2014年当阳市鑫源投资开发有限责任公司

公司债券2017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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象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。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。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证券信用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

鹏元评级
PENGYUAN CREDIT RATING

报告编号：

鹏信评【2017】跟踪第【548】号 01

增信方式：国有土地使用权抵押

债券剩余规模：

9.60 亿元

债券到期日期：2021 年 05 月 23 日

债券偿还方式：每年付息一次，2017 年至 2021 年每年分别按照债券发行总额 20%的比例偿还债券本金

分析师

姓名：
蒋申　王一峰

电话：
0755-82872532

邮箱：
jiangsh@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

2014 年当阳市鑫源投资开发有限责任公司公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

	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	2017 年 06 月 20 日	2016 年 08 月 26 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对当阳市鑫源投资开发有限责任公司（以下简称“当阳鑫源”或“公司”）及其 2014 年 5 月 23 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2017 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。该等级的评定是考虑到当阳市经济保持增长，公司持续获得当地政府的支持，土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券信用水平；同时鹏元也关注到当阳市地方综合财力下滑，公司整体资产流动性偏弱，收入规模大幅下降，面临较大资金压力，偿债压力增大，存在一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- **当阳市经济保持增长。**2016 年当阳市地区生产总值为 474.13 亿元，按可比计算，比上年增长 8.1%。
- **公司持续获得当地政府支持。**2016 年公司获得政府补助收入 10,342.20 万元，有效提升了公司的利润水平。
- **土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券信用水平。**公司以其拥有的 27 宗合计评估价值 28.75 亿元（评估基准日为 2016 年 06 月 27 日）的国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，为本期债券未偿还本金加上一年利息之和的 2.77 倍，提高了本期债券的安全性。

关注：

- **当阳市地方综合财力有所下滑。**2016 年，受经济下行压力仍较大、减税降费及房地产景气度低迷等因素影响，当阳市公共财政收入为 25.40 亿元，同比下降 18.82%；政府性基金收入仅为 3.59 亿元，同比下降 62.76%；地方综合财力为 51.41 亿元，同比下降 18.19%。
- **公司整体资产流动性偏弱。**截至 2016 年末，公司存货中土地使用权和应收款项占公司资产比重分别为 36.67%和 23.97%，其中，受限土地所有权资产占存货中土地资产账面价值的 73.21%，应收款项回收时间具有一定不确定性，资产整体流动偏弱。
- **公司收入规模大幅下降。**2016 年公司不再从事土地整理业务，故未实现相关收入，受此影响，公司实现营业收入仅为 25,315.32 万元，同比下降 46.49%。
- **公司工程项目建设未来资金需求较大，面临较大的资金压力。**公司基础设施建设业务回购收入相关现金流入受政府资金安排影响，具有一定不确定性，2016 年公司收现比仅为 0.60，经营活动回款情况较差；截至 2017 年 3 月末，公司工程项目建设尚需投入资金 217,759.30 万元，面临较大资金压力。
- **公司有息债务规模增长，偿债压力增大。**截至 2016 年末，公司有息负债 24.36 亿元，同比增长 40.44%，此外，公司 EBITDA 总额 2.22 亿元，较上年下降 37.35%，有息债务和 EBITDA 的比率由上年的 4.89 增至 10.91，偿债压力加大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2017 年 3 月末，公司对外担保规模达 17.90 亿元，主要系对同一控股股东下的关联方及其他国有控股公司的担保，占上年末净资产的比重为 23.87%，存在一定或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	1,171,998.06	963,983.94	972,787.03
所有者权益（万元）	749,964.01	732,719.76	708,747.84
有息债务（万元）	243,640.00	173,478.29	200,506.00
资产负债率	36.01%	23.99%	27.14%
流动比率	5.51	10.50	9.48
营业收入（万元）	25,315.32	47,307.77	53,494.64

政府补助（万元）	10,342.20	14,391.37	14,070.00
利润总额（万元）	22,099.29	25,754.30	26,188.79
综合毛利率	58.08%	29.13%	28.37%
EBITDA（万元）	22,229.71	35,484.81	28,593.36
EBITDA 利息保障倍数	1.33	2.81	4.57
经营活动现金流净额（万元）	26,976.39	-38,535.17	-34,000.07

注：1、2014 年财务数据采用公司 2015 年审计报告期初数，2015 年数据采用 2016 年期初数。
2、EBITDA 利息保障倍数根据“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”数据估算。
资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于 2014 年 5 月 23 日发行 7 年期 12 亿元公司债券，截至 2017 年 3 月末，公司已使用本期债券募集资金 11.70 亿元，具体如下表所示。

