

信用等级公告

联合[2018]1272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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持丰县城市投资发展有限公司主体长期信用等级为 AA，并维持“16丰棚改/16丰棚改项目债”债券信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年六月二十五日



丰县城市投资发展有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA

上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	差额补 偿人级 别	跟踪评 级结果	上次评 级结果
16丰棚改/16丰棚改项目债	13亿元	2021/07/13	AA	AA	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2018年6月25日

财务数据

项 目	2015年	2016年	2017年
现金类资产(亿元)	13.32	25.01	23.65
资产总额(亿元)	119.54	163.55	177.04
所有者权益(亿元)	92.35	97.02	98.51
短期债务(亿元)	3.20	0.90	2.40
长期债务(亿元)	15.76	46.28	57.59
全部债务(亿元)	18.95	47.18	59.99
营业收入(亿元)	13.82	13.10	12.03
利润总额(亿元)	2.75	2.06	1.62
EBITDA(亿元)	3.09	3.20	3.05
经营性净现金流(亿元)	-8.14	-14.95	-15.54
营业利润率(%)	17.69	19.83	16.07
净资产收益率(%)	2.32	1.71	1.41
资产负债率(%)	22.75	40.68	44.35
全部债务资本化比率(%)	17.03	32.72	37.85
流动比率(%)	932.10	1128.89	1167.38
经营现金流流动负债比(%)	-72.28	-112.48	-112.12
全部债务/EBITDA(倍)	6.13	14.73	19.68

分析师

王妍 王超

邮箱：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)

网址：www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，丰县地区经济保持增长，丰县城市投资发展有限公司（以下简称“公司”）作为丰县城市基础设施建设和国有资产经营的重要主体，持续获得财政补贴方面的外部支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司资产质量一般、有息债务规模快速增长、盈利能力仍较弱等因素给公司信用水平带来的不利影响。

“16丰棚改/16丰棚改项目债”设置了分期偿还本金安排，同时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“16丰棚改/16丰棚改项目债”进行差额补偿，联合资信评定丰县经开的主体信用等级为AA，有助于保障“16丰棚改/16丰棚改项目债”本息偿付的安全性；另外，“16丰棚改/16丰棚改项目债”设置了本金分期偿付条款，降低了集中支付压力。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，并维持“16丰棚改/16丰棚改项目债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为丰县城市基础设施建设和国有资产经营的重要主体，跟踪期内，获得了财政补贴方面的持续支持。
2. “16丰棚改/16丰棚改项目债”由丰县经开提供差额补偿，有助于保障“16丰棚改/16丰棚改项目债”本息到期按时足额偿付的安全性。
3. 当公司兑付本息发生临时资金流动性不足时，中国农业发展银行丰县支行将给予公司不超过15亿元流动性支持贷款，有助于保障“16丰棚改/16丰棚改项目债”本息到期按时足额偿付的安全性。

关注

1. 公司资产中其他应收款和土地占比大，土地变现能力受市场行情影响较大，资产流动性较弱，公司资产质量一般。
2. 跟踪期内，有息债务规模持续增长，未来随着公司在建和拟建项目的持续投入，预计债务规模将进一步上升。
3. “16 丰棚改/16 丰棚改项目债”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。
4. 跟踪期内，由于拆迁问题，公司募投项目没有进展，偿债资金现金流入存在一定时滞性。

声 明

一、本报告引用的资料主要由丰县城市投资发展有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

丰县城市投资发展有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于丰县城市投资发展有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为丰县人民政府。截至2017年底，公司注册和实收资本均为6.94亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至2018年3月底，公司内设工程部、金融部、投资部、法务部、财务部、债券发行部、综合部7个职能部门；拥有30家子公司，其中一级子公司16家。

截至2017年底，公司资产总额177.04亿元，所有者权益98.51亿元；2017年，公司实现营业收入12.03亿元，利润总额1.62亿元。

公司注册地址：丰县中阳大道北侧、沙支河西侧；法定代表人：李伟。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年5月底，联合资信所评“16丰棚改/16丰棚改项目债”尚需偿还债券余额13.00亿元。跟踪期内，“16丰棚改/16丰棚改项目债”已按期足额支付债券利息。

