

长兴城市建设有限公司

**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:

信用等级通知书编号鹏
信评【2015】跟踪第
【384】号 01

债券剩余规模: 13 亿元

债券到期日期: 2021 年
12 月 03 日

债券偿还方式: 每年付
息一次, 分次还本, 从
第 3 个计息年度起至第 7
个计息年度止, 每年年
末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:
陈鹏 刘书芸

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

长兴城市建设有限公司

2014 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	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	2015 年 06 月 23 日	2014 年 05 月 06 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对长兴城市建设有限公司(以下简称“长兴城建”或“公司”)及其 2014 年 12 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该评级结果是考虑到长兴县地方财政实力进一步增强,公司作为长兴县重要的投融资平台,收入来源持续增长,且业务来源较为稳定,同时经营持续得到了当地政府在资产注入、政府补贴等方面的大力支持,但我们也关注到,公司投资支出较大、有息负债规模较大、对外担保余额较大等风险因素。

正面:

- 区域财政实力快速增长。长兴县经济平稳增长,财政实力不断增强,2014 年地方综合财力达 106.02 亿元,同比增长 18.44%。
- 地方政府支持力度较大。长兴县政府通过资产注入、财政补贴等方式给予公司支持,2014 年公司获得补贴收入 1.86 亿元。
- 公司收入增长稳定。公司 2014 年实现主营业务收入 7.45 亿元,同比增长 4.49%。

关注:

- 公司土地开发收入波动较大。土地开发收入是公司最主要的收入来源,其经营易受土地一级市场波动的影响。
- 公司存在一定的资金压力。2014 年公司在建项目较多,公司主要在建项目尚需投

资金额较大；土地整理尚需投资 2 亿元，面临一定资金压力。

- **公司整体资产流动性一般。**截至 2014 年末，公司存货中的土地使用权面积为 2,831.31 亩，账面价值 71.02 亿元，其中未抵押的土地面积为 942.53 亩，账面价值 27.78 亿元，已抵押的土地面积为 1,888.78 亩，账面价值 43.24 亿元，占全部账面价值的 60.88%。
- **公司有息负债压力有所加大。**2014 年公司有息负规模为 74.56 亿元，同比增长 41.26%，偿债压力有所加大。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2014 年末，公司对外担保余额规模较大，占年末所有者权益的比重为 11.16%，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）	1,915,709.68	1,615,554.14	1,193,185.71
所有者权益（万元）	991,198.66	951,292.00	719,995.35
有息债务（万元）	745,583.21	527,803.06	397,905.03
资产负债率	47.44%	40.17%	38.41%
流动比率	5.75	8.08	6.27
速动比率	3.15	3.78	2.72
主营业务收入（万元）	74,543.31	71,339.92	35,981.75
政府补助（万元）	18,593.37	26,121.00	14,500.00
利润总额（万元）	31,648.43	31,857.92	8,105.88
综合毛利率	75.40%	29.53%	12.48%
总资产回报率	4.86%	5.51%	2.80%
EBITDA（万元）	89,691.88	82,027.03	24,261.73
EBITDA 利息保障倍数	1.65	1.59	1.26
经营活动净现金流（万元）	-66,447.87	-17,914.62	-162,651.31

资料来源：2012-2014 公司审计报告

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展改革委发改财金[2014] 1941号文，公司于2014年12月03日公开发行13亿元7年期固定利率公司债券，发行票面利率为6.00%。

本期债券起息日为2014年12月03日，每年付息一次，分次还本，从第3个计息年度起至第7个计息年度止，每年年末分别按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金。利息每年支付一次，第3年至第7年利息随当年度应偿还的本金一起支付。截至2015年05月31日，本金及利息暂未兑付。

截至2015年05月31日，本期债券募集资金使用情况如表1所示。

表1 截至2015年05月31日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	总投资	拟使用募集资金金额	已使用募集资金投资金额	项目投资进度
长兴画溪花园保障性住房工程	5.83	3.00	2.00	81.65%
浙江长兴县雉城村（原老剧院地块）旧城拆迁改造工程	18.56	11.00	4.56	52.26%
长兴县城市主干道画溪大道项目	5.40	3.00	1.50	68.51%
长兴县第三水厂一期工程	1.82	1.00	0.50	32.96%
合计	31.61	18.00	8.56	

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

2014年公司注册资本未发生变化，公司实际控制人未发生变化，仍为长兴县住房和城乡建设局，且未发生重大人事变更。跟踪期内，公司主营业务未发生变化，合并范围未发生变化。

截至2014年12月31日，公司总资产为1,915,709.68万元，所有者权益合计991,198.66万元，资产负债率47.44%。2014年，公司实现主营业务收入74,543.31万元，利润总额31,648.43万元，经营活动现金流净额为-66,447.87万元。