表1　截至2017年3月末本期债券募集资金使用情况（单位：亿元）

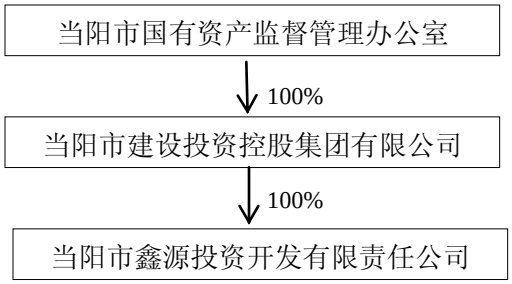
项目名称	拟使用募集资金	已使用募集资金
当阳市金桥工业园基础设施建设项目	12.00	11.70

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

2016 年 6 月 7 日，根据《当阳市人民政府关于同意划转当阳市鑫源投资开发有限责任公司等单位股权的通知》（当政函【2016】48 号），当阳市鑫源投资开发有限责任公司原六个股东当阳市财政局、当阳市国土资源局、当阳市住房和城乡建设局（原当阳市建设局）、当阳市经济商务和信息化局（原当阳市经济商务局）、当阳市国有资产经营公司、当阳市电力联营公司所持有的公司股权被划转给当阳市建设投资控股集团有限公司（以下简称“当阳建投”），公司控股股东由当阳市财政局变更为当阳市建设投资控股集团有限公司。截至 2017 年 4 月末，公司控股股东为当阳市建设投资控股集团有限公司[1]，实际控制人为当阳市国有资产监督管理办公室，股权关系如下图所示。跟踪期内，公司实收资本未有变动，仍为 51,182.17 万元。

图 1　截至 2017 年 4 月末公司股权关系图



资料来源：公司提供

2016 年，公司不再从事土地整理相关业务，经营业务以当阳市范围内基础设施项目建设业务为主。截至 2016 年末，公司无纳入合并报表范围子公司。

[1]由于当阳市建设投资控股集团有限公司尚未办理贷款卡，故公司未能提供该公司信用报告。

截至 2016 年 12 月 31 日，公司资产总额为 117.20 亿元，所有者权益为 75.00 亿元，资产负债率为 36.01%；2016 年度，公司实现营业收入 2.53 亿元，利润总额 2.21 亿元，经营活动现金净流入 2.70 亿元。

三、区域经济与财政实力

2016 年当阳市经济实力保持增长，但经济增速有所下降，房地产景气度持续下滑

2016 年当阳市地区生产总值为 474.13 亿元，按可比计算，比上年增长 8.1%，增速有所下降；三次产业结构由 2015 年的 17.07:54.61:28.32 调整为 17.10:53.96:28.94，第二产业仍为经济发展的主导产业。2016 年，当阳市根据户籍人口估算的人均 GDP 水平为 100,472.07 元，为全国人均 GDP 水平的 186.13%。

2016 年当阳市规模以上工业企业全年完成工业增加值 951.03 亿元，同比增长 11.6%，工业增加值增长 11.1%，增速较上年下降 2.7 个百分点。当阳市主要工业产品为平板玻璃、水泥、瓷砖、纱、乳制品、服装等，各类产品产量有升有降，其中，平板玻璃、水泥、乳制品、服装产量分别同比增长 1.5%、14.0%、25.8%和 7.1%，但瓷砖、纱、白酒、啤酒、发电量等产量分别同比下降 2.7%、52.9%、14.1%和 33.0%。

固定资产投资系拉动当阳市经济增长的主要动力。2016 年当阳市全年固定资产投资 412.52 亿元，同比增长 10.2%，增速有所下降；其中，第一产业投资 6.78 亿元；房地产开发完成投资 11.06 亿元，较上年增长 58.6%，第二产业投资 31.47 亿元，增长 18.6%，第三产业投资 91.05，较上年下降 13.10%，第三产业增长乏力；房地产开发完成投资 6.54 亿元，同比下降 40.9%，房地产市场景气度持续下滑。

表 2　2015-2016 年当阳市主要经济数据（单位：亿元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	474.13	8.1%	435.04	10.3%
其中：第一产业增加值	81.09	3.4%	74.27	5.2%
第二产业增加值	255.82	9.2%	237.55	11.4%
第三产业增加值	137.23	8.7%	123.21	11.0%
固定资产投资	412.52	10.2%	425.68	25.0%
社会消费品零售总额	136.43	13.4%	120.28	13.5%
存款余额	242.14	15.6%	209.45	11.9%
贷款余额	120.02	6.2%	112.97	15.2%
地区人均 GDP（元）		100,472.07		91,279.08

