

信用等级公告

联合[2015] 2606 号

联合资信评估有限公司通过对丰县城市投资发展有限公司及其拟发行的 2015 年黄庄区块棚户区改造项目一期工程项目收益债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

丰县城市投资发展有限公司

主体长期信用等级为

AA

2015 年黄庄区块棚户区改造项目一期工程项目

收益债券的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年十二月二十四日



2015年黄庄区块棚户区改造项目一期工程

项目收益债券信用评级报告

评级结果:

偿债主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

差额补偿人主体长期信用等级: AA

本期债券信用等级: AA

本期债券发行额度: 13 亿元

本期债券期限: 5 年

偿还方式: 按年计息, 从第 3 年起分别偿还本金的 45%、35%、20%

发行目的: 棚户区改造项目建设

评级时间: 2015 年 12 月 24 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	38.72	60.65	95.93
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	31.79	52.92	76.39
长期债务(亿元)	0.58	0.44	3.84
全部债务(亿元)	1.34	1.97	5.41
主营业务收入(亿元)	7.73	10.20	11.92
利润总额(亿元)	1.31	1.78	1.82
EBITDA(亿元)	1.62	2.12	2.26
经营性现金净流(亿元)	4.37	-0.78	2.13
主营业务利润率(%)	8.45	11.42	12.26
净资产收益率(%)	3.98	3.07	2.13
资产负债率(%)	17.89	12.74	20.37
全部债务资本化比率(%)	4.04	3.60	6.62
流动比率(%)	584.43	802.41	569.06
全部债务/EBITDA(倍)	0.83	0.93	2.40
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.12	0.16	0.17

分析师

过国艳 兰迪

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对丰县城投发展有限公司(以下简称“公司”或“丰县城投”)的评级反映了其作为丰县主要的城市基础设施投资建设主体,在政府资产注入、业务区域垄断以及取得补贴收入等方面所具备的突出优势。同时,联合资信也关注到,公司整体盈利能力弱以及在在建拟建项目未来投资规模较大等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

近年丰县经济发展迅速,地方综合财力不断加强,公司工程建设业务有望保持稳定发展;公司作为丰县基础设施建设的主要参与主体,未来业务规模预计将有所提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券主要偿债来源为项目收益,根据测算,本期债券存续期内的项目收益现金流量对债券本息覆盖程度较高。同时,本期债券由丰县经济开发区投资发展有限责任公司差额补偿,有助于保障本期债券本息偿付的安全性;另外,本期债券设置了提前还款安排,降低了集中支付压力。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期债券到期不能偿还的风险低。

优势

1. 近年来,丰县经济快速发展,地方财政实力不断加强,为公司提供了良好的外部发展环境;政府在资本金注入方面给予公司大力支持。
2. 公司业务具备一定区域垄断优势,项目储备充足,且具有丰富的优质土地资源。
3. 本期债券由丰县经济开发区投资发展有限责任公司提供差额补偿,有助于保障本期债

券本息到期按时足额偿付的安全性。

4. 经营活动现金流入量对各年待偿还本金覆盖能力较好。

关注

1. 公司资产结构以土地使用权和在建工程为主，存货变现能力较弱、其他应收款对公司资金形成一定占用。
2. 项目建设过程中的施工进展、资金筹措和施工安全等因素对项目如期完工有一定影响。
3. 本期债券的还本付息主要依靠募投项目的安置房销售、商业设施销售收入及上级财政保障房补助资金等，受房地产行业调控及项目实际销售情况等方面影响，募投项目预期收入规模的实现可能存在不确定性。
4. 本期债券的《差额补偿协议》设置加速到期条款，一旦发生加速到期情形，项目实施主体和差额补偿人将面临较大集中偿付压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与丰座城市投资发展有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与丰座城市投资发展有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因丰座城市投资发展有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由丰座城市投资发展有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、2015年黄庄区块棚户区改造项目一期工程项目收益债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

丰县城市投资发展有限公司（以下简称“公司”或“丰县城投”）是丰县人民政府根据徐州市人民政府于2009年3月26日出具的《市政府关于同意组建丰县城市投资发展有限公司的批复》（徐政复[2009]7号）出资设立的国有独资公司，初始注册资本为2亿元人民币，初始实收资本为0.6亿元，后丰县人民政府于2009年6月29日以实物形式缴纳注册资本1.40亿元（苏淮会（丰）所[2009]验字第86号）。截至2014年底，公司注册资本及实收资本为2亿元，其中以货币资金出资为0.6亿元，以实物出资为1.4亿元；2015年3月和8月公司经两次增资，注册资本增至6亿元，截至2015年9月底，公司唯一股东及实际控制人丰县人民政府，公司类型为有限责任公司（国有独资）。

经营范围：房地产开发、销售；对城市及农业基础设施建设项目、农业综合开发项目、旅游开发项目、服务业项目、房地产项目、交通基础设施项目投资，拆迁安置，建设用地平整，道路、桥梁施工，授权范围内国有资产经营管理，投资信息咨询；棚户区（危旧房）改造及配套设施建设。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至2014年底，公司合并范围内的子公司有25家，其中全资子公司有22家，控股子公司3家。公司本部下设工程部、金融部、投资部、财务部、综合部5个职能部门。

截至2014年底，公司合并资产总额95.93亿元，所有者权益76.39亿元（含少数股东权益0.75亿元）。2014年公司实现主营业务收入11.92亿元，利润总额1.82亿元。

公司住所：丰县中阳大道北侧、沙支河西侧；法定代表人：张兴亚。

二、本期项目收益债及债券投资项目概况

1. 本期债券概况

公司是丰县主要的土地开发和基础设施建设主体。2015年丰县黄庄区块棚户区改造一期工程项目收益债券（以下简称“本期债券”），募集资金13亿元，发行期限5年，募集资金全部用于丰县黄庄区块棚户区改造一期工程建设（以下简称“募投资项目”）投资建设。

本期债券每年付息一次，分次还本，在本期债券存续期的第3、第4、第5个计息年度，每年分别偿付本期债券发行总额的45%、35%、20%，最后三年每年的应付利息随当年兑付的本金一起支付。

但当出现以下情形之一，可由债权代理人召开债券持有人大会，经债券持有人大会讨论通过后，可提前清偿部分或全部债券本金：

- （1）债券发行三个月后，项目仍未开工；
- （2）项目建设运营过程中出现重大不利事项，导致项目收益不能达到可行性研究报告和第三方专项意见的预测水平；
- （3）公司破产，需对项目的财产和权益进行清算。

本期债券采用本息差额补偿制度以保证债券本息按时足额兑付。其中丰县经济开发区投资发展有限责任公司（以下简称“丰县经开”）为差额补偿人。当丰县城投没有按协议提供足额资金支付债券本息时，丰县经开将承担差额补偿的义务，有效提升了本期债券到期偿还的安全性。

2. 本期债券基本要素

本期债券参与各方如下表所示：

表1 本期债券基本要素

	名称	内容
1	项目收益债名称	2015年丰县黄庄区块棚户区改造一期工程项目收益债券
2	项目实施主体	丰县城市投资发展有限公司
3	募投资项目	丰县黄庄区块棚户区改造一期工程建设
4	募集规模	13亿元

5	期限	5年
6	还本付息方式	本期债券每年付息一次，分次还本，在本期债券存续期的第3、第4、第5个计息年度，每年分别偿付本期债券发行总额的45%、35%、20%，最后三年每年的应付利息随当年兑付的本金一起支付。
7	信用增级	本期债券采用本息差额补偿制度以保证债券本息按时足额兑付。其中丰县经济开发区投资发展有限责任公司为差额补偿人。当丰县城投没有按协议提供足额资金支付债券本息时，丰县经济开发区投资发展有限责任公司将承担差额补偿的义务。
8	主承销商	中国银河证券股份有限公司
9	托管人	中央国债登记结算有限责任公司、中国证券登记公司上海分公司
10	监管银行	中国农业发展银行丰县支行
11	债权代理人	中国银河证券股份有限公司
12	项目可行性研究报告编制单位	徐州市工程咨询中心
13	法律顾问	江苏同凯律师事务所
14	信用评级	联合资信评估有限公司
15	现金流量表审计机构	中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）

资料来源：联合资信整理

3. 本期债券概况

(1) 募集资金现金流

本期债券采用簿记建档、集中配售的发行方式，通过主承销商设置的发行网点向机构投资者（国家法律、法规另有规定的除外）公开发行。本期债券的募集资金将划入丰县城投设立的募集资金使用专户，该账户由中国农业发展银行丰县支行（以下简称“农业银行”或“监管银行”）监管，资金划出必须依照募集说明书约定用途，即用于丰县黄庄区块棚户区改造一期工程建设。

(2) 偿债资金现金流

本期债券还本付息的主要资金来源系丰县城投由于项目建设所获得的各项收入，包括募投项目的销售收入、县专项财政补贴和上级财政保障房补助资金；根据《2015年丰县黄庄区

块棚户区改造项目项目收益债券差额补偿协议》（以下简称“《差额补偿协议》”）的约定，差额补偿人向本期债券偿债资金专户划入的资金；根据《募集资金使用专户监管协议》、《偿债资金专户监管协议》和《2015年丰县黄庄区块棚户区改造项目项目收益债券债权代理协议》的约定，在本期债券存续期间，募集资金使用专户和偿债资金专户内临时闲置的资金用于流动性较好、低风险保本投资所产生的收益。

丰县城投应将项目收入从项目收入归集专户向偿债资金专户划转，作为债券偿债准备金。该账户由监管银行监管。偿债资金专户内的偿债资金只能用于偿还本期债券的本息，不得用作其他用途。临时闲置的偿债资金，只能用于银行存款（含银行协议存款）、国债等流动性较好、低风险保本投资，并在付息或兑付日前5个工作日全部转化为活期存款。

在本期债券每个计息年度内，项目收入应从项目收入归集专户向偿债资金专户划付两次，于本期债券付息日（或还本付息日，T日）前30个工作日（T-30日）将应付利息（或应付本息总额）的20%以上划入偿债资金专户，于本期债券付息日（或还本付息日）前22个工作日（T-22日）将应付利息（或应付本息总额）全额划入偿债资金专户。

