

重庆市兴荣控股集团有限公司
2012 年市政项目建设债券
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
【859】号 01

增信方式:

国有土地使用权抵押

债券剩余规模: 6.4 亿元

债券到期日期:

2019 年 4 月 19 日

债券偿还方式:

每年付息, 债券存续期
内的第 3-5 年每年偿还
债券发行总额的 20%

分析师

姓名:

刘逸龙 董斌

电话:

0755-82879719

邮箱:

liuyl@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

重庆市兴荣控股集团有限公司

2012 年市政项目建设债券 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次跟踪信用评级结果
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 8 月 26 日	2014 年 06 月 26 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对重庆市兴荣控股集团有限公司（以下简称“兴荣集团”或“公司”）及其 2012 年 4 月 19 日发行的 8 亿元市政项目建设债券（以下简称“本期债券”）的 2015 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级上调为 AA+，发行主体长期信用等级上调为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到跟踪期内荣昌撤县设区，其经济与财政保持增长，公司业务收入规模继续保持增长，代建收入和土地整治收入有一定持续性，为本期债券抵押的国有土地使用权仍能有效地提升本期债券的安全性；同时我们也关注到了荣昌县经济增速有所放缓，政府性基金收入持续下滑，公司土地资产抵押比例较高、有息债务规模增长较快等风险因素。

正面:

- 跟踪期内，荣昌县经济与财政实力继续保持增长。2014 年重庆市荣昌县实现地区生产总值 300.42 亿元，按可比价格计算，同比增长 12.0%；2014 年荣昌县公共财政收入为 221,366 万元，同比增长 10.04%。
- 公司营业收入规模有所增长，代建收入及土地整治收入有一定的可持续性。2014 年公司实现主营业务收入 55,405.88 万元，同比增长 19.82%；截至 2014 年末公司存货中基础设施建设余额为 20.82 亿元，公司账面上土地规模达到 6,213.67 亩，账面价值 528,925.59 万元。
- 国有土地使用权抵押的增信方式仍能有效地提升本期债券的安全性。公司为本期债券抵押的土地评估价值为本期债券剩余本金规模的 2.58 倍，仍能有效地提升本

期债券的安全性。

关注：

- **2014 年荣昌县经济增速有所下滑，政府性基金收入持续下滑。**2014 年荣昌县经济增速相比 2013 年下降 2 个百分点；2014 年荣昌县政府性基金收入为 131,128 万元，同比下降 13.11%，系土地出让收入减少所致。
- **公司主要在建项目投资规模依然较大，资金压力较大。**截至 2014 年 12 月末，公司主要在建项目计划总投资 27.25 亿元，已投资 20.07 亿元，尚需投资 7.19 亿元。
- **公司资产以土地为主，抵押比例较高，流动性偏弱。**截至 2014 年末，公司土地资产已抵押部分账面价值为 437,120.64 万元，占土地资产总价值比例为 82.64%。
- **公司盈利能力有所下滑，财政补贴规模下降较多。**2014 年公司得到的补贴收入仅为 738.13 万元，2014 年利润总额下降幅度较大，较 2013 年下降 79.94%。
- **公司有息债务增长较快，存在较大的短期偿债压力。**2014 年末公司有息债务规模为 674,490.67 万元，同比增长 70.40%，占公司负债总额的 74.28%。2015、2016 年分别需偿还 15.15 亿元和 19.12 亿元债务，短期偿债压力较大。
- **跟踪期内，公司未对抵押土地进行跟踪评估。**根据已签订的抵质押协议和监管协议，约定在本期债券存续期间，公司应当聘请具备相应资质的评估机构对抵押资产的价值进行跟踪评估；跟踪期内，公司未对抵押土地进行跟踪评估。

主要财务指标：

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	1,464,708.70	1,204,404.61	1,074,498.79
所有者权益（万元）	556,613.83	544,543.17	532,870.26
有息债务（万元）	674,490.67	395,832.15	349,648.58
资产负债率	62.00%	53.80%	49.36%
流动比率	3.36	4.16	5.09
主营业务收入（万元）	55,405.88	46,240.69	42,069.98
补贴收入（万元）	738.13	8,140.67	20,039.65
利润总额（万元）	3,027.20	15,087.40	39,157.95
主营业务毛利率	32.15%	64.03%	47.45%
经营活动产生的现金流净额（万元）	-56,458.63	-32,165.27	-39,146.53
EBITDA（万元）	17,909.07	29,181.95	45,430.13
EBITDA 利息保障倍数	0.44	0.87	2.09

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

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[2012]895号文件批准，公司于2012年4月公开发行市政项目建设债券8亿元，本期债券为7年期固定利率债券，债券存续期内票面年利率为8.35%。

