

长兴城市建设有限公司

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： 

报告编号:

鹏信评【2016】跟踪第
【425】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

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

长兴城市建设有限公司

2014 年公司债券 2016 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	2016 年 06 月 27 日	2015 年 06 月 23 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 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长兴县经济和地方财政实力进一步增强, 长兴县政府对公司的支持力度较大, 且公司未来收入有一定保障。但我们也关注到公司土地开发收入有所下滑、存在一定资金压力、资产流动性一般、有息负债规模较大、存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面:

- 长兴县经济和财政实力进一步增强。2015 年长兴县实现地区生产总值 463.15 亿元, 较上一年增长 7.8%; 实现公共财政收入 43.17 亿元, 较上一年增长 7.31%。
- 公司继续得到地方政府的支持。2015 年公司子公司浙江长兴滨河实业有限公司收到政府注入资产, 根据权益法核算, 公司确认股权投资准备 1.26 亿元, 计入资本公积。2015 年公司获得财政补贴 2.91 亿元, 较上一年增长 56.59%。
- 公司在建项目较多, 未来收入有一定保障。截至 2015 年末, 公司主要在建、拟建项目包括解放路改造工程、长兴县中医院迁建工程二期综合楼等, 预计总投资为 51.19 亿元。在建项目多为代建的基础设施项目, 竣工验收后政府将实行回购, 未来收入有一定保障。

关注：

- **长兴县政府性基金收入有所下滑，影响了财政收入的稳定性。**政府性基金收入占长兴县财政收入比重较高，2015 年占比为 35.45%。2015 年长兴县土地出让收入下滑较大，导致政府性基金收入同比下降 26.53%，受此影响，长兴县财政收入同比下降 2.20%。
- **公司土地开发收入下滑较多。**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。2015 年公司实现土地开发收入 44,943.00 万元，同比下降 26.60%。
- **公司存在一定的资金压力。**截至 2015 年末，公司主要在建、拟建工程项目预计总投资为 53.19 亿元，已投资 1.58 亿元，尚需投资 51.61 亿元，未来存在一定的资金压力。
- **公司资产以其他应收款和土地资产为主，资产流动性一般。**截至 2015 年末，公司其他应收款账面价值 48.79 亿元，占总资产的 22.88%，对公司资金形成较大占用。另外公司还拥有土地使用权 188.76 万平方米，账面价值 70.76 亿元，占总资产的 33.17%，其中已抵押的土地账面价值 41.56 亿元。总体看，公司资产流动性一般。
- **公司有息债务规模较大，存在较大的偿债压力。**截至 2015 年末，公司有息债务规模达 87.24 亿元，同比增长 16.53%，公司债务规模较大且持续扩大，未来将面临较大偿债压力。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2016 年 6 月 24 日，公司对外担保金额为 26.47 亿元，占 2015 年末所有者权益的比重为 25.72%，对外担保余额规模较大，存在一定的或有债务风险。

主要财务指标：

项目	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	2,133,015.00	1,915,709.68	1,615,554.14
所有者权益（万元）	1,028,988.76	991,211.10	951,292.00
有息债务（万元）	872,431.67	748,689.37	527,803.06
资产负债率	51.04%	47.44%	40.17%
流动比率	7.55	5.75	8.08
速动比率	4.07	3.15	3.78
主营业务收入（万元）	70,859.93	74,543.31	71,339.92
政府补助（万元）	29,114.56	18,593.37	26,121.00
利润总额（万元）	24,950.67	31,648.43	31,857.92
综合毛利率	64.64%	75.40%	29.53%

总资产回报率	3.85%	4.86%	5.51%
EBITDA（万元）	84,261.97	89,691.88	82,027.03
EBITDA 利息保障倍数	1.59	1.65	1.59
经营活动净现金流（万元）	-217,867.33	-66,447.87	-17,914.62

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2016年5月31日，本期债券本息兑付情况见下表。

表1 截至 2016 年 5 月 31 日本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本期兑付日期	期初本金余额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2015.12.03	130,000	-	7,800	130,000

资料来源：公司提供

截至2016年05月31日，本期债券募集资金使用情况如表2所示。

表2 截至 2016 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	58,300	25,000	25,000	已完工
浙江长兴县雉城村（原老剧院地块）旧城拆迁改造工程	185,600	85,000	85,000	已完工
长兴县城市主干道画溪大道项目	54,000	15,000	15,000	已完工
长兴县第三水厂一期工程	18,200	5,000	5,000	建设中
合计	316,100	130,000	130,000	-

