的安置房项目（单位：万元）

项目	开工时间	完工时间	总投资	已投资
宝堰安置房	2013.4	2015.12	135,058	51,876.21
长山安置房	2013.10	2016.12	131,679	11,427.1
上党安置房	2014.06	2015.09	120,00	4,463.9
世业镇安置房	2014.11	2015.12	244,47	2,365
合计	-	-	266,737	70,132

资料来源：公司提供

基础设施建设业务可持续性较好，但资金需求较大

公司基础设施建设业务主要采取代建管理模式，即公司与业主签订项目代建协议，工程建设投资由公司代为实施，代建工程投资所需资金部分由委托方预付，部分由公司进行筹措，完工后公司按照项目建设成本的6%获取代建管理费，2014年公司的代建收入主要来自谷阳大道等项目。

公司目前正在建的主要项目为丹徒区内的水利工程项目，其中丹徒区江心洲岛水利治理工程项目、丹徒新城及高资镇排涝工程项目和丹徒区世业洲整岛水利治理工程项目为本期债券的募投项目，募投项目以土地资产进行回购。截至2014年末，公司在建项目的预计总投资为32.29亿元，已完成投资10.22亿元。

表10 截至2014年12月31日公司的在建项目情况（单位：万元）

编号	项目名称	预计总投资	已投资	计划完工时间
1	丹徒区江心洲整岛水利治理工程项目	109,593	15,481.59	2016.12
2	丹徒新城及高资镇排涝工程项目	40,090.65	19,392.64	2016.12
3	丹徒区世业洲整岛水利治理工程项目	38,138.81	15,481.59	2016.12
4	宝堰新市镇工程项目	135,058	51,876.21	2015.12
	合计	322,880.46	102,232.03	

资料来源：公司提供

公司持续获得政府的资产和补贴支持

作为丹徒区主要基础设施建设和投融资主体，公司持续获得来自政府的支持，2014年公司获得政府注入5宗土地资产，总面积1,763.15亩，评估总价值3.79亿元；获得政府财政补贴2.10亿元。

表11 2014年丹徒区政府对公司注入土地情况（单位：万元，亩）

土地	评估价值	土地性质	土地面积
DT1426G 地块	17,427.48	工业	1,452.29
DT1312 地块	6,557.40	商住	182.15
DT1241 地块	3,012.00	商住	50.30
丹徒区龙山路以北	2,884.20	商住	26.22
丹徒区千禧路以南	8,020.60	商住	57.29
合计	37,901.58	-	1,763.15

资料来源：公司提供

表12 2014年公司获得的财政补贴情况（单位：万元）

项目	2014年	2013年
财政补贴	21,000	21,000

资料来源：公司2014年审计报告

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上会会计师事务所（特殊普通合伙）河南分所审计并出具标准无保留意见的2013年至2014年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

2014年公司的财务报表合并范围没有变化。

资产结构与质量

公司资产规模增长较快，资产构成保持稳定，资产流动性较低

2014年末公司总资产余额为163.07亿元，同比增长46.56%，其中流动资产余额140.59亿元，同比增加40.53%，非流动资产余额22.48亿元同比增长100.21%。

流动资产占公司资产的86.21%，主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货部分组成。公司货币资金余额为20.16亿元，其中到期超过3个月的银行承兑保证金13.20亿元，可自由用于支付的货币资金余额为6.96亿元；应收账款为对镇江市丹徒区财政局、镇江市丹徒区高新技术产业园管理委员会和镇江市丹徒区拆迁管理办公室的应收款项，其中1年以内、1-2年、两年以上账期分别占78.24%、19.75%和2.01%，整体账期较短；预付款项为公司预付的工程款、拆迁款等，预付期限主要为1-2年；其他应收款的余额较大，2014年末占总资产的20.07%，主要为对镇江市丹徒区财政局、江苏省丹徒经济开发区管委会等单位的应收往来款，账期以1年以内为主，回收风险较小；存货主要为土地使用权和部分开发成本，目前公司共有土地4,906亩，其中对外抵押面积为98%。

公司的非流动资产主要是在建工程，2014年末余额为20.29亿元，占总资产的12.44%。公司承建的基础设施项目较多，2014年在建工程新增11.22亿元，该部分资产的流动性较差。