地区人均 GDP/全国人均 GDP	186.13%	184.96%

注：2016 年相关统计数据为初步数据。

资料来源：2015 年数据来源于当阳市统计局关于 2014-2015 年国民经济和社会发展的统计公报，2016 年数据来源于当阳市统计局

2016 年受减税降费及房地产景气度低迷等因素影响，当阳市地方综合财力规模下滑

受大规模减税降费政策、房地产市场景气度下行等因素影响，2016 年当阳市地方综合财力为 51.41 亿元，同比下降 18.19%。2016 年，当阳市公共财政收入为 25.40 亿元，占地方综合财力的 49.41%，系当阳市地方综合财力的重要来源；其中，税收收入占比 60.87%，公共财政收入质量一般。2016 年当阳市税收收入为 15.46 亿元，同比下降 22.07%，主要系受“营改增”政策实施，地方分享比例由原来的 100%下降为 50%使得增值税收入下降，以及随着小微企业减半征收企业所得税、扩大企业研发费用加计扣除范围、高新技术企业所得税 15%优惠税率等政策的落实使得当阳市企业所得税收入下降所致。另外，2016 年当阳市落实国家清费降费政策，取消、暂停征收部分行政事业性收费，非税收收入同比下降 13.19%至 9.94 亿元。

上级补助收入系当阳市财政收入的重要来源之一。2016 年当阳市上级补助收入为 22.42 亿元，较上年保持稳定，其中，专项转移支付收入为 8.82 亿元，占比 39.34%，当阳市上级补助收入自主支配程度一般。

当阳市政府性基金收入主要来源于国有土地使用权出让金收入，易受当阳市房地产市场景气度及土地一级出让市场波动的影响而具有一定波动性。2016 年，受当地土地一级出让市场下滑影响大，当阳市政府性基金收入仅为 3.59 亿元，同比下降 62.76%。

财政支出方面，2016 年当阳市地方财政支出 50.80 亿元，同比下降 21.02%，其中公共财政支出 47.21 亿元，同比下降 10.72%，当阳市财政自给率为 53.80%，较上年下降 5.37 个百分点，财政自给能力一般。

表 3　2015-2016 年当阳市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2015 年
地方综合财力	**51.41**	**62.84**
（一）公共财政收入	25.40	31.29
其中：税收收入	15.47	19.85
非税收入	9.94	11.45
（二）上级补助收入	22.42	21.91
其中：返还性收入	13.60	1.83
一般性转移支付收入		10.71
专项转移支付收入	8.82	9.36

（三）政府性基金收入	3.59	9.64
其中：土地出让收入	3.58	9.54
财政支出	**50.80**	**64.32**
（一）公共财政支出	47.21	52.88
（二）政府性基金支出	3.59	11.44
财政自给率	53.80%	59.17%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。
资料来源：2015 年数据来源于鹏元地区经济财政数据库，2016 年数据来源于关于当阳市 2016 年预算执行情况和 2017 年预算草案的报告

四、经营与竞争

公司是当阳市重要的投融资平台，承担了当阳市重大项目的开发、建造、运营和服务等职责。自 2016 年开始，公司不再从事土地整理业务，故当年未实现土地整理收入，受此影响，公司营业收入规模大幅下降。公司其他业务收入为公司拥有的位于当阳市范围内的房屋租赁收入，主要租赁对象包括当阳市各行政事业单位以及当阳市教育服务有限责任公司、当阳市神农粮食购销中心等非行政事业单位，租赁合同约定的承租期间主要为 2015-2017 年，租赁期间各年租金保持不变，公司房租收入受各年房屋出租率的影响而有小幅波动；2016 年公司投资性房地产后续计量模式由按照成本计量变更为按照公允价值计量，故该业务毛利率为 100%。

表 4　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入	**12,013.33**	**11.67%**	**33,289.78**	**26.97%**
其中：土地整理	-	-	19,251.68	40.00%
工程施工	12,013.33	11.67%	14,038.10	9.09%
其他业务收入	**13,301.99**	**100.00%**	**14,017.99**	**34.25%**
营业收入	**25,315.32**	**36.01%**	**47,307.77**	**29.13%**

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

公司未来业务具有一定可持续性，但面临较大资金压力且自营项目未来收入面临一定不确定性

公司项目建设收入模式包括回购及自主运营。回购模式下，公司与当阳市人民政府于 2014 年 11 月 20 日签订了《当阳市城市基础设施建设项目投资-回购（BT）协议》，约定当阳市政府委托公司采用“投资-回购”模式对当阳市城市基础设施建设项目进行建设，即公司负责项目工程建设资金的筹措，项目完工后移交政府，由当阳市政府根据实

际情况分期付款向公司支付回购款，回购款由工程的决算总价和利润组成，税后利润率根据工程情况在移交时商定。上述协议为框架协议，并未约定具体回购项目及回购资金安排，相关回款受当地政府资金安排的影响，而存在一定的不确定性。

在具体实践中，对于规模较大的基础设施建设项目，公司根据项目局部完工情况以及当阳市人民政府出具的结算单确认结转项目成本并确认相关收入。2016 年，根据当阳市人民政府出具的“道路施工及项目建设”政府购买服务收入结算单，公司结转基础设施建设成本共 10,611.77 万元，回购金额为 12,734.13 万元，扣除相关税费后，实现工程施工收入为 12,013.33 万元，主要为金桥工业园基础设施建设项目相关回购收入。