三、区域经济与财政实力

长兴县工业基础较好，经济总量不断增加，但近年经济增速有所放缓

长兴县为浙江省湖州市下辖县级市，地处浙江、江苏、安徽三省交界，东临太湖，与苏州、无锡隔湖相望。全县县域面积1,430平方公里，辖16个乡镇和1个省级经济技术开发区

区，2014年末人口63.05万，是长江三角洲经济区迅速崛起的新兴城市。

长兴是一个“三省通衢”的交通枢纽，距上海、杭州、南京、宁波、苏州、无锡、芜湖等大中城市均在200公里以内，境内有杭宁、申苏浙皖、杭长、申嘉湖四条高速，宣杭、杭牛、新长三条铁路和杭宁高铁，104和318国道和年运量2,000万吨的长湖申航道。长兴紧依上海浦东、虹桥、杭州萧山、南京路口四大国际机场和上海、宁波、乍浦三大国际港口，交通区位优势十分明显。

近年，长兴县经济保持平稳增长，2014年全县实现地区生产总值438.72亿元，2012-2014年年均复合增长率为8.74%。分产业来看，2014年，第一产业增加值31.07亿元，同比增长1.3%；第二产业增加值231.37亿元，同比增长9.6%；第三产业增加值176.37亿元，同比增长8.6%，2014年长兴县三次产业结构比例由2013年的7.6：53.3：39.1调整为7.1：52.7：40.2，二、三产业占地区生产总值的比重达92.71%，第二、第三产业在长兴县经济中占据主导地位。同时，我们也注意到长兴县近年经济增速有所放缓。

工业对长兴县地方经济的拉动明显。2014年长兴县607家规模以上工业企业共实现产值1,103.96亿元，同比增长8.7%，其中，新产品产值316.76亿元，同比增长30.7%，新产品产值率为28.7%，比上年同期提高4.4个百分点，其中，实现规模以上工业增加值181.50亿元，按可比价计算，同比增长10%，增幅比上年同期下降2.4个百分点。规模以上工业生产增速较上年有所趋缓。2014年在长兴县规模以上工业的31个行业大类中，有29个行业工业产值实现增长，增长面达到93.5%。以电气机械及器材制造业、纺织业、非金属矿物制品业、化学纤维制造业等为主的十大产业共同完成规模以上产值998.52亿元，占全部规模以上工业产值的90.4%，对全县规模以上工业产值增长的贡献率为88.2%，拉动全县规模以上工业产值增长7.7个百分点。电池制造业是长兴重要主导产业，2014年共实现产值265.49亿元，较上年下滑0.3%。

根据中国社会科学院财经战略研究院发布《中国县域经济发展报告(2015)》，长兴县在全国县域经济竞争力中位列33位，发展潜力位列第四。

表 2 2012-2014 年长兴县主要经济指标（单位：亿元）

项目	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	438.72	8.7%	407.37	10.5%	371.02	11.3%
第一产业增加值	31.10	1.3%	31.20	0.9%	30.80	3.2%
第二产业增加值	231.37	9.6%	217.00	11.3%	200.63	12.3%
第三产业增加值	176.27	8.6%	159.17	11.5%	139.59	11.5%
规模以上工业增加值	181.50	10.0%	159.98	12.4%	142.95	14.5%
固定资产投资	326.61	15.2%	283.61	14.0%	248.81	23.2%

社会消费品零售总额	185.47	15.2%	160.94	16.1%	148.38	16.5%
进出口总额（亿美元）	18.37	7.3%	17.13	18.2%	14.59	6.8%
存款余额	530.1	12.5%	471.30	10.9%	425.01	14.3%
贷款余额	476.1	11.2%	428.20	17.9%	363.06	11.4%

资料来源：长兴县统计信息网，2012-2014 年长兴县国民经济和社会发展统计公报

长兴县财政实力较强，财政收入保持增长，但增速有所放缓

近年，长兴县经济总量持续扩大，财政收入保持增长，2014年地方综合财力达106.02，较2013年增长18.44%，2012-2014年年均复合增长率20.11%。2014年长兴县公共预算收入40.23亿元，较上年增长2.00%，增速回落9.07个百分点，主要系宏观经济放缓，部分行业企业盈利下滑，且放缓投资增速，导致税收收入增速放缓。从公共预算收入的结构看，2012-2014年，税收收入占公共预算收入的比重分别为94.26%、92.61%和90.85%，占比较高，反映了长兴县公共预算收入的质量较好、稳定性较强。

上级补助收入是地方综合财力的重要补充，但近年有所波动，2014年，长兴县共获得上级补助收入为15.39亿元，较2013年下降10.63%。

政府性基金收入是长兴县地方综合财力的重要来源之一，其以国有土地使用权出让收入为主。近年受益于地价稳定以及土地出让规模的增加，政府性基金收入规模持续增加；2014年长兴县政府性基金收入规模为49.57亿元，2012-2014年三年年均复合增长率为51.31%。但由于土地出让情况受房地产市场及当地土地市场景气度的波动影响较大，未来长兴县政府性基金收入可能会面临一定波动，进而影响财政总收入的稳定性。