“16丰棚改/16丰棚改项目债”设置了加速到期和差额补足条款。在本期债券存续期内，出现启动加速到期条款的情形时，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。可以启动加速到期条款的情形包括但不限于：

（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。

当公司兑付本息发生临时资金流动性不足时，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公司不超过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公司补充流动资金，包括但不限于为“16丰棚改/16丰棚改项目债”偿付本息，以解决公司“16丰棚改/16丰棚改项目债”本息偿付暂时资金流动性不足。

截至2017年底，“16丰棚改/16丰棚改项目债”募投项目已使用募集资金0.04亿元。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
16丰棚改/16丰棚改项目债	13.00	13.00	2016/07/13	5年

资料来源：联合资信整理

截至2018年5月底，“16丰棚改/16丰棚改项目债”募投项目丰县黄庄区块棚户区改造一期工程建设项目总投资21.23亿元，累计完成投资900.00万元，跟踪期内募投项目建设没有进展。募投项目已于2016年1月正式开工，但由于区内涉及拆迁户数较多，情况较为复杂，募投项目进展较为缓慢，偿债资金现金流入存在一定时滞性。根据公司项目建设计划，待拆迁完成后，该地块保障房建设将正式启动。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公

共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。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，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《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）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债券与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2 2017 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准

	号文	的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。(3)项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017年7月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92号	对已入库和新增的PPP项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于2018年3月31日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017年12月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年4月	《关于进一步加强政府和社会资本合作(PPP)示范项目规范管理的通知》财金【2018】54号	及时更新PPP项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合资信综合整理

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至2017年底，中国城镇化率为58.52%，较2016年提高1.17个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018年3月5日，中央政府发布的《2018年政府工作报告》对中国政府2018年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性

将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济

跟踪期内，丰县地区经济保持增长，固定资产投资保持快速增长，为公司创造了良好的外部环境。

公司是丰县重要的基础设施建设和国有资产经营的重要主体，公司的经营受丰县经济环境和发展规划影响大。2017年，丰县地区生产总值完成441.00亿元，同比增长7.6%。2017年全县规模以上固定资产投资完成274.00亿元，同比增长10.0%；实现规模以上工业增加值170亿元，同比增长11.1%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化，仍为丰县人民政府和中国农发建设基金。

实际控制人仍为丰县人民政府。截至 2017 年底，公司注册资本 6.94 亿元，其中丰县人民政府 6.00 亿元，中国农发重点建设基金有限公司 0.94 亿元。

2. 外部支持

跟踪期内，丰县财政收入较上年降幅较大，但财政实力依然较强，公司获得了丰县人民政府的财政补贴支持。

公司是负责丰座城市基础设施建设和国有资产经营的重要主体。丰县的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

根据《关于丰县 2017 年财政预算执行情况和 2018 年财政预算草案的报告》，2017 年，丰县地方一般预算收入 25.00 亿元，同比下降 28.57%。其中受营改增影响、电动产业受环保政策制约，税收收入较上年有所下降，2017 年下降至 17.96 亿元，同比下降 28.24%；国有土地使用权出让收入 30.60 亿元，较上年略有增长。同期，丰县一般公共预算支出 65.00 亿元，同比下降 8.32%。财政自给率为 38.46%，财政自给能力较弱，较上年的 49.37% 有所下降。截至 2017 年底，丰县政府债务余额 58.91 亿元。其中一般债务 34.81 亿元、专项债务 24.1 亿元。总体看，公司地方财力有所下降，政府债务规模进一步加重。

2017 年，公司收到丰县人民政府拨付的政府补贴 1.10 亿元。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据企业信用报告（银行版，机构信用代

码为：G1032032100053200S），截至 2018 年 5 月 10 日，公司无未结清不良信贷、已结清不良信贷和欠息情况发生，过往债务履约情况良好。

截至跟踪报告出具日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司仍以工程施工业务为主，主营业务收入较上年有所下滑，收入构成未发生明显变化。