截至 2017 年 3 月末，公司主要项目预计总投资为 547,120.33 万元，已投资 327,219.30 万元，尚需投入资金 217,759.30 万元；其中，除当阳市棚户区改造工程项目及当阳市汽车城建设项目预计由公司自主经营外，其他项目未来收益方式均为政府回购。根据相关项目可研报告，当阳市棚户区改造工程项目预计可实现商品房、商业建筑及地下车库销售收入达 141,598.00 万元；当阳市汽车城建设项目主要来源于租金收入，预计年收入约 10,384.00 万元。

综上，公司工程项目规模较大，未来业务具有一定可持续性，但面临较大的资金压力，且自营项目未来收入受项目建设进度、出售情况不达预期影响，未来收益存在一定不确定性。

表 5　截至 2017 年 3 月末公司主要工程项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资[2]	收益方式
当阳市金桥工业园基础设施建设	297,800.00	288,800.00	政府回购
当阳市棚户区改造工程项目	107,600.00	13,352.61	自主经营
当枝路项目	86,177.00	1,001.85	政府回购
当阳市汽车城建设项目	49,400.00	24,000.00	自主经营
城市环境综合整治	4,001.60	64.84	政府回购
交警指挥中心	2,141.73	2,162.54	政府回购
合计	**547,120.33**	**327,219.30**	-

资料来源：公司提供

2016 年公司持续获得当地政府在政府补贴方面的支持

为支持公司基础设施项目建设，当阳市政府持续给予公司资金支持。2016 年，根据

[2]当阳市金桥工业园基础设施建设已投资额包括了公司自有资金投资及政府投入资金建设部分，其中，自有资金投资部分，包括存货中工程项目建设成本、政府已回购金额及与相关政府部门的往来款。当阳市汽车城建设项目投入均计入与相关政府部门往来款中。

当阳市人民政府《关于给予当阳市鑫源投资开发有限责任公司财政补贴的通知》，为进一步增强公司的资金实力，为当阳市基础设施建设和发展提供服务，当阳市人民政府拨付公司 10,342.20 万元作为公司补贴收入。

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北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 年审计报告，报告采用新会计准则编制，2015 年数据采用 2016 年期初数。2016 年，公司仍无纳入合并范围内的子公司。2016 年，公司投资性房地产后续计量模式由按照成本计量变更为按照公允价值计量，使得 2016 年公司投资性房地产期初账面价值较调整前增长 7,663.08 万元，盈余公积增加 766.31 万元，未分配利润增长 6,896.77 万元。

资产结构与质量

公司资产以土地使用权和应收款项为主，其中土地资产受限比例较高，应收款项规模较大且回收时间具有一定不确定性，资产整体流动性偏弱

2016 年，随着“16 当阳债”的资金到账，公司资产规模大幅增长。截至 2016 年末，公司总资产规模达 117.20 亿元，同比增长 21.58%，其中，流动资产占比为 83.44%，资产结构基本保持稳定。

表 6　2015-2016 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	91,655.33	7.82%	62,199.46	6.45%
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	30,000.00	2.56%	-	-
应收账款	27,621.05	2.36%	17,352.81	1.80%
其他应收款	253,251.16	21.61%	129,953.64	13.48%
存货	572,107.78	48.81%	556,156.37	57.69%
流动资产合计	**977,938.13**	**83.44%**	**769,428.86**	**79.82%**
投资性房地产	189,973.50	16.21%	189,973.50	19.71%
非流动资产合计	**194,059.93**	**16.56%**	**194,555.08**	**20.18%**

资产总计	**1,171,998.06**	**100.00%**	**963,983.94**	**100.00%**

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要包括货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收账款、其他应收款和存货。受“16 当阳债”发行影响，公司货币资金大幅增长，截至 2016 年末，公司货币资金 9.17 亿元，增长 47.36%，无受限资金。截至 2016 年末，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 3.00 亿元，主要系公司购买的湖北银行“紫气东来·期限股东-本稳赢”理财产品，起息日为 2016 年 5 月 27 日，到期日为 2017 年 1 月 3 日。截至 2016 年末公司应收账款为 2.76 亿元，主要系应收工程款及房屋租金等，应收前三大应收对象的款项合计占比达 94.2%，分别为应收当阳市国有资产经营公司 1.40 亿元，应收当阳市财政局 0.62 亿元，应收当阳市住房和城乡建设局 0.58 亿元。截至 2016 年末，公司其他应收款主要系与政府部门及公司控股股东当阳建投的往来款，主要包括应收当阳市财政局 10.66 亿元、应收当阳建投 6.74 亿元，应收当阳市非税管理局 1.36 亿元、应收当枝路建设指挥部 1.18 亿元等。值得注意的是，公司应收款项合计占公司资产总额的 23.97%，回收时间具有一定不确定性，对公司资金形成较大占用。

