

阿克苏地区绿色实业开发有限公司
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：鹏信评
【2015】跟踪第【741】
号 01

债券剩余规模：17 亿元

债券到期日期：2021 年
08 月 25 日

债券偿还方式：本期债券采用固定利率形式，单利按年计息附设提前还本条款，即在债券存续期的第 3、4、5、6、7 年末分别按照债券发行总额 20%偿还债券本金

分析师

姓名：
王一峰 林心平

电话：
0755-82874485

邮箱：
wangyf@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

阿克苏地区绿色实业开发有限公司 2014 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
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 07 月 31 日	2014 年 08 月 05 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对阿克苏地区绿色实业开发有限公司（以下简称“阿克苏实业”或“公司”）及其 2014 年 8 月 25 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阿克苏地区地方经济和财政实力保持稳定增长；公司收入规模持续增长，收入来源较为多元化；阿克苏地区政府继续给予了公司一定的支持；同时我们也关注到了阿克苏地区财政收入对上级补助收入依赖较强，且财政自给率较低；资产整体流动性一般；公司负债规模快速增长；公司经营活动现金流表现较差等风险因素。

正面：

- 阿克苏地区地方经济和财政实力保持稳定增长。2014 年阿克苏地区完成地区生产总值 1,156.70 亿元，同比增长 7.80%；2014 年阿克苏地区本级和全口径财政收入分别为 15.72 亿元和 231.93 亿元，同比分别增长 29.49%和 1.69%。
- 公司收入规模持续增长，收入来源较为多元化。公司的主营业务收入来源广泛，主要包括市政工程代建、资产代管收入、农田灌溉水费收入、房地产收入等。跟踪期内，公司的主营业务收入持续增长，2014 年实现营业收入 70,730.40 万元，同比增长 12.95%。
- 阿克苏地区政府继续给予了公司一定的支持。2014 年，阿克苏地区行政公署办公室将乌什县燕山资产经营有限责任公司全部股权无偿划转至公司；2014 年阿克苏

地区政府投入货币资金计 28,387.49 万元；2014 年公司获得 2,052.28 万元的财政补贴。

关注：

- **阿克苏地区财政收入对上级补助收入依赖较强，且财政自给率较低。**2014 年阿克苏地区本级和全口径上级补助收入占地方可支配收入的比例分别为 72.10%、58.62%，占比较高；区本级和全口径财政自给率分别为 9.38%、36.15%。
- **公司资产整体流动性一般。**公司资产构成以存货、固定资产以及在建工程等流动性一般的资产为主，其中已经抵押的土地资产共为 227,059.65 万元。
- **公司负债规模快速增长。**跟踪期内，公司负债规模大幅上升，截至 2014 年末公司负债总额为 362,621.80 万元，同比增长 123.62%，其中有息负债为 257,406.03 万元，同比增长 145.38%。
- **公司经营活动现金流表现较差。**由于与财政局往来款规模大幅增加，2014 年公司经营活动现金流净额为-65,572.64 万元，呈现净流出状态且规模较大。

主要财务指标：

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	1,298,922.36	955,473.23	851,470.13
归属于母公司所有者权益（万元）	927,453.31	783,568.14	698,555.72
有息负债（万元）	257,406.03	104,900.00	80,027.00
资产负债率	27.92%	16.97%	16.99%
流动比率	6.20	5.98	6.42
速动比率	2.58	0.94	1.05
营业收入（万元）	70,730.40	62,622.54	49,961.74
补贴收入（万元）	2,053.28	3,082.25	9,414.00
营业利润（万元）	15,107.64	25,595.30	19,521.14
利润总额（万元）	17,294.87	28,796.73	29,108.44
综合毛利率	46.27%	56.03%	48.21%
总资产回报率	2.38%	3.57%	4.05%
EBITDA（万元）	37,339.73	41,532.74	36,590.01
EBITDA 利息保障倍数	3.69	6.39	52.59
经营活动现金流净额（万元）	-65,572.46	4,779.93	-24,755.19

资料来源：公司 2012、2014 年审计报告

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金 [2014]1105号文件批准，公司于2014年8月25日公开发行为17亿元公司债券，票面利率为6.74%。

本期债券计息期限为2014年8月25日至2021年8月25日，采用固定利率形式，单利按年计息，逾期不另计利息。本期债券附设提前还本条款，即在债券存续期的第3、4、5、6、7年末分别按照债券发行总额20%偿还债券本金。截至2015年6月30日，本期债券尚未到第一次本息兑付日。

