

潜江市城市建设投资开发有限公司

2014 年公司债券 2016 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：

潜江市城市建设投资开发有限公司 2014 年公司债券 2016 年跟踪信用评级报告

报告编号:

鹏信评【2016】跟踪第
【919】号 02

增信方式:

土地使用权抵押+银行流
动性支持

债券剩余规模: 15 亿元

债券到期日期:

2021 年 4 月 29 日

债券偿还方式:

按年付息, 分次还本, 从
2017 年至 2021 年每年偿
还本期债券本金的 20%

分析师

姓名:

刘志强 董斌

电话:

0755-82872120

邮箱:

liuzhq@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信评
估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。

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

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

2016 年 08 月 29 日

2015 年 10 月 28 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 日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2016 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潜江市地方财政实力有所增强, 公司是潜江市重要的投融资平台, 承担了潜江市开发区内重大项目的开发、建造、运营和服务等职责, 继续得到了当地政府在政府补助方面的支持, 并且国有土地使用权抵押和银行流动性支持的增信方式有效地提升了本期债券的信用水平; 同时我们也关注到了潜江市公共财政预算收入规模偏小, 公共财政自给率较低; 公司应收账款规模较大, 账回款时间不确定性较大、有息债务规模快速上升、在建项目仍需投资规模较大, 存在较大的资金压力等风险因素。

正面:

- 2015 年潜江市地区生产总值继续保持增长, 财政实力有所增强。2015 年潜江市地区生产总值为 560 亿元, 同比增长 7.0%, 公共财政预算收入为 22.85 亿元, 同比增长 0.72%。
- 公司继续得到当地政府在政府补助方面的支持。2015 年公司收到地方政府补助合计 21,631.62 万元, 有效地提升了公司的利润水平。
- 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, 同时与中国农业银行股份有限公司潜江市支行签订了流动性支持协议, 依然有效提升了本期债券

的信用水平。公司用于本期债券抵押土地使用权面积为 167.01 万平方米，2014 年 3 月 31 日评估价值为 33.18 亿元，是本期债券本金加一年利息的 2.04 倍。

关注：

- 潜江市公共财政预算收入规模较小，对公共财政自给率较低，财政收入对上级补助有一定的依赖性。2015 年潜江市公共财政自给率仅为 34.92%，上级补助收入占地方综合财力的比例为 54.77%。
- 公司应收账款规模较大，且回收期存在不确定性，一定程度上影响了资金利用效率。截至 2015 年末，公司应收潜江市财政局 14.77 亿元，同比大幅增长 51.68%。
- 公司在建项目较多，资金需求量大，未来存在较大的资金压力。截至 2015 年末公司主要在建项目预计总投资达 61.78 亿元，已投资 31.68 亿元，后续资金需求仍较大。
- 公司有息债务规模较大且增速较快，偿债压力增加。截至 2015 年末，公司有息债务规模为 49.06 亿元，同比大幅增长 51.39%。
- 公司未按照抵押资产监管协议约定对抵押资产进行后续跟踪评估。按照抵押资产监管协议约定，公司应按年对抵押资产进行后续跟踪评估，截至 2016 年 7 月 31 日，公司尚未进行相关评估。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。

主要财务指标：

项目	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	1,694,161.47	1,337,141.02	700,742.88
所有者权益合计（万元）	1,130,534.56	963,102.65	524,440.39
有息债务（万元）	490,622.69	324,087.52	139,251.67
资产负债率	33.27%	27.97%	25.16%
流动比率	20.57	13.43	17.00
速动比率	5.90	2.80	3.81
营业收入（万元）	115,412.73	83,813.35	76,899.67
政府补助（万元）	21,631.62	25,119.06	7,539.27
营业利润（万元）	25,871.35	8,173.70	16,534.51
利润总额（万元）	47,502.97	33,292.76	24,073.78
综合毛利率	31.90%	16.85%	29.35%

总资产回报率	3.42%	3.73%	4.07%
EBITDA (万元)	54,989.47	38,681.27	28,478.16
EBITDA 利息保障倍数	2.32	1.86	2.87
经营活动现金流净额 (万元)	-98,103.99	-4,097.30	11,780.25

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，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[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年每年按债券发行总额的20%偿还本期债券本金，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）。

表1 截至2016年6月30日本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本息兑付日	起初本金余额	本金兑付	利息支付	期末本金余额
2015.4.22	150,000	0	12,570	150,000
2016.4.22	150,000	0	12,570	150,000