截至 2016 年末，公司存货为 57.21 亿元，较上年末增长 2.87%，主要系工程项目投入所致。公司存货主要包括土地使用权 42.98 亿元、工程施工 4.62 亿元及库存商品 9.61 亿元，其中，工程施工主要为基础设施项目建设投入，库存商品包括公租房 5.52 亿元及金桥工业园基础设施建设项目下的公司土地开发投入 4.09 亿元，其中公租房并未签订租赁合同，未来可实现收入规模不确定。截至 2016 年末，公司土地资产账面价值占存货总额 75.12%，其中，金桥工业园基础设施建设项目下的土地使用权 3.17 亿元，土地性质主要为工业及商服用地。截至 2016 年末，公司已抵押土地面积为 647.65 万平方米，账面价值为 31.47 亿元，占公司持有土地总价值的 73.21%，土地资产受限程度较高。

公司非流动资产主要为 2014 年政府注入的房产以及 2013 年公司购买的部分国有相关单位的土地使用权及房产。截至 2016 年末，公司投资性房地产账面价值为 19.00 亿元，占资产总额 16.21%，均未用于抵押。

总的来看，公司资产以土地、房屋和应收款项为主，已抵押土地资产规模较大，应收款项回收时间不确定，对公司资金形成一定占用，资产整体流动性偏弱。

盈利能力

受不再从事土地整理业务影响，公司营业收入规模大幅下降，公司盈利政府补贴仍

存在一定依赖

2016 年，公司实现营业收入 25,315.32 万元，包括基础设施建设工程收入 12,013.33 万元及房租出租收入 13,301.99 万元。2016 年公司营业收入规模较上年大幅减少 46.49%，主要系公司不再从事土地整理业务影响。从综合毛利率上看，基础设施建设工程收入毛利率保持稳定，出租收入主要来源于投资性房地产出租收入，2016 年公司投资性房地产由原成本法计量调整为公允价值计量法影响，出租业务成本下降至零，使得公司综合毛利率由上年的 29.13%大幅上升至 58.08%，但公司实际盈利能力并未提高。

公司作为当阳市重要基础设施建设主体和国有资产运营主体，持续得到当地政府在政府补助方面的支持。2016 年公司收到政府补助收入 1.03 亿元，补助收入占当期利润总额的 46.80%，公司盈利对财政补贴仍存在一定依赖。

表 7　2015-2016 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
营业收入	25,315.32	47,307.77
营业利润	11,757.09	11,182.23
补贴收入	10,342.20	14,391.37
利润总额	22,099.29	25,754.30
净利润	17,244.26	22,990.61
综合毛利率	58.08%	29.13%

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营业务回款情况较差且工程项目加上未来投资需求仍较大，面临较大资金压力

2016 年公司经营业务收入主要来源于基础设施项目建设收入，相关回款受政府资金安排影响，具有一定的不确定性，当年收现比下滑至 0.60。公司购买商品、接受劳务支付的现金主要系项目建设支出款；其他与经营活动有关的现金主要系公司收到的财政补贴、往来款现金收支等，受往来款现金净流入规模较大影响，2016 年公司经营活动产生的现金净流入 26,976.39 万元。

2016 年公司投资活动净流出 30,020.98 万元，主要系公司购买湖北银行“紫气东来 •期限股东-本稳赢”理财产品支付的 30,000.00 万元。2016 年公司筹资活动现金收支主要系债务融资相关现金流入及债务到期本息偿付相关现金支出，受“16 当阳债”成功发行募集资金 11.00 亿元影响，公司筹资活动现金流入规模大幅增长。考虑到公司工程项目建设

未来资金需求较大，公司仍面临较大的资金压力。

表 8　2015-2016 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
收现比	0.60	0.77
销售商品、提供劳务收到的现金	15,093.45	36,469.81
收到的其他与经营活动有关的现金	53,919.25	42,060.67
经营活动现金流入小计	69,012.69	78,530.48
购买商品、接受劳务支付的现金	30,062.94	64,495.43
支付的其他与经营活动有关的现金	5,953.75	51,006.79
经营活动现金流出小计	42,036.30	117,065.65
经营活动产生的现金流量净额	**26,976.39**	**-38,535.17**
投资活动产生的现金流量净额	**-30,020.98**	**-25.49**
筹资活动产生的现金流量净额	**57,000.46**	**-12,203.55**
现金及现金等价物净增加额	**53,955.87**	**-50,764.21**

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模大幅增长，偿债压力增大

2016 年，受“16 当阳债”发行影响，公司有息债务规模大幅上升，同时，应付往来款规模增长较快。在上述因素影响下，公司负债总额上升至 42.20 亿元，同比增长 82.49%。截至 2016 年末，公司所有者权益总额为 75.00 亿元，同比增长 2.35%，主要来源于利润积累。受负债大幅上升的影响，公司负债与所有者权益的比率上升至 56.72%，所有者权益对公司债务的保障程度有所下降。