表 3 2012-2014 年长兴县财政收入主要指标（单位：亿元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
地方综合财力	106.02	89.51	72.92
（一）公共预算收入	40.23	39.44	35.51
其中：税收收入	36.55	36.52	33.47
非税收收入	3.68	2.91	2.04
（二）上级补助收入	15.39	17.22	14.72
其中：返还性收入	2.49	2.48	2.42
一般性转移支付收入	7.36	7.19	5.83
专项转移支付收入	5.55	7.55	6.47
（三）政府性基金收入	49.57	32.85	21.65
其中：国有土地所有权出让收入	41.71	31.81	16.90
（四）预算外财政专户收入	0.83	-	1.04
财政支出	99.70	89.49	60.11
（一）公共预算支出	51.41	47.33	38.86
（二）政府基金支出	47.48	41.27	20.31
（三）预算外支出	0.81	0.89	0.94

注：地方综合财力=公共预算收入+上级补助收入+政府性基金收入+预算外财政专户收入。

资料来源：长兴县财政局

财政支出方面，近年长兴县公共预算支出逐年上升，2014年公共预算支出51.41亿元，2012-2014年年均复合增长率15.02%；公共预算收入与公共预算支出的比率为78.25%，公共预算收入对公共预算支出的覆盖程度尚可。未来，随着政府民生投入的增加，预期政府公共预算刚性支出规模将保持增长。此外，2014年政府基金支出为56.65亿元，较2013年增长37.27%。

四、经营与竞争

公司是长兴县城市基础设施投资、建设主体，主营业务涵盖基础工程建设及土地一级开发。2014年公司实现主营业务收入74,543.31元，较2013年增长4.49%，主要依赖土地开发收入的大幅增长带动。公司近两年营业收入构成和毛利率情况见下表。

表 4 公司 2013-2014 年各业务盈利情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
工程项目回购收入	13,314.31	37.90%	8,410.00	22.75%
土地开发收入	61,230.00	83.56%	62,929.92	30.44%
合计	74,544.31	75.40%	71,339.92	29.53%

资料来源：2013-2014 年公司审计报告

2014 年公司项目回购收入大幅上升，目前在建项目较多，未来工程回购收入较有保障；但后续投资金额较大，公司存在较大的资金压力

根据项目回购协议，公司签订回购协议时已明确回购金额；项目成本按照移交项目时的实际发生成本进行确认。近年来，随着长兴县经济的快速发展，城市基础设施建设步伐逐渐加快，公司在长兴县市政设施、公用设施及旧城改造等基础设施建设中承担较多的建设任务。

2014 年项目收入来自画溪公交枢纽站工程项目、长兴城南消防站建设项目、长兴县城区水系整治污水纳管改造工程项目，由于当期竣工移交项目增加，导致公司 2014 年工程回购收入较上年大幅上升。此外，值得注意的是，根据公司就长兴张家村花园保障性住房工程和长兴县回龙山新区道路建设工程与长兴县政府签订的项目回购协议中约定，长兴县政府应于 2013 年、2014 年支付回购款共计 30,000 万元，截至 2015 年 5 月末，公司暂未收到回购款。目前公司回龙山新区道路建设工程以平整出的土地目前已逐步出让，2014 年度取得土地出让金返还 6.12 亿元；张家村花园保障房目前以每年补贴收入予以资金平衡，待项

目移交后予以确认收入并结转成本。

表 4 2013-2014 年公司主要项目回购明细情况（单位：万元）

2014 年		2013 年	
项目名称	金额	项目名称	金额
画溪公交枢纽站工程项目	5,611.75	长兴县老 318 国道改建工程项目	8,410.00
长兴城南消防站建设项目	3,209.67	-	-
长兴县城区水系整治污水纳管改造工程项目	4,492.89	-	-
合计	13,314.31	合计	8,410.00

资料来源：公司提供

目前公司主要在建工程项目包括张家村花园保障房工程、旧城改造计划、回龙山新区开发建设一期项目等。截至 2014 年底，除了零星工程之外的在建项目预计总投资为 73.53 亿元，已投资 42.78 亿元，尚需投资 30.75 亿元。公司在建项目中张家村花园保障房工程、回龙山新区道路项目以及老 318 国道改造均签订项目回购协议，截至 2014 年底，张家村花园保障房工程和回龙山新区道路项目总回购款为 23.70 亿元，未来公司工程回购收入较有保障，但项目后续投入也加大了公司的资金压力。