资料来源：公司提供

截至2015年12月31日，各募投项目的具体进度见表2。

表2 截至2015年12月31日本期债券募投项目情况（单位：亿元）

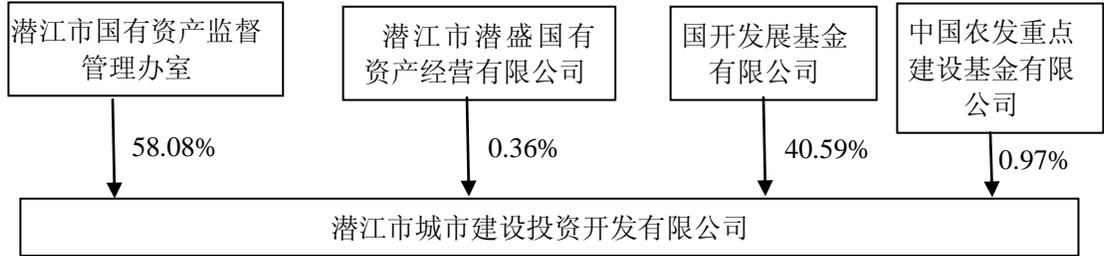
项目名称	项目总投资额	拟使用募集资金	项目已投资金额	已使用募集资金
潜江市保障性住房建设项目	27.55	12.50	15.50	10.50
潜江市水环境综合性治理建设项目	6.16	2.50	3.80	2.00
合计	33.71	15.00	19.30	12.50

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、主营业务、控股股东及实际控制人无变化；截至2015年12月31日，公司注册资本为人民币206,200万元，同比增加85,700万元，系国开发展基金有限公司和中国农发重点建设基金有限公司分别对公司增资83,700万元和2,000万元，持股比例分别为40.59%和0.97%。增资完成后，国开发展基金有限公司和中国农发重点建设基金有限公司不向公司派驻董事、监事和高级管理人员，对修改公司章程、公司的合并、分立、重组和注册资本变动等重大事项拥有表决权，同时可获得1.2%的年收益率。截至2015年末，公司实际控制人仍为潜江市国有资产监督管理办公室，股权结构如图1所示。

图1 2015年末公司股权结构图



资料来源：公司2015年审计报告，鹏元整理

2015年公司投资设立了三家子公司，具体情况如表3所示。其中潜江市斯普润市政工程投资有限公司为公司与潜江市国有资产监督管理委员会共同出资设立。虽然公司对潜江市斯普润市政工程投资有限公司持股比例未到50%，但因对该公司为实际控制关系，所以纳入合并范围。截至2015年末，新设立三家子公司业务均处于前期准备阶段，尚未取得相关收入。

表3 公司2015年新增纳入合并范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	主营业务	持股比例	新增原因
潜江市潜绿园林绿化工程有限公司	10,000	园林绿化等	100%	投资设立
潜江市潜锦建设投资有限公司	30,000	工程建设等	100%	投资设立
潜江市斯普润市政工程投资有限公司	60,000	市政建设、污水处理等	46.82%	投资设立

资料来源：公司2015年审计报告，其中注册资本数据来源为全国企业信用信息公示系统

截至2015年12月31日，公司总资产为169.42亿元，归属于母公司所有者权益为108.46亿元，资产负债率为33.27%。2015年度公司实现营业收入11.54亿元，利润总额4.75亿元，经营活动现金流净额-9.81亿元。

三、区域经济与财政实力

2015年，潜江市地区生产总值继续保持增长，但增速有所放缓

近年潜江市经济发展速度较快，2015年潜江全市实现生产总值560亿元，按可比价格计算的增速达到7.0%。2015年潜江市三次产业结构比由2014年的12.6：58.7：28.7调整为12.7：51.4：35.9。工业经济结构渐趋合理，轻工业占全市工业比重达到50.5%，提高20.5个百分点。食品产业成为全省重点成长型产业集群，产值增长14.3%，对潜江新增产值的贡献率达到30%以上；家具产业产值增长18.2%，高新技术产业增加值增长16.6%。工业总产值和销售收入双双超过千亿元，企业产值过100亿元的1家，过50亿元的2家，过30亿元的3家，过

