信用等级公告

联合〔2020〕1906号

联合资信评估有限公司通过对丰县城市投资发展集团有限公司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集团有限公司主体长期信用等级为AA，维持“PR丰棚改/16丰棚改项目债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月二十四日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

丰县城市投资发展集团有限公司
2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
丰县城市投资发展集团有限公司	AA	稳定	AA	稳定
丰县经济开发区投资发展有限责任公司	AA_{pi}	稳定	AA_{pi}	稳定
PR 丰棚改/16 丰棚改项目债	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
PR 丰棚改/16 丰棚改项目债	13.00 亿元	7.15 亿元	2021/07/13

注：1. “PR 丰棚改/16 丰棚改项目债”采用分期偿还本金的方式，存续第 3,4,5 个计年度每分别偿付本期债券发行总额 45%,35%,20%.本期债券的兑付日为 2019 年至 2021 年每年的 7 月 13 日。
2. 上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级时间：2020 年 6 月 24 日

评级观点

跟踪期内，丰县城市投资发展集团有限公司[1]（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。跟踪期内，公司收入呈多元化发展。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、募投项目进展缓慢、盈利能力弱等因素给公司信用水平带来的不利影响。

跟踪期内，公司主营业务收入快速增长，未来随着丰县逐步建设发展，公司继续承接丰县市内的保障房项目，未来经营规模以及收入规模有望进一步提升。

“PR 丰棚改/16 丰棚改项目债”设置了本金提前偿还条款，降低了集中支付压力。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“PR 丰棚改/16 丰棚改项目债”差额补偿人。经联合资信公开评级，丰县经开主体长期信用等级为 AA_{pi}，对“PR 丰棚改/16 丰棚改项目债”的保障能力很强。

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，维持“PR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. **公司持续获得有力的外部支持。**跟踪期内，丰县地区经济保持增长，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，持续获得财政补贴方面的支持。
2. **差额补偿人有助于保障债券本息偿付的安全性。**“PR 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“PR 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]丰县城市投资发展有限公司于 2020 年 6 月 18 日更名为丰县城市投资发展集团有限公司，并正式完成了工商变更

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价内容
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	4
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
股东支持				1

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

1. **公司资产流动性较弱。**跟踪期内，公司资产中存货占比较大，其中土地资产 29.12 亿元，土地抵押比率为 35.92%，资产变现能力偏弱，公司资产质量一般。

2. **公司对财政补贴依赖程度较高，盈利能力仍较弱。**跟踪期内，公司实现利润总额 1.16 亿元，其中政府补助 0.70 亿元，公司利润对财政补贴依赖程度较高，公司整体盈利能力仍较弱。

3. **募投项目进展缓慢**。跟踪期内，募投项目建设进展缓慢，主要系项目拆迁进度较慢所致，联合资信持续关注募投项目进度。

分析师：朱 煜　董洪延　李志昂
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

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产(亿元)	23.65	22.61	19.38
资产总额(亿元)	177.04	193.52	190.16
所有者权益(亿元)	98.51	99.82	100.95
短期债务(亿元)	4.40	13.47	21.37
长期债务(亿元)	55.59	57.61	44.47
全部债务(亿元)	59.99	71.08	65.84
营业收入(亿元)	12.03	13.09	12.90
利润总额(亿元)	1.62	1.46	1.29
EBITDA(亿元)	2.88	2.51	2.14
经营性净现金流(亿元)	-15.54	-1.21	-4.24
营业利润率(%)	16.07	11.52	8.98
净资产收益率(%)	1.41	1.28	1.10
资产负债率(%)	44.35	48.42	46.91
全部债务资本化比率(%)	37.85	41.59	39.48
流动比率(%)	1020.17	589.70	503.63
经营现金流动负债比(%)	-97.98	-4.18	-12.50
现金短期债务比(倍)	5.37	1.68	0.91
EBITDA 利息倍数(倍)	0.89	0.63	3.25
全部债务/EBITDA(倍)	20.85	28.28	30.72
公司本部（母公司）			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额(亿元)	147.73	157.45	156.93
所有者权益(亿元)	82.72	84.15	84.93
全部债务(亿元)	50.30	59.70	46.44
营业收入(亿元)	4.78	4.90	4.43
利润总额(亿元)	1.05	1.42	0.81
资产负债率(%)	44.00	46.56	45.88
全部债务资本化比率(%)	37.81	41.50	35.35
流动比率(%)	683.07	566.29	339.95
经营现金流动负债比(%)	-44.03	-19.69	30.93