2017 年，公司主营业务仍以工程施工业务为主，占主营业务收入的 87.35%；公司确认工程建设收入 9.81 亿元，同比下降 8.74%。2017 年粮食市场饱和且粮食收储受限，购销收入下滑明显，同比下降 64.96%；同期，由于公司旧燃油汽车及配件更新完成后不再形成汽车配件销售收入，公共电汽车客运、汽车配件销售收入较上年有所下降；公司其他收入 10675.70 万元，较上年有所增长，主要系商品房、廉租房销售收入的增长。

受营改增影响，2017 年公司整体毛利率同比下降 3.43 个百分点，工程建设业务收入为不含税收入导致毛利率有所下降。

表 3 2016~2017 年公司主营业务收入变动情况（单位：万元、%）

业务类型	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设收入	107463.44	87.79	18.05	98075.04	87.35	14.42
粮食购销业务收入	4965.06	4.06	1.32	1739.89	1.55	2.72
公共电汽车客运、汽车配件销售收入	4082.68	3.34	-37.74	1790.24	1.59	-34.74
其他收入	5901.38	4.82	66.93	10675.70	9.51	24.79

合计	122412.56	100.00	17.87	112280.87	100.00	14.44
----	-----------	--------	-------	-----------	--------	-------

注：其他收入包括自来水销售收入，商品房和廉租房销售收入；工程建设收入自2016年起包含自来水销售收入中的自来水工程收入部分；合计数与审计报告数据不一致的情况系四舍五入所致。

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司工程建设业务仍以基础设施代建业务为主，主要在建项目进展情况基本正常；在建项目未来剩余投资规模及拟建项目投资规模较大，公司存在一定的筹资压力。

公司工程建设业务包括水利工程施工、丰县城市道路改扩建、市政道路绿化等项目建设。

公司水利工程施工由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的子公司江苏华禹水利工程处(以下简称“江苏华禹”)负责，在徐州市丰县水利水电工程和桥梁工程业务领域具有专营地位。公司 2017 年确认水利工程施工收入 1.78 亿元，为管道、泵站、道路等的施工收入。

对于其他的工程项目建设，公司与丰县人民政府签订《政府投融资项目回购合同》，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建安安费等，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，按完工进度确认收入。

2017 年，公司陆续承建了丰县新苑名都工程、枫林雅苑建设工程、复新河西路北延（二段）工程和凤祥路、凤邑路工程等代建项目，总投资 16.09 亿元，已完成投资 10.68 亿元，实现收入 8.03 亿元，累计收到回款 6.94 亿元。

表 4 截至 2017 年底公司在建基础设施建设项目情况
(单位：万元)

项目名称	预计总投资额	已完成投资	尚需投资金额
丰县新苑名都工程	61042.82	54938.54	6104.28
复新河西路北延（二段）工程	10856.37	9770.74	1085.63
凤祥路、凤邑路工程	13000.00	11700.00	1300.00
枫林雅苑建设工程	76000.00	30400.00	45600.00
合计	160899.19	106809.28	54089.91

资料来源：公司提供

跟踪期内，由于收购的粮食有限且销售市场饱和，公司粮食购销业务收入较上年有所下降。该项业务收入存在波动性，受国家相关政策影响较大。

粮食购销业务由公司子公司丰县粮食局直属库负责经营，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，主要包括收储业务和自营粮食购销业务。

丰县粮食局直属库对丰县县域范围内的粮食产品进行收储与销售，收储价格受政策影响较大，由丰县粮食局直属库及下辖的粮管所向中央储备粮徐州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；自营粮食收购不具有政策性，无需与交易方签订承储合同，收购价格由双方自愿协商达成，市场成交价格受国家物价局等相关部门调控政策的影响较大。

2017 年，公司收储业务实现收购费和保管费共计 15160.19 万元，自营粮食收购实现收入 1739.89 万元。2017 年粮食购销业务毛利率变动不大，较上年上升 1.40 个百分点。