10亿元的12家，新增规上工业企业27家，新增高新技术企业13家、高新技术产品12个。现代农业发展较快，先后承办全省转变农业发展方式现场会、全省稻田综合种养推进现场会。粮食生产“十二连增”，建成10万亩全国绿色食品原料（水稻）标准化生产基地。小龙虾产业升级发展。稻田综合种养面积达31.5万亩，综合产值突破150亿元。

2015年，潜江市全社会固定资产投资达到435.5亿元，增长了17.9%，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186.1亿元，同比增长12.8%。2014-2015年潜江市主要经济数据见表4。

表4 2014-2015年潜江市主要经济发展指标（单位：亿元）

项目	2015年		2014年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	560.00	7.0%	540.22	9.6%
第一产业增加值	71.12	-	68.07	5.1%
第二产业增加值	287.84	-	316.86	9.6%
第三产业增加值	201.04	-	155.29	11.7%
全年固定资产投资	435.5	17.9%	372.25	21.7%
社会消费品零售总额	186.1	12.8%	150.19	13.4%
金融机构存款余额	487.3	14.8%	424.4	14.7%
金融机构贷款余额	158.2	5.1%	150.46	15.8%

注1：第一、二、三产业增加值数据为根据地区生产总值与三次产业结构比例计算得出。

注2：“-”代表未取得相关数据。

资料来源：2014数据来源于2014年潜江市国民经济与社会发展统计公报，2015年数据来源于潜江市2016年政府工作报告

2015年潜江市经济发展带动了财政收入的增长，但公共财政预算收入规模仍不大，财政收入对上级补助有一定依赖性，公共财政自给率较低

2015年潜江地区经济的发展较快，财政收入有所增长。2015年潜江市实现公共财政预算收入228,510万元，同比增长0.72%，增速明显放缓，其中税收收入为15.45亿元，占比为67.61%，公共财政预算收入质量尚可。受经济增速放缓影响，潜江市税收收入有所下滑。

2015年，上级补助收入为387,244万元，同比增长16.05%，占地方综合财力比重为54.77%，仍是潜江市最大的财政收入来源。上级补助收入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，2015年政府性基金收入91,249万元，其中国有土地使用权出让金86,568万元，同比下降41.26%，系土地成交金额大幅下降所致。

2015年，受政府性基金收入大幅下降影响，潜江市综合财力较2014年有所下降。

财政支出方面，2015年潜江市公共财政预算支出654,357万元，同比增长27.63%，主要系一般公共服务、教育等刚性支出增加。2015年，潜江市公共财政预算收入增速较慢，而公共财政预算支出快速增长，使得公共财政自给率大幅下降至34.92%，同比下降9.33个百分点。

整体而言，潜江市近年财政收入有所增长，但财政收入中上级补助收入占比较大，公共财政预算收入规模不大，且公共财政自给率较低。

表 5 2014-2015 年潜江市财政收支情况表（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
（一）地方公共财政预算收入	228,510	226,878
其中：税收收入	154,503	166,253
非税收入	74,007	60,625
（二）上级补助收入	387,244	333,698
其中：一般性转移支付收入	228,227	220,797
专项转移支付收入	148,003	101,482
返还性收入	11,014	11,419
（三）政府性基金收入	91,249	155,417
其中：国有土地使用权出让金	86,568	147,367
地方综合财力	707,003	715,993
（一）地方公共财政预算支出	654,357	512,696
（二）政府性基金支出	130,848	177,558
公共财政自给率	34.92%	44.25%

注：公共财政自给率=地方公共财政预算收入/地方公共财政预算支出×100%。

资料来源：潜江市财政局

四、经营与竞争

2015年，公司主营业务收入规模大幅增长，主要体现为土地整理业务收入的大幅增长。2015年公司整理的土地出让面积增长，使得当期土地整理业务收入大幅增长至54,144.49万元，同时因转让土地整理成本相对较低，使得该业务毛利率明显增长。受益于土地整理业务收入及毛利率上升影响，公司营业收入及毛利率均明显提升。

表 6 2014-2015 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率

一、主营业务小计	115,387.76	31.89%	83,704.86	16.74%
工程建设项目	61,243.26	13.05%	73,471.81	15.73%
土地整理	54,144.49	53.21%	8,280.00	29.56%
商铺销售	-		1,953.04	0.51%
二、其他业务小计	24.97	83.98%	108.49	100.00%
报亭租金及托管土地租金等	24.97	83.98%	108.49	100.00%
合计	115,412.73	31.90%	83,813.35	16.85%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