表13 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	201,559.97	12.36%	37,606.26	3.38%
应收账款	124,352.02	7.63%	63,572.84	5.71%
预付款项	93,560.63	5.74%	100,155.72	9.00%
其他应收款	327,269.74	20.07%	151,513.08	13.62%
存货	659,140.86	40.42%	647,536.43	58.20%
流动资产合计	1,405,883.22	86.21%	1,000,384.33	89.91%
在建工程	202,916.55	12.44%	92,092.82	8.28%

非流动资产合计	224,817.80	13.79%	112,293.54	10.09%
资产总计	1,630,701.02	100.00%	1,112,677.87	100.00%

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司的收入规模、成本费用率保持稳定，盈利能力保持稳定

2014年公司的主要业务收入规模和比例保持稳定，当年实现营业收入6.53亿元，综合毛利率小幅下降至17.16%，基本稳定。期间费用率同比稳定，营业利润率小幅下降0.66个百分点至8.75%，整体盈利能力稳定。值得注意的是，2014年公司的利润来源仍以财政补贴为主，当年财政补贴占利润总额的78.69%，公司的盈利对政府支持存在一定的依赖性。

表14 公司主要盈利指标

项目	2014年	2013年
营业收入（万元）	65,262.94	65,258.76
营业利润（万元）	5,709.25	6,137.72
财政补贴（万元）	21,000.00	21,000.00
利润总额（万元）	26,688.56	27,137.28
综合毛利率	17.16%	18.34%
期间费用率	2.31%	2.75%
营业利润率	8.75%	9.41%
总资产回报率	1.95%	3.02%
净资产收益率	3.29%	4.30%

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

现金流

经营活动现金流减弱，对外部融资依赖增强

2014年公司的主营业务没有直接产生现金，当年经营活动现金流量净额为-3,547.66万元，由2013年的现金净流入变为现金净流出，虽然2014年公司投资活动现金净流出量较小，但仍然需要外部融资来平衡现金流。由于发行债券进行外部融资，公司2014年的融资活动净现金流35,525.60万元，较好地覆盖了经营活动和投资活动的现金净流出。

表15 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2014年	2013年
销售商品、提供劳务收到的现金	0.00	30,001.14
收到其他与经营活动有关的现金	276,232.83	133,604.78
经营活动现金流入小计	276,232.83	163,605.92
购买商品、接受劳务支付的现金	100,009.12	50,259.41

支付其他与经营活动有关的现金	116,710.32	77,132.38
经营活动现金流出小计	279,780.49	157,396.26
经营活动产生的现金流量净额	-3,547.66	6,209.66
投资活动产生的现金流量净额	-24.22	-274.89
筹资活动产生的现金流量净额	35,525.60	5,370.15
现金及现金等价物净增加额	31,953.72	11,304.92

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告

资本结构与财务安全性

公司债务负担上升较快，整体偿债能力下降明显

截至2014年末，公司的负债总额为83.25亿元，同比增加45.49亿元，所有者权益总额为79.82亿元，同比增加6.32亿元，年内资本增量以负债为主。2014年末公司负债与所有者权益的比率上升至1.04，财务杠杆上升较快。

表16 公司资本结构情况

指标名称	2014年	2013年
负债总额（万元）	832,545.77	377,645.18
所有者权益（万元）	798,155.25	735,032.70
负债与所有者权益比率	1.04	0.51

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

截至2014年末，公司的流动负债占比为63.92%，主要由应付票据、应付账款、应交税费和其他应付款等经营性应付项目组成。应付票据和应付账款为公司应付未付的拆迁款、工程款等，2014年末合计余额为14.53亿元，同比增加62.71%；其他应付款为公司比重最大的负债项目，主要的资金往来单位有：镇江市丹徒区新农村发展建设有限公司、镇江生态汽车产业园发展有限公司、镇江华建资产管理有限公司等，主要为国有企业单位，应付账期以1年以内为主，偿还弹性较大。

非流动负债由长期借款和应付债券组成，其中长期借款为抵押借款和保证借款，主要抵押资产为土地；应付债券为2014年发行的15亿元7年期公司债券，自2017年开始分期偿还本金。2014年末公司的有息负债余额为40.02亿元，占总负债的48.07%，比重处于适中水平。