跟踪期内，公司不再形成汽车配件销售收入；其他业务收入有所增长，毛利率大幅下降，业务稳定性较弱。

公司公共电汽车客运、汽车配件销售收入较上年有所下降，主要系旧燃油汽车及配件更新完成后，跟踪期内不再形成汽车配件销售收入。2017 年公司其他业务收入来自自来水销售收入和商品房、廉租房销售收入，其中商品房、廉租房销售收入稳定增长，由于成本较低的商铺均已出售，2017 年其他业务毛利率大幅下

降。总体看，公司其他业务板块的稳定性较弱。

公司未来将以工程建设业务为主，继续承接丰县市内的保障房项目，但拟建项目开展进程较慢；联合资信将持续关注项目进展。

截至 2017 年底，公司主要拟建项目共计 9 个，预计总投资 68.90 亿元。未来公司拟建项目尚需投资额较大，公司存在一定的对外融资压力。

表 5 截至 2017 年底公司主要拟建项目情况
(单位：亿元)

项目名称	预计总投资	2018 年计划投资
总部经济园建设项目	3.33	2.09
丰县文博园一期建设项目	2.20	0.71
热力管网建设项目	4.00	1.10
棚户区（城中村）改造建设项目	21.23	3.34
城区安置（保障）房建设工程	5.30	2.50
护理养老院（医养结合）项目	3.50	1.27
丰县斗虎营、季和园棚户区改造项目	12.86	3.50
丰县体育中心建设工程	4.60	2.40

表 6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	25.01	16.66	23.65	14.62
应收账款	9.04	6.03	8.83	5.46
预付款项	4.00	2.67	3.21	1.98
其他应收款	21.12	14.07	23.09	14.27
存货	84.06	56.01	102.97	63.64
其他流动资产	6.84	4.56	0.05	0.03
流动资产	150.07	91.76	161.80	91.39
固定资产	7.72	5.28	7.48	4.91
非流动资产	13.48	8.24	15.24	8.61
资产总额	163.55	100.00	177.04	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动资产 161.80 亿元，同比增长 7.81%。货币资金 23.65 亿元，较上年下降 5.44%，货币资金中无使用受限资金；公司存货 102.97 亿元，同比增长 22.50%，系代建项目持续投入、公司招拍挂购买的土地资产增加所致，存货构成较上年底变化不大。其中土地资产 85.00 亿元，已有 24.21 亿元用于

康乐小区南区块棚户区改造项目	13.00	3.00
合计	68.90	19.91

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了 2017 年财务报告，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2017 年公司合并范围没有变动，对公司财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长；资产负债中存货（主要是土地）占比较大，变现能力受市场和政府政策影响较大，资产流动性较弱，资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 177.04 亿元，同比增长 8.24%，主要系存货的增长所致。资产以流动资产为主。

借款及担保抵押，土地抵押比率 28.48%；公司其他流动资产 0.05 亿元，较上年减少 6.79 亿元，主要系出让银行理财产品所致。2017 年底，公司非流动资产 15.24 亿元，非流动资产构成较上年底变化不大。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益比较稳定。由于代建项目投资规模较大，公司有息债务规模持续增长，债务结构仍以长期债务为主，目前债务负担一般；未来随着在建、拟建项目的持续投入，预计负债水平将进一步上升。

2017 年底公司实收资本较上年保持不变；

资本公积 80.30 亿元，同比增长 0.13%，占所有者权益的 81.91%；未分配利润 9.64 亿元，同比增长 15.86%，占所有者权益的 9.79%。总体看，公司所有者权益比较稳定。

2017 年底，公司总负债 78.52 亿元，同比增长 18.02%，系长期借款大幅增长所致。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	3.60	27.08	2.51	18.12
其他应付款	5.02	37.75	5.53	39.89
流动负债	13.29	19.98	13.86	17.65
长期借款	3.48	6.55	14.79	22.87
应付债券	42.80	80.39	42.80	66.19
其他非流动负债	6.80	12.77	6.80	10.52
非流动负债	53.24	80.02	64.66	82.35
负债总额	66.53	100.00	78.52	118.02

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动负债 13.86 亿元，较上年变动不大。公司非流动负债中长期借款 14.79 亿元，较上年底增加 11.30 亿元，主要系抵押借款和信用借款的增加；应付债券 42.80 亿元，较上年不变，系 2016 年新发行的非公开发行公司债券“16 丰县 01”9.80 亿元、“16 丰县债”10 亿元和“16 丰棚改/16 丰棚改项目债”13.00 亿元；其他非流动负债 6.80 亿元，较上年不变，全部是江苏银行棚改基金。