表 5 截至 2014 年 12 月 31 日公司在建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	完工时间	是否回购
回龙山新区开发建设一期	130,000.00	79,213.73	2015.12	否
回龙山新区道路	62,000.00	55,000.00	2015.12	是
张家村花园保障房工程	130,000.00	106,500.00	2015.12	是
城市道路节点工程	1,200.00	1,102.00	2015.12	否
旧城拆迁改造	30,000.00	5,153.00	2015.12	否
旧城拆迁改造工程（雉城村）	185,611.00	85,000.00	2016.02	否
第三自来水厂一期工程	18,225.00	3,000.00	2015.12	否
锦绣花园	9,000.00	4,307.00	2015.12	否
妇保院二期	5,000.00	3,000.00	2015.12	否
长兴画溪大道工程	54,000.00	35,000.00	2016.01	否
画溪花园保障性住房工程	58,255.00	22,000.00	2015.12	否
长兴建设商务楼工程	22,500.00	15,000.00	2015.11	否
长兴县 125 工程	9,469.00	6,600.00	2015.11	否
长海路及长安桥改造			2015.09	否

	20,000.00	6,876.00		
合计	735,260.00	427,751.73		

资料来源：公司提供

公司土地开发业务在区域市场具有一定的垄断地位，但近年受地方土地出让规划及市场环境的影响

土地开发方面，公司与长兴县人民政府以及长兴县国土资源局共同签订了《合作开发土地协议》，由公司对回龙山新区区域内的共计 13,035 亩的土地实施一级开发，公司在区域土地开发市场具有一定的垄断地位。根据该协议，土地完成一级开发后通过招、拍、挂等方式上市交易，全部土地交易成功后，公司与长兴县人民政府以及长兴县国土资源局进行结算，土地交易的地价款提取国有土地收益基金、农业土地开发资金及支付相关税费后，扣除长兴县人民政府和长兴县国土资源局工作经费，剩余部分全额返还公司。截至 2014 年底，公司已整治回龙山新区土地 2,800 亩，其中已出让土地 1,900 亩，未出让土地 900 亩，全部回龙山新区尚未整治土地 10,235 亩，未来公司土地开发业务持续性较好。

2014 年公司土地开发收入全部来自蝴蝶水库地块土地出让。根据《蝴蝶水库地块国有土地使用权出让合同》，该地块位于雉城街道五峰村、小浦镇中山村，土地用途为商业用地。长兴县国土资源局将该地块土地使用权出让给长兴建设房屋开发有限公司（以下简称“长兴建开”），出让面积为 104,448 平方米；出让总额为 61,230.00 万元。根据《长兴城市建设有限公司 2014 年土地出让与成本财政、国土局确认清单》确认收益，土地出让金全额返还。土地开发成本是根据该地区目前已经开发完善的区域的平均单位面积成本和当年拍卖的土地面积计算得出的。由于 2014 年公司出让地块开发条件较好，所涉及的拆迁工程较少，当年开发成本大幅减少，导致公司当年土地开发业务毛利率大幅增长。

此外，公司土地开发业务进一步拓展至城区，2014 年公司对城区老剧院地块进行开发整理涉及面积约 120 亩，截至 2014 年末累计发生成本约 9.7 亿元，目前该项目尚未完工，由于该地块处于城区范围内，周边地块出让价格较高，若未来顺利完工并出让将为公司带来较好的收益。

公司预计未来四年计划整理面积超过 2,500 亩，计划出让面积 1,200 亩，我们预计公司土地开发收入将有所增长，但公司也将面临较大的经济压力，其中 2015 年公司计划投入 2 亿元用于土地整理。

表 6 2015-2018 公司土地拟整理情况（单位：亩）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
计划整理	500	600	600	800
计划出让	200	300	300	400

资料来源：公司提供

地方政府在土地资产注入、政府补助等方面继续给予公司大力支持

公司是长兴县城市基础设施建设主体，在土地资产注入、政府补助等方面继续获得了当地政府的大力支持。

在资产注入方面，根据长兴县国有资产监督管理委员会文件（长国资办[2013]14号），同意长兴县经济投资公司将持有浙江浙能长兴发电有限公司 5%股份无偿转让给公司，总计 7,351.50 万元。

在政策扶持方面，最近几年，公司每年都能获得一定的专项补助及财政补贴，这在一定程度上增加了公司的利润，降低了公司的经营风险。根据长财预[2013]233号、长财预[2014]269号文件，2013-2014年公司分别获得财政补贴 2.61 亿元、1.86 亿元。

整体看来，当地政府给予了公司较大的支持，有力提升了公司的投融资能力及可持续发展能力。

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利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2013-2014年审计报告，公司的财务报表按照旧会计准则进行编制。2014年公司合并范围未发生变化。

资产结构与质量

公司近年来资产规模增长较快，但整体资产流动性一般

近年公司业务量逐年增加，公司资产规模稳步增长，截至 2014 年末，公司总资产为 191.57 亿元，较 2013 年增长 18.58%。公司资产以流动资产为主，截至 2014 年末流动资产占比 93.10%。

表 7 2013-2014 年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	204,542.95	10.68%	110,408.42	6.83%
应收账款 ¹	26,000.09	1.36%	35,555.26	2.20%