丰县经济开发区投资发展有限责任公司是本期债券的差额补偿人。

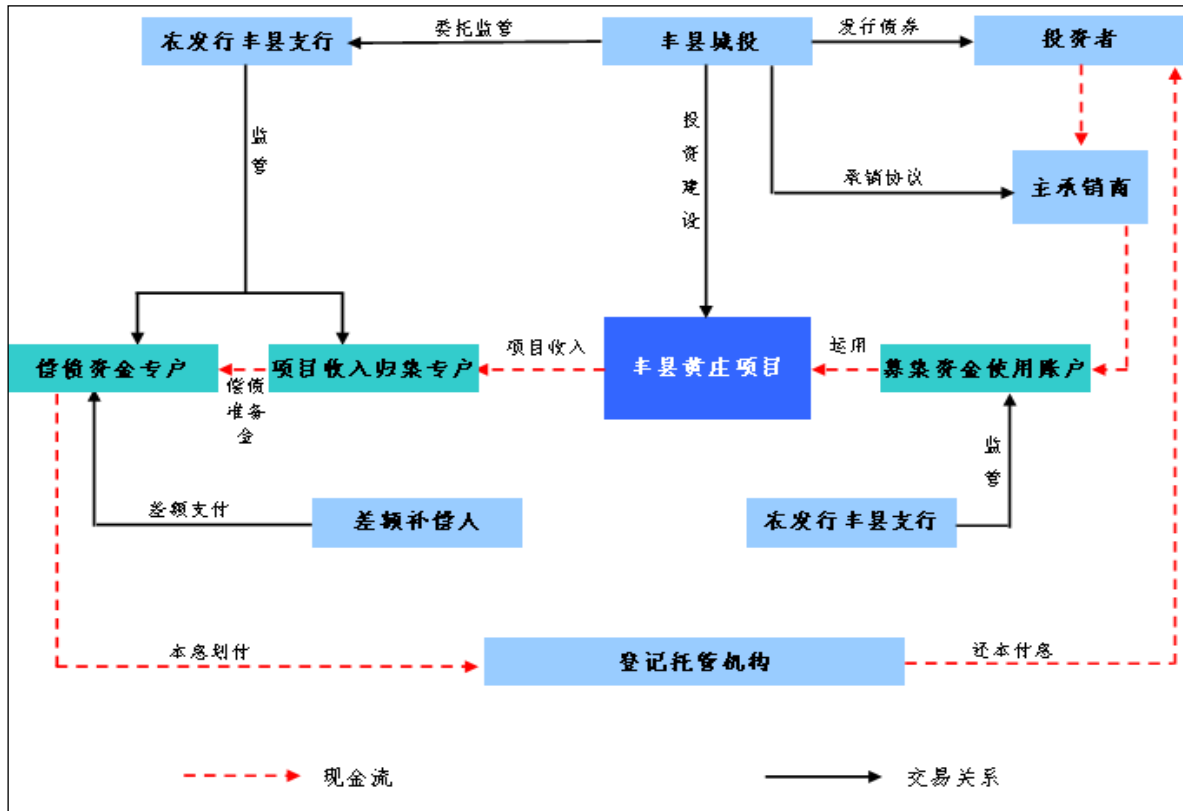
在本期债券每个付息日（或本息支付日，T日）之前的第21个工作日（T-21日，差额补偿核算日），监管银行对偿债资金专户进行核算，若偿债资金专户内资金未到达当年付息金额或本息偿付总额的（利息包含建设期利息），则监管银行应于次日（T-20日）前同时通知丰县城投和差额补偿人补足偿债资金。差额补偿人应于差额补偿划款截止日（T-15日）前将该年度偿债资金缺口部分划入偿债资金专户。监管银行有义务通知差额补偿人履行差额补偿义务，同时作为本期债券债权代理人有义务代表本期债券持有人要求差额补偿人履行差额补偿义务。

同时中国银河证券股份有限公司作为本期债券债权代理人有义务代表本期债券持有人要求差额补偿人履行差额补偿义务。债权代理人应委托具有证券从业资格的会计师事务所对债券募集资金使用情况、项目收入归集情况进行专项审计，相关的合理费用由公司承担。专项

审计发现公司存在违反本期债券《募集说明书》及相关协议约定行为的，债权代理人应及时报告监管机构。

监管银行应于每个付息日（或本息支付日，T日）之前的第3个工作日（T-3日，偿债划款日）将当期利息划付至证券登记机构指定账户。

图1 本期债券交易结构图



资料来源：中国银河证券股份有限公司提供

4. 本期债券投资项目概况

本期债券拟募集资金13亿元，全部用于丰县黄庄区块棚户区改造一期工程建设，募集资金使用分配情况见下表。

表2 本期募集资金投资项目情况（单位：万元、%）

募集资金用途	项目总投资	拟使用债券募集资金及占项目总投资比例	
丰县黄庄区块棚户区改造一期	212295	130000	61.24

资料来源：公司提供

（1）项目基本情况

本期债券的募投项目为丰县黄庄区块棚户

区改造一期工程建设，丰县城投为项目实施主体，项目建设地点位于丰县南环路北侧、向阳路西侧、中阳大道南侧、季和园小区东侧。

募投项目通过对黄庄区块进行棚户区改造，并建设棚户区改造集中安置小区。土地整理方面，对丰县黄庄区块范围内的居民住宅、营业用房、自建房、企业用房等建筑征收，进行场地平整，清理地块面积约305113平方米（约457.67亩），征收住宅215050平方米、非住宅（商业用房、企业厂房、办公设施）20570平方米、附属物226620平方米；安置房建设方面，在整理的地块内建设棚户区改造集中安置小区，总用地面积为305113平方米（约457.67亩），

其中：建设用地面积411.9亩，配套道路绿化等用地面积45.77亩，总建筑面积为744171.2平方米，其中，安置房面积455564.7平方米，安置房总户数4555户。配套建设供电、供水管网、通讯、消防等公用工程以及室外道路、景观绿化等配套设施。建设内容：土地整理方面包括募投项目改造范围内的居民住宅、营业用房、企业用房等全部搬迁，原有建筑的拆除，建筑垃圾的清运，进行场地平整，达到场清地平，场地封闭并配套实施建设地块周边的道路、给排水、供电等市政基础设施，达到三通一平；土建工程方面，包括集中安置小区建设工程、配套工程和室外配套工程。

根据《丰县城市投资发展有限公司黄庄区块棚户区改造项目一期工程可行性研究报告》，项目总投资为212295万元，其中建设投资180608万元，建设期利息31688万元。项目资本金82295万元，占总投资的38.76%。项目建设期为5年。

(2) 项目合规性

募投项目在相关批复方面获得政府及相关部门的大力支持。具体项目审批情况如下：

表3 募投项目审批情况

文件名称	文号	发文机关	印发时间	主要内容
《关于丰县城市投资发展有限公司黄庄区块棚户区改造一期工程建设项目可行性研究报告的批复》	丰发改经许(2015)184号	丰县发展改革委	2015年11月5日	关于项目可行性研究报告的批复
《关于对丰县城市投资发展有限公司黄庄区块棚户区改造项目一期工程环境影响报告表的审批意见》	丰环项(2015)044号	丰县环保局	2015年6月15日	关于项目环境影响评价报告表的批复

文件名称	文号	发文机关	印发时间	主要内容
《关于黄庄区块棚户区改造一期工程项目用地预审意见》	丰国土资规预(2015)29号	丰县国土资源局	2015年6月15日	关于项目用地预审的意见
《建设项目选址意见书》	选字第320321201501032号	丰县规划局	2015年6月15日	关于项目用地规划的批复
《关于丰县城市投资发展有限公司黄庄区块棚户区改造项目一期工程节能评估报告书审查意见》	丰发改经济(2015)76号	丰县发展改革委员会	2015年7月2日	关于节能审查登记备案
《丰县黄庄区块棚户区改造一期工程项目社会稳定风险评估意见》	丰维办(2015)20号	丰县维稳工作领导小组办公室	2015年6月30日	关于社会稳定风险评估备案

资料来源：《2015年丰县黄庄区块棚户区改造一期工程项目收益债券募集说明书》

(3) 项目风险

在项目的不同阶段涉及的风险有所不同，本项目在建设过程中和建成后的营运过程中可能存在的风险因素主要有以下几个方面：

偿付风险方面，在本期债券存续期内，如果由于不可控制的因素，如市场环境发生变化导致安置房销售价格低于预期、财政补贴到账金额低于预期或落后于计划等，丰县城投不能从预期的还款来源获得足够资金，可能会对本期债券按期偿还造成一定的影响。对此，本期债券安排了差额补偿人和流动性贷款支持等增信措施。若本期债券募集资金投资项目产生的各项收入由于各种原因无法支持任一年度的本息偿付，则由丰县经济开发区投资发展有限责任公司提供差额补偿以补足当年资金支付缺口。同时，丰县城投与中国农业发展银行丰县支行签订了《流动性贷款支持合作协议》，协议约定

由中国农业发展银行丰县支行在符合相关规定条件下，根据丰县城投的申请，对本期债券本息偿还提供总额不超过人民币15亿元流动性支持贷款，以解决丰县城投临时偿债困难。

项目建设风险方面，本期募投项目投资规模较大，建设周期较长，如果在项目建设过程中出现影响工程进度以及影响工程质量、不可抗拒的自然灾害等重大问题，导致施工工期延长，影响项目的按期竣工和投放市场，将对项目收益的实现产生一定的不利影响。对此，丰县城投在项目实施前的勘察设计工作中充分考虑了建设项目周围可能出现的特殊及突发情况，在项目可行性研究和施工方案设计时，综合考虑各方面因素。减少并避免不必要的设计变更，制定工程进度控制计划，做好项目内部协调工作。在工程实施中确保保证工程质量，加强对工程建设项目的监理，避免施工过程中的工程延期和施工缺陷等风险。

项目建设资金不足的风险方面，丰县黄庄区块棚户区改造一期项目的建设资金由本期债券募集资金及丰县城投自筹部分构成，丰县城投自筹建设资金部分可能因自有资金限制和自身融资能力限制等因素而未能达到相应的预算额度；工程建设期间可能出现施工工期延长、物价上涨等因素而使项目实际资金需求超出预算等均可能使项目面临建设资金不足风险。对此，丰县城投将进一步完善项目管理机制，严格执行项目资金收付管理制度，并对资金的使用及归集情况进行实时监控，以确保项目建设实际投资控制在预算范围内，并如期按质竣工和及时投放市场。同时，丰县人民政府将在资产、业务、资金和政策等方面加大对丰县黄庄区块棚户区改造一期工程项目的支持力度，切实保障项目如期完工。

丰县财政实力波动的风险方面，近年受宏观经济增长放缓影响，丰县财政收入增速放缓，或将影响丰县城投获得的丰县人民政府财政支持。同时，丰县城市基础设施建设债务偿付均在较大程度上依赖于丰县人民政府财政支持，