2017 年底，公司全部债务 59.99 亿元（其中长期债务占比 96.00%），同比增长 24.42%，主要系长期借款的增加。2017 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别上升至 44.35%、36.89% 和 37.85%。公司债务负担一般。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入和利润总额均有所下降，期间费用增长较快，利润总额对财政补贴依赖较大，公司整体盈利能力较弱。

2017 年，公司实现营业收入 12.03 亿元，同比下降 8.15%；同期，公司营业成本同步下

降。营业利润率 16.07%，较上年下降 3.76 个百分点。

公司期间费用中销售费用、财务费用和管理费用较上年均有所增长，2017 年期间费用 2.23 亿元，同比增长 38.83%，期间费用率上升至 16.49%。总体看，公司期间费用控制能力有待提高。

2017 年，公司营业外收入 1.15 亿元，绝大部分为政府补助，是公司利润的重要补充，公司利润总额 1.62 亿元，较上年有所下降。

从盈利指标看，2017 年公司总资产收益率和净资产收益率分别为 1.34% 和 1.41%，较 2016 年略有下降，总体看，公司整体盈利能力仍较弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动产生的现金流量呈净流出状态。由于工程建设项目受拆迁影响进度放缓，公司投融资活动有所收缩。

公司经营活动现金流入主要是工程代建业务回款、政府补助以及与关联方和国有企业事业单位的往来款等。2017 年，公司经营活动

现金流入和流出分别为32.23亿元和47.77亿元，较上年均有所下降；2017年公司经营活动现金流量净额-15.54亿元，同比下降3.92%。公司现金收入比由2016年的87.84%上升至102.59%，收入实现质量较上年有所好转。

2017年，公司投资活动现金流入较上年大幅增加，主要系公司出让理财产品使收到其他与投资活动有关的现金流入增加；同期，公司未购买新的理财产品，投资活动现金支出较上年有所下降；2017年，投资活动现金流量净额4.58亿元。

2017年，公司筹资活动有所收缩。公司通过银行借款共获得筹资活动现金流入14.24亿元；公司筹资活动现金流出主要是偿还当年借款本息以及分配股利、利润或偿付利息支付的现金，公司筹资活动现金流量净额9.60亿元。

总体看，跟踪期内工程建设回款质量较上年有所好转，但随着工程项目推进支出加大，公司经营活动现金流持续净流出；回收理财产品后投资活动现金流净额增加；由于工程建设项目受拆迁影响进度放缓，筹资活动现金流有所收缩。

5. 偿债能力

相对于较小的短期债务规模，公司现金类资产较充裕，且间接融资渠道畅通，公司短期债务支付能力较好；由于公司有息债务规模增长较快，长期偿债能力弱，但考虑到股东对公司的支持力度较大，公司整体偿债风险较小。

2017年底，公司流动比率较上年有所上升，为1167.38%；速动比率较上年下降至424.44%。2017年，公司现金类资产23.65亿元，对短期债务保障能力较好。

2017年，公司EBITDA为3.05亿元；由于公司同期有息债务规模快速增长，全部债务/EBITDA倍数上升至19.68倍。考虑股东对公司的支持力度较大，公司整体偿债风险较小。

截至2017年底，公司获得银行授信总额36.20亿元，未使用额度25.92亿元，公司间接

融资渠道畅通。

截至2017年底，公司对外担保余额1.63亿元，担保比率为1.65%，较2016年底下降53.46%，担保比率低。被担保方股东为政府城投类企业及事业单位，目前被担保方经营情况良好，公司或有负债风险较低。