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

2015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。2015年，公司主营业务未发生变化，合并范围未发生变化。

截至2015年12月31日，公司总资产为213.30亿元，所有者权益合计102.90亿元，资产负债率51.04%。2015年，公司实现主营业务收入7.09亿元，利润总额2.50亿元，经营活动现金流净额为-21.79亿元。

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

2015年，长兴县经济继续保持平稳增长，2015年全县实现地区生产总值463.15亿元，较上年增长7.8%。2015年长兴县三次产业结构比例由2014年的7.1：52.7：40.2调整为6.9:50.9:42.2，二、三产业占地区生产总值的比重达93.10%，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。据2015年长兴县国民经济和社会发展统计公报的数据，2015年长兴县660家规模以上工业企业共实现产值1,193.77亿元，同比增长5.5%。实现规模以上工业增加值203.61亿元，按可比价计算，同比增长6.3%，增幅比上年同期下降3.7个百分点。规模以上工业生产增速较上年有所趋缓。规模以上工业中电气机械和器材制造业、纺织业、非金属矿物制品业、化学纤维制造业等四大行业累计产值875.05亿元，占全县规模以上工业产值的73.3%，同比增长5.6%。

2015年长兴县固定资产投资额达359.41亿元，同比增长10.0%，增速较上一年下降5.2个百分点；消费和进出口是长兴县经济增长的另两大驱动因素，2015年长兴县社会消费品零售总额和进出口总额分别达到207.71亿元和18.52亿美元，同比增长12.0%和6.5%，增速均较上一年有所下滑。

表3 2014-2015 年长兴县主要经济指标（单位：亿元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	463.15	7.8%	438.72	8.7%
第一产业增加值	32.10	2.3%	31.10	1.3%
第二产业增加值	235.50	6.2%	231.37	9.6%
第三产业增加值	195.60	11.0%	176.27	8.6%
规模以上工业增加值	203.61	6.3%	181.50	10.0%
固定资产投资	359.41	10.0%	326.61	15.2%
社会消费品零售总额	207.71	12.0%	185.47	15.2%
进出口总额（亿美元）	18.52	6.5%	18.37	7.3%
存款余额	570.49	8.2%	530.1	12.5%
贷款余额	498.91	4.8%	476.1	11.2%

资料来源：长兴县统计信息网，2014-2015 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，但其中政府性基金收入占比较大，2015年财政收入有所下滑，需关注土地市场波动对政府性基金收入稳定性的影响

2015年，长兴县财政收入103.69亿元，较2014年下降2.20%，但整体规模相对较大。长兴县财政收入下降主要由于政府土地出让收入减少导致的政府性基金收入下降。

2015年公共财政收入占长兴财政收入比重为42.03%，公共财政收入占比有所提高。2015

年长兴县公共财政收入达43.17亿元，同比增长7.31%。其中税收收入占87.26%，税收收入持续增长，但占比有所下降。上级补助收入为长兴县财政收入的重要补充，2015年长兴县上级补助收入23.14亿元，占财政收入22.32%。政府性基金收入占长兴县财政收入比重较高，2014-2015年分别为46.76%和35.45%。2015年长兴县土地出让收入下滑较大，导致政府性基金收入同比下降26.53%。政府性基金收入受宏观经济政策和当地房地产市场波动影响较大，具有一定不确定性。

总体来看，长兴县财政收入中公共财政收入保持较快增长。同时，财政收入受宏观经济政策、当地房地产市场和上级补助收入的影响较大。且政府性基金收入在财政收入中占比较高，增加了财政收入的波动性。

近年公共财政支出不断增加，已超出公共财政收入覆盖范围，存在一定缺口。2015年，长兴县财政自给率较好，在一定程度上保障财政支出，但较上一年有所下降。

表4 2014-2015 年长兴县财政收支情况（单位：亿元）

项目	2015年	2014年
财政收入	103.69	106.02
（一）公共财政收入	43.17	40.23
其中：税收收入	37.67	36.55
非税收入	5.50	3.68
（二）上级补助收入	23.14	15.39
其中：返还性收入	2.56	2.49
一般性转移支付收入	8.60	7.36
专项转移支付	11.98	5.55
（三）政府性基金收入	36.42	49.57
其中：土地出让收入	27.96	40.07
（四）预算外财政专户收入	0.96	0.83
财政支出	98.02	99.70
（一）公共财政支出	59.06	51.41
（二）政府性基金支出	38.96	47.48
（三）预算外财政专户支出	-	0.81
公共财政收入/公共财政支出	0.73	0.78