一定程度上对丰县城投获得的丰县人民政府财政支持形成分流。对此，丰县人民政府表示将全力支持丰县黄庄区块棚户区改造一期工程项目收益债券的发行。丰县财政局出具的《关于安排丰县黄庄区块棚户区改造项目专项财政补贴资金的通知》（丰财函〔2015〕5号），承诺将于2016年~2020年对丰县城投拨付的棚户区改造专项补贴累计不少于1.35亿元，以保证对丰县城投的持续财政支持。

（4）项目建设进度

该项目已经完成选址、环评、可研报批等前期工作，施工单位已确定，该项目已建筑围墙。截至2015年10月31日，丰县黄庄区块棚户区改造一期工程项目已经完成项目投资900万元，项目资金进度完成0.42%；已完成项目总工程进度约0.4%，预计2020年底全部竣工。

总体看，本期债券募投项目在丰县的重要性突出，工程区位较好以及政府支持力度大，主要风险因素可控。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增加11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增加2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增加9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末，广义货币供应量M₂余额同比增长12.2%；人民币贷款余额同比增长13.6%，比年初增加9.78万亿元，同比多增8900亿元；全年社会融资规模为16.46万亿元；12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%，比年初下降0.42个百分点。

2015年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业

1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业分析

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预[2012]463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013年4月，银监会下发《关于加强2013年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013年8月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚

改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号，以下简称“《351 号文》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40 号），为确保融资平台

公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年 43 号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济

目前公司经营与投资的项目主要集中在丰县，公司的发展直接受丰县经济增长、财政收支状况和城市建设的影响，并与该地区未来规划密切相关。

（1）区域经济概况

丰县地处江苏省西北部，淮海经济区中心地带和长三角经济区北翼，苏、鲁、豫、皖四省七县结合部，承东启西，连南贯北，丰县总面积 1450.20 平方公里，截至 2014 年底，全县下辖 12 个镇，户籍人口 120.05 万。

丰县自然资源丰富，拥有粮棉、果蔬、木材、畜禽四大地上资源，是中国红富士苹果之乡、中国牛蒡之乡、中国木材之乡，同时拥有盐、钾、煤、地热四大地下资源，境内盐矿储量 220 亿吨，钾矿储量 20.7 亿吨，煤炭储量 5 亿吨，物产丰饶。

2014年,丰县地区生产总值完成341.63亿元,按可比价计算同比增长11.60%,三次产业结构调整到19.1:45.2:35.7。2014年,丰县固定资产投资完成180.14亿元,同比增长24.26%;规模以上工业增加值111.08亿元,同比增长16.6%;社会消费品零售总额达118.06亿元,同比增长13.8%;农民人均纯收入实现12206元,同比增长11.4%;城镇居民人均可支配收入实现19363元,同比增长9.15%。

“十二五”以来,丰县按照“工业兴县”的发展理念,工业经济实力逐年增强。2014年,丰县规模以上工业实现总产值511.27亿元,同比增长16.7%,销售收入超亿元企业达到140家,比上年增加22家。累计规模以上工业项目投资88.81亿元,增长22.6%,占规模以上项目投资的49.3%。盐煤化工、机械制造、农副产品及木材加工、电动车四大主导产业初步形成。工业经济主导作用显著增强,新型工业化步伐持续加快。

丰县城镇建设步伐加快。撤销凤城镇、孙楼镇,设立凤城、中阳里、孙楼3个街道办事处,中心城区规划控制范围达188.5平方公里。截至2014年底,城镇化率达47.4%,同比提高1.3个百分点。欢乐城、雨润国际广场等24项房产开发加快实施,在建面积300万平方米,商品房供应量突破100万平方米。华地商业街、南苑东路创成省级示范路,滨河社区创建为省级示范社区。

(2) 财政实力及政府债务

从丰县本级财政收入看,近三年丰县本级地方可控财力大幅增长,年均复合增长率为29.75%,2014年度丰县本级实现地方可控财力95.94亿元,其中地方一般预算收入、基金收入和上级补助收入占地方可控财力的比重分别为39.73%、32.08%及28.19%,整体看,丰县本级地方可控财力中国有土地使用权出让收入占比较大,土地市场波动对国有土地使用权出让收入影响大。

表4 2012~2014年丰县本级财政收入情况 (单位:万元,%)

编号	科目	2012年	2013年	2014年	年均复合增长率
1	财政总收入	305518	365891	438794	19.84
2=3+4	一般预算收入	249166	312170	381167	23.68
3	税收收入	203382	265341	328441	27.08
4	非税收入	45784	46829	52726	7.31
5=6+7	基金收入	89430	316283	307772	85.51
6	土地出让金	82361	307571	296372	89.70
7	其他	7069	8712	11400	26.99
8=9+10+11	上级补助收入	228193	245853	270438	8.86
9	返还性收入	10643	10746	11134	2.28
10	一般性转移支付	113216	121386	136701	9.88
11	专项转移支付	104334	113721	122603	8.40
12=12	预算外财政专户资金	3100	3364	0	-100.00
13=2+5+8+12	地方可控财力	569889	877670	959377	29.75
14=15+16+17	财政总支出	561485	871829	949774	30.06
15	一般预算支出	472552	541357	627100	15.20
16	基金支出	88933	330472	322674	90.48
17	预算外支出	0	0	0	--
18=13-14	财政当年结余	8404	5841	9603	6.90

资料来源:丰县财政局。

截至2014年12月底，丰县本级地方政府债务全部为直接债务，金额为20.89亿元，同期丰县本级政府债务率为22.03%（采用2014年地方

综合财力数据进行计算），地方政府债务负担较轻。

表5 丰县本级地方政府债务情况（单位：万元）

地方财力（2014年度）	金额	地方债务（截至2014年底）	金额
（一）地方一般公共预算收入	381167	（一）直接债务余额	208875
1. 税收收入	328441	1. 国债转贷资金	
2. 非税收入	52726	2. 解决地方金融风险专项借款	36.36
（二）转移支付和税收返还收入	270438	3. 国内金融机构借款	47400
1. 一般性转移支付收入	136701	（1）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	2700
2. 专项转移支付收入	122603	4. 债券融资	38500
3. 税收返还收入	11134	（1）中央代发地方政府债券	38500
（三）国有土地使用权出让收入	296372	5. 其他（村级及其他单位借款）	122938.97
1. 国有土地使用权出让金	282232	（二）担保债务余额	
2. 国有土地收益基金	12691	1. 政府担保的国内金融机构借款	
3. 农业土地开发资金	1449	2. 政府担保的融资平台债券融资	
4. 新增建设用地有偿使用费			--
（四）预算外财政专户收入			--
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	947977	地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	208875.33
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%			22.03%

资料来源：丰县财政局

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2014年底，公司注册资本及实收资本为2亿元，公司唯一股东及实际控制人丰县人民政府，公司类型为有限责任公司(国有独资)。

2. 企业规模与竞争力

公司作为丰县重要的综合性国有资产运营实体，是丰县主要的基础设施建设、土地整理及粮食购销等业务实施主体，具有区域垄断性。

3. 人员素质

公司董事长兼总经理张兴亚先生，42岁，研究生学历，曾先后任丰县水利局会计、财务股长；供销合作总社财务股长；县委、县政府

机关财务科长；财政局副主任科员；财政局副局长、党组成员；欢口镇副镇长、党委委员；经济开发区财政局长、开发区投资发展有限公司经理；经济开发区管委会副主任、财政局长、开发区投资发展有限公司经理；现任公司董事长、总经理及丰县财政局党组成员。

公司副总经理韩敬良先生，47岁，研究生学历，曾先后任丰县预算外资金管理办公室总预算会计、副主任，丰县财政局财监股长，丰县财政监督检查局局长，丰县财政局企业股股长、经建股股长，丰县政府采购中心主任，现任公司董事、副总经理。

截至2014年底，公司本部员工17人。按文化程度划分，大专及大专学历以下员工5人，本科及以上学历员工12人。从岗位构成看，公司管理人员12人，其他员工5人。从年龄构成看，30岁以下的8人，30~50岁的8人，50岁以上的1人。

整体看，公司高管人员经验丰富，文化素质较高，可满足公司管理的需求。由于公司本部主要执行管理职责，公司员工数量较少，其构成符合基础设施投资运营类企业特点，满足公司日常经营的需求。

4. 政府支持

公司是丰县重要的综合性国有资产运营实体，公司在资产注入和财政补贴等方面得到了丰县人民政府的大力支持。

资产注入

2009 年度，丰县人民政府注入 2.00 亿元作为公司注册资本。

2011 年度，丰县人民政府将程集安置点、农安四期等 25 宗地块共计 808.35 亩的建设用地使用权注入公司，土地总价 19.71 亿元作为资本公积。

2012 年度，根据《县政府关于将土地资产注入丰县城市投资发展有限公司的批复》（丰政复【2012】77 号），县政府将农安一期等 6 宗地块共计 307.79 亩的建设用地使用权，注入公司的土地总价 67089.52 万元作为资本公积，土地出让金由县政府承担。

2013 年度，根据《县政府关于将土地资产注入丰县城市投资发展有限公司的批复》（丰政复【2013】120 号），县政府将新河东 1 号等 17 宗土地资产共计 1156.55 亩建设用地注入公司，土地总价值 194541 万元，计入资本公积。

2014 年度，根据《县政府关于将土地资产注入丰县城市投资发展有限公司的批复》（丰政复【2014】124 号），县政府将向阳路西、人民路北等 11 宗地块共计 1095 亩的建设用地使用权注入公司，土地总价 197188 万元作为资本公积，土地出让金由县政府承担。

2014 年度，丰县人民政府将持有的丰县顺达交通工程有限公司 80% 的股权和徐州诚达路桥工程有限公司 89% 的股权划拨给公司。丰县顺达交通工程有限公司主要负责公路工程建筑、市政工程建筑、道路和桥梁建筑等业务，徐州

诚达路桥工程有限公司主要负责道路桥梁工程及附属设施施工与养护、机械设备租赁等业务，二者均承担了丰县部分城市基础设施建设业务。

2014 年度，丰县人民政府将持有的丰县天成房地产有限公司的 100% 股权全部划拨给公司。丰县天成房地产有限公司主要负责房地产开发、房屋销售与服务等业务，承担了丰县部分保障房建设业务。

财政补贴

丰县人民政府每年拨付一定数额的财政补贴来支持公司的发展，公司将财政补贴计入“补贴收入”。2012~2014 年，公司获得丰县财政补贴收入分别为 1.13 亿元、0.91 亿元和 1.01 亿元。