表 9　2015-2016 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016 年	2015 年
负债总额	422,034.04	231,264.18
所有者权益	749,964.01	732,719.76
负债与所有者权益比率	56.27%	31.56%

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

截至 2016 年末，公司负债主要包括应交税费、其他应付款、长期借款、应付债券及其他非流动负债，其中，应交税费主要系应交企业所得税，其他应付款主要系应付政府部门及相关单位往来款，长期借款系银行借款，应付债券包括本期债券及“16 当阳债”，票面利率分别为 7.99%和 4.97%，其他非流动负债系公司定期存单收益权转让回购融资款，

公司承诺于 2019 年 2 月 5 日以 10,840.00 万元回购相关定期存单，按季支付回购溢价。

表 10　2015-2016 年末公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
应付票据	-	0.00%	10,000.00	4.32%
应交税费	17,087.72	4.05%	14,799.07	6.40%
其他应付款	150,255.55	35.60%	37,107.14	16.05%
一年内到期的非流动负债	-	0.00%	5,500.00	2.38%
流动负债合计	**177,478.27**	**42.05%**	**73,285.89**	**31.69%**
长期借款	2,800.00	0.66%	37,978.29	16.42%
应付债券	228,900.00	54.24%	120,000.00	51.89%
其他非流动负债	10,840.00	2.57%	-	0.00%
非流动负债合计	**244,555.77**	**57.95%**	**157,978.29**	**68.31%**
负债合计	**422,034.04**	**100.00%**	**231,264.18**	**100.00%**
有息债务	243,640.00	57.47%	173,478.29	75.01%

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

截至 2016 年末，公司有息债务规模合计 243,640.00 万元，同比增长 40.44%，主要由长期借款、应付债券及其他非流动负债构成，预计 2017-2019 年，公司到期应偿付本息分别为 39,206 万元、37,623 万元和 68,535 万元，短期偿债压力较大。

表 11　截至 2016 年末公司有息债务偿还计划（单位：万元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年及以后
本金	24,000	24,350	57,190	138,100
利息	15,206	13,273	11,345	51,727
合计	**39,206**	**37,623**	**68,535**	**189,827**

资料来源：公司提供

2016 年公司债务规模大幅上升，使得公司资产负债率上升至 36.01%，流动比率、速动比率等都较上年有所下降。此外，受营业收入规模下降影响，公司 2016 年 EBITDA 总额 2.22 亿元，较上年下降 37.35%。随着 EBITDA 规模下降、有息债务规模增大，公司偿债压力进一步增大。

表 12　2015-2016 公司偿债能力指标

指标名称	2016 年	2015 年
资产负债率	36.01%	23.99%
流动比率	5.51	10.50
速动比率	2.29	2.91

EBITDA（万元）	22,229.71	35,484.81
EBITDA 利息保障倍数	1.33	2.81
有息债务/EBITDA	10.96	4.89

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券安全性

为保障本期债券债权人的利益，公司以其拥有的 27 宗国有土地使用权为本期债券提供抵押担保；土地面积合计 366.35 万平方米，其中工业用地 214.31 万平方米，商服用地 152.04 万平方米。根据抵押合同，在本期债券本息全部清偿完毕前，抵押资产的价值与本期债券未偿还本金加上一年利息之和的比率（以下简称“抵押比率”）不得低于 1.5 倍，若低于 1.5 倍，本期债券托管银行有权要求公司及时提供其他担保，以保障债券持有人的权利。根据湖北日晟行房地产评估有限公司出具的鄂日晟行土估字【2016】第 YC00002 号评估报告（估价日期为 2016 年 06 月 27 日），27 宗土地使用权的评估总价值为 28.75 亿元，是本期债券未偿还本金加上未来一年的利息之和的 2.77 倍。

表 13　截至 2017 年 3 月末本期债券抵质押资产情况（单位：万元）

抵押资产名称	本期评估价值	前期评估价值
当阳国用（2010）420582－28 号	14,098.21	23,781.67
当阳国用（2010）420582－29 号	9,223.53	15,575.02
当阳国用（2010）420582－30 号	9,782.55	16,519.00
当阳国用（2010）420582－31 号	4,922.98	8,321.72
当阳国用（2010）420582－32 号	6,978.33	11,796.04
当阳国用（2010）420582－33 号	18,029.85	10,545.58
当阳国用（2010）420582－34 号	22,877.92	13,849.21
当阳国用（2010）420582－35 号	12,632.86	16,004.55
当阳国用（2010）420582－36 号	14,839.50	12,764.17
当阳国用（2010）420582－37 号	10,216.50	11,383.59
当阳国用（2010）420582－38 号	10,617.44	8,437.60
当阳国用（2010）420582－39 号	3,377.00	3,820.44
当阳国用（2010）420582－40 号	14,038.15	13,444.38
当阳国用（2010）420582－41 号	11,743.64	13,085.18
当阳国用（2010）420582－42 号	9,893.76	11,192.91
当阳国用（2011）420582－1 号	5,918.30	6,594.39
当阳国用（2011）420582－2 号	4,976.30	3,954.64