注：财政收入=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入+预算外财政专户收入；财政支出=公共财政支出+政府性基金支出+预算外财政专户支出。财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：长兴县财政局，鹏元整理

四、经营与竞争

公司是长兴县城市基础设施投资、建设主体之一，主营业务涵盖基础设施工程建设及

土地一级开发。公司收入主要来自工程项目回购和土地开发业务。2015年实现主营业务收入70,859.93万元，同比下降4.94%。其中2015年公司实现土地开发收入44,943.00万元，同比下降26.60%。公司近两年营业收入构成和毛利率情况见下表。

表 5 公司 2014-2015 年各业务盈利情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
工程项目回购收入	25,916.93	29.94%	13,314.31	37.90%
土地开发收入	44,943.00	84.64%	61,230.00	83.56%
合计	70,859.93	64.64%	74,544.31	75.40%

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

2015 年公司工程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

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。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。

2015 年工程项目回购收入都来自长海路改造工程，该工程代建成本 18,157.43 万元，确认回购收入 25,916.93 万元。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，2015 年支付 3.5 亿元，截至 2016 年 5 月末，公司暂未收到回购款，主要系以上工程尚未竣工验收，待竣工验收后长兴县政府将支付回购款。

截至 2015 年末，公司主要在建工程项目包括解放路改造工程、长兴县中医院迁建工程二期综合楼等。除了零星工程之外的在建和拟建项目预计总投资为 53.19 亿元，已投资 1.58 亿元，尚需投资 51.61 亿元。公司在建项目中解放路改造工程、长兴县中医院迁建工程二期综合楼均签订项目回购协议。公司在建及拟建项目较多，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 6 截至 2015 年 12 月 31 日公司在建及拟建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	是否签订回购协议	预计完工时间
解放路改造工程	8,000.00	1,000.00	是	2016.09
长兴县中医院迁建工程二期综合楼	17,460.00	2,000.00	是	2017.10
长兴公交换乘专用停车枢纽工程	30,200.00	3,000.00	否	2017.12

县前街改造工程	6,000.00	500.00	否	2017.12
长安路改造工程	7,000.00	-	否	2017.12
城市污水管网工程	4,000.00	-	否	2016.12
城市危旧房改造	35,000.00	500.00	否	2017.12
长兴中心城区旧城改造（二期）	200,000.00	-	否	2020.12
第二污水处理厂二期工程	15,000.00	-	否	2020.12
城区污水泵站及管网建设改造工程	20,000.00	-	否	2019.12
长广集团老小区改造及配套基础设施建设	25,000.00	800.00	否	2018.12
长兴海兴桥拆建工程	6,000.00	-	否	2017.70
长兴回龙山新区建设开发	40,000.00	-	否	2020.12
长兴县第三水厂一期工程	18,200.00	8,000.00	否	2017.12
历史文化街	100,000.00	-	否	-
合计	531,860.00	15,800.00	-	-

注：解放路改造工程和长兴县中医院迁建工程二期综合楼计入了审计报告预付账款科目，其他项目计入审计报告存货科目里其他工程，因公司部分工程已接近完工，未列入表中

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，但受地方土地出让规划及市场环境影

响，2015 年土地开发收入有所下降

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 2015 年末，公司已整治回龙山新区土地 2,800 亩，其中已出让土地 2,058 亩，未出让土地 742 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。

2015 年公司土地开发收入来自小浦镇中山村、雉城镇街道五峰村、小浦镇中山村和雉城镇街道五峰村，都属于回龙山地块。总共出让面积为 105,350.00 平方米，土地出让金为 44,943.00 万元，同比下降 26.60%。根据《长兴城市建设有限公司 2015 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 2015 年公司出让地块开发条件较好，所涉及的拆迁工程较少，当年开发成本较低，公司土地开发成本毛利率提升 1.08 个百分点至 84.64%。