表17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比
应付票据	89,000.00	10.69%	33,500.00	8.87%
应付账款	56,305.68	6.76%	55,859.76	14.79%
应交税费	-67,364.91	-8.09%	-13,202.34	-3.50%
其他应付款	441,689.07	53.05%	176,172.02	46.65%

流动负债合计	532,163.77	63.92%	257,033.18	68.06%
长期借款	150,330.00	18.06%	120,560.00	31.92%
应付债券	150,000.00	18.02%	-	-
非流动负债合计	300,382.00	36.08%	120,612.00	31.94%
负债合计	832,545.77	100.00%	377,645.18	100.00%

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

由于债务增加较快，2014年公司的资产负债率上升17.11个百分点至51.05%，债务负担显著加重。从短期偿债能力来看，公司2014年末的流动比率为2.64，覆盖率较高，但流动资产中土地存货占比较大，速动比率为1.40，短期偿债能力一般；从长期来看，2014年公司的EBITDA利息保障倍数下降到1.08，经营收益对利息的覆盖率较低。

表18 公司偿债能力指标

指标名称	2014年	2013年
资产负债率	51.05%	33.94%
流动比率	2.64	3.89
速动比率	1.40	1.37
EBITDA（万元）	26,973.53	27,638.41
EBITDA 利息保障倍数	1.08	2.40
有息债务/EBITDA	14.84	5.57

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

担保方的整体实力较强，第三方担保有效提高了本期债券的安全性

本期债券由镇江交通产业集团有限公司（以下简称“镇江交通集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。镇江交通集团原名“镇江市交通投资发展有限公司”，2015年6月改制为镇江交通集团，企业类型由“联营”变更为“有限责任公司（国有控股）”，注册资本由91,006万元增加至100,000万元。

镇江交通集团承担镇江市重要道路交通和附属配套设施的建设任务，并依靠政府配置的土地资产进行抵押贷款来为工程建设筹集资金，目前正逐渐形成交通运输和物流、交通基础设施建设、官塘新区的开发和服务业四个业务板块，2014年实现主营业务收入15.12亿元，同比增长0.78%，综合毛利率13.94%，同比下降10.59个百分点。

表19 镇江交通集团营业收入及毛利率构成（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
交通综合开发经营收入	138,664.31	29.44%	149,592.79	24.33%
房屋拆除服务费	1,101.15	81.41%	321.37	100%

场地租赁费	20.46	100%	22.26	100%
运输收入	11,000.57	-191.67%	-	-
广告收入	266.51	100%	-	-
其他	158.13	100%	98.97	73.10%
合计	151,211.12	13.94%	150,035.39	24.53%

资料来源：镇江交通集团 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

截至2014年12月31日，镇江交通集团资产总额为626.88亿元，归属于母公司的所有者权益为228.59亿元，资产负债率为62.96%；2014年度，镇江交通集团实现营业收入15.12亿元，利润总额3.60亿元，经营活动现金流净额-8.02亿元。

表20 镇江交通集团主要财务指标

项目	2014年	2013年	2012年
总资产（万元）	6,268,782.29	5,353,416.34	3,929,381.77
归属于母公司所有者权益（万元）	2,285,857.80	2,115,892.83	1,720,793.10
有息债务（万元）	3,089,697.34	2,415,559.24	1,719,346.99
资产负债率	62.96%	59.99%	56.17%
流动比率	3.03	1.38	1.23
营业收入（万元）	151,211.12	150,035.39	122,732.75
政府补助	20,592.24	8,050.00	10,306.93
利润总额（万元）	35,973.01	32,731.72	38,628.85
综合毛利率	13.94%	24.53%	34.07%
总资产回报率	0.64%	0.71%	1.24%
EBITDA（万元）	42,706.46	33,494.39	39,387.53
EBITDA 利息保障倍数	0.13	0.15	-
经营活动现金流净额（万元）	-80,206.99	-82,657.86	-92,591.58

资料来源：镇江交通集团 2012-2014 年审计报告，鹏元整理

经综合分析，鹏元评定镇江交通集团的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定。

七、或有事项分析

截至2015年6月30日，公司对外担保余额为9.08亿元，占净资产的11.38%，存在一定的或有负债风险。

表21 截至2015年6月30日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保公司	担保金额	担保期限	担保方式
镇江市丹徒区新农村发展有限公司	30,000	2014.5.30-2018.4.4	土地抵押
镇江市丹徒区新农村发展有限公司	30,000	2014.1.15-2016.1.14	土地抵押
镇江市丹徒区新农村发展有限公司	19,800	2013.12.18-2020.12.11	担保