¹ 2014 年，公司应收账款较上年大幅减少，主要系收到应收工程项目回购款及土地出让金返还。

其他应收款	495,126.31	25.85%	421,342.08	26.08%
预付账款	277,287.78	14.47%	132,580.96	8.21%
存货	806,231.81	42.09%	798,024.01	49.40%
流动资产合计	1,783,515.61	93.10%	1,497,910.73	92.72%
长期股权投资	52,971.47	2.77%	49,117.21	3.04%
固定资产合计	75,174.25	3.92%	64,491.99	3.99%
资产总计	1,915,709.68	100.00%	1,615,554.14	100.00%

资料来源：2013-2014年公司审计报告

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款、预付账款和存货构成。2014年末公司流动资产同比增长19.07%，其中货币资金、其他应收款、预付账款及存货均实现较快增长，分别较2013年增长85.26%、17.51%、109.15%和1.03%。截至2014年底，公司货币资金余额较2013年大幅增加，主要系公司收到于当年发行的“14长兴债”募集资金及银行借款增加所致，另外货币资金中27,500.00万元定期存单质押受限。公司其他应收款增加主要是公司与其他单位往来款增加所致，前七位欠款单位分别为长兴县城市建设发展总公司（以下简称“发展总公司”）、长兴建设房屋开发有限公司（以下简称“长兴建开”）、长兴利源污水处理厂、长兴南太湖投资开发有限公司、长兴财政局、长兴金鼎建设开发有限公司以及长兴县经济技术开发区总公司，合计占全部其他应收款的95.28%；从账龄来看，截至2014年底其他应收款账面余额中一年以内的欠款占比为45.78%，1-2年占比23.42%，其中公司与其股东发展总公司产生的账龄在3年以内及3年以上的往来款共计32.04亿元，欠款时间较长、金额较大，欠款占比68.01%，对公司资金形成较大占用。根据《长兴县人民政府关于妥善处理长兴城市建设有限公司应收款项相关问题的通知》（长政发[2014]17号）批示，公司其他应收款中414,699.22万元是公司由政府及相关部门的往来款项及垫付款项，将由政府及相关部门承担还款责任，并且长兴县政府计划于2014年至2018年偿还以上款项，截至目前公司尚未收到相关款项。此外，公司与关联方长兴建开往来款较大，主要由于长兴建开负责实施建设公司的保障房项目，公司拆借资金给长兴建开用于保障房项目建设。截至2014年底公司预付账款大幅增长，主要是公司预付给长兴建开、长兴县房屋征收服务中心等旧城改造、保障房建设等工程款增加所致。截至2014年底，公司存货主要由开发成本及土地资产构成，开发成本主要系公司代建项目及土地开发成本，其中的土地使用权面积为2,831.31亩，账面价值71.02亿元，其中未抵押的土地面积为942.53亩，账面价值27.78亿元，已抵押的土地面积为1,888.78亩，账面价值43.24亿元，占全部账面价值的60.88%。总体来看，公司资产中土地资产占比较多，且存在抵押受限情况。

整体来看，虽然公司资产规模较大且增长较快，但其他应收款规模较大，账龄较长，对公司资金形成较大占用，同时土地资产中抵押较多，资产整体流动性一般。

盈利能力

2014年收入有所增长，但利润来源仍对政府财政补贴有较大依赖

目前公司主营业务收入全部来源于工程项目回购收入和土地开发收入，2014 年土地开发收入占比 82.14%。公司确认工程项目收入的时间为工程项目实际移交的年份，2014 年实际移交的工程项目较 2013 年有所增加，导致 2014 年工程项目收入规模有所增加。2014 年公司实现主营业务收入 74,543.31 万元，较 2013 年增长 4.49%。毛利率方面，由于 2014 年公司土地开发成本较低，该业务毛利率较往年大幅提高。

公司期间费用中财务费用占比较高，近年期间费用逐年增长，2014 年公司财务费用大幅增加，主要系当年公司融资增加导致的利息支出增加所致，较高的期间费用在一定程度上削弱了公司主营业务盈利空间。公司从事大量的城市基础设施建设，为长兴县经济发展环境的改善发挥了积极的作用，为此，长兴县政府给予公司较大规模的财政补贴支持，2013-2014 年公司获得政府补助收入分别为 2.61 亿元、1.86 亿元。政府补助收入是公司利润的重要来源，近年公司获得的政府补助逐年增长，在一定程度上支撑了利润总额的增长。

表 8 2013-2014 年公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
主营业务收入	74,543.31	71,339.92
营业利润	15,610.70	9,682.62
补贴收入	18,593.37	26,121.00
利润总额	31,648.43	31,857.92
净利润	31,841.54	31,350.27
主营业务毛利率	75.40%	29.53%
期间费用率	55.18%	15.84%
总资产回报率	4.86%	5.48%