表 7 2015 年末公司土地开发收入明细（单位：平方米，万元）

项目名称	出让面积	出让金返还金额
小浦镇中山村	46,793.00	17,445.00
雒城镇街道五峰村、小浦镇中山村	20,488.00	7,598.00
雒城街道五峰村	38,069.00	19,900.00
合计	105,350.00	44,943.00

资料来源：公司提供

此外，公司土地开发业务进一步拓展至城区，2015 年公司对城区老剧院地块进行开发整理涉及面积约 90 亩，截至 2015 年末累计发生成本约 11 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土地面积超过 1,500 亩，计划出让面积 500 亩，但土地出让受政府规划和一级土地市场环境的影响较大，公司土地开发收入或有一定的波动性。

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。2015 年公司子公司浙江长兴滨河实业有限公司收到政府注入资产，根据权益法核算，公司确认股权投资准备 1.26 亿元，计入资本公积。另外，根据长财预[2015]261 号文件，2015 年公司获得财政补贴 2.91 亿元，较上一年增长 56.59%。

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 2013-2015 年三年连审的审计报告，公司的财务报表按照旧会计准则进行编制。2015 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，但以其他应收款和土地资产为主，整体资产流动性一

般

近年公司业务量逐年增加，资产规模稳步增长。截至 2015 年末，公司总资产为 213.30 亿元，同比增长 11.34%。公司资产以流动资产为主，截至 2015 年末流动资产占比 93.40%。

表 8 2014-2015 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	167,883.49	7.87%	204,542.95	10.68%
其他应收款	487,931.55	22.88%	469,126.31	24.49%
预付账款	396,346.29	18.58%	277,287.78	14.47%
存货	918,628.38	43.07%	806,231.81	42.09%
流动资产合计	1,992,160.85	93.40%	1,783,515.61	93.10%
长期股权投资	51,360.26	2.41%	52,971.47	2.77%
固定资产	84,154.57	3.95%	75,174.25	3.92%
非流动资产合计	140,854.15	6.60%	132,194.07	6.90%
资产总计	2,133,015.00	100.00%	1,915,709.68	100.00%

资料来源：公司2013-2015年审计报告，鹏元整理

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。截至2015年末，公司货币资金余额16.79亿元，同比减少17.92%，主要原因系偿还借款及支付基础设施建设工程款，另外货币资金中4.68亿元定期存单质押受限；截至2015年末，公司其他应收款账面价值48.79亿元，同比增长4.01%，主要是公司与其他单位往来款增加所致。前五位欠款单位分别为长兴县城市建设发展中心、长兴建设房屋开发有限公司、浙江兴长资产经营有限公司、长兴利源污水处理厂和长兴县经济技术开发总公司，合计占全部其他应收款的91.65%。从账龄来看，截至2015年末其他应收款账面余额中一年以内的欠款占比为27.81%，1-2年占比27.97%，其中公司与其股东长兴县城市建设发展中心产生的账龄在3年以内及3年以上的往来款共计28.36亿元，欠款时间较长、金额较大，欠款占比57.57%，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41.47亿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，公司与关联方浙江长兴经开建设开发有限公司往来款较大，主要由于浙江长兴经开建设开发有限公司负责实施建设公司的保障房项目，公司拆借资金给浙江长兴经开建设开发有限公司用于保障房项目建设；截至2015年末，公司预付账款同比大幅增长42.94%，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；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。截至2015年

末，存货规模达91.86亿元，其中土地使用权面积为188.76万平方米，账面价值70.76亿元，占总资产的33.17%，其中已抵押的土地账面价值41.56亿元，占全部土地账面价值的58.74%。

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，帐龄较长，对公司资金形成较大占用，同时土地资产中已用以抵押融资的较多，资产整体流动性一般。

盈利能力

2015年收入有所下滑，利润来源仍对政府财政补贴有较大依赖

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，2015年公司实现主营业务收入7.09亿元，较2014年下降4.97%。毛利率方面，由于2015年公司工程回购加成比例下降，公司主营业务毛利率较上年有所下降。

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，2015年期间费用率提升到60.34%，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，公司利润总额和净利润分别同比下降21.16%和20.79%。

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，2015年公司获得政府补助收入2.91亿元，同比增长56.59%。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9 2014-2015年公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2015年	2014年
主营业务收入	70,859.93	74,543.31
营业利润	2,795.33	15,610.70
补贴收入	29,114.56	18,593.37
利润总额	24,950.67	31,648.43
净利润	25,222.30	31,841.54
主营业务毛利率	64.64%	75.40%
期间费用率	60.34%	55.18%
总资产回报率	3.85%	4.86%