其中 2012 年度，根据《县政府关于给予丰县城市投资发展有限公司财政补贴的批复》（丰政复【2012】78 号，因公司承担了丰县城市基础设施建设、水利建设、农业、广电网络等相关国有资产的经营管理、保值增值职能，县政府给予公司 2012 年财政补贴 6000 万元，补贴收入专项用于公司所属国有资产的经营管理。

2014 年度，根据《县政府关于给予丰县城市投资发展有限公司财政补贴的批复》（丰政复【2014】125 号，县政府给予公司 2014 年财政补贴 9910 万元，补贴收入专项用于公司所属国有资产的经营管理。

总体看，公司得到政府较大的支持；鉴于公司在丰县棚户区改造、土地开发整理、基础设施建设等领域中的重要地位，这些支持今后仍将得以继续，为公司可持续发展提供了有力保障。

六、管理分析

1. 法人治理

公司按照《中华人民共和国公司法》及其他法律、行政法规的规定规范运作，并制定了《公司章程》，根据《公司法》和《公司章程》的相关规定，公司由丰县人民政府出资设立，丰县人民政府是公司的权力机构，依法享有出资者权利并履行有关职责。

公司设董事会，成员为 3 人，董事会中股东

委派董事与职工董事的比例为 2: 1, 职工代表由公司职工代表大会选举产生。董事任期 3 年, 任期届满, 可连任。董事会设董事长一人, 董事长是公司的法定代表人, 任期三年, 由出资人从董事会成员中指定产生, 任期届满, 可连选连任。

公司设监事会, 监事 5 人, 其中由股东委派产生 3 人, 由公司职工代表大会选举产生 2 人; 监事会中股东代表监事与职工代表监事的比例为 3:2。监事会设主席一人, 由出资人在监事会成员中指定。公司设总经理一名、副经理三名, 由董事会决定聘任或者解聘。经理对董事会负责。

2. 管理水平

财务管理制度

根据《会计法》和国家统一会计制度、财政部有关会计法规, 结合公司内部财务管理的需要, 制定了财务管理制度, 包含会计管理体系、会计人员岗位责任制度、会计基础工作规范、内部资产管理制度、财产清查制度、财务收支审批制度、财务会计分析制度等内容。公司实行总经理直接领导、财务副总经理或财务总监分管, 财务分工负责, 分级核算, 分级管理, “统一会计制度”的财务管理体系。

工程建设项目管理

为使公司工程建设项目管理工作有章可循, 做到工程建设项目管理制度化、标准化、规范化、程序化, 确保工程安全、质量, 有效控制工期和建设费用, 结合公司实际情况, 制定工程建设项目管理办法。

公司各项目办按照工程建设项目管理办法的要求制定工程质量、工程进度、工程计量与支付、零星工程、工程变更设计和签证、工程监理、试验检测、工程违约处罚、档案及竣工资料编制、工程物资、安全文明施工、廉政

建设等方面的管理办法或实施细则, 对公司工程建设项目各项工作依法管理, 确保公司工程项目质量、工期、投资等控制目标的顺利实现。

招标管理制度

公司招标部主要负责组织工程招标、组织工程预算核对和审核、工程预算送评审、合同审签、工程款支付、施工过程中和供货商材料设备询价、零星工程预算等工作。公司制定招标管理制度明确每个流程的操作规则、时间期限等条款。

人事管理制度

为规范公司的人事管理, 特制定公司人事管理制度。公司聘用各级员工以学识、品德、能力、经验适合于职务或工作为原则。同时该制度明确新进职工的聘用、请销假、奖惩、离职及退休等事项运作要求。

综合看, 公司法人治理结构符合经营需要, 内部管理制度相对健全, 公司经营和管理状况较好, 整体管理水平较高。

七、经营分析

公司作为丰县重要的综合性国有资产运营实体, 是丰县主要的基础设施建设、土地整理及粮食购销等业务实施主体, 具有区域垄断性。

2012~2014 年, 公司主营业务收入分别为 7.73 亿元、10.20 亿元和 11.92 亿元, 呈逐年上升趋势; 公司主营业务收入主要由土地整理、工程建设和粮食购销业务组成, 以上业务板块占 2014 年度公司主营业务收入的比重分别为 13.74%、60.01%及 21.63%。

从毛利率看, 2012~2014 年, 公司毛利率逐年上升, 分别为 9.28%、12.50%和 13.49%。近三年公司土地整理业务毛利率逐年增长, 且 2014 年度增加明显, 主要受土地出让净收益增加影响。近三年公司工程建设程波动增长趋势, 主要受工程施工毛利波动影响。

表6 近年公司主营业务经营情况 (单位: 万元, %)

项目	2012 年	2013 年	2014 年
----	--------	--------	--------

	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地整理	19995.88	7.27	57647.00	7.28	16375.65	32.83
工程建设	16593.34	9.10	26340.81	23.40	71540.08	11.06
粮食购销业	36007.44	6.44	12468.99	11.55	25782.78	8.38
其他	4679.11	40.35	5501.35	17.14	5520.03	11.33
合计	77275.77	9.28	101958.15	12.50	119218.53	13.49

资料来源：公司提供

1. 土地整理业务

根据丰县人民政府的授权，公司承担土地开发整理职能，负责丰县城区和乡镇的土地开发整理业务，具有较强的区域专营性。

根据丰县人民政府文件《县政府办公室关于印发丰县土地储备合作整理工作流程的通知》（丰政办发【2010】124号），土地储备中心与公司签订委托土地整理合同，土地整理过程中，由公司对全过程进行监督管理，协调现场实施拆迁、施工及与政府相关部门的沟通，土地开发整理完毕后交由国土部门进行招拍挂，土地出让收入上缴财政；凡公司直接参与投资的区块，财政部门按土地净收益 50% 拨付给丰县土地储备中心，土地储备中心再拨付给公司，同时丰县土储中心按 10 万元/亩支付给公司。

账务处理方面：公司项目建设投入款项在“预付账款”科目体现，现金流在“购买商品、接受劳务支付的现金”科目体现；根据年度结算金额确认收入并结转成本，公司收到的土地款体现在“销售商品、提供劳务收到的现金”，尚未收回的款项体现在“应收账款”科目。

公司成立以来，主要完成了丰县经济产业园区、电动车产业园等地块的土地开发整理工作。近三年公司累计开发约 90 万平方米土地，2012~2014 年每年分别投入 1.85 亿元、5.35 亿元和 1.10 亿元，近三年累计投资 8.30 亿元。2012~2014 年公司确认的土地整治收入分别为 2.00 亿元、5.76 亿元和 1.64 亿元（详见下表），当前确认的土地整理收入全部回款。

表 7 近三年公司土地整理情况表（单位：平方米；万元）

项目名称	土地面积	开发成本	公司确认收入
城乡建设用地增减挂钩复垦项目	375815.21	5637.17	6200.88
三里井区地块	59333.63	12905.00	13795.00
2012 年合计	435148.84	18542.17	19995.88
斗虎营区地块	121800.61	17356.5	19183.50
郭楼南区地块	50000.25	11625	12375.00
水利局南区地块	64733.66	16992.5	17963.50
织布厂区地块	43333.55	7475.00	8125.00
2013 年合计	279868.07	53449	57647
大李庄地块	85933.33	6000.00	8613.53
左岸人家地块	95840.00	5000.00	7762.12
2014 年合计	181773.33	11000.00	16375.65

资料来源：公司提供

未来待公司整理的土地累计 20 万平方米，需投资金额约为 2 亿元，公司未来土地整理业务板块投资规模不大，且未来对公司整体收入的贡献将逐步减少。

2. 工程建设业务

公司 2012~2014 年工程建设确认收入分别 1.66 亿元、2.63 亿元和 7.15 亿元，其中 2012 年和 2013 年主要系水利工程施工收入，2014 年度工程建设业务板块收入大幅增加主要系增加公司基础设施建设收入。

水利工程施工

公司工程施工业务主要是水利工程的施工，具体由下属单位江苏华禹水利工程处(以下简称“江苏华禹”)负责。江苏华禹拥有国家二级施工企业资质和水利水电施工总承包贰级资质，在徐州市丰县水利水电工程和桥梁工程业务领域具有垄断地位。

2012~2014 年公司水利工程施工确实收入分别 1.66 亿元、2.63 亿元和 3.00 亿元，呈逐年增长态势；该板块收入全部系子公司江苏华禹的施工收入。

截至 2014 年底，在江苏省内，公司已完成总装机容量为 2250kw 的范楼抽水站和总装机容量为 1900kw 的梁寨抽水站增容工程、长 56m 的夹河橡胶坝泄洪闸工程、双幅 4×20m+5×25m 预应力砼“T”型梁沙庄公路桥、丰县李楼水利枢纽改建工程登项目、黄河故道丰县段治理工程、尾水资源化利用及导流工程等。在江苏省外，已经完成黑河大桥、嫩江堤防除险 2DC22 标段工程、洮赵新河大型土方开挖工程及沪宁高速公路昆山段。

基础设施建设

公司于 2014 年度开始开展基础设施建设项目并确认相关收入，根据公司与县人民政府签订《政府投融资项目回购合同》，公司负责项目的前期建设，公司实际投入的项目建设前期各项费用和工程建安费等，经审计年度结算确认后，增加 20%的代建管理费用作为回购价款。

账务处理方面：公司在项目建设投入款项在“预付账款(借方)”科目体现，现金流在“购买商品、接受劳务支付的现金”科目体现；根据工程建设进度结算金额确认收入并结转成本，公司收到的代建款体现在“销售商品、提供劳务收到的现金”，尚未收回的款项体现在“应收账款”科目。

2014 年度，公司新建的丰县御苑新城一期建设工程、二坝水生态治理工程和丰县中等专业学校新校区建设工程经审计确认了相应投资成本，加成 20%的收益后分别确认基础设施建设收入 0.73 亿元、1.01 亿元和 2.41 亿元，合计基础设施建设收入为 4.15 亿元，当年实际收到丰县财政局回款 3.85 亿元，整体基础设施建设回款质量尚可。

截至 2014 年底，公司在建的基础设施项目主要包括丰县御苑新城一期建设工程、丰县总部经济园区工程、丰县新城广场一期建设工程、二坝水生态治理工程、丰县中等专业学校新校区建设工程、丰县棚户区改造一期项目等项目，项目总投资合计为 35.26 亿元，未来需要投资金额为 32.17 亿元。其中投资规模最大的项目丰县棚户区改造一期项目系公司“15 丰县城投债”发行金额为 10 亿元的募投项目，截至 2015 年 6 月底，该项目已投 4.27 亿元。