本期债券自发行首日2012年4月19日开始计息，债券存续期限内每年的4月19日为该计息年度的起息日。本期债券采用单利按年计息，每年付息一次，分次还本，本期债券存续期第三、第四、第五、第六、第七个计息年度，每年分别偿还本金1.6亿元，各占本期债券发行总额的20%，利息前两年单独支付，后五年随本金一同支付。截至2015年7月31日，公司累计支付利息20,040万元，偿还本金16,000万元，本期债券剩余本金规模为64,000万元。

表1 截至2015年7月31本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金 余额	本金兑付/ 回售金额	利息支付	期末本金 余额
2013年4月19日	80,000	0	6,680	80,000
2014年4月19日	80,000	0	6,680	80,000
2015年4月19日	80,000	16,000	6,680	64,000
合计	-	16,000	20,040	-

资料来源：公司提供

本期债券募集资金已使用完毕，其中6.5亿元用于荣昌新城区基础设施建设项目，剩余部分全部用于补充营运资金。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司的注册资本、控股股东、实际控制人均未发生变动，实际控制人为重庆市荣昌县国有资产管理办公室。

2014年，公司报表合并范围新增4家子公司，具体情况见下表。

表2 2014年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	纳入原因
荣昌县运通公路工程有限责任公司	100%	1,000	公路维护和公路绿化；沥青混凝土施工、稀浆封层；销售：建筑材料、化工产品。	无偿划拨
荣昌县康居物业管理有限公司	100%	300	物业管理，房地产经纪，房屋维修，家政服务、劳务派遣。	无偿划拨
荣昌县兴荣环境综合整治有限责任公司	100%	1,000	环境综合整治；环境影响评	无偿划

			估；环境工程咨询服务；环境工程可行性研究分析报告；环境工程处理工艺初涉方案。	拨
重庆市兴荣旅游发展有限公司	100%	15,100	旅游资源开发；利用自有资金对企业进行投资；城市基础设施、交通基础设施、水利基础设施建设；农副产品收购（不含粮食）、初加工。	购买

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

截至2014年末，公司资产总额为1,464,708.70万元，所有者权益为556,613.83万元，资产负债率为62.00%；2014年度，公司实现主营业务收入55,405.88万元，利润总额3,027.20万元，经营活动现金流量净额-56,458.63万元。

三、区域经济与财政实力

重庆市荣昌县经济保持增长态势，但增速有所放缓

2015年5月，国务院已批复同意撤销重庆市下辖的荣昌县，设立荣昌区，行政区域范围无变化，有利于荣昌县得到重庆市更大力度的支持。2014年重庆市荣昌县实现地区生产总值300.42亿元，按可比价格计算，同比增长12.0%，增速相比2013年下降2个百分点，荣昌县经济保持增长态势，但增速有所放缓。分产业看，2014年荣昌县依然以第二产业为主，第二产业增加值增速有所放缓。

2014年荣昌县固定资产投资达到374.15亿元，同比增长22.1%，固定资产投资保持较高的增速，依然是经济发展的主要推动因素。从投资主体来看，国有投资下降19%，民间投资增长40.7%；从投资类别来看，房地产开发投资增长52.5%；房地产开发投资成为了经济增长的主要因素，投资主体以民间投资为主。2014年荣昌县工业增加值为155.26亿元，工业规模不大。荣昌县进出口规模不大，2014年进出口总额为5.28亿美元，同比增长55.2%。

表3 2013-2014年荣昌县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	增长率	金额	增长率
地区生产总值	300.42	12.0%	261.03	14.0%
第一产业增加值	40.35	4.8%	38.88	5.2%
第二产业增加值	190.40	14.4%	160.09	18.0%
第三产业增加值	69.68	9.5%	62.06	9.1%
固定资产投资	374.15	22.1%	306.49	24.0%
工业增加值	155.26	13.1%	132.17	15.3%
进出口总额（亿美元）	5.28	55.2%	3.40	27.5%

存款余额	232.92	17.9%	197.55	15.4%
贷款余额	151.97	18.2%	128.61	17.3%

资料来源：重庆市荣昌县2013-2014年国民经济和社会发展统计公报

重庆市荣昌县公共财政收入保持增长，政府性基金收入持续下滑，财政自给率偏低

重庆市荣昌县财政收入主要来源于公共财政收入、上级补助收入和政府性基金收入。2014年荣昌县公共财政收入为 221,366 万元，同比增长 10.04%，其中税收收入和非税收入均有所增长。2014 年荣昌县财政总收入为 569,822 万元，由于公共财政收入与上级补助收入规模增长，2014 年荣昌县财政收入同比 2013 年小幅增长。2014 年荣昌县政府性基金收入为 131,128 万元，由于土地出让收入减少，同比下降 13.11%。

财政支出方面，2014 年荣昌县公共财政支出和政府性基金支出分别为 448,705 万元、163,813 万元，分别同比增长 5.71%、0.07%。公共财政支出增长幅度小于公共财政收入增长幅度，但由于公共财政收入/公共财政支出比例较低，2014 年该比例为 49.33%，处于较低水平，公共财政收支缺口较大。