资料来源：公司2013-2015年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动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。

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，2015 年经营活动现金净流出由上一年的 6.64 亿元增至 21.79 亿元。公司经营现金流水平依然表现较差。

公司投资活动较少，投资活动产生的现金流量净额规模较小，近两年表现为少量的净流出。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，2015 年公司发行 11.00 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。2015 年通过筹资活动获取的现金流量净额为 16.28 亿元。公司在建拟建项目较多，尚需投资 51.61 亿元，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 10 2014-2015 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
销售商品、提供劳务收到的现金	78,760.93	111,826.17
收到其他与经营活动有关的现金	75,967.17	103,316.24
经营活动现金流入小计	154,728.09	215,142.41
购买商品、接受劳务支付的现金	241,759.32	182,179.89
支付的其他与经营活动有关的现金	129,782.41	98,788.79
经营活动现金流出小计	372,595.42	281,590.28
经营活动产生的现金流量净额	-217,867.33	-66,447.87
投资活动产生的现金流量净额	-886.33	-2,197.85
筹资活动产生的现金流量净额	162,794.21	156,025.24
现金及现金等价物净增加额	-55,959.45	87,379.52

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2015 年公司有息负债规模继续扩大，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，2015 年末增加至 108.87 亿元，同比增长 19.80%，公司的负债与所有者权益比率也不断上升。2014-2015 年，公司的负债与所有者权益比率分别为 91.68% 和 105.80%。

表 11 2014-2015 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2015 年	2014 年
负债总额	1,088,662.67	908,745.58

所有者权益	1,028,988.76	991,211.10
负债与所有者权益比率	105.80%	91.68%

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

从负债结构来看，公司以非流动负债为主，截至2015年末，流动负债占公司负债的比重为24.23%，非流动负债比重为75.77%。

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。其中短期借款为质押借款和信用借款，截至2015年末公司短期借款余额1.60亿元，同比减少64.37%；2015年公司应付账款规模变动不大，主要是应付工程款；其他应付款大幅减少，至2015年末为5.35亿元，同比减少53.29%，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、应付债券和长期应付款构成。其中长期借款都是银行借款和信托借款，至2015年末为38.03亿元，较上年略有增长，主要是抵押贷款；应付债券为公司发行的三期债券，分别为“12长兴债”、“14长兴债”和“15长兴城建私募债”，期限分别是7年、7年和5年。至2015年末公司应付债券规模达32.27亿元，同比增长39.62%；公司长期应付款为应付浙江汇金租赁股份有限公司的租赁款和应付长兴县财政局的款项。截至2015年末，长期应付款规模达11.61亿元，规模较上年大幅增长，主要系2015年公司收到长兴县财政局下拨的地方政府债券置换资金11.41亿元。

表 12 2014-2015 年公司负债构成情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	金额
短期借款	16,000.00	1.47%	44,900.00	4.94%
应付账款	15,783.27	1.45%	15,863.82	1.75%
其他应付款	53,538.28	4.92%	114,626.18	12.61%
一年内到期的长期负债	151,470.09	13.91%	110,838.49	12.20%
流动负债合计	263,755.80	24.23%	309,994.40	34.11%
长期借款	380,295.00	34.93%	358,679.70	39.47%
应付债券	322,746.58	29.65%	231,165.02	25.44%
长期应付款	116,065.00	10.66%	3,106.16	0.34%
非流动负债合计	824,906.87	75.77%	598,751.17	65.89%
负债合计	1,088,662.67	100.00%	908,745.58	100.00%
有息负债	872,431.67	80.13%	748,689.37	82.39%

注：有息债务=短期借款+一年内到期的长期负债+长期借款+应付债券+长期应付款中的融资租赁款

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

截至2015年末，公司有息债务规模87.24亿元，同比增长16.53%，其中短期有息债务规模为16.75亿元，同比增长7.53%，长期有息债务为70.50亿元，同比增长18.89%，主要系2015年发行的私募债券。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。

从偿债能力指标来看，2015 年公司新增负债较多，资产负债率由上一年的 47.44%增至 51.04%。流动比率、速动比率均较上一年有所提升，主要系发行私募债收到的货币资金较多。因 EBTIDA 有所下降，EBITDA 对利息的保障倍数由上一年的 1.65 下降到 1.59。