2015年，公司土地整理业务收入同比大幅增长，但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，稳定性较弱

公司受潜江市人民政府（以下简称“潜江市政府”）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，根据潜江市政府的建设规划，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，潜江市财政局将以符合国家土地出让金用途的形式返还公司。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，公司土地整理收入系根据土地出让价格而定。

2015年公司整理后出让土地宗数为14宗，合计出让面积776.51亩，较2014年大幅上升，使得当年公司实现土地整理和开发收入54,144.49万元，同比大幅增长553.92%。因2015年公司整理开发的土地大部分位于潜江市周边地区，其出让价格相较于潜江市中心地块较低，但由于2015年出让的土地平均开发成本相对较低，使得土地整理业务毛利率大幅上升至53.21%。截至2015年末，公司已整理土地投资成本合计为4.36亿元。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7 2014-2015年公司土地整理业务情况表

项目	2015年	2014年
土地出让宗数（宗）	14	3
土地出让面积（亩）	776.51	79.31
土地出让单价（万元/亩）	69.73	104.40
土地整理和开发收入（万元）	54,144.49	8,280.00

资料来源：公司提供

公司是潜江市基础设施建设投融资主体，在建项目较多，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，由潜江市财政局安排支付，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。2015年公司确认工程项目建设收入61,243.26万元，同比下降16.64%。

表8 2015年公司主要工程建设项目明细（单位：万元）

项目名称	确认收入
杨市工业园建设	13,127.90
园林民营科技园建设	11,444.60
紫月路道路工程	10,890.38
东环路道路工程	7,399.59
潜江市工业园区基础设施建设指挥部	7,114.48
广泽大道东延工程	3,281.99
东环大道南延工程	2,299.39
紫月路西延工程	2,053.53
新区基础设施工程（周矶新农村综合改造工程）	1,634.94
潜江市西外环路网建设	1,031.00
广王路东延工程	422.43
火车站配套（潜监线）工程	199.81
广泽公路加宽改造	113.49
其他	229.74
合计	61,243.26

资料来源：公司提供

截至2015年末，公司主要在建项目为2014年第一批棚户区改造项目、2015年第一批棚户区改造项目、潜江市保障性住房建设项目和潜江市水环境综合性治理建设项目等工程，预计总投资61.78亿元，已投资31.68亿元，未来资金需求量仍较大，存在较大的资金压力。

表9 截至2015年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资成本	截至2015年末累计投资金额
------	---------	----------------

2014年第一批棚户区改造项目	16.98	8.07
曹禺大剧院	2.95	1.63
潜江市保障性住房建设项目	27.75	15.50
潜江市水环境综合性治理建设项目	6.16	3.80
2015年第一批棚户区改造项目	7.94	2.68
合计	61.78	31.68

资料来源：公司提供

公司作为潜江市重要的基础设施建设主体，2015年继续在财政补贴等方面得到了潜江市政府的大力支持

公司是潜江市重要的基础设施建设主体，2015年公司继续获得了地方政府在政府补助方面的支持，累计获得各项市政基础设施建设补贴21,631.62万元，提升了公司的利润水平。

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大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014-2015年度审计报告，公司财务报表按照新会计准则编制。2015年，公司新增三家纳入合并范围的子公司，具体情况如表3所示。

资产结构与质量

2015年公司资产规模大幅上升，其中土地资产和工程项目建设成本占比较大，流动性偏弱

受益于2015年债券发行及工程投资增加，公司总资产规模大幅增长。截至2015年末，公司资产总额达到169.42亿元，同比增长26.70%，其中流动资产占比91.14%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货等构成。2015年末公司货币资金余额27.42亿元，以银行存款为主，不存在使用受限的情形。公司应收账款14.83亿元，其中应收潜江市财政局工程及土地出让金返还款项14.77亿元，同比大幅增长51.68%，该部分账款未计提坏账准备，具体回收时间存在不确定性，占用公司较多流动资金。

表10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2015年		2014年	
	金额	比重	金额	比重

货币资金	274,200.46	16.19%	138,480.44	10.36%
应收账款	148,292.32	8.75%	104,885.45	7.84%
存货	1,101,479.06	65.02%	970,053.96	72.55%
流动资产合计	1,544,019.33	91.14%	1,225,958.52	91.69%
固定资产	81,722.70	4.82%	84,883.56	6.35%
在建工程	43,298.41	2.56%	13,324.64	1.00%
非流动资产合计	150,142.14	8.86%	111,182.50	8.31%
资产总计	1,694,161.47	100.00%	1,337,141.02	100.00%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