整体来看，2014 年荣昌县财政收入继续保持增长，但政府性基金收入持续下滑，未来需关注荣昌县土地出让市场情况；2014 年荣昌县财政收支缺口仍然较大，公共财政收入/公共财政支出比例为 49.33%。

表 4 2013-2014 年荣昌县本年财政收支情况（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
公共财政收入	221,366	201,168
其中：税收收入	106,506	94,305
非税收入	114,860	106,863
上级补助收入	217,328	199,529
其中：一般性转移支付收入	100,845	93,280
专项转移支付收入	100,269	100,002
返还性收入	6,214	6,247
政府性基金收入	131,128	150,908
财政收入合计	569,822	551,605
公共财政支出	448,705	424,463
政府性基金支出	163,813	162,724
财政支出合计	612,518	587,187

资料来源：荣昌县财政局

四、经营与竞争

公司主要承担荣昌县基础设施建设、土地整治等职责。2014 年收入主要来源于代建项目收入

和土地整治收入，同时通过物业出租获得一定规模的让渡资产使用权收入，2014 年新增物业管理收入和混凝土销售收入，目前规模不大。2014 年公司代建项目收入为确认的项目代建管理费；土地整治收入是确认政府回购公司储备土地而给予的补偿；让渡资产使用权收入则是公司拥有的兴荣大厦等物业出租形成的收入。2014 年公司实现主营业务收入 55,405.88 万元，同比增长 19.82%，主要因为土地整治收入增长所致。

表 5 2013-2014年公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
代建项目收入	6,665.54	100.00%	21,501.06	100.00%
土地整治收入	41,310.00	16.67%	17,451.56	11.61%
让渡资产使用权收入	5,674.05	94.13%	5,799.84	100.00%
畜牧服务收入	458.46	100.00%	850.99	19.25%
其他服务收入	559.60	15.28%	208.27	42.03%
猪肉销售收入	-	-	428.98	7.08%
物业管理收入	318.81	10.58%	-	-
混凝土销售收入	419.42	-321.11%	-	-
合 计	55,405.88	32.15%	46,240.69	64.03%

资料来源：公司2014年审计报告，鹏元整理

公司代建收入有所下滑，在建项目规模较大，公司有一定的资金压力

公司成立以来承担的基础设施建设规模较大，为保障公司可持续发展，荣昌县政府与公司签订了《政府性融资建设项目回购协议书》，约定荣昌县政府授权或县领导安排的由公司及其下属子公司荣昌县宏基路桥建设有限公司（以下简称“宏基公司”）出资支持的建设项目，由公司先自行筹集资金，项目完工后由荣昌县政府一次性回购相关资产，并按照双方认定的回购原则向公司确定回购款项。公司将项目回购款与项目投入差额部分确认收入，因此该业务毛利率为 100%。

2014 年公司实现代建项目收入 6,665.54 万元，主要来源于半小时荣昌项目 3,868.36 万元和农村公路项目 2,239.48 万元。截至 2014 年末公司存货中基础设施建设余额为 20.82 亿元，后续代建项目收入具备一定的持续性。

公司是荣昌县主要的从事基础设施和公用事业项目建设的国有独资经营主体，近年承担的项目主要包括棚户区改造、北部新区支干道基础设施建设项目等。截至 2014 年 12 月末，公司主要在建项目计划总投资 27.25 亿元，已投资 20.07 亿元，尚需投资 7.19 亿元（部分项目已投资额大于总投资额），资金需求较大，存在一定的压力。

表6 截至2014年末公司基础设施建设重大项目情况（单位：万元）

工程名称	预计总投资	已投资	尚需投资
棚户区改造工程	62,800.00	33,356.83	29,443.17
重庆荣昌工业园区基础设施建设项目	8,751.00	8,750.59	0.41
半小时荣昌	66,222	51,905	14,317.00
荣路公路	19,511.39	19,511.39	0.00
森林工程一期建设	12,595.60	12,595.60	0.00
迎宾大道北延段市政道路	14,966.00	8,260.57	6,705.43
荣直路工业园区改建段	5,600.00	5,547.61	52.39
北部新区支干道基础设施建设项目	46,001.00	27,803.28	18,197.72
荣昌县儿童公园项目	6,309.84	6,075.33	234.51
东湖环湖路及河堤挡墙工程	18,499.47	18,449.47	50.00
荣昌县公安局交通巡逻警察大队车管所项目	4,460.66	4,460.66	0.00
农村公路	6,786	3,934	2,852.00
合计	272,502.96	200,650.33	71,852.63