镇江市丹徒区新农村发展有限公司	11,000	2014.1.28-2015.1.28	担保
合计	90,800	-	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

镇江市经济增速较快，财政收入稳定增长；丹徒区综合财力继续增强，财政收支较为平衡，对公司的支持力度较大；公司土地储备较充足，土地资产的整体质量较好；公司建设项目较多，代建收入前景较好；第三方担保保障了本期债券的安全性。

另一方面，地方财政收入对土地出让的依赖性较强，波动性较大；公司土地开发和基础设施项目建设的资金需求较大，存在一定的融资压力；公司债务负担上升较快，未来债务融资弹性显著下降。

综合分析，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 资产负债表（单位：万元）

	2014年	2013年	2012年
流动资产：			
货币资金	201,559.97	37,606.26	26,301.34
应收账款	124,352.02	63,572.84	13,831.47
预付款项	93,560.63	100,155.72	75,887.45
其他应收款	327,269.74	151,513.08	111,278.68
存货	659,140.86	647,536.43	389,417.52
流动资产合计	1,405,883.22	1,000,384.33	616,716.46
非流动资产：			
持有至到期投资	2,000.00	2,000.00	
长期应收款	16,431.70	16,431.70	26,431.70
固定资产	1,253.50	1,395.65	1,275.50
在建工程	202,916.55	92,092.82	60,430.36
长期待摊费用	1,759.14	2.09	8.35
递延所得税资产	456.91	371.29	205.49
非流动资产合计	224,817.80	112,293.54	88,351.38
资产总计	1,630,701.02	1,112,677.87	705,067.85
流动负债：			
短期借款	940.00		5,000.00
应付票据	89,000.00	33,500.00	13,500.00
应付账款	56,305.68	55,859.76	19,789.56
预收款项	220.00	4,703.74	220.00
应交税费	-67,364.91	-13,202.34	2,533.04
应付利息	1,403.92		
其他应付款	441,689.07	176,172.02	117,019.24
一年内到期的非流动负债	9,970.00		
流动负债合计	532,163.77	257,033.18	158,061.85
非流动负债：			
长期借款	150,330.00	120,560.00	93,900.00
应付债券	150,000.00		
专项应付款	52.00	52.00	52.00
非流动负债合计	300,382.00	120,612.00	93,952.00
负债合计	832,545.77	377,645.18	252,013.85
所有者权益(或股东权益)：			
实收资本(或股本)	87,688.50	87,688.50	87,688.50
资本公积金	614,000.99	576,099.31	319,687.03
盈余公积金	8,130.92	5,787.50	3,482.72

未分配利润	87,171.37	64,349.75	41,155.37
归属于母公司所有者权益合计	796,991.78	733,925.06	452,013.62
少数股东权益	1,163.47	1,107.64	1,040.38
所有者权益合计	798,155.25	735,032.70	453,054.00
负债及股东权益差额(合计平衡项目)	0.00	0.00	
负债和所有者权益总计	1,630,701.02	1,112,677.87	705,067.85

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

附录二 利润表（单位：万元）

	2014年	2013年	2012年
营业总收入	65,262.94	65,258.76	62,925.04
营业收入	65,262.94	65,258.76	62,925.04
营业总成本	59,553.68	59,121.04	56,597.57
营业成本	54,066.96	53,287.35	49,610.61
营业税金及附加	3,639.45	3,375.13	3,555.22
管理费用	1,365.37	1,580.80	1,105.52
财务费用	139.44	214.54	1,883.28
资产减值损失	342.47	663.21	442.94
其他经营收益			
营业利润	5,709.25	6,137.72	6,327.46
加：营业外收入	21,000.00	21,000.00	24,409.98
减：营业外支出	20.69	0.44	4.57
利润总额	26,688.56	27,137.28	30,732.87
减：所得税	1,467.69	1,570.87	1,624.31
净利润差额(合计平衡项目)		0.00	
净利润	25,220.88	25,566.42	29,108.56
减：少数股东损益	55.83	67.26	414.66
归属于母公司所有者的净利润	25,165.05	25,499.16	28,693.89
综合收益总额	25,220.88	25,566.42	29,108.56
减：归属于少数股东的综合收益总额	55.83	67.26	414.66
归属于母公司普通股股东综合收益总额	25,165.05	25,499.16	28,693.89