2015年末公司存货110.15亿元，同比增长13.55%，主要体现为公司代建的工程支出增加。2015年末，公司存货中工程施工-代建项目为24.72亿元，主要为公司基建项目成本归集，同比增长40.58%。另外，公司存货中土地资产账面价值为79.91亿元，土地面积合计为669.50万平方米，土地用途主要为住宅。以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；截至2015年末，存货中已抵押资产账面价值为51.92亿元，抵押资产规模较大，影响了其流动性。

非流动资产方面，主要是公司固定资产和在建工程。固定资产主要包括房屋建筑物和运输设备等，2015年变动不大。2015年在建工程大幅增加至4.33亿元，同比大幅增长224.95%，系公司将城北污水处理项目、潜江市污水处理厂续建工程等项目由存货转入在建工程所致。

总的来说，2015年公司资产规模大幅上升，其中土地资产和工程项目建设成本占比较大，流动性偏弱。

盈利能力

2015年公司营业收入有所上升，其中受土地整理业务收入增长较快，且该业务毛利率较高，使得整体毛利率有所上升，且盈利能力对政府补助存在一定依赖

2015年，公司实现营业收入11.54亿元，同比增长37.70%，增速较快，主要体现为土地整理业务收入的大幅增长。2015年工程项目建设业务以及土地整理业务收入分别占比为53.08%和46.92%。受结算进度影响，2015年工程项目建设收入有所下滑。2015年受整理土地面积大幅增加影响，公司土地整理业务收入大幅增长至5.41亿元，毛利率也大幅提升至53.21%，但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有所下降，但规模仍较大。2015年公司资产减值损失586.85万元，系依据账龄分析法对应收账款计提的坏账

损失，对当年营业利润产生一定负面影响。

2015年公司获得了21,631.62万元政府补助，占同期利润总额的45.54%，是利润总额的重要来源。

整体来看，2015年公司营业收入明显上升，毛利率也有所提高，但受土地整理业务收入波动较大影响，后续收入及利润水平仍存在较大波动的可能，且盈利能力对政府补助存在一定依赖。

表11 公司主要盈利指标

项目	2015年	2014年
营业收入（万元）	115,412.73	83,813.35
营业利润（万元）	25,871.35	8,173.70
政府补贴（万元）	21,631.62	25,119.06
利润总额（万元）	47,502.97	33,292.76
净利润（万元）	35,731.91	24,985.72
综合毛利率	31.90%	16.85%
期间费用率	6.11%	5.24%
总资产回报率	3.42%	3.73%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

现金流

2015年，公司经营活动现金流明显弱化，未来项目建设资金需求量依然较大，后续存在较大的筹资压力

2015年，虽然公司营业收入规模大幅增长，但收到现金流规模很小，销售商品提供劳务收到的现金仅为4,130.17万元，导致营业收入收现比进一步下降至0.04。但公司工程代建及土地整理业务支出规模较大，导致当期经营活动现金净流出9.81亿元，经营活动现金生成能力较2014年明显弱化。

2015年公司投资活动现金净流出1.57亿元，主要为公司分别对湖北江汉铁路有限责任公司和潜江市荆渝公共交通工程投资有限公司增加投资10,750万元和1,250万元，增资完成后持股比例分别上升至10%和30%。

近年来，公司经营活动现金流入规模较小，而土地整理及工程建设支出规模较大，为缓解资金压力，筹资活动现金净流入规模不断增长。2015年公司发行债券融资17亿元，在短期内较大程度上缓解了部分投资项目的资金需求。截至2015年末，公司主要在建项目预计总投资61.78亿元，已投资31.68亿元，尚需投资30.1亿元。考虑到公司在建项目后续投资

支出规模较大，依然面临较大的筹资压力。

表12 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2015年	2014年
收现比	0.04	0.18
销售商品、提供劳务收到的现金	4,130.17	15,323.67
收到其他与经营活动有关的现金	26,840.93	66,499.94
经营活动现金流入小计	30,971.11	81,823.61
购买商品、接受劳务支付的现金	105,576.52	72,888.12
支付其他与经营活动有关的现金	23,192.47	12,623.96
经营活动现金流出小计	129,075.10	85,920.91
经营活动产生的现金流量净额	-98,103.99	-4,097.30
投资活动产生的现金流量净额	-15,650.19	-12,502.59
筹资活动产生的现金流量净额	249,474.20	145,889.47
现金及现金等价物净增加额	135,720.02	129,289.58