注：重庆荣昌工业园区基础设施建设项目、森林工程一期建设项目、东湖环湖路及河堤挡墙工程及县公安局交通巡逻警察大队车管所项目已完工；荣昌半小时项目包括多个子项目。

资料来源：公司提供

公司土地整治面积有所增长，未来收入仍具备一定的持续性

2014 年公司实现土地整治收入 41,310.00 万元，占主营业务收入的 74.56%。2014 年公司土地整治收入主要来源于政府收购公司的储备土地。根据《荣昌县人民政府关于兴荣公司名下储备土地整治补偿安排的批复》（荣昌府[2014]246 号），政府将公司名下荣昌县工业园区土地 2009-2117（面积 287.55 亩）、2009-2118（面积 400.95 亩）按照土地综合整治成本 60 万元/亩补偿给公司。根据该文件，公司相应确认土地整治收入 41,310.00 万元，上述土地账面成本为 34,425.00 万元。

截至 2014 年末，归属公司开发整理地块较多，公司土地储备资源较丰富，账面上土地规模达到 6,213.67 亩，账面价值 528,925.59 万元。未来公司土地整治收入或土地出让收入具备一定的持续性。

公司物业具有一定的规模，资产使用权让渡收入是公司收入重要补充

2014 年公司实现让渡资产使用权收入 5,674.05 万元，系公司物业出租形成的租金收入，由行政事业单位办公用房等物业投入出租，2014 年公司让渡资产使用权收入变化不大。公司用于出租的物业主要为兴荣大厦、农业大厦等，2014 年公司出售金昌大酒店，出租面积有所减少，合计总

面积为 10.48 万平方米。

表7 截至2014年末公司主要出租物业情况（单位：平方米）

名称	出租面积	位置
公安局指挥中心	29,530.43	荣昌县昌州街道昌龙大道公安局指挥中心1幢-2-1第-2-13层
工会职工活动中心	6,122.37	荣昌县昌州街道昌龙大道17号6-1、15-1
兴荣大厦	32,000.36	荣昌县昌州街道迎宾大道兴荣大厦1-1
农业大厦	37,114.91	荣昌县昌州街道昌龙大道43号附3号
合计	104,768.06	

资料来源：公司提供

此外，2014 年荣昌县惠民畜牧发展有限责任公司、重庆市荣牧科技有限公司和重庆科牧科技有限公司形成畜牧服务收入 458.46 万元，荣昌县康居物业管理有限公司实现 318.81 万元物业管理服务收入，荣昌县运通公路工程有限责任公司实现 419.42 万元混凝土销售收入，目前上述收入规模较小，对公司收入贡献不大。

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瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014年审计报告，报告采用旧会计准则编制。财务分析部分2013年财务数据采用2014年审计报告期初数。

跟踪期内，公司报表合并范围新增4家子公司，详见表2。

资产结构与质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产结构调整以土地资产为主，但抵押比例较高，流动性较弱

截至2014年12月31日，公司资产规模为1,464,708.70万元，较2013年末增长21.61%，主要原因为公司借款规模增长导致公司货币资金增加所致。从资产结构来看，2014年末公司资产仍然以流动资产为主，流动资产占资产总额比例为90.86%。

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。2013年末公司货币资金余额 223,457.01万元，其中178,843.00万元为银行承兑汇票保证金，使用受到一定限制。2014年公司其他应收款规模大幅下降，同时存货规模大幅增长，主要是由于2013年公司应收荣昌县财政局款项

规模较大，荣昌县财政局以土地抵偿公司的债务。截至2014年末，公司其他应收款规模为298,881.01万元，其中应收荣昌县财政局代建项目款及土地返还收入款100,554.95万元，应收荣昌县市政道路指挥部工程借款10,858.64万元，应收重庆市荣昌县宏业实业开发有限公司工程借款40,307.52万元。

2014年末，公司存货账面余额737,997.51万元，在总资产中占比50.39%。公司存货主要由储备土地成本和基础设施建设成本构成，其中储备土地成本账面价值为528,925.59万元，基础设施建设账面余额为208,228.62万元。公司土地储备成本较2013年增长211,142.80万元，增加的土地均为出让性质商住用地。截至2014年末，公司土地资产已抵押部分账面价值为437,120.64万元，占土地资产总价值比例为82.64%，流动性较弱。

公司非流动资产主要系固定资产，固定资产是公司拥有的兴荣大厦等物业。

总体来看，2014年公司资产有所增长，有较大规模的应收款项转为土地资产，公司土地资产规模迅速增长，但抵押比例较高，流动性较弱。

表 8 公司 2013-2014 年主要资产构成（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	223,457.01	15.26%	58,276.06	4.84%
其他应收款	298,881.01	20.41%	511,832.98	42.50%
存货	737,997.51	50.39%	478,534.78	39.73%
流动资产合计	1,330,789.39	90.86%	1,093,687.94	90.81%
固定资产	91,728.25	6.26%	95,756.49	7.95%
资产总计	1,464,708.70	100.00%	1,204,404.61	100.00%