截至2015年6月30日，本期债券募集资金使用情况如表所示。

表 1 截至 2015 年 6 月 30 日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目	项目总投资	拟使用募集资金	项目已投资	已使用募集资金
新和县保障性住房建设项目	49,739.35	23,800.00	41,120.54	21,892.75
沙雅县保障性住房建设项目	109,820.00	21,250.00	89,239.85	20,000.00
阿克苏纺织城保障性住房建设项目	52,315.51	25,000.00	45,780.25	22,991.49
温宿县保障性住房建设项目	61,280.00	34,000.00	52,735.16	31,171.91
拜城县保障性住房建设项目	90,920.00	44,200.00	78,915.70	44,200.00
阿瓦提县保障性住房建设项目	84,940.50	21,750.00	72,300.00	21,528.18
合计	449,015.36	170,000.00	380,091.50	161,784.33

资料来源：公司提供，鹏元整理

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、控股股东、控股股东持股比例、实际控制人以及主营业务范围均未发生变化，公司由阿克苏地区国有资产监督管理委员会100%持股。2014年公司合并范围新增政府划入的子公司乌什县燕山资产经营有限责任公司，温宿县姑墨建筑有限责任公司不纳入公司合并范围。

截至2014年12月31日，公司资产总额为129.89亿元，归属于母公司的所有者权益为92.74亿元，资产负债率为27.97%。2014年度，公司实现营业收入7.07亿元，利润总额1.73亿元，经营活动现金流净额-6.56亿元。

三、区域经济与财政实力

阿克苏地区经济保持平稳发展，阿克苏地区地方经济主要依赖石油石化产业

2014年，阿克苏完成地区生产总值1,156.70亿元，同比增长7.80%。2014年阿克苏地区全年固定资产投资、社会消费品零售总额分别达到558.60亿元和110.81亿元，同比分别增长18.0%和13.03%。阿克苏地区经济保持平稳发展，但增速有所放缓。

在炼油、化工、煤炭开采、煤焦化等支柱性产业的带动下，阿克苏地整体经济发展速度较快。2014年，阿克苏地区生产总值达到1,156.70亿元，按可比价格计算同比增长7.80%；规模以上工业增加值120.08亿元，同比增长6.20%，在规模以上工业中，支柱产业拉动经济发展有所波动，石油加工及炼焦业增加值同比增长5.50%；煤炭开采和洗选业增加值同比下降9.40%；电力、热力的生产和供应业增加值同比增长21.70%，综合经济实力持续增强。

表 2 2013-2014 年阿克苏地区经济发展状况

主要指标	2014 年		2013 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	1,156.70	7.80%	1,077.60	11.00%
规模以上工业增加值（亿元）	120.08	6.20%	126.52	15.00%
固定资产投资（亿元）	558.60	18.00%	473.39	11.56%
社会消费品零售总额（亿元）	110.81	13.03%	98.04	14.50%
贷款余额（亿元）	601.50	10.16%	546.00	21.74%
存款余额（亿元）	975.94	5.34%	926.48	10.61%

资料来源：2013-2014 年阿克苏地区国民经济与社会发展统计公报

阿克苏地区各级财政实力不断增强，但对上级补助收入依赖性较强

随着阿克苏地区经济的快速发展以及上级政府支持力度的加大，地方财政可支配收入增长较快，财政实力不断增强。2014年，地区本级和全口径地方可支配收入分别达到15.72亿元和232.27亿元，同比分别增长29.49%和1.69%，地区本级可支配收入继续保持增长。

从地区本级财政收入构成来看，一般预算收入和上级补助收入是本级财政可支配收入的重要来源。2014年一般预算收入占地方可支配收入的比例16.35%，一般预算收入中税收收入规模较小，收入质量一般；上级补助收入占地方可支配收入的比例为72.10%，占比较高，本级财政可支配收入对上级补助收入依赖性较强。

从全口径财政收入构成来看，一般预算收入、上级补助收入和政府性基金收入是全口径财政可支配收入的重要组成部分。2014年一般预算收入占地方可支配收入的比例为32.90%，一般预算收入中税收收入占比超过85%，成为财政收入中最稳定的来源，税收收入的稳步增长主要得益于阿克苏地区第二、三产业的迅速发展，主要包括炼油、化工、煤炭开采、煤焦化等支柱