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
PR 丰棚改/16 丰棚改项目债	AA	AA	稳定	2019-06-19	王妍　马晓驭	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
PR 丰棚改/16 丰棚改项目债	AA	AA	稳定	2016-09-13	喻宙宏　王妍	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由丰县城市投资发展集团有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

丰县城市投资发展集团有限公司
2020 年跟踪评级报告

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集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业概况

跟踪期内，公司实际控制人未发生变化，仍为丰县人民政府。截至 2019 年底，公司注册和实收资本均为 6.94 亿元。其中，丰县人民政府对公司持股比例为 89.91%，中国农发重点建设基金有限公司持股比例 10.09%。

跟踪期内，公司职能定位未发生变化，经营范围发生变化，新增一般项目：以自有资金从事投资活动（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）。截至 2019 年底，公司内设工程部、融资部、财务部等 5 个职能部门；公司合并范围内子公司 39 家，与上年度相比增加 6 家。

截至 2019 年底，公司资产总额 190.16 亿元，所有者权益 100.95 亿元（含少数股东权益 0.53 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 12.90 亿元，利润总额 1.29 亿元。

跟踪期内，公司完成名称变更，由丰县城市投资发展有限公司正式变更为丰县城市投资发展集团有限公司。公司法定代表人发生变更，由李伟变更为刘恒莲，变更后公司注册地址：丰县中阳大道北侧、沙支河西侧。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2019 年底，联合资信所评“PR 丰棚改/16 丰棚改项目债”（以下简称“本期债券”）尚需偿还债券余额 7.15 亿元。跟踪期内，“PR 丰棚改/16 丰棚改项目债”已按期足额支付债券利息和分期本金 5.85 亿元。

截至 2019 年底，“PR 丰棚改/16 丰棚改项目债”募投项目为丰县黄庄区块棚户区改造一期工程建设项目（以下简称“募投项目”），总投资 21.23 亿元，截至 2020 年 4 月底，募集资金使用 8.66 亿元，其中 1.90 亿元用于项目拆迁，6.76 亿元用于支付项目工程款。跟踪期内，募投项目已完成拆迁工作，开始主体建设，但是整体建设进展缓慢，主要系项目前期拆迁进度较慢所致，联合资信持续关注募投项目进度。

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
PR 丰棚改/16 丰棚改项目债	13.00	7.15	2016/7/13	5 年

注：1. “PR 丰棚改/16 丰棚改项目债”采用分期偿还本金的方式，存续第 3,4,5 个计年度每分别偿付本期债券发行总额 45%,35%,20%.本期债券的兑付日为 2019 年至 2021 年每年的 7 月 13 日。
2. 上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券
资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要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，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。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、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，以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。2014 年，《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》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据 2014 年《43 号文》，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），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施

建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 2　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019 年 3 月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设

2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济

跟踪期内，丰县地区经济保持增长，产业结构不断优化，为公司创造了良好的外部环境。

公司是丰县城市基础设施建设和国有资产经营的重要主体，主要负责丰县的基础设施建设和土地开发业务，公司的经营受丰县经济环境和发展规划影响大。

2019 年，丰县实现地区生产总值 468.23 亿元，同比增长 4.20%。其中，第一产业增加值 90.84 亿元，同比增长 4.59%，第二产业增加值 173.94 亿元，同比下降 4.79%，第三产业增加值 203.45 亿元，同比增长 6.74%。三次产业结构比为 19.40:37.15:43.45，第三产业比重同比有所增长。2019 年，丰县固定资产投资同比增长 7.20%。居民人均可支配收入 2.94 万元，较上年增长 7.92%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2019 年底，公司注册资本 6.94 亿元，其中丰县人民政府出资 6.00 亿元，持股比例为 89.91%；中国农发重点建设基金有限公司出资 0.94 亿元，持股比例为 10..09%。

跟踪期内，公司实际控制人仍为丰县人民政府，持股比例为 89.91%。

2. 外部支持

跟踪期内，丰县财政收入较上年有所增长，财政自给能力较弱。公司持续收到丰县人民政府的财政补贴支持。

根据公司提供的《2019 年丰县本级财力情况表》，2019 年丰县完成一般公共预算收入

28.43 亿元，增长 1.17%。其中，税收收入 22.99 亿元，非税收入 5.44 亿元。2019 年，丰县一般公共预算支出 73.20 亿元，增长 4.57%。2019 年，丰县财政自给率为 38.84%，较 2018 年小幅下降，财政自给程度仍较低。