跟踪期内，公司资产负债率有所上升，有息债务规模上升较快，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 2014-2015 年公司偿债能力指标情况

项目	2015 年	2014 年
资产负债率	51.04%	47.44%
流动比率	7.55	5.75
速动比率	4.07	3.15
EBITDA（万元）	84,261.97	89,691.88
EBITDA 利息保障倍数	1.59	1.65

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

截至2016年6月24日，公司对外担保金额为26.47亿元，占2015年末所有者权益的比重为25.72%，担保余额规模较大且无反担保，担保对象主要为政府下属相关企业，存在一定的或有债务风险。

表 14 截至 2016 年 6 月 24 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
长兴建设房屋开发有限公司	37,000.00	保证	2015.01.04-2018.01.04
都市股份有限公司	30,000.00	保证	2015.8.14-2030.8.13
长兴交通投资集团有限公司	30,000.00	保证	2015.6.26-2017.6.26
浙江太湖新城实业投资有限公司	25,000.00	保证	2014.11.28-2017.01.21
长兴丽城建设发展有限公司	15,000.00	保证	2014.9.4-2016.9.4
长兴交通投资集团有限公司	6,252.63	保证	2015.6.18-2018.9.9
长兴交通投资集团有限公司	6,219.55	保证	2015.6.18-2018.9.9
长兴永成建设发展有限公司	4,000.00	保证	2014.10.29-2016.10.28
长兴永成建设发展有限公司	4,000.00	保证	2015.8.3-2016.8.3
长兴利源污水处理厂	500	保证	2015.01.30-2017.01.29
长兴建设房屋开发有限公司	37,000.00	抵押	2015.01.04-2018.01.04
长兴丽城建设发展有限公司	36,720.00	抵押	2014.9.4-2016.9.17
长兴丽城建设发展有限公司	33,000.00	抵押	2014.2.7-2018.1.2

合计	264,692.18	-	-
----	------------	---	---

资料来源：公司提供

七、评级结论

2015年长兴县经济和地方财政实力进一步增强，且长兴县政府对公司的支持力度较大，公司在建项目较多，未来收入有一定保障。但我们也关注到长兴县政府性基金收入的下降影响了财政收入的稳定性、公司在建项目尚需投资金额较大，存在一定资金压力、资产抵押比率较高，流动性一般、有息负债规模较大，存在较大的偿债压力、公司对外担保余额较大，存在一定的或有负债风险等风险因素。

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	2015 年	2014 年	2013 年
货币资金	167,883.49	204,542.95	110,408.42
应收账款	21,062.79	26,000.09	35,555.26
其他应收款	487,931.55	469,126.31	421,342.08
预付账款	396,346.29	277,287.78	132,580.96
存货	918,628.38	806,231.81	798,024.01
待摊费用	308.33	326.67	-
流动资产合计	1,992,160.85	1,783,515.61	1,497,910.73
长期股权投资	51,360.26	52,971.47	49,117.21
长期债权投资	1,300.00	-	-
长期投资合计	52,660.26	52,971.47	49,117.21
固定资产原价	95,933.52	82,883.64	68,381.03
减：累计折旧	11,778.94	7,709.39	3,889.05
固定资产净额	84,154.57	75,174.25	64,491.99
固定资产合计	84,154.57	75,174.25	64,491.99
长期待摊费用	4,039.32	4,048.35	4,034.22
非流动资产合计	140,854.15	132,194.07	117,643.41
资产总计	2,133,015.00	1,915,709.68	1,615,554.14
短期借款	16,000.00	44,900.00	29,440.00
应付账款	15,783.27	15,863.82	16,858.09
预收账款	24,191.44	21,524.77	15,372.41
应交税金	1,088.77	817.91	670.25
其他未交款	53.17	39.94	32.57
其他应付款	53,538.28	114,626.18	76,162.57
预提费用	1,630.78	1,383.30	2,022.24
一年内到期的长期负债	151,470.09	110,838.49	44,720.39
流动负债合计	263,755.80	309,994.40	185,278.52
长期借款	380,295.00	358,679.70	353,076.00
应付债券	322,746.58	231,165.02	100,566.67
长期应付款	116,065.00	3,106.16	4,199.49
专项应付款	5,800.29	5,800.29	5,800.29
非流动负债合计	824,906.87	598,751.17	463,642.45
负债合计	1,088,662.67	908,745.58	648,920.97
少数股东权益	15,363.56	15,753.00	15,341.18
实收资本	130,000.00	130,000.00	130,000.00
资本公积	775,287.20	762,731.84	754,654.28
盈余公积	12,520.16	9,997.93	6,813.77