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

跟踪期内，公司收入规模小幅增长，盈利能力大幅下滑，财政补贴收入下降较多

2014年公司实现主营业务收入55,405.88万元，同比增长19.82%，主要因为土地整治收入增长较多。2013年公司由于主营业务收入主要由代建项目收入构成，毛利率为100%，2014年公司代建项目收入下滑，收入以土地整治收入为主，毛利率为16.67%，因此2014年公司主营业务毛利率大幅下滑。

利润总额方面，2014年公司由于毛利率较低的土地整治业务占主营业务比重上升，同时2014年公司得到的补贴收入仅为738.13万元，2014年利润总额下降幅度较大，较2013年下降79.94%。公司利润总额主要来源于营业外收入，主要是出售金昌大酒店获得的收益。

我们关注到，公司土地整治收入具有一定的持续性，但近年公司补贴收入大幅减少，公司盈

利能力大幅下滑，且公司目前由于有息负债增加较多，未来利息支出将有所增长，公司盈利水平将可能进一步下滑。

表 9 公司主要盈利指标

项目	2014 年	2013 年
主营业务收入（万元）	55,405.88	46,240.69
主营业务利润（万元）	17,210.13	28,536.79
营业利润（万元）	-1,016.45	7,171.65
补贴收入（万元）	738.13	8,140.67
营业外收入（万元）	3,692.55	66.96
利润总额（万元）	3,027.20	15,087.40
主营业务毛利率	32.15%	64.03%
期间费用率	32.91%	45.97%
总资产回报率	1.17%	2.40%

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营现金流表现较差，在建项目资金需求量较多，较为依赖外部筹资

由于确认收入项目的已完成投资额较2013年有所增加，2014年公司销售商品、提供劳务收到的现金规模有所增长，但受到支付的往来款规模大幅增加所致，2014年公司经营活动现金流仍表现为净流出，净流出规模较2013年有所扩大。

公司投资活动现金流持续净流出，2014年公司投资活动现金流入主要是收回的股权投资及赎回的理财产品；投资活动现金流出主要是购买的理财产品及委托贷款代付的利息款项。公司投资活动现金仍为净流出。

公司经营活动产生的现金流持续净流出，较难满足项目建设资金的需要，因此公司对筹资有较高的依赖程度。2014年度筹资活动净现金流入7.64亿元，主要是公司新增银行借款所致。

表 10 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	70,941.95	42,093.41
收到的其他与经营活动有关的现金	312,004.56	211,040.21
支付的其他与经营活动有关的现金	358,658.80	93,088.25
经营活动产生的现金流量净额	-56,458.63	-32,165.27
投资活动产生的现金流量净额	-14,042.07	-25,819.31
筹资活动产生的现金流量净额	76,422.71	76,031.76
现金及现金等价物净增加额	5,922.02	18,047.18

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模增长较快，存在较大的偿债压力

2014年由于公司借款规模大幅增长，公司负债规模增长幅度较大，2014年公司负债与所有者权益比率为163.15%，较2013年增长44.15个百分点。

表 11 2013-2014 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2014 年	2013 年
负债总额	908,094.86	648,014.03
所有者权益	556,613.83	544,543.17
负债与所有者权益比率	163.15%	119.00%

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

截至2014年末，公司负债总额908,094.86万元，同比增长40.13%，主要是2014年借款规模增长所致。

2014年末公司有息债务规模为674,490.67万元，同比增长70.40%，占公司负债总额的74.28%。在负债结构方面，公司流动负债主要以短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债构成。公司短期借款主要委托贷款15,000万元，已于2015年2月到期，公司已偿还该债务；公司短期负债融资方式改为票据为主，应付票据规模大幅增长。公司非流动负债主要以长期借款和应付债券构成，截至2014年末，公司长期借款主要是抵押借款，抵押物为公司拥有的土地及房产，公司长期借款增加部分主要是抵押借款。

表 12 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
短期借款	20,070.00	2.21%	-	-
应付票据	148,840.00	16.39%	19,070.00	2.94%
其他应付款	122,589.46	13.50%	170,283.61	26.28%
一年内到期的长期负债	71,998.80	7.93%	50,694.80	7.82%
流动负债合计	395,528.80	43.56%	262,821.65	40.56%
长期借款	341,303.50	37.58%	230,651.26	35.59%
应付债券	84,775.49	9.34%	83,953.21	12.96%
专项应付款	78,984.19	8.70%	59,125.04	9.12%
非流动负债合计	512,566.06	56.44%	385,192.38	59.44%
负债合计	908,094.86	100.00%	648,014.03	100.00%
其中：有息债务	674,490.67	74.28%	395,832.15	61.08%

注：有息债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期负债+长期借款+应付债券+长期应付款。

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

根据公司提供的有息债务偿还期限分布，公司在 2015 年和 2016 年分别将面临 15.15 亿元和 19.12 亿元债务（含本期债券提前回售规模）偿还压力，公司面临较大的短期偿债压力。