产业等的贡献。根据阿克苏地区“十二五”规划，未来当地仍将依托自然资源优势，继续大力发展石油化工、煤炭开采及煤化工行业，因此在一定时期内，税收收入仍可能保持一定增幅。2014年上级补助收入占地方可支配收入的比例为58.62%，占比较高，财政可支配收入对上级补助收入依赖性较强。2014年政府性基金收入占地方可支配收入的比例为7.83%，政府性基金收入由于土地市场的波动而呈现一定的波动性。受国家对房地产市场宏观调控影响，未来地区的一级土地出让或呈现一定的不确定性，土地出让收入仍可能有所波动。

表 3 2013-2014 年阿克苏地区本级及全口径财政收支基本情况（单位：万元）

项 目	2014 年		2013 年	
	地区 本级	全口径	地区 本级	全口径
一般预算收入	25,711	763,032	26,491	749,053
其中：税收收入	972	659,295	584	652,065
上级补助收入	113,370	1,359,586	78,308	1,244,239
其中：返还性收入	7,765	25,262	7,535	24,632
一般性转移支付收入	43,284	478,782	41,923	458,410
专项转移支付收入	62,321	855,542	28,850	761,197
政府性基金收入	8,004	181,498	6,242	270,979
其中：国有土地使用权出让金	2,712	137,628	5,000	140,979
预算外收入	10,153	15,193	10,383	16,486
地方可支配收入总计	157,238	2,319,309	121,424	2,280,757
财政支出	291,585	2,322,746	268,560	2,319,652
（一）一般预算支出	274,197	2,110,512	235,016	1,994,981
（二）政府性基金支出	8,854	199,069	24,472	310,174
（三）预算外支出	8,534	13,165	9,072	14,497
一般预算收入/一般预算支出	9.38%	36.15%	11.27%	37.55%

注：地方可支配收入=一般预算收入+上级补助收入+政府性基金收入+预算外收入。

资料来源：阿克苏地区财政局

财政支出方面，2014年阿克苏地区本级和全口径的财政总支出持续上升，2014年阿克苏地区本级和全口径财政支出分别为29.16亿元和232.27亿元，同比分别增长8.56%和0.13%，其中，一般预算支出占总支出的比重较大，财力主要用于支持本地区经济和社会发展。阿克苏地区本级和全口径财政自给率（一般预算收入/一般预算支出）处于较低水平并持续下降，地方财政自给率有待增强。

四、经营与竞争

公司作为阿克苏地区重要的国有资产经营管理主体，其主营业务包括市政基础设施建设及管理业务、农田灌溉业务、保障房及商品房开发、农田出租管理、天然气供给、担保及小额贷款业务等，形成了多元化经营格局。从收入构成看，近年来农田灌溉水费收入、工程代建和资产代管收入、房地产收入是公司主营业务收入的主要来源，2014年这三者之和占主营收入的比重为93.01%。2013-2014年公司主营业务收入及毛利率情况下表所示。

表 4 2013-2014 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

业务名称	2014 年		2013 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
灌溉水费收入	29,595.58	66.61%	30,313.90	72.77%
代建代管费收入	18,142.75	83.74%	16,963.46	81.95%
房地产收入	17,346.22	-16.81%	11,274.83	-14.36%
承包、租赁收入	3,425.56	-4.51%	2,133.33	-6.16%
其他	1,463.81	26.44%	1,015.65	21.54%
合计	69,973.92	46.05%	61,701.17	55.80%

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

公司所代管的水利资产每年产生一定量的农田灌溉收入，该部分业务能产生较为稳定的现金流

阿克苏地区国资委将阿瓦提县、新和县和温宿县水利局的资产无偿划拨给阿克苏实业下属的子公司，根据子公司与各县水利局签订的水费代收协议，所划拨的水利资产产生的灌溉水费收入由公司按其名义收取，同时发生的相关支出（主要是资产折旧等）也在公司账面核算，因此农田灌溉收入纳入公司账目核算。

农田灌溉收入由公司向农户提供的灌溉服务产生，由于农户用水规模有所波动，2014 年公司农田灌溉收入为 29,595.58 万元，同比减少 2.37%，但该部分业务能产生较为稳定的现金流。公司供水业务运营情况具体见表 5 所示。