当阳国用（2011）420582－3 号	14,821.70	8,705.33
当阳国用（2011）420582－4 号	3,616.42	3,026.07
当阳国用（2011）420582－5 号	8,007.59	4,703.15
当阳国用（2011）420582－6 号	20,332.55	23,002.42
当阳国用（2011）420582－7 号	5,575.54	4,665.38
当阳国用（2011）420582－8 号	2,827.23	2,365.71
当阳国用（2011）420582－9 号	27,834.63	24,467.13
当阳国用（2011）420582－10 号	6,125.96	3,692.96
当阳国用（2011）420582－11 号	5,270.07	2,737.22
当阳国用（2011）420582－12 号	8,924.07	8,546.61
合计	**287,502.58**	**286,982.07**

资料来源：湖北日晟行房地产评估有限公司出具的鄂日晟行土估字【2016】第 YC00002 号评估报告

公司已办妥抵押资产抵押登记手续。据监管协议，本期债券存续期间，公司应聘请经监管人认可的具备相应资质的资产评估机构按年对抵押资产的价值进行评估并出具资产评估报告。年度评估报告的出具时间应不迟于本期债券当年付息首日后三十个工作日。跟踪期内，公司已按照监管协议对本期债券抵押资产的价值进行了评估。

七、或有事项分析

公司外对担保均已设置反担保，但规模较大，存在一定或有负债风险

截至 2017 年 3 月末，公司为当阳市当枝公路建设开发有限公司、湖北三峡新型建材股份有限公司、当阳市鑫汇水利基础设施建设开发有限公司和当阳市鑫泉产业开发有限公司分别提供 3.80 亿元、1.04 亿元、4.86 亿元和 8.20 亿元担保，担保金额合计 17.90 亿元，占上年末净资产的比重为 23.87%，均已设立反担保方式。

表 14　截至 2017 年 3 月末公司对外担保情况（万元）

担保对象	担保金额	反担保方式
当阳市鑫泉产业开发有限公司[3]	50,000	质押
当阳市当枝公路建设开发有限公司[4]	35,000	抵押
当阳市鑫汇水利基础设施建设开发有限公司[5]	30,000	第三方抵押、质押
当阳市鑫泉产业开发有限公司[6]	22,000	质押
当阳市鑫汇水利基础设施建设开发有限公司	15,000	抵押、质押

[3]与公司为同一控股股东。
[4]为当阳市鑫泉产业开发有限公司子公司。
[5]控股股东及实际控制人为当阳市国有资产监督管理办公室。
[6]与公司为同一控股股东。

当阳市鑫泉产业开发有限公司	10,000	质押
当阳市鑫汇水利基础设施建设开发有限公司	3,600	第三方保证
当阳市当枝公路建设开发有限公司	3,000	第三方保证
湖北三峡新型建材股份有限公司	10,400	抵押
合计	**179,000**	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

2016 年当阳市经济保持增长，公司继续获得当地政府支持，土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券信用水平。同时鹏元也关注到了，受经济下行压力仍较大、减税降费及房地产景气度低迷等因素影响，当阳市地方综合财力有所下滑；自 2016 年起，公司不再从事土地整理业务，使得收入规模大幅下降；公司资产主要以应收款项和土地所有权构成，资产整体流动性偏弱；公司工程项目建设尚需投资规模较大，面临较大资金压力；公司有息债务规模增长，偿债压力增大；公司对外担保规模较大，面临一定或有负债风险等风险因素。