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模增加，存在一定的债务偿还压力

2015年，国开发展基金有限公司和中国农发重点建设基金有限公司分别对公司增资8.37亿元和0.2亿元，使得注册资本上升至20.62亿元，提升了公司资本实力。但因公司负债规模大幅增长50.69%，使得负债与所有者权益比率上升至49.85%，自有资本对负债保障程度有所弱化。

表13 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2015年	2014年
负债总额	563,626.91	374,038.37
其中：流动负债	75,056.22	91,273.84
非流动负债	488,570.69	282,764.53
所有者权益	1,130,534.56	963,102.65
负债与所有者权益比率	49.85%	38.84%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

截至2015年末，公司总负债规模56.36亿元，同比增长50.69%，主要体现为应付债券等有息债务的增长，其中非流动负债占比为86.68%。

公司流动负债主要由其他应付款构成。2015年末公司其他应付款为6.40亿元，主要为共向土储中心借入款项，存在一定的支付弹性。

2015年末，公司非流动负债中长期借款和应付债券分别为17.12亿元和31.74亿元，是有息债务的主要组成部分。长期借款中信用借款、抵押借款和质押借款金额分别为9.57亿元、4.35亿元和3.20亿元。应付债券包括本期债券以及2015年发行的17亿元公司债券，期限均为7年。本期债券从2017年开始支付本金，每年支付本金的20%；2015年发行的债券，从2018年-2022年每年偿付债券本金的20%。

表14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2015年		2014年	
	金额	比重	金额	比重
其他应付款	63,990.98	11.35%	41,199.34	11.01%
流动负债合计	75,056.22	13.32%	91,273.84	24.40%
长期借款	171,194.15	30.37%	134,141.18	35.86%
应付债券	317,376.54	56.31%	148,623.34	39.73%
非流动负债合计	488,570.69	86.68%	282,764.53	75.60%
负债合计	563,626.91	100.00%	374,038.37	100.00%
其中：有息债务	490,622.69	87.05%	324,087.52	86.65%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

截至2015年末，受发行债券及长期借款大幅上升影响，公司有息债务规模大幅上升至49.06亿元，同比增长51.39%，偿债压力明显增加。

2015年末公司资产负债率为33.27%，较2014年末有所上升。账面显示，公司流动比率和速动比率表现较好，短期债务的偿还较有保障，但考虑到公司资产流动性较弱，而债务刚性较强，且项目建设规模较大，预计后续债务规模会进一步增长，给公司带来一定的债务偿还压力。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2015年	2014年
资产负债率	33.27%	27.97%
流动比率	20.57	13.43
速动比率	5.90	2.80
EBITDA（万元）	54,989.47	38,681.27
EBITDA 利息保障倍数	2.32	1.86

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

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，依然有效提升了本期债券

的信用水平，但值得注意的是公司尚未按照抵押资产监管协议对抵押资产进行后续跟踪评估

公司将自身合法持有的土地使用权为本期债券提供抵押，根据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”），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。北方亚事资产评估有限责任公司于2014年3月31日评估上述资产的价值为331,758.92万元，与本期债券本金加一年利息的比率为2.04，为本期债券的兑付提供了较好的保障，有效提升了本期债券的信用水平。

但我们关注到，根据公司签订的债券抵押资产监管协议，在债券存续期间，公司应聘请资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告，且年度评估报告的出具时间不迟于初次评估报告基准日后的二十个工作日。截至2016年7月31日，公司尚未对抵押资产进行跟踪评估。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16 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
合计				1,670,105.82	331,758.92

资料来源：公司提供

公司与中国农业银行股份有限公司潜江市支行签订了流动性贷款支持协议，为本期债券的按期偿付提供了一定保障

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、或有事项分析

截至2015年12月31日，公司对外担保余额为7,000万元，担保对象为潜江市土地收购储备中心，担保方式为抵押担保。公司对外担保余额占净资产比重较低，对公司后续发展影响有限。

表 17 截至 2015 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	是否有反担保
潜江市土地收购储备中心	7,000.00	无

资料来源：公司提供

八、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；2015年公司土地整理业务收入大幅上升，毛利率也有所提升。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和银行流动性支持的增信方式，依然有效提升本期债券的信用水平。