表 5 2013-2014 年公司农田灌溉业务运营情况

业务指标	2014 年	2013 年
日供水能力（万立方米）	9.3	8.1
供水管网总长度（公里）	6,180	5,210
供水面积（平方公里）	9,300	8,210
全年供水量（万立方米）	2,080	1,960
全年售水量（万立方米）	1,580	1,513

资料来源：公司提供

公司作为阿克苏地区市政工程代建、国有资产代管的运营主体，未来代建代管收入来源较有保障，但在建项目资金需求量一般，公司面临一定的资金压力

公司是阿克苏地区市政工程的投融资、建设及管理主体。根据公司下属各子公司所在地的县政府与各子公司所签订的“资产代管、代建协议”，温宿县、拜城县、沙雅县、阿瓦提县和新和县地方政府分别授予各个子公司投资项目代建、代管职能。

项目代建方面，下属各子公司就单项道路、供水管道、水厂、广场、安居房等项目分别与各县财政局签订《工程项目投资建设委托代建合同》，承担市政工程代建职能，每年按照项目累计投资额的 5%收取代建服务费。资产代管方面，下属各子公司与各县国有资产管理办公室签订了《委托代管合同》，合同约定由公司承担各县公用城区管网、水利设施、公共城区绿化及道路等公用资产的管理职能，每年获得代管资产总额的 5%作为代管服务费。

2014 年公司实现代建代管收入 18,142.75 万元，同比增长 6.95%。2013-2014 年公司行使项目代建、资产代管服务职能的具体情况如下表所示，公司代管代建收入规模均持续增长。该项业务的成本为少量管理人员的薪酬成本等，因此该项业务毛利率始终处于高水平。

表 6 2013-2014 年公司行使代建代管服务职能的具体情况（单位：万元）

年度	当年度累计支付投资款总额	当年度代管资产总额
2013 年	152,512.66	183,556.54
2014 年	171,356.78	200,515.34

资料来源：公司提供

截至 2015 年 6 月 30 日，公司所承担的保障房代建项目情况如下表所示，项目总投资共计 44.90 亿元，未来尚需投入约 6.89 亿元。由于未来所需支付投资金额较大，且财政拨付项目代建资金与工程建设资金支付时间存在一定的时间差，因此公司面临一定的资金压力。

表 7 截至 2014 年末公司主要在建、拟建市政工程及保障房情况（单位：万元）

项目	总投资	已投资	建设模式
新和县保障性住房建设项目	49,739.35	41,120.54	BT 回购
沙雅县保障性住房建设项目	109,820.00	89,239.85	BT 回购
阿克苏纺织城保障性住房建设项目	52,315.51	45,780.25	BT 回购
温宿县保障性住房建设项目	61,280.00	52,735.16	BT 回购
拜城县保障性住房建设项目	90,920.00	78,915.70	BT 回购
阿瓦提县保障性住房建设项目	84,940.50	72,300.00	BT 回购
合计	449,015.36	380,091.50	

资料来源：公司提供

公司房地产收入来自于保障房销售收入，未来房地产业务或仍将处于亏损状态

公司房地产收入来自于保障房项目销售收入，其中 2013 年公司主要是以热斯坦富民安居小区销售为主，2014 年以温宿县保障房项目销售为主。公司保障房项目销售价格为政府指导定价，低于建设成本。公司建房地产项目以保障房为主，未来价格为政府指导定价，房地产业务或仍

将处于亏损状态。

阿克苏地区政府继续给予了公司一定的支持

为保证公司的项目建设资金与可持续经营能力，阿克苏地区政府将国有股权、土地资产等注入公司，增强了公司的资本实力和盈利能力。

2014年，根据阿克苏地区行政公署办公室于2014年出具的“阿行署办【2014】115号”《关于将乌什县燕山资产经营有限责任公司股权无偿划转至阿克苏地区绿色实业开发有限公司的通知》，将价值为87,356.93万元的乌什县燕山资产经营有限责任公司全部股权无偿划转至公司。2014年政府投入货币资金计28,387.49万元。

2014年当地财政继续给予公司一定的财政补贴，2014年公司获得2,053.28万元的财政补贴。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供经中审亚太会计师事务所（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，其中2013年财务数据采用2014年年初数，报告采用新会计准则编制。2014年公司纳入合并范围子公司共6家。2014年公司合并范围新增政府划入的子公司乌什县燕山资产经营有限责任公司，温宿县姑墨建筑有限责任公司不纳入公司合并范围。