表 13 截至 2014 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
本金	103,339	167,139	110,076	45,900
利息	48,191	24,083	14,561	8,584
合计	151,530	191,222	124,637	54,484

资料来源：公司提供

从偿债能力来看，2014年公司资产负债率为62.00%，较2014年增长8.2个百分点。2014年公司流动比率和速动比率均有所下降，由于公司存货规模增长较多，速动比率下降幅度较大，EBITDA 利息保障倍数为0.44，较2013年有一定的下降，利息支付保障程度有所减低。

整体而言，公司流动债务偿还保障程度不高，息债务规模较大，大部分有息债务在2015年和 2016年到期，公司存在较大债务偿还压力。

表 14 公司偿债能力指标

指标名称	2014 年	2013 年
资产负债率	62.00%	53.80%
流动比率	3.36	4.16
速动比率	1.50	2.34
EBITDA（万元）	17,909.07	29,181.95
EBITDA 利息保障倍数	0.44	0.87

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

六、本期债券偿还保障分析

土地使用权抵押担保仍能为本期债券的偿付提供良好保障

公司以其拥有的211D房地证2009字第0501、0502、0503号及211D房地证2010字第001、002、003、004、005号共计8 宗土地使用权为本期债券提供抵押担保，该等土地主要位于荣昌北部新区和工业园区，土地规划用途为商业、商住用地，土地使用权类型为国有出让，土地总面积 1,198,059 平方米。该8宗土地已于2012年4月24日在荣昌县国土资源和房屋管理局办理抵押登记。

经具有证券期货相关评估业务资质的重庆华康资产评估土地房地产估价有限责任公司出具的“重康评报[估]字（2011）第365号”《土地评估报告》（评估基准日为2011年6月16日），该8 宗土地价值165,007.90万元，为本期债券剩余本金规模的2.58倍。根据已签订的抵质押协议和监管协议，约定在本期债券存续期间，发行人应当聘请具备相应资质的评估机构对抵押资产的价值进

行跟踪评估，于每个付息日期前30个工作日内出具相应的资产评估报告，提交给抵押权人；跟踪期内，公司未对土地进行重新评估。

七、对外担保

截至2014年末，公司对外担保金额为403,973.01万元（具体对外担保明细见附录六），规模较大，占公司净资产比重为72.58%，需关注其可能产生的风险。

八、评级结论

跟踪期内，荣昌撤县设区，未来将得到重庆市更大力度的支持；荣昌县经济持续保持发展，财政实力有所增强；公司业务收入规模保持增长；公司为本期债券抵押的国有土地使用权仍能有效地提升本期债券的安全性。

但我们也关注到，2014年荣昌县经济增速有所放缓，政府性基金收入持续下滑；公司土地资产抵押比例较高，流动性偏弱；公司盈利能力有所下滑，财政补贴规模大幅下滑；公司有息债务规模增长较快，面临较大的偿债压力；公司未按约定对抵押土地进行跟踪评估。

基于上述情况，鹏元上调公司主体长期信用等级为AA，上调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	2014 年	2013 年	2012 年
货币资金	223,457.01	58,276.06	31,792.79
短期投资	10,000.00	8,580.29	180.29
应收票据	100.00	0.00	0.00
应收账款	1,894.85	99.17	58.68
其他应收款	298,881.01	511,832.98	433,391.88
预付款项	58,451.49	36,345.77	12,925.77
存货	737,997.51	478,534.78	497,024.14
待摊费用	7.52	18.89	-
流动资产合计	1,330,789.39	1,093,687.94	975,373.55
长期股权投资	11,063.01	11,004.52	1,884.86
长期债权投资	0.00	0.00	0.00
长期投资合计	11,063.01	11,004.52	1,884.86
固定资产原价	102,216.91	103,795.22	99,606.49
减：累计折旧	10,488.66	8,097.11	6,735.21
固定资产净值	91,728.25	95,698.11	92,871.28
固定资产净额	91,728.25	95,698.11	92,871.28
在建工程	12,299.40	58.38	281.80
固定资产合计	104,027.65	95,756.49	93,153.08
无形资产	15,099.18	96.42	0.29
长期待摊费用	104.39	211.23	461.93
其他长期资产	3,625.08	3,648.02	3,625.08
无形及其他资产合计	18,828.65	3,955.67	4,087.30
资 产 总 计	1,464,708.70	1,204,404.61	1,074,498.79
短期借款	20,070.00	0.00	0.00
应付票据	148,840.00	19,070.00	10,695.00
应付账款	650.40	416.36	181.49
预收款项	4,332.17	431.78	1,035.00
应付工资	32.99	0.00	0.00
应交税金	26,839.29	21,766.44	18,022.88
其他应交款	175.70	158.66	108.58
其他应付款	122,589.46	170,283.61	77,008.20
一年内到期的非流动负债	71,998.80	50,694.80	84,722.40
流动负债合计	395,528.80	262,821.65	191,773.54
长期借款	341,303.50	230,651.26	170,432.26