表 8 截至 2014 年底公司主要在建项目情况

项目名称	项目建设内容	总投资 (万元)	建设周期	已投资 (万元)
丰县御苑新城一期	位于西环路东，白帝河南。占地 127 亩，建 18 万平方米住宅。	43588	2014-2015 年	346.40
丰县总部经济园区	建设总部经济园区中心大楼（4 万平方米）	17287.50	2013-2015 年	12895.45

丰县新城广场一期	四栋辅楼（约 4.9 万平方米），新建水电、道路、绿化、管网等配套工程。	16000	2014-2016 年	
二坝水生态治理	位于丰县大沙河二坝村，占地 6000 亩，建设生态保育、合理利用和管理服务五大功能区。	29645	2014-2015 年	7005.51
丰县中等职业技术学校	职业技术学院配套道路、管网、绿化、亮化、教学及教辅设施设备施工安装等工程。	29500.00	2013-2015 年	8870.70
丰县棚户区一期改造项目	项目总占地面积 363.98 亩，总建筑面积 61.83 万平方米	216602.30		1800.00
合计		352622.80	--	30918.06

资料来源：公司提供

注：部分项目已结转成本确认收入

公司拟建项目主要有道路建设及改扩建、道路绿化工程、河道整治工程及棚户区改造项目等，计划投资总额为 34.26 亿元，总体看，公司在建及拟建项目未来投资规模较大，公司外部融资压力较大。

表 9 截至 2014 年底公司主要拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目概况	总投资	建设周期
西城路北延建设工程	该工程南起北苑路，北至白帝河北 100 米处，全长 1300 米，道路红线宽 40 米。	5935	2015-2015
白帝河南路建设工程	该工程东起复新河西路，西至西环路，全长 4300 米，宽 12 米。	3300	2015—2015
工农路南延建设工程	该工程北起南环路，南至南二环，全长 730 米，道路红线 35 米。	3098	2015—2015
复新河西北延段建设工程	该工程南起佳禾鸭业，北至北环路，全长 730 米，道路红线宽 25 米。	2732	2015-2015
西城路南延建设工程	该工程北起南环路，南至农贸市场二期南沥青路，全长 470 米，道路红线宽 35 米。	1277	2015-2015
金都路南延建设工程	该工程北起南环路，南至国道 237，全长 3000 米，红线宽 50 米。	10250	2015-2016
白帝河景观绿化工程	实施复新河至卜老家大沟长 5700 米，河两岸各规划宽约 100 米。	9737.66	2014-2015
月牙河南段景观绿化工程	南环路以南部分，丰徐河以北、月牙河以西，绿地面积约 10 公顷。	1420	2014-2015
老复新河绿化工程	重点建设支农路北延伸段（北苑路至北环路）河两岸绿化，长约 1780 米，绿化宽约 11 米。	350	2015-2015
西环路绿化工程	南环路至北环路段，长约 4720 米，中间隔离带宽 2 米，分车带绿化宽 4 米，道路两侧绿化宽 25 米，绿化面积约 28.32 公顷。	5660	2015-2015
香榭里路绿化工程	香榭里路（向阳路至复新河西路）进行椿树、苦楝、合欢等行道树栽植。	116	2015-2015
南环路中段绿化工程	复新河至金都路段，全长 2840 米，中间隔离带宽 2 米，分车带绿化宽 4 米，道路两侧绿化宽 10 米，绿化面积约 8.52 公顷	1704	2015-2015
大沙河（华山闸—夹河闸）段综合整治工程	北起华山闸，南至夹河闸，全长 12.7 公里。	29800	2015—2016
大沙河华山湿地建设工程	大沙河华山湿地建设工程占地约 300 亩。	4914	2014-2015

237 国道丰县南段改扩建工程	237 国道丰县南段改扩建工程起于华张路与 S322 省道徐丰线交叉处，向南 800 米折向西经华山、孙楼、王沟、宋楼四镇，止于苏皖交界处，接安徽省 237 国道安徽段，全长 21.906 公里。	50000	2015-2016
丰县黄庄区块棚户区改造一期工程建设	位于丰县南环路北侧、向阳路西侧、中阳大道南侧、季和园小区东侧（详见募投项目概况）。	212295	2015-2020
合计		342588.66	

资料来源：公司提供

3. 粮食购销业及其他业务

粮食购销业务由公司下属企业丰县粮食局直属库负责经营。

丰县粮食局直属库对丰县范围内的主要粮食产品（主要包括小麦、稻谷和玉米等品种）进行收储与销售，主要包括收储业务和自营粮食购销业务。收储业务资金由中国储备粮管理总公司提供，收购的粮食储存在粮仓，丰县粮食局直属库收取收购费和保管费，收购费约为40元/吨/年，储存费约为55元/吨/年；自营粮食购销是由丰县粮食局直属库自行进行粮食收购和销售，通过购销差价实现盈利。

2012~2014年，粮食购销业务收入分别为3.60亿元、1.25亿元和2.58亿元。其中2013年粮食购销收入较2012年下降幅度较大，主要是2013年粮食收储任务较大，占用粮库较多，导致自营粮食购销业务减少。公司收储业务得到中国储备粮管理总公司的业务支持，自营粮食购销业务受到当地粮食生产情况的不确定影响。总体来看，公司粮食购销业务作为特殊业务，受国家相关政策影响较大，粮食购销业务收入存在一定的波动性。

公司其他业务主要包括广播电视传播和自来水供应销售，广播电视传播由一级子公司丰县广播电视信息网络有限公司负责，自来水供应销售由一级子公司丰县自来水公司负责。

综合分析，公司业务板块以土地整理和工程建设为主，粮食购销和其他收入是公司营业收入和现金流的重要补充，未来随着在建和拟建项目的推进，工程建设收入占比将有所增加，公司整体收入有望进一步增长。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2012~2014年度财务报表已经山东和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2014年，公司合并范围内的子公司有25家，较上年增加4家。全资控股子公司有22家，较上年增加15家。由于新增的子公司资产规模均较小，合并范围的子公司数量的变化对财务可比性影响较小。

截至2014年底，公司合并资产总额95.93亿元，所有者权益76.39亿元（含少数股东权益0.75亿元）。2014年公司实现主营业务收入11.92亿元，利润总额1.82亿元。

2. 资产质量

2012~2014年，公司资产总额快速增长，年均复合增长57.40%；截至2014年底，公司资产总额95.93亿元，公司资产结构中流动资产占比92.43%、长期投资占比0.43%、固定资产占比6.45%、无形资产及其他占比0.69%，公司资产结构以流动资产为主。

2012~2014年，公司流动资产年均复合增长56.60%；截至2014年底，公司流动资产88.66亿元，其中货币资金、应收账款、其他应收款和存货分别占4.21%、2.02%、15.61%和76.68%。

2012~2014年，公司货币资金波动中有所增长，年复合增长率为10.49%。截至2014年底，公司货币资金为3.74亿元，其中现金、银行存款和其他货币资金分别为5.25万元、3.44亿元和0.30亿元，其他货币资金全部为受限资金。

2014 年新增应收票据 0.10 亿元，为新增银行承兑汇票。

2012~2014 年，公司应收账款年均复合增长 33.77%，截至 2014 年底，公司应收账款 1.79 亿元，其中账龄在 1 年以内的应收账款总额占 71.77%、1~2 年的占 18.50%、2~3 年的占 6.84%、3 年以上的占 2.89%；公司计提坏账准备 753.17 万元；公司前五名欠款单位合计欠款 0.90 亿元，分别为应收丰县财政局、徐州市黄河故道双庙至十姓庄段治理工程、丰县复新河下段治理工程建设处、丰县 2012 年小型农田水利重点县工程建设和丰县 2014 年农村饮水安全工程建设处工程款。公司应收账款规模较小，欠款单位主要是丰县财政局及各项工程建设处，总体看，公司应收账款回收风险较小。

2012~2014 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长率为 67.74%，截至 2014 年底，为 13.84 亿元，占流动资产比重大，为 15.61%。其中账龄在 1 年以内的其他应收款总额占 54.68%、1~2 年占 24.68%、2~3 年占 10.93%、3 年以上占 9.71%；公司其他应收款前五名欠款单位合计欠款 7.12 亿元，包括应收土地矿产市场中心土地款 3.89 亿元、丰县土地储备中心土地款 2.12 亿元、徐州高盛房地产往来款 0.47 亿元、建滔能源往来款 0.34 亿元和京味福往来款 0.30 亿元；公司计提其他应收款坏账准备 0.23 亿元，总体来看，公司其他应收款金额大，形成一定资金占用。

2012~2014 年，公司预付账款快速增长，年均复合增长率为 146.43%，截至 2014 年底，公司预付款项 1.14 亿元；截至 2014 年底，公司应收补贴款 584.64 万元，同比增长 0.14%。

公司存货是流动资产的重要组成部分之一，2012~2014 年快速增长，年均复合增长 58.88%，截至 2014 年底，公司存货 67.98 亿元，同比增长 44.76%。其中，用于开发的土地、开发成本和库存商品分别占比 98.15%、1.26%和 0.53%，存货中土地的占比大，其中用于开发的土地中用作抵押借款的土地总评

估价值为 14.74 亿元，共贷款 5.20 亿元，截至 2014 年底贷款余额为 3.73 亿元。

总体看，2012~2014 年，公司流动资产增长快速；流动资产中存货的占比大，存货中用作开发的土地占比大，公司流动资产的变现能力较弱；同时，公司其他应收款占比较大且增长快速，形成一定资金占用。

2012~2014 年，公司长期股权投资规模波动中有所增长，年均复合增长 86.05%；截至 2014 年底，公司长期股权投资 0.42 亿元，同比下降 33.08%。2012 年、2013 年公司分别拥有 30 万元的长期债券投资，2014 年公司没有长期债券投资。公司长期股权投资单位为徐州市观音机场有限公司、丰县中新房实业有限公司和丰县丰裕机械设备有限公司。

2012~2014 年，公司固定资产波动中有所下降，年复合下降 0.43%，截至 2014 年底，公司固定资产原值 2.86 亿元，较 2013 年增长 20.12%，累计折旧 1.33 亿元，账面价值 1.52 亿元，同比增长 0.21%。公司固定资产主要包括房屋建筑物、生产用机械和机器设备、运输设备、电子设备及办公家具。

2012~2014 年，公司在建工程大幅增长，年均复合增长 377.26%，截至 2014 年，公司在建工程 4.66 亿元，同比大幅增长 1848.77%，增长的主要原因是新建凤鸣塔东区块产业升级项目，账面价值为 3.80 亿元。公司在建工程不存在减值情况。