值得注意的是，跟踪期内，潜江市公共财政预算收入规模较小，且对公共财政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，一定程度上影响了资金利用效率；公司在建项目较多，资金需求量大，未来存在较大的资金压力；公司有息债务规模大幅上升，存在一定的偿付压力；按照抵押资产监管协议约定，公司应按年对抵押资产进行跟踪评估，截至2016年7月31日，公司尚未对抵押资产进行跟踪评估，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，后续应持续关注抵押资产土地价值的波动情况。

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	2015年	2014年	2013年
货币资金	274,200.46	138,480.44	9,190.86
应收账款	148,292.32	104,885.45	130,647.75
其他应收款	20,047.49	12,538.67	12,619.98
存货	1,101,479.06	970,053.96	528,560.73
流动资产合计	1,544,019.33	1,225,958.52	681,019.32
可供出售金融资产	24,500.00	12,500.00	-
固定资产	81,722.70	84,883.56	19,399.25
在建工程	43,298.41	13,324.64	-
递延所得税资产	621.02	474.31	324.31
非流动资产合计	150,142.14	111,182.50	19,723.56
资产总计	1,694,161.47	1,337,141.02	700,742.88
短期借款	-	20,000.00	3,000.00
预收款项	-	4.16	1,316.44
应交税费	-	-	5,350.10
应付利息	9,013.24	8,747.34	-
其他应付款	63,990.98	41,199.34	30,384.29
一年内到期的非流动负债	2,052.00	21,323.00	-
流动负债合计	75,056.22	91,273.84	40,050.82
长期借款	171,194.15	134,141.18	136,251.67
应付债券	317,376.54	148,623.34	-
非流动负债合计	488,570.69	282,764.53	136,251.67
负债合计	563,626.91	374,038.37	176,302.49
实收资本（股本）	206,200.00	120,500.00	120,500.00
资本公积	742,042.93	742,042.93	328,366.37
盈余公积	15,839.72	12,251.16	9,727.54
未分配利润	120,547.82	88,308.56	65,846.47
归属于母公司所有者权益合计	1,084,630.46	963,102.65	524,440.39
少数股东权益	45,904.10	-	-
所有者权益合计	1,130,534.56	963,102.65	524,440.39
负债和所有者权益总计	1,694,161.47	1,337,141.02	700,742.88

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
一、营业收入	115,412.73	83,813.35	76,899.67
减：营业成本	78,592.24	69,691.21	54,332.51
营业税金及附加	3,307.17	952.46	1,699.85
销售费用	4.05	10.44	33.61
管理费用	3,316.55	831.51	829.92
财务费用	3,734.52	3,554.02	4,021.24
资产减值损失	586.85	600.01	-551.96
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	25,871.35	8,173.70	16,534.51
加：营业外收入	21,631.62	25,119.06	7,539.27
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	47,502.97	33,292.76	24,073.78
减：所得税费用	11,771.06	8,307.05	4,133.24
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	35,731.91	24,985.72	19,940.53

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
销售商品、提供劳务收到的现金	4,130.17	15,323.67	26,349.55
收到其他与经营活动有关的现金	26,840.93	66,499.94	23,248.98
经营活动现金流入小计	30,971.11	81,823.61	49,598.53
购买商品、接受劳务支付的现金	105,576.52	72,888.12	21,603.29
支付给职工以及为职工支付的现金	293.66	151.27	150.74
支付的各项税费	12.44	257.56	-
支付其他与经营活动有关的现金	23,192.47	12,623.96	16,064.26
经营活动现金流出小计	129,075.10	85,920.91	37,818.29
经营活动产生的现金流量净额	-98,103.99	-4,097.30	11,780.25
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	3,650.19	2.59	420.18
投资支付的现金	12,000.00	12,500.00	-
支付其他与投资活动有关的现金	-	-	21,307.56
投资活动现金流出小计	15,650.19	12,502.59	21,727.74
投资活动产生的现金流量净额	-15,650.19	-12,502.59	-21,727.74
吸收投资收到的现金	85,700.00	-	-
取得借款收到的现金	248,453.00	211,575.00	33,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	10,500.00	-	-
筹资活动现金流入小计	344,653.00	211,575.00	33,000.00
偿还债务支付的现金	52,348.03	26,787.48	25,820.67
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	23,153.27	11,058.20	8,360.69
支付其他与筹资活动有关的现金	19,677.50	27,839.84	-
筹资活动现金流出小计	95,178.80	65,685.53	34,181.36
筹资活动产生的现金流量净额	249,474.20	145,889.47	-1,181.36
现金及现金等价物净增加额	135,720.02	129,289.58	-11,128.85