应付债券	84,775.49	83,953.21	83,798.92
长期应付款	7,502.88	11,462.88	7,155.28
专项应付款	78,984.19	59,125.04	77,194.81
长期负债合计	512,566.06	385,192.38	338,581.27
负 债 合 计	908,094.86	648,014.03	530,354.81
少数股东权益	0.00	11,847.41	11,273.72
实收资本(股本)	115,000.00	115,000.00	115,000.00
实收资本(股本)净额	115,000.00	115,000.00	115,000.00
资本公积	348,840.97	339,400.15	339,520.25
盈余公积	7,052.81	6,794.74	5,611.21
未分配利润	85,720.06	83,348.27	72,738.79
所有者权益合计	556,613.83	544,543.17	532,870.26
负债和所有者权益总计	1,464,708.70	1,204,404.61	1,074,498.79

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
一、主营业务收入	55,405.88	46,240.69	42,069.98
减：主营业务成本	37,591.89	16,632.23	22,106.71
主营业务税金及附加	603.86	1,071.67	674.76
二、主营业务利润	17,210.13	28,536.79	19,288.51
加：其他业务利润	9.13	-108.77	10,922.28
减：营业费用	253.37	279.43	12.51
管理费用	4,961.96	3,890.79	2,976.81
财务费用	13,020.38	17,086.15	8,168.69
三、营业利润	-1,016.45	7,171.65	19,052.78
加：投资收益	484.70	30.72	50.92
补贴收入	738.13	8,140.67	20,039.65
营业外收入	3,692.55	66.96	145.79
减：营业外支出	871.74	322.59	131.19
四、利润总额	3,027.20	15,087.40	39,157.95
减：所得税	652.29	3,534.13	8,776.76
减：少数股东权益	0.00	-239.74	1,183.86
五、净利润	2,374.91	11,793.01	29,197.33

资料来源：公司审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	70,941.95	42,093.41	26,511.19
收到其他与经营活动有关的现金	312,004.56	211,040.21	67,931.45
经营活动现金流入小计	382,946.51	253,133.62	94,442.64
购买商品、接受劳务支付的现金	75,761.33	186,193.82	111,557.09
支付给职工以及为职工支付的现金	1,285.22	1,019.60	536.81
支付的各项税费	3,699.79	4,997.22	3,524.50
支付其他与经营活动有关的现金	358,658.80	93,088.25	17,970.76
经营活动现金流出小计	439,405.14	285,298.89	133,589.16
经营活动产生的现金流量净额	-56,458.63	-32,165.27	-39,146.53
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	15,180.29	0.00	1,840.00
取得投资收益收到的现金	241.45	30.39	66.88
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	2,502.19	0.00	1,308.47
收到其他与投资活动有关的现金	1,045.30	0.00	247.06
投资活动现金流入小计	18,035.00	30.39	3,462.40
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	4,377.99	8,012.12	6,762.89
投资支付的现金	16,600.00	17,607.58	17,230.30
其中：购买子公司所支付的现金	0.00	9,000.00	16,485.30
支付其他与投资活动有关的现金	12,033.31	230.00	1,380.78
投资活动现金流出小计	33,923.15	25,849.70	25,373.96
投资活动产生的现金流量净额	-14,042.07	-25,819.31	-21,911.56
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	0.00	1,870.74	0.00
取得借款收到的现金	227,513.20	107,254.93	118,452.26
收到其他与筹资活动有关的现金	22,055.55	153,389.55	9,900.00
筹资活动现金流入小计	249,568.75	262,515.21	128,352.26
偿还债务支付的现金	76,386.96	85,270.54	49,400.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	40,244.23	31,153.68	22,559.08
支付其他与筹资活动有关的现金	56,514.84	70,059.23	2,659.81
筹资活动现金流出小计	173,146.03	186,483.45	74,618.89
筹资活动产生的现金流量净额	76,422.71	76,031.76	53,733.37
四、现金及现金等价物净增加额	5,922.02	18,047.18	-7,324.72

资料来源：公司审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
净利润	2,374.91	11,793.01	29,197.33
加：少数股东损益	0.00	-239.74	1,183.86
加：计提的资产减值准备	0.00	10.00	1,559.49
固定资产折旧	2,201.36	1,430.33	1,559.49
无形资产摊销	1.36	11.17	119.49
长期待摊费用摊销	44.31	390.06	603.49
待摊费用减少（减：增加）	2.58	-18.89	
处置固定资产等损失（减：收益）	-2,627.53	22.38	90.74
财务费用	13,858.70	14,485.10	7,822.05
投资损失（减：收益）	-484.70	-30.72	-50.92
存货的减少（减：增加）	-248,454.44	18,489.36	73,498.35
经营性应收项目的减少（减：增加）	201,612.95	-134,537.54	-180,101.49
经营性应付项目的增加（减：减少）	-25,054.60	56,161.56	23,583.74
其他	66.49	-131.35	3,347.36
经营活动产生的现金流量净额	-56,458.63	-32,165.27	-39,146.53