未分配利润	111,181.40	88,481.34	59,823.95
所有者权益合计	1,028,988.76	991,211.10	951,292.00
负债及所有者权益合计	2,133,014.99	1,915,709.68	1,615,554.14

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
一、主营业务收入	70,859.93	74,543.31	71,339.92
减：主营业务成本	25,059.08	18,334.38	50,270.84
主营业务税金及附加	265.43	136.36	89.83
二、主营业务利润	45,535.42	56,073.57	20,979.25
加：其他业务利润	19.36	670.09	1.27
减：管理费用	8,398.71	5,216.34	3,537.53
财务费用	34,360.74	35,916.62	7,760.37
三、营业利润	2,795.33	15,610.70	9,682.62
投资收益	-585.22	-497.08	-1,924.63
补贴收入	29,114.56	18,593.37	26,121.00
营业外收入	29.39	41.43	-
营业外支出	6,403.39	2,100.00	2,021.07
四、利润总额	24,950.67	31,648.43	31,857.92
少数股东本期损益	-271.62	-193.12	507.65
五、净利润	25,222.30	31,841.54	31,350.27

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表及补充资料（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 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	78,760.93	111,826.17	58,078.15
收到的其他与经营活动有关的现金	75,967.17	103,316.24	171,221.80
现金流入小计	154,728.09	215,142.41	229,299.94
购买商品、接受劳务支付的现金	241,759.32	182,179.89	109,138.20
支付给职工以及为职工支付的现金	559.94	621.60	469.55
支付各项税费	493.75	-	0.07
支付的其他与经营活动有关的现金	129,782.41	98,788.79	137,606.74
现金流出小计	372,595.42	281,590.28	247,214.57
经营活动产生的现金流量净额	-217,867.33	-66,447.87	-17,914.62
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
取得投资收益收到的现金	1,026.02	-	-
现金流入小计	1,026.02	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	612.35	2,297.85	248.63
投资所支付的现金	1,300.00	-	3,000.00
现金流出小计	1,912.35	2,297.85	3,248.63
投资活动产生的现金流量净额	-886.33	-2,197.85	671.37
三、筹资活动产生的现金流量			
取得借款所收到的现金	196,300.00	232,038.00	270,020.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	237,845.00	145,176.00	-
现金流入小计	434,145.00	377,214.00	270,020.00
偿还债务所支付的现金	164,139.25	144,856.20	140,108.00
分配股利、利润和偿付利息所支付的现金	51,255.38	54,072.56	51,509.37
支付其他与筹资活动有关的现金	55,956.16	22,260.00	24,796.80
现金流出小计	271,350.79	221,188.76	216,414.18
筹资活动产生的现金流量净额	162,794.21	156,025.24	53,605.82
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	-55,959.45	87,379.52	36,362.57

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表及补充资料（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
净利润	25,222.30	31,841.54	31,350.27
加：少数股东损益	-271.62	-193.12	507.65
计提的资产减值准备	2,767.92	530.10	-760.85
固定资产折旧	4,069.55	3,820.35	3,240.64
长期待摊费用摊销	2,157.34	-14.13	1,432.29
预提费用的增加（减：减少）	-	-326.50	1,320.60
待摊销费用减少（减：增加）	405.83	341.67	-
财务费用	53,504.76	53,775.29	48,227.39
投资损失（减：收益）	585.22	497.08	1,924.63
存货的减少（减：增加）	-112,396.56	8,207.80	7,894.66
经营性应收项目的减少（减：增加）	-132,926.46	182,935.88	-167,697.66
经营性应付项目的增加（减：减少）	-60,985.61	-35,106.89	54,645.75
经营活动产生的现金流量净额	-217,867.33	-66,447.86	-17,914.62
现金的期末余额	121,083.49	177,042.95	89,663.42
减：现金的期初余额	177,042.95	89,663.42	53,300.85
现金及现金等价物净增加额	-55,959.45	87,379.53	36,362.57