资料来源：2013-2014 年公司审计报告

现金流

公司经营现金流依然表现较差，未来资金支出需求较大，面临较大的资金压力

近年来，公司每年都承担了大量的道路、公用设施等基础设施的建设任务，在工程项目完工交付前，公司需要自筹资金进行项目建设，导致公司经营活动现金流量规模较大。2014 年，受应收账款的回收影响，公司收现比有较大波动，近年来公司与股东、关联方及其他等单位往来规模较大，导致公司经营活动净现金流波动明显，2014 年经营活动现金流累计净流出 66,447.87 万元。公司经营现金流水平依然表现较差。

目前公司主要依赖外部筹资解决资金需求，近年政府注资以及公司借款规模的迅速扩大使公司近年筹资活动现金流入得到提升，2014年公司发行13亿元公司债券使筹资活动现金流入规模增加较多。公司筹资活动现金支出主要是偿还债务本金及利息支出。2013-2014年通过筹资活动获取的现金流量净额累计为209,631.06万元，尚能弥补经营活动净流出。公司在建拟建项目较多，未来投资金额仍较大，公司未来面临较大的资金压力。

整体看来，公司通过经营活动获取现金的能力不佳，面临的资金压力较大。

表 9 2013-2014 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
收现比	1.50	0.81
经营活动现金流入小计	215,142.41	229,299.94
经营活动现金流出小计	281,590.28	247,214.57
经营活动产生的现金流量净额	-66,447.87	-17,914.62
投资活动现金流入小计	100.00	3,920.00
投资活动现金流出小计	2,297.85	3,248.63
投资活动产生的现金流量净额	-2,197.85	671.37
筹资活动现金流入小计	377,214.00	270,020.00
筹资活动现金流出小计	221,188.76	216,414.18
筹资活动产生的现金流量净额	156,025.24	53,605.82
现金及现金等价物净增加额	87,379.52	36,362.57

资料来源：2013-2014 年公司审计报告

资本结构与财务安全性

2014年公司有息负债规模大幅攀升，债务压力进一步加大

近年来，随着长兴县市政基础设施建设的逐步推进，公司对项目建设的资金需求不断增加，负债规模不断上升，2014年末增加至90.88亿元，较2013年末增加40.04%，公司的负债与所有者权益比率也不断上升。2013-2014年，公司的负债与所有者权益比率分别为68.21%和91.68%。

表 10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2014 年	2013 年
负债总额	908,758.01	648,920.97
所有者权益	991,198.66	951,292.00
负债与所有者权益比率	91.68%	68.21%

资料来源：2013-2014 年公司审计报告

从负债结构来看，公司以非流动负债为主，截至2014年末，流动负债占公司负债的比

重为34.11%，非流动负债比重为65.89%。

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款以及一年内到期的长期负债构成。其中其他应付款大幅增长，至2014年末为11.46亿元，较上年增长50.50%，主要是往来款及政府下属关联单位的借款。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。其中长期借款大幅增长，至2014年末为35.87亿元，较上年略有增长，主要是抵押贷款。

表 11 2013-2014 年公司负债构成情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	金额
短期借款	44,900.00	4.94%	29,440.00	4.54%
应付账款	15,863.82	1.75%	16,858.09	2.60%
其他应付款	114,626.18	12.61%	76,162.57	11.74%
一年内到期的长期负债	110,838.49	12.20%	44,720.39	6.89%
流动负债合计	309,994.40	34.11%	185,278.52	28.55%
长期借款	358,679.70	39.47%	353,076.00	54.41%
应付债券	231,165.02	25.44%	100,566.67	15.50%
非流动负债合计	598,751.17	65.89%	463,642.45	71.45%
负债合计	908,758.01	100.00%	648,920.97	100.00%
有息负债	745,583.21	82.04%	527,803.06	81.34%

资料来源：2013-2014 年公司审计报告

截至2014年底，公司有息债务规模74.56亿元，较2013年末增长41.26%，其中短期有息债务规模为15.57亿元，较2013年末增加110.00%，长期有息债务为58.98亿元，较2013年末增长30.02%。整体来看，公司有息债务规模较大且较快增长，偿债压力较大。公司应付债券为2012年公司发行10亿元公司债券（以下简称“12长城建”），债券期限7年，票面利率6.80%，在债券存续期的第3、4、5、6、7年末分别按照债券发行总额20%、20%、20%、20%和20%偿还债券本金；2014年公司发行13亿元公司债券，债券期限7年，票面利率6.00%，在债券存续期的第3、4、5、6、7年末分别按照债券发行总额20%、20%、20%、20%和20%偿还债券本金，其中公司12长城建将于2015年将偿付20%本金及当年利息，届时公司将面临一定的偿债压力。

截至2014年底公司有息负债余额745,583.21万元，同比增长41.26%，主要系短期借款及应付债券增加所致。债务到期时间分布在2015-2018年之间，其中2015-2016年到期的借款占集中度较高，公司未来存在一定的集中偿付风险。

表 12 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
有息负债	166,898.10	160,219.70	43,960.00	154,500.00