资产结构与质量

跟踪期内，公司资产规模快速增长，公司资产以存货、在建工程和固定资产等为主，资产流动性一般

2014年公司资产规模快速增长，截至2014年末公司资产总额为129.89亿元，同比增长35.95%，主要系政府的资产注入以及自身业务规模的扩张。从资产构成来看，公司资产构成以存货、固定资产以及在建工程等流动性一般的资产为主。

表8 2013-2014年公司资产构成情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	比重	金额	比重

货币资金	87,399.29	6.73%	35,449.39	3.71%
应收账款	46,461.74	3.58%	8,972.50	0.94%
其他应收款	109,068.90	8.40%	15,295.40	1.60%
存货	382,773.44	29.47%	372,353.92	38.97%
流动资产合计	655,524.71	50.47%	441,499.43	46.21%
固定资产	396,539.68	30.53%	296,262.73	31.01%
在建工程	150,249.70	11.57%	123,869.61	12.96%
无形资产	80,071.21	6.16%	76,006.87	7.95%
非流动资产合计	643,397.65	49.53%	513,973.79	53.79%
资产总计	1,298,922.37	100.00%	955,473.23	100.00%

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

截至 2014 年末，公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款以及存货构成。货币资金主要由银行存款构成，货币资金中使用受限制的部分为 2,481.80 万元的存出担保保证金。应收账款主要为应收温宿县财政局代管收入和应收新和县水利局水费收入。其他应收款主要为应收拜城县财政局、阿克苏地区纺织工业城、温宿县财政局等政府单位的往来款。公司存货主要包括 17 亿元的库存商品、9.21 亿元的土地资产以及 10.73 亿元的开发成本，开发成本主要包括拜城热斯坦村富民安居工程、城北新区基础设施项目、喀普斯浪河整治工程等项目。

公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程 and 无形资产。固定资产以房屋建筑物为主，2014 年末房屋建筑物占固定资产的比例为 88.72%，近年固定资产总额快速上升主要是由于地方政府将大量的固定资产注入公司及在建工程结算所致。截至 2014 年末，公司产权证尚在办理中的固定资产账面价值共计约 1.90 亿元。在建工程主要是公司目前所承担的市政工程项目及保障房项目，2013-2014 年在建工程增长较快，主要原因系各子公司近年公租房、廉租房等工程项目投资款增加所致。无形资产主要是公司所拥有的土地使用权，其中大部分是通过政府划拨方式取得的，其中用于抵押的土地资产为 227,059.65 万元。

盈利能力

跟踪期内，公司收入规模继续增长，公司收入来源较为多元化，整体盈利能力尚可

公司的主营业务收入来源广泛，主要包括市政工程代建、资产代管收入、农田灌溉水费收入、房地产收入等。跟踪期内，公司的主营业务收入继续增长，2014 年实现营业收入 70,730.40 万元，同比增长 12.95%。从收入构成看，农田灌溉水费收入、工程代建和资产代管收入、房地产收入是公司主营业务收入的主要来源。

公司是阿克苏地区市政工程的投融资、建设主体，也是国有资产的管理主体，根据相关政府文件，每年根据项目累计投资额的 5% 收取代建服务费，每年按照代管资产总额的 5% 收取代管服务费。随着公司经营规模的扩大，公司获取的代建代管费持续增长。农田灌溉收入由公司向当地农户提供的灌溉服务产生，农户用水规模比较稳定，公司农田灌溉收入相对稳定，该部分业务能产生较为稳定的现金流。公司在建房地产项目以保障房为主，未来价格为政府指导定价，房地产业务或仍将处于亏损状态。

2014 年公司综合毛利率为 46.27%，较上年减少 9.76 个百分点，公司毛利率水平处于较高水平，主要是因为项目代建、资产代管业务的成本由于仅包括少量管理人员的薪酬成本毛利率超过 80%。另外，农田灌溉水费收入毛利率水平均较高，总体上提升了公司的毛利率水平。2014 年由于财务费用和管理费用的大幅上涨，公司期间费用率大幅上升，一定程度上削弱了公司的资产盈利能力。