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2015 年	2014 年	2013 年
有息债务（万元）	872,431.67	748,689.37	527,803.06
资产负债率	51.04%	47.44%	40.17%
流动比率	7.55	5.75	8.08
速动比率	4.07	3.15	3.78
综合毛利率	64.64%	75.40%	29.53%
总资产回报率	3.85%	4.86%	5.51%
EBITDA（万元）	84,261.97	89,691.88	82,027.03
EBITDA 利息保障倍数	1.59	1.65	1.59

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至 2015 年末土地资产清单（单位：平方米、万元）

土地使用权证号	性质	用途	面积	入账价值	是否抵押
长土国用（2011）第 1-218 号	出让	城镇混合住宅	21,616.55	7,977.85	否
长土国用（2011）第 1-213 号	出让	城镇混合住宅	40,989.58	21,081.97	否
长土国用（2011）第 1-217 号	出让	城镇混合住宅	26,390.48	11,332.49	否
长土国用（2011）第 1-216 号	出让	城镇混合住宅	14,652.40	2,337.00	否
长土国用（2011）第 1-214 号	出让	城镇混合住宅	31,183.60	6,654.13	否
长土国用（2011）第 1-215 号	出让	城镇混合住宅	14,570.50	2,477.08	是
长土国用（2008）第 1-818 号	出让	城镇混合住宅	72,245.74	40,402.18	是
长土国用（2008）第 1-822 号	出让	商业用地	69,387.00	11,803.75	否
长土国用（2011）第 1-204 号	出让	商业用地	32,649.84	7,753.94	否
长土国用（2011）第 1-205 号	出让	商业用地	32,650.00	7,753.94	否
长土国用（2008）第 1-819 号	出让	商业用地	36,602.15	18,977.04	是
长土国用（2009）第 1-2413 号	出让	商业用地	103,376.00	24,173.83	是
长土国用（2009）第 1-2412 号	出让	商业用地	219,806.00	61,793.95	是
长土国用（2009）第 1-2420 号	出让	商业用地	116,405.00	33,292.68	是
长土国用（2009）第 1-2414 号	出让	商业用地	45,581.00	13,038.54	否

长土国用(2011)第 1-39 号	出让	城镇混合住宅	43,424.70	20,014.44	否
长土国用(2012)第 1-198 号	出让	城镇混合住宅	19,215.05	10,036.02	是
长土国用(2012)第 1-199 号	出让	城镇混合住宅	15,946.77	8,329.00	是
长土国用(2012)第 1-197 号	出让	城镇混合住宅	21,610.62	9,050.53	是
长土国用(2012)第 1-196 号	出让	城镇混合住宅	10,843.07	5,329.37	是
长土国用(2012)第 1-195 号	出让	城镇混合住宅	68,186.77	25,597.31	是
长土国用(2012)第 1-194 号	出让	城镇混合住宅	73,337.00	29,334.80	是
长土国用(2011)第 1-37 号	出让	城镇混合住宅	4,122.88	2,026.40	否
长土国用(2011)第 1-173 号	出让	城镇混合住宅	51,739.00	21,683.81	否
长土国用(2011)第 1-172 号	出让	商业用地	2,190.00	1,658.93	否
长土国用(2012)第 1-179 号	出让	城镇混合住宅	134,237.37	53,694.95	是
长土国用[2013]第 1-10290 号	出让	城镇混合住宅用地	87,029.00	36,596.38	否
长土国用[2013]第 1-10291 号	出让	商业用地	37,074.00	52,395.58	是
长土国用[2013]第 1-10292 号	出让	城镇混合住宅用地	89,476.00	37,625.37	否
长土国用[2013]第 1-10293 号	出让	城镇混合住宅用地	83,295.00	35,026.21	是
长土国用[2013]第 1-10294 号	出让	商业用地	34,891.00	38,675.45	否
长土国用(2013)第 1-1000056 号	出让	城镇混合住宅用地	25,297.57	5,732.43	是

长土国用（2009）第1-3507号	出让	城镇混合住宅用地	52,620.07	11,923.71	否
长土国用（2009）第1-3508号	出让	城镇混合住宅用地	121,718.48	27,581.41	否
长土国用（2010）第1-823号	出让	城镇混合住宅用地	33,192.56	4,419.00	否
合计	-	-	1,887,552.75	707,581.46	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{主营业务收入} - \text{主营业务成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
现金流	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	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{融资租赁款}$
	短期有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{ 年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}$

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。