注：有息负债=短期借款+一年内到期的长期负债+长期借款+应付债券。

资料来源：公司提供

从偿债能力指标来看，近年来，流动比率、速动比率等指标表现为下降趋势。目前，公司资产负债率有所上升，刚性债务规模上升较快，同时也应关注到公司流动资产中其他应收款规模较大，且存货中大部分土地资产已用于抵押，公司资产流动性一般，且公司通过经营活动获得现金的能力较弱，面临的资金压力较大。总体来看公司存在一定的债务偿付压力。

表 13 2013-2014 年公司偿债能力指标情况

项目	2014 年	2013 年
资产负债率	47.44%	40.17%
流动比率	5.75	8.08
速动比率	3.15	3.78
EBITDA（万元）	89,691.88	81,670.81
EBITDA 利息保障倍数	1.65	1.59

资料来源：公司审计报告

六、或有事项分析

截至2014年12月31日，公司对外担保余额为11.06亿元，占所有者权益的比重为11.16%，担保余额规模较大，担保对象主要为政府下属相关企业，公司存在一定的或有债务风险。

表 14 截至 2014 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	担保方式	担保期限
长兴交通投资集团有限公司	8,000.00	保证	2014.3.11 至 2016.3.11
长兴建设房屋开发有限公司	4,000.00	保证	2015.1.4 至 2018.1.4
长兴交通投资集团有限公司	4,000.00	保证	2014.7.25 至 2016.2.28
长兴丽城建设发展有限公司	4,000.00	保证	2014.5.21 至 2015.11.21
浙江太湖新城实业投资有限公司	4,000.00	保证	2014.11.28 至 2017.1.21
长兴利源污水处理厂	3,000.00	保证	2012.4.26 至 2016.5.10
长兴利源污水处理厂	2,500.00	保证	2014.1.9 至 2016.1.9
长兴丽城建设发展有限公司	2,000.00	保证	2014.1.17 至 2017.1.17
长兴县城市建设发展中心(长兴县城市建设发展总公司)	2,000.00	保证	2009.10.22 至 2015.10.22
长兴县城市建设发展中心(长兴县城市建设发展总公司)	2,000.00	保证	2010.1.7 至 2017.10.22
长兴利源污水处理厂	1,000.00	保证	2014.10.30 至 2015.1.29
长兴永成建设发展有限公司	500.00	保证	2014.10.29 至 2016.10.28
长兴利源污水处理厂	36,720.00	保证	2014.12.29 至 2015.12.17
长兴利源污水处理厂	2,000.00	保证	2015.1.30 至 2017.1.29
长兴建设房屋开发有限公司	20,000.00	抵押	2015.1.4 至 2018.1.4
长兴丽城建设发展有限公司	10,000.00	抵押	2014.9.4 至 2016.9.17

长兴丽城建设发展有限公司	4,894.74	抵押	2014.2.7 至 2018.1.2
合计	110,614.74		

资料来源：2014 年公司审计报告

七、评级结论

2014年，长兴县经济发展较好，财政实力较强，为公司发展提供了良好的外部环境，公司继续得到长兴县地方政府的大力支持；公司土地开发收入的大幅增长带动了整体收入规模较快增长，公司在建项目较多，未来收入较有保障。

同时值得关注的是，公司资产中土地资产占比较大，且大部分土地资产已用于抵押，资产流动性受到影响；公司利润对财政补贴有较大依赖；目前公司在建项目较多，资金投入较大，存在一定的资金压力，担保余额规模较大，公司存在一定的或有债务风险。

基于上述情况，鹏元维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为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	204,542.95	110,408.42	53,300.85
应收账款	26,000.09	35,555.26	15,355.23
其他应收款	469,126.31	421,342.08	338,842.04
预付账款	277,287.78	132,580.96	57,018.99
存货	806,231.81	798,024.01	607,621.10
流动资产合计	1,783,515.61	1,497,910.73	1,072,138.20
长期股权投资	52,971.47	49,117.21	51,961.84
长期投资合计	52,971.47	49,117.21	51,961.84
固定资产合计	75,174.25	64,491.99	66,006.50
长期待摊费用	4,048.35	4,034.22	3,079.17
非流动资产合计	132,194.07	117,643.41	121,047.51
资产总计	1,915,709.68	1,615,554.14	1,193,185.71
短期借款	44,900.00	29,440.00	51,500.00
应付票据	-	-	13.97
应付账款	15,863.82	16,858.09	16,205.83
预收账款	21,524.77	15,372.41	6,719.61
应交税金	857.84	670.25	584.66
其他未交款	39.94	32.57	28.33
其他应付款	114,626.18	76,162.57	28,306.37
预提费用	1,383.30	2,022.24	701.64
一年内到期的长期负债	110,838.49	44,720.39	66,840.39
流动负债合计	309,994.40	185,278.52	170,900.79
长期借款	358,679.70	353,076.00	178,984.00
应付债券	231,165.02	100,566.67	100,566.67
长期应付款	3,106.16	4,199.49	2,659.61
专项应付款	5,800.29	5,800.29	5,245.75
非流动负债合计	598,751.17	463,642.45	287,456.03
负债合计	908,745.58	648,920.97	458,356.83
少数股东权益	15,753.00	15,341.18	14,833.54
实收资本	130,000.00	130,000.00	130,000.00
资本公积	762,731.84	754,654.28	553,207.90
盈余公积	9,997.93	6,813.77	3,678.74
未分配利润	88,481.34	59,823.95	33,108.70
所有者权益合计	991,198.66	951,292.00	719,995.35
负债及所有者权益合计	1,915,709.68	1,615,554.14	1,193,185.71