表 9 2013-2014 年公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
营业收入	70,730.40	62,622.54
营业利润	15,107.64	25,595.30
政府补助	2,052.28	3,289.72
利润总额	17,294.87	28,796.73
净利润	17,101.68	28,482.96
综合毛利率	46.27%	56.03%
期间费用率	23.00%	14.64%
总资产回报率	2.38%	3.57%

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流表现较弱，在建项目后续投资规模一般

公司经营活动现金流入主要系政府支付公司的代建代管费用、公司收取的农田灌溉费、与政府之间的往来款以及其他经营业务的款项流入，公司经营活动现金流出主要为公司支付的工程建设款、与政府之间的往来款以及其他经营业务的款项流出等。由于与财政局往来款规模大幅增加，2014 年公司经营活动现金流呈现净流出状态且规模较大。

近年来公司所承担的工程建设规模较大，导致投资活动现金流表现为大量的净流出状态。截至 2014 年末，公司在建工程投资规模较大，未来尚需投入约 6.89 亿元。

筹资活动现金流方面，公司筹资活动现金流入主要来源于银行借款、发行债券和财政资本

性投入，筹资活动现金支出主要是偿还债务和支付银行利息等。由于公司经营活动现金流表现较弱，因此公司通过筹资活动获得了大量资金用于支持投资活动，公司筹资活动现金流持续处于净流入状态。

表 10 2013-2014 年公司现金流情况（单位：万元）

项 目	2014 年	2013 年
经营活动现金流入小计	83,064.64	73,740.22
经营活动现金流出小计	148,637.10	68,960.29
经营活动产生的现金流量净额	-65,572.46	4,779.93
投资活动现金流入小计	21,751.16	3,012.94
投资活动现金流出小计	51,814.82	78,783.27
投资活动产生的现金流量净额	-30,063.66	-76,855.33
筹资活动现金流入小计	206,118.07	93,492.47
筹资活动现金流出小计	59,415.35	15,525.20
筹资活动产生的现金流量净额	146,702.72	77,967.27
现金及现金等价物净增加额	51,066.60	5,891.87

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

公司负债规模快速上升，未来债务规模存在进一步增长可能，公司面临一定的本息偿还压力

跟踪期内，由于对外融资规模的逐年增加，公司负债规模大幅上升，截至 2014 年末公司负债总额为 362,621.80 万元，同比增长 123.62%。随着政府的资产注入以及公司自身经营的积累，2014 年公司的所有者权益稳定增长，截至 2014 年末公司所有者权益为 936,300.56 万元，同比增长 18.02%。跟踪期内，公司负债与所有者权益比率快速上升。

表 11 2013-2014 年公司资本构成情况（单位：万元）

项 目	2014 年	2013 年
负债总额	362,621.80	162,160.57
其中：流动负债	105,656.56	73,878.68
非流动负债	256,965.24	88,281.89
所有者权益	936,300.56	793,312.65
负债与所有者权益比率	38.73%	20.44%

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

从负债结构来看，公司流动负债和非流动负债规模大幅上升。流动负债主要包括短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债。公司应付账款主要为应付建筑

工程公司的工程建设款项，2014 年应付账款余额同比增加，主要系公司加大工程投资；预收款项主要是预收售房款，2014 年预收款项同比大幅增加，主要原因系公司预收房款增加所致。其他应付款主要是公司应付地方政府下属机关及事业单位等的往来款，由于公司承担了当地市政工程建设、国有资产运营管理的重要任务，受到政府支持力度较大，因此其他应付款的即期偿还压力相对较小。总体看，公司的短期负债以其他应付款为主，短期偿债压力相对不大。

公司的非流动负债主要是长期借款和应付债券。长期借款均为抵押借款，均以公司土地使用权作为抵押物，应付债券即为本期债券。截至 2014 年末，公司有息负债为 257,406.03 万元，占负债总额的比例为 70.98%，公司面临一定的本息偿还压力。

表 12 2013-2014 年公司负债构成情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	比重	金额	比重
短期借款	5,000.00	1.38%	5,000.00	3.08%
应付账款	12,399.67	3.42%	6,137.82	3.79%
预收款项	19,271.67	5.31%	9,742.41	6.01%
其他应付款	45,061.35	12.43%	36,548.35	22.54%
一年内到期的非流动负债	14,000.00	3.86%	11,500.00	7.09%
流动负债合计	105,656.56	29.14%	73,878.68	45.56%
长期借款	69,600.00	19.19%	87,400.00	53.90%
应付债券	168,806.03	46.55%	-	-
非流动负债合计	256,965.24	70.86%	88,281.89	54.44%
负债总额	362,621.80	100.00%	162,160.57	100.00%
其中：有息负债	257,406.03	70.98%	104,900.00	64.69%