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
资产负债率	62.00%	53.80%	49.36%
流动比率	3.36	4.16	5.09
速动比率	1.50	2.34	2.49
主营业务毛利率	32.15%	64.03%	47.45%
有息债务（万元）	674,490.67	395,832.15	349,648.58
EBITDA（万元）	17,909.07	29,181.95	45,430.13
EBITDA 利息保障倍数	0.44	0.87	2.09

资料来源：公司2012-2014年审计报告，鹏元整理

附录五 2014年公司新增土地资产明细（单位：万元）

产权证号	土地位置	面积(亩)	土地性质	账面价值	是否抵押
2014-10050	荣昌县昌州街道荣昌大道 (太阳浩组团 2013-RC-78 号)	56.02	出让	6,055.83	是
2014-10051	荣昌县昌州街道荣昌大道 (太阳浩组团 2013-RC-81 号)	27.62	出让	3,204.05	是
2014-10052	荣昌县昌州街道荣昌大道 (太阳浩组团 2013-RC-80 号)	59.29	出让	8,245.71	是
2014-60140	北部新区(荣峰河地块)	126.52	出让	21,719.35	是
2014-60154	西部宜居区 2#地块	150.00	出让	25,750.00	是
2014-60142	北部新区(荣峰河地块)	60.03	出让	8,655.89	是
2014-60147	工人村片区 7#地块	100.02	出让	15,864.94	是
2014-60148	工人村片区 9#地块	76.05	出让	12,063.52	是
2014-60155	西部宜居区 3#地块	126.00	出让	19,986.12	是
2014-60145	工人村片区 6-1#地块	176.36	出让	31,244.65	是
2014-60146	工人村片区 6-2#地块	173.68	出让	30,769.77	是
2014-60156	西部宜居区 6#地块	92.95	出让	17,169.19	是
2014-60157	西部宜居区 7#地块	86.98	出让	16,066.18	是
2014-60158	西部宜居区 8#地块	67.86	出让	12,534.37	否
2014-60159	西部宜居区 9#地块	87.91	出让	16,238.24	是
合计		1,467.29		245,567.81	

资料来源：公司提供

附录六 截至2014年末公司对外担保明细（单位：万元）

被担保单位	担保金额	担保方式
重庆财信企业集团有限公司	29,000.00	信用担保
重庆财信企业集团有限公司	15,000.00	抵押担保
重庆财信企业集团有限公司	29,000.00	抵押担保
荣昌县棠城投资建设有限公司	20,145.34	抵押担保
荣昌县棠城投资建设有限公司	8,660.00	抵押担保
荣昌县棠城投资建设有限公司	10,011.80	抵押担保
荣昌县棠城投资建设有限公司	4,500.00	抵押担保
荣昌县土地储备整治中心	20,000.00	抵押担保
荣昌县土地储备整治中心	40,000.00	信用担保
荣昌县土地储备整治中心	42,155.30	抵押担保
荣昌县土地储备整治中心	15,808.79	抵押担保
荣昌县土地储备整治中心	13,817.64	抵押担保
重庆市荣昌县宏烨实业集团有限公司	26,300.00	信用担保
重庆市荣昌县宏烨实业集团有限公司	12,574.14	抵押担保
重庆宏博置业集团古昌建筑工程有限公司	13,000.00	信用担保
重庆宏博置业集团古昌建筑工程有限公司	12,000.00	信用担保
重庆宏博置业集团古昌建筑工程有限公司	12,000.00	抵押担保
重庆宏博置业集团古昌建筑工程有限公司	9,000.00	抵押担保
重庆市荣昌县职业教育中心	12,000.00	信用担保
重庆市荣昌县职业教育中心	12,000.00	抵押担保
重庆锦天实业有限公司	8,000.00	信用担保
重庆锦天实业有限公司	8,000.00	抵押担保
重庆市众志建筑工程有限公司	8,000.00	信用担保
重庆市众志建筑工程有限公司	8,000.00	抵押担保
重庆福溢建设有限公司	6,000.00	抵押担保
重庆市荣城建筑工程有限责任公司	3,000.00	质押担保
重庆市荣成建筑工程有限责任公司	3,000.00	质押担保
重庆市荣成建筑工程有限责任公司	3,000.00	质押担保
合 计	403,973.01	

资料来源：公司提供

附录七 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	主营业务收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	主营业务收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	主营业务成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	主营业务成本/[（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）	主营业务收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
	销售净利率	净利润/主营业务收入×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/主营业务收入×100%
	销售费用率	销售费用/主营业务收入×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

附录八 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。