九、存续债券偿债能力分析

截至2018年3月底，公司存续债券余额40.80亿元，一年内应偿付债券本金2.00亿元，存续债券的短期偿债压力较小，未来偿债压力集中度一般。

截至2017年底，公司一年内到期兑付债券2.00亿元。假设“16丰县01”、“16丰县债”的投资者在首次行权日均选择赎回全部债券，公司2019年将达到存续债券待偿本金峰值27.65亿元。2017年底，公司现金类资产23.65亿元；2017年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为32.23亿元、-15.54亿元和3.05亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表8 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2017年
一年内到期债券余额	2.00
未来待偿债券本金峰值	27.65
现金类资产/一年内到期债券余额	11.83
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.17
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	--
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.11

资料来源：联合资信整理

总体看，公司经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值覆盖程度一般；EBITDA对未来待偿债券本金峰值覆盖程度弱。

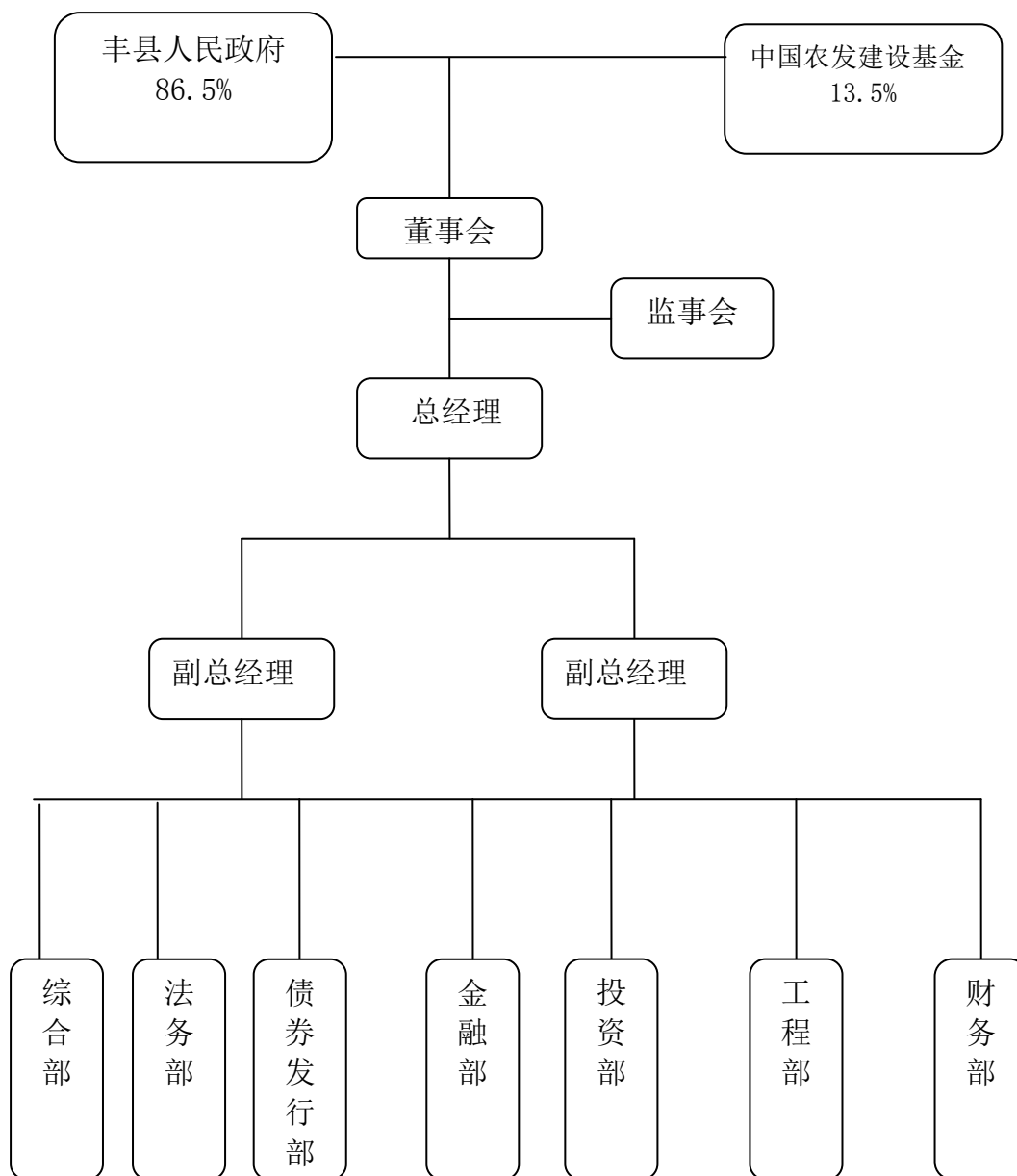
此外，“16丰棚改/16丰棚改项目债”由丰县经开进行差额补偿。联合资信评定丰县经开的主体信用等级为AA，有助于保障“16丰棚改/16丰棚改项目债”本息偿付的安全性；另外，“16丰棚改/16丰棚改项目债”设置了本金分期