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

偿债能力方面，跟踪期内政府对公司的资产注入，公司资产负债率仍然维持在较低水平。公司流动资产（主要是计入存货的土地资产）规模较大，流动比率处于较高水平，但由于流动资产中存货占比较高，公司速动比率与流动比率差异较大，但尚处于合理水平。随着有息负债的快速上升以及在建工程规模的逐年增加，公司财务费用支出及资本化利息均大幅增加，近年公司 EBITDA 利息保障倍数明显下降，实际偿债能力有所下降。但由于公司承担的投融资任务较大，未来预计还将大量依靠债务融资进行城市基础设施建设，因此公司债务规模很有可能进一步增长，对整体财务安全性产生一定的影响。

表 13 2013-2014 年公司主要偿债能力指标

项目	2014 年	2013 年
----	--------	--------

资产负债率	27.92%	16.97%
流动比率	6.20	5.98
速动比率	2.58	0.94
EBITDA（万元）	37,339.73	41,532.74
EBITDA 利息保障倍数	3.69	6.39

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

六、评级结论

2014年阿克苏地区地方经济和财政实力保持稳定增长；公司收入规模继续增长，公司收入来源较为多元化；阿克苏地区政府继续给予了公司较大的支持。

同时我们也关注到了阿克苏地区财政收入对上级补助收入依赖较强，且财政自给率较低；资产整体流动性一般；公司经营活动现金流表现较差等风险因素。

基于以上情况，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	87,399.29	35,449.39	29,547.77
委托贷款	-	-	2,137.50
应收票据	10.00	20.00	10.00
应收账款	46,461.74	8,972.50	11,341.58
预付款项	27,317.54	6,914.56	4,686.04
应收利息	71.16	71.16	71.16
其他应收款	109,068.90	15,295.40	19,844.44
存货	382,773.44	372,353.92	347,311.57
流动资产合计	655,524.71	441,499.43	414,950.07
可供出售金融资产	12,666.48	9,817.75	-
长期股权投资	1,493.83	1,493.93	10,565.71
固定资产	396,539.68	296,262.73	281,629.93
在建工程	150,249.70	123,869.61	74,752.12
无形资产	80,071.21	76,006.87	69,251.62
递延所得税资产	457.74	391.90	320.68
其他非流动资产	-	6,130.00	0.00
非流动资产合计	643,397.65	513,973.79	436,520.06
资产总计	1,298,922.36	955,473.23	851,470.13
短期借款	5,000.00	5,000.00	-
应付账款	12,399.67	6,137.82	10,548.22
预收款项	19,271.67	9,742.41	1,500.35
应付职工薪酬	67.85	13.82	7.14
应交税费	5,033.77	4,381.49	2,869.61
其他应付款	4,073.96	36,548.46	49,648.58
一年内到期的非流动负债	14,000.00	11,500.00	-
其他流动负债	748.28	554.79	10.80
流动负债合计	105,656.56	73,878.68	64,584.70
长期借款	69,600.00	87,400.00	80,027.00
应付债券	168,806.23		
长期应付款	16,988.82		
递延所得税负债	1,570.39	881.89	17.79
非流动负债合计	256,965.24	88,281.89	80,044.79
负债合计	362,621.80	162,160.57	144,629.49

股本	10,000.00	10,000.00	7,000.00
资本公积	801,937.29	676,842.08	625,051.56
盈余公积	-	-	16.98
其他综合收益	4,657.80	2,592.30	-
未分配利润	110,858.22	94,133.76	66,487.18
归属于母公司所有者权益合计	927,453.31	783,568.14	698,555.72
少数股东权益	8,847.25	9,744.51	8,284.92
所有者权益合计	936,300.56	793,312.65	706,840.64
负债和所有者权益合计	1,298,922.36	955,473.23	851,470.13