2012~2014 年，公司无形资产有所下降，年均复合下降 2.80%，公司无形资产主要为土地使用权和软件，截至 2014 年底，公司无形资产净值为 0.66 亿元，公司无形资产没有用于抵押的情况。

总体看，近年来公司资产快速增长，资产以流动资产为主，存货和其他应收款规模较大，存货主要系政府注入土地资产，其变现受当地土地指标和市场行业影响较大，其他应收款金额较大，形成一定资金占用，整体流动资产变现能力较弱，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014年,公司所有者权益合计快速增长,年均复合增长54.23%,主要受资本公积和未分配利润的增长影响。截至2014年底,公司所有者权益为75.63亿元(不包含少数股东权益0.75亿元),其中实收资本占2.64%、资本公积占90.13%、盈余公积占0.80%、未分配利润占6.78%。

2012~2014年,公司实收资本均为2.00亿元。2012~2014年,公司资本公积快速增长,年均复合增长57.36%,截至2014年为68.17亿元,较上年增加21.18亿元,主要为土地资产的注入。

负债

2012~2014年,公司负债快速增长,年均复合增长67.96%;截至2014年底公司负债总额19.54亿元,其中流动负债占79.74%,长期负债占20.26%。

2012~2014年,公司流动负债年均增长58.70%,主要由于应付账款、预收账款和其他应付款增加所致。2014年,公司流动负债以短期借款(占8.18%)、应付账款(占27.52%)、预收账款(占5.89%)及其他应付款(占54.00%)为主。

2012~2014年,公司短期借款金额波动中有所增长;截至2014年底,公司短期借款1.27亿元,其中担保借款和信用借款分别为0.93亿元和0.34亿元,担保借款中包括子公司江苏华禹水利工程处以公司评估价值为1.41亿元的土地作抵押贷款0.70亿元(截至2014年底余额为0.63亿元)。

2014年,公司新增应付票据0.30亿元,为银行承兑汇票。2012~2014年,公司应付账款大幅增长,年复合增长122.18%,截至2014年底为4.29亿元,同比增长446.96%。

2012~2014年,公司预收账款快速增长,年复合增长76.92%,截至2014年为0.92亿元,同比增长129.81%。

2012~2014年,公司其他应付款快速增长,年均增长41.61%,截至2014年底为8.41亿元,主要包括丰县人民医院往来款0.77亿元、丰县教育局往来款0.46亿元、财政局国库往来款0.40亿元、丰县中新房往来款0.39亿元和中国环球租赁往来款0.34亿元;从账龄来看,一年以内的占比74.93%、1-2年的占比17.11%、2-3年的占比2.65%、3年以上占比5.31%。

2012~2014年,公司预提费用波动中有所下降,截至2014年底为41.13万元,同比增长10.09%。

2012~2014年,公司长期负债年均增长131.30%,截至2014年底,公司非流动负债3.96亿元,以长期借款(占96.99%)为主。

2012~2014年,公司长期借款年均复合增长158.37%,截至2014年底为3.84亿元,同比增长782.28%,主要为担保借款的增加。长期借款包括担保借款和信用借款,分别为3.83亿元和0.01亿元,担保借款中公司以总面积21.45万平方米总评估价值为4.69亿元的土地作为抵押贷款1.80亿元(截至2014年底余额为0.50亿元),子公司丰县盛木实业有限公司以总面积为25.89万平方米总价值为8.75亿元的土地作为抵押贷款2.70亿元(截至2014年底余额为2.60亿元)。

截至2014年底,公司专项应付款为0.12亿元,为江苏省拨付的专项资金。

2012~2014年,公司有息债务快速增长,截至2014年底为5.41亿元,其中长期债务占比70.92%。从偿债能力指标来看,近三年公司资产负债率、长期资本化比率和全部债务资本化比率波动上升,上述指标的平均值分别为17.58%、2.99%和5.20%;截至2014年底上述指标分别为20.37%、4.79%和6.62%,较2013年均有一定幅度上升,但公司整体债务负担仍较小。

总体看,近年来随着政府注入资产,公司所有者权益规模增速较快;公司负债以流动负债为主,流动负债中其他应付款占比大;公司有息债务以长期债务为主,整体债务负担较轻。

4. 盈利能力

2012~2014年，公司主营业务收入增长较快，年均增长24.21%；2014年公司实现主营业务收入11.92亿元，同比增长16.93%；主营业务成本10.31亿元，同比增长15.61%，增速低于主营业务收入的增长，导致公司的主营业务利润率有所上升，2014年为12.26%，同比上升0.84个百分点。2012~2014年，公司营业利润率稳步上升，分别为8.45%、11.42%和12.26%。

2012~2014年，公司期间费用年均增长28.48%，以管理费用及财务费用为主；2014年公司期间费用占主营业务收入比重为8.38%，占比较低，公司整体对期间费用的控制能力较好。

2012~2014年，公司营业利润大幅增长，年复合增长率为117.60%，2014年公司实现营业利润0.98亿元，同比增长22.37%。

2012~2014年，公司补贴收入分别为1.13亿元、0.91亿元和1.01亿元，公司实现利润总额分别为1.31亿元、1.78亿元和1.82亿元，补贴收入对利润总额的贡献大。

从盈利能力指标来看，2012~2014年，公司总资产收益率及净资产收益率呈逐年下降的趋势，近三年平均数分别为2.97%和2.78%，2014年分别为2.26%和2.13%。

总体看，公司收入规模保持较快增长；公司对期间费用的控制能力较好；补贴收入对利润贡献大，公司整体盈利能力较弱。

5. 现金流及保障

经营活动方面，公司销售商品、提供劳务收到的现金稳步增长，年均复合增长26.19%，2014年为11.90亿元，同比增长12.64%；2012~2014年，公司现金收入比分别为96.75%、103.66%和99.85%，公司整体收入实现质量较好。2012~2014年，公司收到的其他与经营活动有关的现金快速增长，年复合增长63.15%，分别为3.80亿元、4.42亿元和10.11亿元，主

要为补贴收入及往来款。2012~2014年，公司经营产生的现金流入分别为11.27亿元、14.99亿元和22.01亿元。现金流出方面，2012~2014年，公司购买商品、接受劳务支付的现金波动中有所增加，分别为4.38亿元、9.73亿元和8.23亿元；2012~2014年，公司支付的其他与经营活动有关的现金快速增长，年复合增长率为123.01%，2014年为11.18亿元，同比增长100.55%，主要为支付的管理费用、销售费用及往来款。2012~2014年，公司经营现金流量净额分别为4.37亿元、-0.78亿元和2.13亿元。

投资活动方面，2012~2014年，投资活动产生的现金流入大幅增加，年复合增长428.50%，2014年为0.20亿元，同比增长228.14%，主要为2014年新增的收回投资所收到的现金为0.20亿元；2012~2014年，公司处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的净额大幅下降，2014年为7300元，同比下降99.88%。现金流出方面，2012~2014年，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金大幅增长，年复合增长433.01%，2014年为4.55亿元，同比增长2117.50%，因此造成投资活动现金流入大幅增长为4.55亿元，同比增长545.46%。2012~2014年，公司投资活动现金流量净额分别为-0.15亿元、-0.64亿元和-4.35亿元。

2012~2014年，公司经营和投资活动产生的现金流量合计净额分别为4.22亿元、-1.42亿元和-2.22亿元，需要筹资活动来保障现金流充足。

筹资活动方面，2014年，公司吸收投资所收到的现金为0.53亿元；2012~2014年，公司借款所收到的现金大幅增长，年复合增长235.25%，2014年为6.14亿元，同比增长130.54%；2012~2014年，公司筹资活动产生的现金流入分别为0.55亿元、2.82亿元和6.92亿元，年复合增长率为255.97%。2014年，公司偿还债务所支付的现金和分配股利、利润或赔偿利息所支付的现金分别为3.00亿元和0.38亿元；2012~2014年，公司筹资活动现金流量净额分别为-2.33亿

元、0.62 亿元和 3.54 亿元。

总体来看，公司筹资活动前的现金流缺口有所扩大，未来随着基础设施建设及土地开发业务投入的继续增加，公司对外部融资需求将进一步加大，未来债务规模将增长。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2012~2014年，公司流动比率和速动比率波动中有所下降，2014年分别为569.06%和132.73%。从指标上看，公司短期偿债能力较好，但考虑到公司流动资产中存货和其他应收款占比较高，流动资产变现能力差，公司实际短期偿债能力弱于指标值。2012~2014年，公司经营现金流流动负债比分别为70.61%、-10.81%和13.69%。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标来看，2012~2014年，公司EBITDA稳步增长，分别为1.62亿元、2.12亿元和2.26亿元；2012~2014年，公司全部债务/EBITDA指标值呈上升趋势，分别为0.83倍、0.93倍和2.40倍，EBITDA对全部债务的保障能力逐年减弱，但整体偿债能力尚可。考虑到丰县政府对公司较强的补贴力度，以及公司自身经营业务的发展，公司整体偿债能力强于指标值。

截至 2014 年底，公司对江苏鑫诚电动车科技发展有限公司、徐州华洲机械科技有限公司和江苏省丰县人民医院合计提供 0.68 亿元的借款担保，担保比率为 0.90%，担保比率低，公司或有负债风险小。

截至 2014 年底，公司共获得银行授信 6.41 亿元，已使用额度 5.11 亿元，尚未使用额度为 1.30 亿元。公司融资渠道有待进一步拓宽。

7. 过往债务履约情况

根据中国农业银行企业信用报告（银行版）（机构信用代码：G1032032100053200S），截至 2015 年 12 月 2 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点、丰县政府对于公司的各项支持，以及未来公司战略的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

九、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券发行额度为 13 亿元，为长期债务的 3.39 倍、全部债务的 2.40 倍，本期债券的发行对公司现有债务影响很大。

截至 2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 20.37%、6.62%和 4.79%，以该期财务数据为基础，不考虑其他因素，本期债券发行后，上述指标将分别上升至为 29.87%、19.42%和 18.06%，公司债务负担将显著加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2012~2014年公司经营活动现金流入量分别为11.27亿元、14.99亿元和22.01亿元，分别为本期债券发行额度的0.87倍、1.15倍和1.69倍；经营活动现金净流量分别为4.37亿元、-0.78亿元和2.13亿元，分别为本期债券发行额度的0.34倍、-0.06倍和0.16倍；EBITDA分别为1.62亿元、2.12亿元和2.26亿元，分别为本期债券发行额度的0.12倍、0.16倍和0.17倍。总体看，经营活动现金流入量对本期债券保障程度尚可。