偿付条款，降低了集中兑付压力。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“16丰棚改/16丰棚改项目债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1 公司结构及组织结构图



附件 2 丰县经济开发区投资发展有限责任公司跟踪评级报告

附件 3 公司主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	13.32	25.01	23.65
资产总额(亿元)	119.54	163.55	177.04
所有者权益(亿元)	92.35	97.02	98.51
短期债务(亿元)	3.20	0.90	2.40
长期债务(亿元)	15.76	46.28	57.59
全部债务(亿元)	18.95	47.18	59.99
营业收入(亿元)	13.82	13.10	12.03
利润总额(亿元)	2.75	2.06	1.62
EBITDA(亿元)	3.09	3.20	3.05
经营性净现金流(亿元)	-8.14	-14.95	-15.54
财务指标			
销售债权周转次数(次)	2.89	1.57	1.35
存货周转次数(次)	0.16	0.14	0.11
总资产周转次数(次)	0.13	0.09	0.07
现金收入比(%)	58.32	87.84	102.59
营业利润率(%)	17.69	19.83	16.07
总资本收益率(%)	2.04	1.42	1.34
净资产收益率(%)	2.32	1.71	1.41
长期债务资本化比率(%)	14.57	32.30	36.89
全部债务资本化比率(%)	17.03	32.72	37.85
资产负债率(%)	22.75	40.68	44.35
流动比率(%)	932.10	1128.89	1167.38
速动比率(%)	316.52	496.59	424.44
经营现金流动负债比(%)	-72.28	-112.48	-112.12
全部债务/EBITDA(倍)	6.13	14.73	19.68

附件 4 差额补偿人主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	0.53	15.69	16.38
资产总额(亿元)	95.48	150.21	161.05
所有者权益(亿元)	39.78	60.69	71.44
短期债务(亿元)	6.46	4.40	1.10
长期债务(亿元)	1.06	30.40	42.66
全部债务(亿元)	7.52	34.80	43.76
调整后全部债务(亿元)	7.52	48.70	65.89
营业收入(亿元)	10.98	12.02	12.33
利润总额(亿元)	2.11	1.94	2.38
EBITDA(亿元)	3.60	3.12	3.45
经营性净现金流(亿元)	13.88	-11.87	-20.73
财务指标			
销售债权周转次数(次)	6.13	5.73	9.06
存货周转次数(次)	0.34	0.24	0.20
总资产周转次数(次)	0.14	0.10	0.08
现金收入比(%)	243.04	188.00	103.51
营业利润率(%)	19.40	18.39	10.01
总资本收益率(%)	4.89	1.90	2.21
净资产收益率(%)	3.98	2.97	3.05
长期债务资本化比率(%)	2.60	33.38	37.39
全部债务资本化比率(%)	15.90	36.45	37.99
调整后全部债务资本化比率(%)	15.90	44.52	47.98
资产负债率(%)	58.33	59.60	55.64
流动比率(%)	92.37	229.25	490.48
速动比率(%)	37.55	119.56	268.33
经营现金流动负债比(%)	25.50	-26.53	-85.81
全部债务/EBITDA(倍)	2.09	11.16	12.67
调整后全部债务/EBITDA(倍)	2.09	15.61	19.08

注：调整后全部债务=短期债务+长期债务+长期应付款

附件 5 主要财务指标的计算公式

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%
营业收入年复合增长率	(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	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/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)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×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	
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%

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

附件 6-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 6-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 6-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。