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　资产负债表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
货币资金	91,655.33	62,199.46	88,463.67
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	30,000.00	-	-
应收账款	27,621.05	17,352.81	54,759.77
预付款项	3,302.80	3,766.58	843.11
其他应收款	253,251.16	129,953.64	80,197.09
存货	572,107.78	556,156.37	551,926.38
流动资产合计	977,938.13	769,428.86	776,190.02
可供出售金融资产	510.00	510.00	510
投资性房地产	189,973.50	189,973.50	191,526.70
固定资产	1,694.21	1,811.07	1,914.00
无形资产	122.90	115.47	115.47
长期待摊费用	1,715.32	2,101.04	2,486.84
递延所得税资产	44.00	44.00	44
非流动资产合计	194,059.93	194,555.08	196,597.01
资产总计	1,171,998.06	963,983.94	972,787.03
短期借款	-	-	1,000.00
应付票据	-	10,000.00	-
应付账款	175.42	20.35	318.22
应交税费	17,087.72	14,799.07	11,168.08
应付利息	9,959.58	5,859.33	5,939.23
其他应付款	150,255.55	37,107.14	45,107.66
一年内到期的非流动负债	-	5,500.00	18,365.00
流动负债合计	177,478.27	73,285.89	81,898.19
长期借款	2,800.00	37,978.29	61,141.00
应付债券	228,900.00	120,000.00	120,000.00
专项应付款	100.00	-	1,000.00
递延所得税负债	1,915.77	-	-
其他非流动负债	10,840.00	-	-
非流动负债合计	244,555.77	157,978.29	182,141.00
负债合计	422,034.04	231,264.18	264,039.19
实收资本	51,182.17	51,182.17	51,182.17
资本公积	542,104.04	542,104.04	542,104.04
盈余公积	16,335.96	14,611.53	11,546.16
未分配利润	140,341.85	124,822.02	103,915.47
归属于母公司所有者权益合计	749,964.01	732,719.76	708,747.84
所有者权益合计	749,964.01	732,719.76	708,747.84
负债和所有者权益总计	1,171,998.06	963,983.94	972,787.03

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告

附录二　利润表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
营业总收入	25,315.32	47,307.77	53,494.64
其中：营业收入	25,315.32	47,307.77	53,494.64
营业总成本	13,558.22	36,125.54	38,973.45
其中：营业成本	10,611.77	33,529.20	38,318.39
营业税金及附加	3,453.23	740.52	190.41
管理费用	140.41	2,192.69	585.57
财务费用	-647.19	-336.87	-120.91
营业利润	11,757.09	11,182.23	14,521.19
加：营业外收入	10,342.22	14,699.54	14,077.60
减：营业外支出	0.02	127.48	2,410.00
利润总额	22,099.29	25,754.30	26,188.79
减：所得税	4,855.04	2,763.69	3,027.80
净利润	17,244.26	22,990.61	23,160.99
归属于母公司所有者的净利润	17,244.26	22,990.61	23,160.99

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 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	15,093.45	36,469.81	50,108.00
收到其他与经营活动有关的现金	53,919.25	42,060.67	29,292.16
经营活动现金流入小计	69,012.69	78,530.48	79,400.16
购买商品、接受劳务支付的现金	30,062.94	64,495.43	72,311.03
支付的各项税费	6,019.61	1,563.43	-
支付其他与经营活动有关的现金	5,953.75	51,006.79	41,089.20
经营活动现金流出小计	42,036.30	117,065.65	113,400.22
经营活动产生的现金流量净额	26,976.39	-38,535.17	-34,000.07
投资活动产生的现金流量：			
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	20.98	25.49	-
支付其他与投资活动有关的现金	30,000.00	-	-
投资活动现金流出小计	30,020.98	25.49	-
投资活动产生的现金流量净额	-30,020.98	-25.49	-
筹资活动产生的现金流量：			
取得借款收到的现金	2,800.00	9,705.17	19,640.00
发行债券收到的现金	108,900.00	-	117,300.00
筹资活动现金流入小计	111,700.00	9,705.17	136,940.00
偿还债务支付的现金	37,978.29	9,287.71	14,740.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	16,721.25	12,621.00	6,254.97
筹资活动现金流出小计	54,699.54	21,908.71	20,994.97
筹资活动产生的现金流量净额	57,000.46	-12,203.55	115,945.03
现金及现金等价物净增加额	53,955.87	-50,764.21	81,944.97
期初现金及现金等价物余额	37,699.46	88,463.67	6,518.70
期末现金及现金等价物余额	91,655.33	37,699.46	88,463.67

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告

附录三-2　现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
净利润	17,244.26	22,990.61	23,160.99
加：固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	129.59	9,344.71	2,178.06
无形资产摊销	0.83	-	-
长期待摊费用摊销	-	385.80	226.51
存货的减少	-15,951.41	-13,738.58	-75,562.62
经营性应收项目的减少	133,101.98	-24,441.14	-22,044.95
经营性应付项目的增加	-107,548.84	-33,076.30	38,041.95
经营活动产生的现金流量净额	26,976.39	-38,535.17	-34,000.07

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告

附录四　主要财务指标表

项目	2016 年	2015 年	2014 年
有息债务（万元）	243,640.00	173,478.29	200,506.00
资产负债率	36.01%	23.99%	27.14%
流动比率	5.51	10.50	9.48
EBITDA（万元）	22,229.71	35,484.81	28,593.36
EBITDA 利息保障倍数	1.33	2.81	4.57
综合毛利率	58.08%	29.13%	28.37%
有息债务/EBITDA	10.91	4.89	7.01
收现比	0.60	0.77	0.94

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

附录五　主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	（营业收入－营业成本）/营业收入×100%
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金
产权比率	负债总额/所有者权益
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
有息债务	短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+其他非流动负债

附录六　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。