本期债券本金存续期内本金最高偿还额度为5.85亿元，2012~2014年公司经营活动现金流入量分别为11.27亿元、14.99亿元和22.01亿元，分别为最高偿付额度的1.93倍、2.56倍和3.76倍。经营活动现金净流量分别为4.37亿元、-0.78亿元和2.13亿元，分别为最高偿付金额的0.75倍、-0.13倍和0.36倍，EBITDA分别为1.62亿元、2.12亿元和2.26亿元，分别为最高偿付额度的0.28倍、0.36倍和0.39倍。

整体看，公司自身经营状况对本期债券保障能力偏弱，经营活动现金流入量对每年待偿还本

金覆盖能力较好。

十、本期债券收益预测及对本期债券偿还能力分析

1. 募投项目收益情况

本期项目收益债募投项目收益预测依据由徐州工程咨询中心于 2015 年 10 月出具的《丰县城市投资发展有限公司黄庄区块棚户区改造项目一期工程可行性研究报告摘要》（以下简称“可研报告摘要”）。

项目直接收益预测

本期棚户区改造项目直接收入主要包括安置房销售、商业设施销售收入及地下储藏室销售收入、地下车位销售收入、县专项财政补贴及上级财政保障房补助资金。

安置房销售

(1) 部分安置房向棚改对象低价出售，销售面积为 240515 平方米，销售价格以均价 3600 元/平方米计算，销售收入为 86585.50 万元；

(2) 商业设施销售面积为 110483 平方米，销售价格为 9000 元/平方米，销售收入为 99434.70 万元；

(3) 地下储藏室销售面积 50252 平方米，销售价格为 1800 元/平方米，销售收入为 9045.36 万元；

(4) 地下车位数约 3800 个，销售价格为 6.5 万元/个，销售收入为 24700 万元。

以上各项销售收入总计为 219765.56 万元（86585.50 万元+99434.70 万元+9045.36 万元+24700 万元）。

县专项财政补贴

根据丰县人民代表大会常务委员会《关于

批准将丰县黄庄区块棚户区改造项目专项财政补贴资金纳入县财政 2016-2020 年度财政预算的决定》（丰人发【2015】15 号）及丰县财政局《关于安排丰县黄庄区块棚户区改造项目专项财政补贴资金的通知》（丰财函【2015】5 号），经丰县人大常委会审议同意，由丰县人民政府授权丰县财政局于 2016-2020 年对丰县城投承建的丰县黄庄区块棚户区改造项目视财力情况给予一定的专项财政补贴，作为丰县黄庄区块棚户区改造项目建设配套资金，保证项目正常施工和运营。其中：2016 年支付 7450 万元，2017 年支付 6050 万元。

上级财政保障房补助资金

根据财政历年保障性住房补助资金到位情况，预计中央、省各级财政补助资金专项安排用于 4555 套棚改房约 4555 万元（2016-2018 年）。其中，2016 年收到上级拨付财政补助资金 1100 万元，2017 年收到上级拨付财政补助资金 2500 万元，2018 年收到上级拨付财政补助资金 955 万元。

根据测算，在债券存续期五年内，上述收入合计约为 237820.56 万元（219765.56 万元+13500 万元+4555 万元），可以完全覆盖项目投资支出 212295 万元。

2. 项目收益对本期债券偿还能力

募投项目将在未来几年为公司带来稳定的经营性收入，是本期债券本息足额偿付的最直接和最重要的资金来源，共计 23.78 亿元。

从本期债券偿付保障能力看，安置房销售、商业设施销售收入及地下储藏室销售收入、地下车位销售收入、县专项财政补贴及上级财政保障房补助资金 5 项现金流入是本期债券存续期内每年本息偿还总额的 1.01 倍以上。

表 10 募投项目预测现金流对本息覆盖情况（单位：万元）

项目	总额	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
项目收入	237819.69	8550	8550	110837.59	76917.74	32964.36
住宅销售收入	86585.15			43292.63	30304.80	12987.72
商铺销售收入	99434.16			49717.26	34802.10	14914.80
地下室销售收入	9045.38			4522.70	3165.84	1356.84
车位销售收入	24700.00			12350.00	8645.00	3705.00

县财政专项补贴	13500.00	7450.00	6050.00			
上级财政保障房补助资金	4555.00	1100.00	2500.00	955.00		
其中：还本	130000.00			58500.00	45500.00	26000.00
付息	31687.50	8450.00	8450.00	8450.00	4647.50	1690.00
本息合计	161687.50	8450.00	8450.00	66950.00	50147.50	27690.00
偿债覆盖率	1.47	1.01	1.01	1.66	1.53	1.19

资料来源：可研报告

注：1、上表第1年起始于2016年；2、本期债券每年偿付利息按6.5%测算；

总体看，本期债券还款资金来源充足，未来现金净流量对本期债券本息偿还的覆盖能力较强；同时，本金分期偿还条款的设置也有效降低了本期债券的集中支付压力，且现金流入整体上与本期债券匹配性较强。同时，值得注意的是，项目自身收入主要来自房屋、车位及商业出售，其受市场波动性因素影响较大，联合资信将密切关注实际出售情况以及资金到位情况。另外，项目建设期前两年，本期债券每年需支付测算利息8450.00万元，根据上表预测情况，项目自身并不产生收益，利息偿还对外部支持依赖程度较高。

十一、债权保护条款分析

1. 差额补偿

差额补偿协议

根据《中华人民共和国合同法》、《项目收益债券管理暂行办法》等法律、法规和规章制度的规定，丰县城投与差额补偿人以及监管银行共同签署了《差额补偿协议》，约定了丰县城投的本息偿还责任、差额补偿人的补偿责任、差额补偿责任的履行、通知方式、各方陈述与保证、违约责任、不可抗力情况、适用法律与争议解决方法、协议的终止条件等相关事项。

差额补偿责任的履行方面，协议中明确约定：丰县经济开发区投资发展有限责任公司作为本期债券的差额补偿人，在本期债券每个付息日（或本息支付日，T日）之前的第21个工作日（T-21日，差额补偿核算日），监管银行对偿债资金专户进行核算，若偿债资金专户内资金未到达当年付息金额或本息偿付总额的

（利息包含建设期利息），则监管银行应于次日（T-20日）前同时通知丰县城投和差额补偿人补足偿债资金。差额补偿人应于差额补偿划款截止日（T-15日）前将该年度偿债资金缺口部分划入偿债资金专户。监管银行有义务通知差额补偿人履行差额补偿义务，同时作为本期债券债权代理人有义务代表本期债券持有人要求差额补偿人履行差额补偿义务。

差额补偿人对本协议项下应付的差额补偿款不得以任何理由作抗辩、抵销或扣减请求。差额补偿人对本期债券的差额补偿承担连带责任，其补偿责任包括：当债券存续期内每期偿债资金专户内账户余额不足以支付本期债券当期本息时，或因出现加速到期情形导致提前兑付的情况发生且偿债资金专户内的账户余额不足以支付本金及利息时，差额补偿人将按本协议约定的时间和方式补足偿债资金专户余额与应付本金及利息总额之间的差额部分。

差额补偿人

本期债券采用本息差额补偿制度以保证债券本息按时足额兑付。其中丰县经开为差额补偿人。当公司没有按协议提供足额资金支付债券本息时，丰县经济开发区投资发展有限责任公司将承担差额补偿的义务。

丰县经开作为丰县经济开发区经营建设的唯一投资主体和资产管理运营主体，在政府授权范围内从事丰县经济开发区土地开发整理和基础设施建设等业务。土地开发整理业务方面，根据丰县经济开发区管委会的授权，丰县经开对丰县经济开发区规划的土地进行开发整理，整理完成的土地通过丰县国土资源局招拍挂系统进行出让，土地出让收入由丰县经济开发区管委会按照一定比例返还给丰县经开；基础设施建设方面，

丰县经开负责建设丰县经济开发区的重大基础设施建设项目。

截至2014年底，丰县经开资产总计63.31亿元、负债合计25.58亿元、所有者权益合计37.73亿元。2014年度，丰县经开实现营业收入9.22亿元，实现净利润1.81亿元。

联合资信评定丰县经济开发区投资发展有限责任公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，详见附件2《丰县经济开发区投资发展有限责任公司主体长期信用评级报告》。

差额补偿人对本期债券的偿还能力

2012~2014年，丰县经开EBITDA分别为2.10亿元、1.60亿元和3.27亿元，分别为本期债券发行额度的0.16倍、0.12倍和0.25倍，分别为本期债券本金存续期内本金最高偿还额度（5.85亿元）的0.36倍、0.27倍和0.56倍；2012~2014年，丰县经开经营活动现金流入量分别为16.49亿元、25.56亿元和28.31亿元，分别为本期债券发行额度的1.27倍、1.97倍和2.18倍，分别为本期债券本金存续期内最高偿还额度的2.82倍、4.37倍和4.84倍，保障程度较强。且本期债券募投项目未来会产生一定规模的现金流入，因此整体偿债能力将高于测算值。

丰县经开作为本期债券的差额补偿人，在本期债券每个付息日（或本息支付日，T日）之前的第21个工作日（T-21日，差额补偿核算日），监管银行对偿债资金专户进行核算，若偿债资金专户内资金未到达当年付息金额或本息偿付总额的（利息包含建设期利息），则监管银行应于次日（T-20日）前同时通知丰县城投和差额补偿人补足偿债资金。差额补偿人应于差额补偿划款截止日（T-15日）前将该年度偿债资金缺口部分划入偿债资金专户。监管银行有义务通知差额补偿人履行差额补偿义务，同时作为本期债券债权人代理人有义务代表本期债券持有人要求差额补偿人履行差额补偿义务。

总体看，本期债券设置了差额补偿机制，且设置分期偿还本金的条款，在一定程度上提

升了本期债券的到期偿还安全性。另一旦发生加速到期情形，差额补偿人将面临较大集中偿付压力。

2. 募投项目资金封闭运作

为确保本期债券募集资金的封闭运作，公司与中国农业发展银行丰县支行（以下简称“农业银行”）签署了《项目收入归集账户监管协议》、《募集资金使用专户监管协议》及《偿债资金专户监管协议》（以下简称“监管协议”），委托农业银行为本期债券监管银行，并分别在监管银行设立了募集资金专项账户、项目收入归集资金专项账户和偿债保障金专项账户，明确了本期债券募集资金使用和后续还款方式。