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

	2014年	2013年	2012年
经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金		30,001.14	115,432.19
收到其他与经营活动有关的现金	276,232.83	133,604.78	229,178.37
经营活动现金流入小计	276,232.83	163,605.92	344,610.56
购买商品、接受劳务支付的现金	100,009.12	50,259.41	88,745.48
支付给职工以及为职工支付的现金	417.60	345.93	205.76
支付的各项税费	62,643.45	29,658.53	9,312.78
支付其他与经营活动有关的现金	116,710.32	77,132.38	255,072.63
经营活动现金流出小计	279,780.49	157,396.26	353,336.65
经营活动产生的现金流量净额	-3,547.66	6,209.66	-8,726.09
投资活动产生的现金流量：			
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额			2,000.00
投资活动现金流入小计			2,000.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	24.22	274.89	157.05
投资活动现金流出小计	24.22	274.89	157.05
投资活动产生的现金流量净额	-24.22	-274.89	1,842.95
筹资活动产生的现金流量：			
取得借款收到的现金	110,040.00	54,000.00	63,000.00
发行债券收到的现金	148,200.00		
筹资活动现金流入小计	258,240.00	54,000.00	63,000.00
偿还债务支付的现金	69,360.00	32,340.00	42,120.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	21,354.40	16,269.85	11,072.16
支付其他与筹资活动有关的现金	132,000.00	20.00	
筹资活动现金流出小计	222,714.40	48,629.85	53,192.16
筹资活动产生的现金流量净额	35,525.60	5,370.15	9,807.84
汇率变动对现金的影响			
现金及现金等价物净增加额	31,953.72	11,304.92	2,924.71
期初现金及现金等价物余额	37,606.26	26,301.34	23,376.63
期末现金及现金等价物余额	69,559.97	37,606.26	26,301.34

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

	2014年	2013年	2012年
净利润	25,220.88	25,566.42	29,108.56
加：资产减值准备	342.47	663.21	442.94
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	166.36	154.74	114.73
长期待摊费用摊销	2.09	6.26	6.26
财务费用	42.46	68.15	1,757.45
递延所得税资产减少	-85.62	-165.80	-110.73
存货的减少	-85,483.18	-8,248.73	17,777.41
经营性应收项目的减少	-322,503.95	-107,072.70	-45,815.06
经营性应付项目的增加	378,750.84	95,218.11	-12,007.63
其他		20.00	
间接法-经营活动产生的现金流量净额	-3,547.66	6,209.66	-8,726.09
现金的期末余额	69,559.97	37,606.26	26,301.34
减：现金的期初余额	37,606.26	26,301.34	23,376.63
间接法-现金及现金等价物净增加额	31,953.72	11,304.92	2,924.71

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2014年	2013年	2012年
综合毛利率	17.16%	18.34%	21.16%
期间费用率	2.31%	2.75%	4.75%
营业利润率	8.75%	9.41%	10.06%
总资产回报率	1.95%	3.02%	5.02%
净资产收益率	3.29%	4.30%	7.53%
负债与所有者权益比率	1.04	0.51	0.56
资产负债率	51.05%	33.94%	35.74%
流动比率	2.64	3.89	3.90
速动比率	1.40	1.37	1.44
EBITDA (万元)	26,973.53	27,638.41	31,029.61
EBITDA 利息保障倍数	1.08	2.40	-
有息债务/EBITDA	14.84	5.57	3.62
有息债务	400,240.00	154,060.00	112,400.00

资料来源：公司2012-2014年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2014年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
镇江华建置业有限公司	15,000.00	97.33%	房产开发与经营；项目投资； 房屋租赁、绿化工程
镇江市丹徒区华建建设 投资有限公司	2,500.00	100%	基础设施建设；绿化工程建 设；房屋拆迁；土地开发

资料来源：公司 2014 年审计报告

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	EBITDA利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
	长期有息债务	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

附录七 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。