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
净利润	35,731.91	24,985.72	19,940.53
加：资产减值准备	586.85	600.01	-
固定资产折旧、油气资产折耗、 生产性生物资产折旧	3,167.92	675.59	678.91
财务费用	4,318.58	4,712.92	3,725.47
递延所得税资产减少	-146.71	-150.00	138.32
存货的减少	-85,450.08	-75,096.39	15,237.22
经营性应收项目的减少	-57,305.75	67,839.97	-41,956.88
经营性应付项目的增加	993.29	-27,665.11	14,016.67
经营活动产生的现金流量净额	-98,103.99	-4,097.30	11,780.25
现金的期末余额	274,200.46	138,480.44	9,190.86
减：现金的期初余额	138,480.44	9,190.86	20,319.71
现金及现金等价物净增加额	135,720.02	129,289.58	-11,128.85

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2015年	2014年	2013年
有息债务（万元）	490,622.69	324,087.52	139,251.67
资产负债率	33.27%	27.97%	25.16%
流动比率	20.57	13.43	17.00
速动比率	5.90	2.80	3.81
综合毛利率	31.90%	16.85%	29.35%
总资产回报率	3.42%	3.73%	4.07%
EBITDA（万元）	54,989.47	38,681.27	28,478.16
EBITDA 利息保障倍数	2.32	1.86	2.87

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2015年12月31日公司存货中土地资产情况（单位：平方米、万元）

土地证号	土地位置	用地性质	用途	面积	账面价值
潜国用（2014）第0110280号	潜江市王场镇	出让	住宅	960,481.71	103,518.54
潜国用（2014）第0110279号	潜江市王场镇	出让	住宅	150,115.94	
潜国用（2014）第0110281号	潜江市王场镇	出让	住宅	1,647,616.20	
潜国用（2010）第3030号	周矶办事处田关河以北	出让	住宅	204,481.39	21,189.79
潜国用（2011）第3015号	广泽大道以北	出让	商业	326,317.16	62,204.51
潜国用（2012）第3013号	王场镇施场村	出让	住宅	1,139,307.27	231,972.07
潜国用（2014）第0250302号	潜江市新城318复线	出让	住宅	266,729.88	44,570.56
潜国用（2014）第0250297号	潜江市新城318复线	出让	住宅	266,617.22	44,551.74
潜国用（2014）第0250299号	潜江市新城318复线	出让	住宅	133,333.33	22,280.00
潜国用（2014）第0250300号	潜江市新城318复线	出让	住宅	200,000.00	33,420.00
潜国用（2014）第0250298号	潜江市新城318复线	出让	住宅	133,333.33	22,280.00
潜国用（2014）第0250301号	潜江市新城318复线	出让	住宅	200,000.00	33,420.00
潜国用（2014）第0250304号	潜江市新城318复线	出让	住宅	266,666.67	44,560.00
潜国用（2014）第0250295号	潜江市新城318复线	出让	住宅	200,000.00	33,420.00
潜国用（2014）第0250303号	潜江市新城318复线	出让	住宅	133,333.33	22,280.00
潜国用（2014）第0250296号	潜江市新城318复线	出让	住宅	200,000.00	33,420.00
潜国用（2015）第0210306号	潜江市泰丰办事处蔡湖村	出让	住宅	266,666.67	46,000.00
合计				6,695,000.10	799,087.21

资料来源：公司提供

附录六 截至2015年末纳入合并范围子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	主营业务	持股比例
潜江市潜绿园林绿化工程有限公司	10,000	园林绿化等	100%
潜江市潜锦建设投资有限公司	30,000	工程建设等	100%
潜江市斯普润市政工程投资有限公司	60,000	市政建设、污水处理等	46.82%
潜江市城投置业有限公司	19,000	房地产开发等	100%
潜江市城投交通建设投资开发有限公司	10,050	公路投资等	100%
潜江楚韵广告有限公司	500	广告经营	100%

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

附录七 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
现金流	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$
	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期有息债务	$\text{短期借款} + \text{一年内到期的非流动负债}$
	有息债务	$\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}$
	负债与所有者权益比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益合计} \times 100\%$

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。