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	74,543.31	71,339.92	35,981.75
减：主营业务成本	18,334.38	50,270.84	31,490.51
主营业务税金及附加	136.36	89.83	175.71
二、主营业务利润	56,073.57	20,979.25	4,315.53
管理费用	5,216.34	3,537.53	2,949.90
财务费用	35,916.62	7,760.37	6,636.89
三、营业利润	15,610.70	9,682.62	-5,271.26
投资收益	-497.08	-1,924.63	-1,090.98
补贴收入	18,593.37	26,121.00	14,500.00
营业外收入	41.43	-	-
营业外支出	2,100.00	2,021.07	31.88
四、利润总额	31,648.43	31,857.92	8,105.88
少数股东本期损益	-193.12	507.65	-158.10
五、净利润	31,841.54	31,350.27	8,263.98

附录三-1 合并现金流量表及补充资料（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	111,826.17	58,078.15	36,000.00
收到的其他与经营活动有关的现金	103,316.24	171,221.80	83,239.98
现金流入小计	215,142.41	229,299.94	119,239.98
购买商品、接受劳务支付的现金	182,179.89	109,138.20	47,379.05
支付给职工以及为职工支付的现金	621.60	469.55	351.97
支付各项税费	-	0.07	4.60
支付的其他与经营活动有关的现金	98,788.79	137,606.74	234,155.66
现金流出小计	281,590.28	247,214.57	281,891.28
经营活动产生的现金流量净额	-66,447.87	-17,914.62	-162,651.31
二、投资活动产生的现金流量			
收到投资收到的现金	100.00	3,920.00	-
现金流入小计	100.00	3,920.00	-
购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	2,297.85	248.63	82.56
投资所支付的现金		3,000.00	3,920.00
现金流出小计	2,297.85	3,248.63	4,002.56
投资活动产生的现金流量净额	-2,197.85	671.37	-4,002.56
三、筹资活动产生的现金流量			
吸收投资所收到的现金		-	-
取得借款所收到的现金	232,038.00	270,020.00	185,220.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	145,176.00	-	100,000.00
现金流入小计	377,214.00	270,020.00	285,220.00
偿还债务所支付的现金	144,856.20	140,108.00	71,050.02
分配股利、利润和偿付利息所支付的现金	54,072.56	51,509.37	24,779.17
支付其他与筹资活动有关的现金	22,260.00	24,796.80	1,550.00
现金流出小计	221,188.76	216,414.18	97,379.20
筹资活动产生的现金流量净额	156,025.24	53,605.82	187,840.80
四、汇率变动对现金的影响额	-	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	87,379.52	36,362.57	21,186.94

附录三-2 合并现金流量表及补充资料（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
净利润	31,841.54	31,350.27	8,263.98
加：计提的资产减值准备	530.10	-760.85	706.58
固定资产折旧	3,820.35	3,240.64	557.62
长期待摊费用摊销	-14.13	1,432.29	-1,531.55
预提费用的增加（减：减少）	-326.50	1,320.60	592.55
待摊销费用减少（减：增加）	341.67	-	-
财务费用	53,775.29	48,227.39	19,737.84
投资损失（减：收益）	497.08	1,924.63	1,090.98
存货的减少（减：增加）	8,207.80	7,894.66	8,827.73
经营性应收项目的减少（减：增加）	182,935.88	-167,697.66	-127,071.66
经营性应付项目的增加（减：减少）	-35,106.89	54,645.75	-73,667.27
少数股东本期损益	-193.12	507.65	-158.10
经营活动产生的现金流量净额	-66,447.86	-17,914.62	-162,651.31
现金的期末余额	177,042.95	89,663.42	53,300.85
减：现金的期初余额	89,663.42	53,300.85	32,113.91
现金及现金等价物净增加额	87,379.53	36,362.57	21,186.94

附录四 主要财务指标表

项目	2014 年	2013 年	2012 年
有息债务（万元）	745,583.21	527,803.06	397,905.03
资产负债率	47.44%	40.17%	38.41%
流动比率	5.75	8.08	6.27
速动比率	3.15	3.78	2.72
综合毛利率	75.40%	29.53%	12.48%
总资产回报率	4.86%	5.51%	2.80%
EBITDA（万元）	89,691.88	82,027.03	24,261.73
EBITDA 利息保障倍数	1.65	1.59	1.26

附录五 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	综合毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/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。