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、营业收入	70,730.40	62,622.54	49,961.74
减：营业成本	38,006.36	27,535.12	25,872.97
营业税金及附加	1,130.44	1,346.48	461.48
销售费用	864.46	713.86	298.56
管理费用	6,451.13	5,417.53	3,361.15
财务费用	8,953.44	3,039.32	117.72
资产减值损失	482.68	287.68	464.29
加：投资收益	265.76	1,312.76	135.57
二、营业利润（亏损以“-”填列）	15,107.64	25,595.30	19,521.14
加：营业外收入	2,706.67	3,442.53	9,735.56
减：营业外支出	519.44	241.09	148.27
三、利润总额（亏损以“-”填列）	17,294.87	28,796.73	29,108.44
减：所得税费用	193.19	313.77	118.02
四、净利润（净亏损以“-”填列）	17,101.68	28,482.96	28,990.42
归属于母公司所有者的净利润	16,724.46	28,057.60	28,803.50
少数股东损益	377.22	425.36	186.92

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	2014 年	2013 年	2011 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	46,553.74	57,452.54	41,567.92
收到其他与经营活动有关的现金	36,510.91	16,287.67	31,613.73
经营活动现金流入小计	83,064.64	73,740.22	73,181.65
购买商品、接受劳务支付的现金	45,910.41	60,522.68	64,405.82
支付给职工以及为职工支付的现金	1,010.35	838.07	553.12
支付的各项税费	1,482.91	459.18	571.38
支付其他与经营活动有关的现金	100,233.43	7,140.35	32,406.54
经营活动现金流出小计	148,637.10	68,960.29	97,936.84
经营活动产生的现金流量净额	-65,572.46	4,779.93	-24,755.19
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到现金	-	985.00	1,800.00
取得投资收益所收到现金	151.29	1,313.89	140.50
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	726.24	714.05	665.17
投资活动现金流入小计	21,751.16	3,012.94	2,605.67
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	51,671.45	78,783.27	68,919.92
投资所支付的现金	-	-	1,932.95
投资活动现金流出小计	51,814.82	79,868.27	70,852.87
投资活动产生的现金流量净额	-30,063.66	-76,855.33	-68,247.20
三、筹资活动产生的现金流量			
吸收投资收到的现金	26,093.07	57,584.54	59,750.82
取得借款收到的现金	179,825.00	35,864.00	42,657.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	200.00	43.93	4.51
筹资活动现金流入小计	206,118.07	93,492.47	102,412.33
偿还债务支付的现金	26,400.00	11,991.00	4,025.50
分配股利、利润和偿付利息所支付的现金	8,731.98	3,534.20	444.66
筹资活动现金流出小计	59,415.35	15,525.20	4,470.16
筹资活动产生的现金流量净额	146,702.72	77,967.27	97,942.17
四、现金及现金等价物净增加额	51,066.60	5,891.87	4,939.78
加：期初现金及现金等价物余额	33,850.89	27,959.02	23,019.24
五、期末现金及现金等价物余额	84,917.49	33,850.89	27,959.02

资料来源：公司 2012、2014 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	2014年	2013年	2012年
净利润	17,101.68	28,482.96	28,990.42
加：资产减值准备	482.68	287.68	464.29
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	8,464.89	7,424.20	5,212.45
无形资产摊销	2,087.75	1,827.58	1,824.46
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	450.06	30.06	104.00
财务费用（收益以“-”号填列）	9,504.44	3,534.20	444.66
投资损失（收益以“-”号填列）	-265.76	-1,312.76	-135.57
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-65.84	-40.93	-116.07
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	-	-	11.13
存货的减少（增加以“-”号填列）	-10,419.51	-25,041.71	-44,872.71
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-125,189.37	-8,233.29	-2,658.06
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	32,276.51	-2,178.06	-14,024.18
经营活动产生的现金流量净额	-65,572.46	4,779.93	-24,755.19
现金的期末余额	84,917.49	33,850.89	27,959.02
减：现金的年初余额	33,850.89	27,959.02	23,019.24
现金及现金等价物净增加额	51,066.60	5,891.87	4,939.78

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
有息负债（万元）	257,406.03	104,900.00	80,027.00
资产负债率	27.92%	16.97%	16.99%
流动比率	6.20	5.98	6.42
速动比率	-2.58	0.94	1.05
综合毛利率	46.27%	56.03%	48.21%
总资产回报率	2.38%	3.57%	4.05%
EBITDA（万元）	37,339.73	41,532.74	36,590.01
EBITDA 利息保障倍数	3.69	6.39	52.59

资料来源：公司 2012、014 审计报告

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）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（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）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/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。