募集资金专项账户

募集资金使用专户中的资金包括本期债券募集款项及其存入该专项账户期间产生的利息。募集资金只能用于：（1）丰县黄庄区块棚户区改造一期工程项目建设，包括但不限于工程建设费、土地费用、工程承包费用等；（2）本期债券发行费用，包括但不限于初始登记托管费、承销费、律师费、评级费及其他中介机构费用。

募集资金使用专户内的临时闲置资金只能用于银行存款（含银行协议存款）、国债等流动性较好、低风险保本投资，且不得转出募集资金使用专户。

项目收入归集资金专项账户

公司在监管银行设立项目收入归集资金专项账户，协议约定募投项目产生的各项收入应按以下方式向项目收入归集账户归集：

（1）若收入由本协议签订时已可确定的主体支付时，则应在项目收入归集专户设立后通知该支付主体直接向项目收入归集专户划转资金。

（2）若收入由不确定的主体支付时，且确实由支付主体直接、集中向项目收入归集专户划付有困难的（如现金支付等），丰县城投应在其他账户收到相关收入后3个工作日内将相关资金向项目收入归集专户归集。

（3）如因不可控因素造成丰县黄庄区块棚

户区改造一期工程相关收入划付至丰县城投其他账户的，丰县城投应在收到相关收入后的3个工作日内将相关资金归集至项目收入归集专户。

协议约定募投项目收入归集专户资金分配顺序：

(1) 丰县黄庄区块棚户区改造一期工程运营期必要的支出；

(2) 本期债券相关的当期评级机构跟踪评级费、登记托管机构代理付息/兑付服务费、审计机构审计费等中介机构服务费；

(3) 预留或支付完上述第(1)、(2)项费用后的剩余资金应向偿债资金专户划转，作为本期债券偿债准备金。

在本期债券每个计息年度内，项目收入应从项目收入归集专户向偿债资金专户划付两次，于本期债券付息日（或还本付息日，T日）前30个工作日（T-30日）将应付利息（或应付本息总额）的20%以上划入偿债资金专户，于本期债券付息日（或还本付息日）前22个工作日（T-22日）将应付利息（或应付本息总额）全额划入偿债资金专户。

偿债资金专项账户

偿债资金专项账户，专专门用于本期债券偿债准备金及到期本息支付资金的接收、存储及划转的专项账户。

偿债资金专户用于接收由本期债券项目收入归集专户划入的偿债资金、差额补偿人划入的本期债券本息差额补偿资金（如有）。偿债资金专户内的偿债资金只能用于偿还本期债券的本息，不得挪作他用。

流动性贷款支持

本期债券存续期内，当丰县城投对本期债券付息和兑付发生临时资金流动性不足，在符合国家法律法规、宏观政策、银监会监管政策要求以及中国农业发展银行丰县支行贷款政策、授信审批程序和中国农业发展银行丰县支行要求的贷款条件前提下，中国农业发展银行丰县支行将在付息或兑付首日前五个工作日

给予丰县城投不超过15亿元流动性支持贷款（具体金额依据每一期偿债资金缺口为准）。该流动性支持贷款用于丰县城投补充流动资金，包括但不限于为本期债券偿付本息，以解决丰县城投本期债券本息偿付暂时资金流动性不足。

总体看，本期债券募投项目建设及运营阶段存在影响现金流预测的因素，公司作为偿债主体承担了偿债资金的差额补足义务。丰县经开为本期债券提供连带责任，本期债券本息到期按时足额偿付的安全性得到有效提升。另外，本期债券募集资金采取封闭管理，项目收益资金流动监管严格，可有效防范本期债券的操作风险。

十二、结论

公司是丰县主要的城市基础设施投资建设主体，在政府资产注入、业务区域垄断以及土地资源等方面具有突出优势。

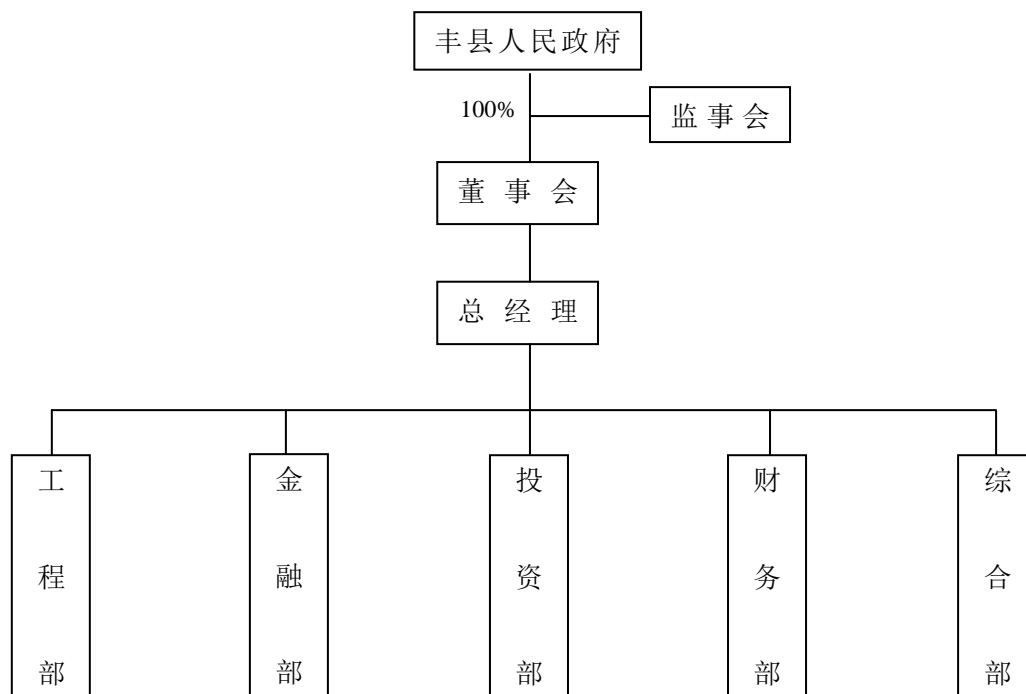
公司经营业务以市政工程和土地整理为主，随着业务规模扩大，公司资产规模快速增长，资产结构以存货和其他应收款为主，公司资产中，存货变现能力较弱及其他应收款对公司资金形成一定占用，公司资产流动性一般，整体资产质量一般；近年公司债务规模逐年增长，受经营业务特性影响，公司整体盈利能力较弱；未来伴随公司工程项目建设持续推进，公司对外融资需求将进一步上升。

近年丰县经济发展迅速，地方综合财力不断加强，公司市政工程建设业务有望保持稳定发展；公司作为丰县基础设施建设的主要参与主体，未来公司业务规模预计将快速提升。

公司自身经营情况对本期债券保障能力一般，但考虑到募投项目收益水平较高，对本期债券覆盖能力较强；丰县经开为本期债券提供连带责任，有助于保障本期债券本息偿付的安全性。另本期债券债权保护条款设置齐全，募集资金封闭管理严格，本期债券本息偿还的安全性高。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险低。

附件 1 公司股权及组织结构图



附件 2 差额补偿人信用评级报告

附件 3 偿债主体主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	3.06	2.11	3.84
资产总额(亿元)	38.72	60.65	95.93
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	31.79	52.92	76.39
短期债务(亿元)	0.76	1.54	1.57
长期债务(亿元)	0.58	0.44	3.84
全部债务(亿元)	1.34	1.97	5.41
主营业务收入(亿元)	7.73	10.20	11.92
利润总额(亿元)	1.31	1.78	1.82
EBITDA(亿元)	1.62	2.12	2.26
经营性净现金流(亿元)	4.37	-0.78	2.13
财务指标			
销售债权周转次数(次)	7.71	8.30	7.12
存货周转次数(次)	0.26	0.24	0.18
总资产周转次数(次)	0.20	0.21	0.15
现金收入比(%)	96.75	103.66	99.85
主营业务利润率(%)	8.45	11.42	12.26
总资本收益率(%)	4.29	3.28	2.26
净资产收益率(%)	3.98	3.07	2.13
长期债务资本化比率(%)	1.78	0.82	4.79
全部债务资本化比率(%)	4.04	3.60	6.62
资产负债率(%)	17.89	12.74	20.37
流动比率(%)	584.43	802.41	569.06
速动比率(%)	149.08	148.01	132.73
经营现金流动负债比(%)	70.61	-10.81	13.69
全部债务/EBITDA(倍)	0.83	0.93	2.40
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.87	1.15	1.69
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.34	-0.06	0.16
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.12	0.16	0.17

附件 4 差额补偿人主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	0.06	0.46	0.98
资产总额(亿元)	25.13	38.01	63.31
所有者权益(亿元)	15.89	25.60	37.73
短期债务(亿元)	0.00	0.00	1.75
长期债务(亿元)	0.00	2.58	4.91
全部债务(亿元)	0.00	2.58	6.66
营业收入(亿元)	4.51	3.76	9.22
利润总额(亿元)	1.97	1.29	2.45
EBITDA(亿元)	2.10	1.60	3.27
经营性净现金流(亿元)	0.40	2.08	2.38
财务指标			
销售债权周转次数(次)	8.68	10.30	11.09
存货周转次数(次)	0.66	0.39	0.50
总资产周转次数(次)	0.18	0.12	0.18
现金收入比(%)	186.43	135.28	169.17
营业利润率(%)	15.26	15.79	15.13
总资本收益率(%)	9.43	3.43	5.02
净资产收益率(%)	9.28	3.75	4.80
长期债务资本化比率(%)	0.00	9.14	11.52
全部债务资本化比率(%)	0.00	9.14	15.01
资产负债率(%)	36.77	32.64	40.40
流动比率(%)	109.97	179.63	154.05
速动比率(%)	49.81	75.85	58.18
经营现金流动负债比(%)	4.35	21.12	11.51
全部债务/EBITDA(倍)	0.00	1.61	2.03
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	1.27	1.97	2.18
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.03	0.16	0.18
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.16	0.12	0.25

附件 5 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
主营业务收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出+少数股东损益)/(所有者权益+长期债务+短期债务+少数股东权益)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	(主营业务收入-主营业务成本-营业税金及附加)/主营业务收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期债券偿债能力	
经营活动现金流量偿债倍数	经营活动产生的现金流量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 6 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2007年3月29日发布的“银发〔2007〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2007年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

级别设置	含 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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 2015年黄庄区块棚户区改造项目一期工程项目收益债券 跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

丰座城市投资发展有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。丰座城市投资发展有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注丰座城市投资发展有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现丰座城市投资发展有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如丰座城市投资发展有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如本期债券信用等级发生变化调整时，联合资信将在公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送丰座城市投资发展有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司

二零一五年十二月二十四日