2019 年，丰县政府性基金收入完成 22.79 亿元，主要是土地指标流转实现的收入 21.14 亿元。丰县政府性基金支出完成 36.44 亿元。2019 年，丰县地方政府债务余额为 93.36 亿元。

2019 年，公司收到丰县人民政府拨付的政府扶持资金 0.70 亿元，计入“营业外收入”；油价及公交车运营补贴、粮食保管费用补贴和大沙河果园补贴 0.96 亿元，计入“其他收益”。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司无关注或不良类信贷记录，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（自主查询版）》，（统一社会信用代码：91320321687806130M），截至 2020 年 6 月 12 日，公司已结清的债务中，无关注类和不良类贷款；公司无未结清的不良或关注类信贷记录。

截至 2020 年 6 月 16 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理人员发生变更，治理结构和管理制度无重大变化。

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。管理人员发生变更。2020 年 4 月 30 日，董事长由李伟变更为刘恒莲，总经理由张兴亚变更为刘恒莲，副总经理由王为卫变更为王思麒、曹继锁、霍斌，该人员变动对公司的日常运营正常管理无不利影响。

刘恒莲先生，汉族，1979 年生，本科文化；历任丰县审计局副局长、丰县开发区财政局局长、丰县地方金融监督管理局局长。2020 年 4 月至今担任公司董事长及总经理。

王思麒先生，汉族，1989 年生，本科文化；历任徐州市政建设集团有限责任公司三公司团支部书记、技术负责人、助理工程师；公司综合部经理。2020 年 4 月至今担任公司副总经理兼财务负责人。

霍斌先生，汉族，1974 年生，本科文化；历任丰县规划局县城建重点工程指挥部工程部负责人、丰县电动产业园工作管委会规划建设局局长。2020 年 4 月至今担任公司副总经理。

曹继锁先生，汉族，1985 年 8 月生，江苏丰县人，毕业于西安通信学院通信工程专业，本科学历，2003 年 12 月参加工作。曾在中国人民解放军 68090 部队服役，历任丰县散装水泥办公室办事员，丰县考核办办事员，丰县发改与经济委员会武装部副部长，丰县顺河镇马庄村第一书记，丰县散装水泥办公室党支部书记、主任，丰县重点办负责人。现任公司董事、副总经理。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司仍以工程施工业务为主，主营业务收入和毛利率同比有所下降。

2019 年，公司主营业务收入为 12.32 亿元，同比下降 1.44%。其中，2019 年公司确认工程建设收入（占主营业务收入的 89.30%）11.00 亿元；粮食购销收入为 0.35 亿元，同比下降 30.57%；公共电汽车客运收入 0.21 亿元，同比增长 9.34%；供热收入 0.57 亿元，同比下降 15.65%；公司其他业务（包括自来水销售、商品房和廉租房销售）实现收入 0.19 亿元。

2019 年公司主营业务毛利率为 7.86%，同比下降 2.03 个百分点，主要是工程建设业务毛利率下降所致。

表 3　2018－2019 年公司主营业务收入变动情况　（单位：亿元、%）

业务类型	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设业务收入	11.00	87.97	11.51	11.00	89.30	8.25
粮食购销业务收入	0.50	3.99	1.78	0.35	2.81	4.12
公共电汽车客运收入	0.19	1.55	-39.86	0.21	1.72	-21.85
供热收入	0.68	5.41	4.58	0.57	4.63	11.75
其他收入	0.13	1.08	6.09	0.19	1.54	13.54
合计	**12.50**	**100.00**	**9.89**	**12.32**	**100.00**	**7.86**

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
资料来源：公司审计报告

2.　业务经营分析

（1）工程建设业务收入

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较大，未来资金支出压力较大。

公司工程建设业务主要包括水利施工项目和基础设施代建业务。

公司水利施工项目由子公司江苏华禹水利工程处（以下简称“江苏华禹”）实施，采取直接与项目业主签订工程施工合同的模式，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专营地位。

公司基础设施建设项目主要包括丰县城市道路扩建、市政道路绿化项目建设等项目。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，按完工进度确认收入。

公司工程建设业务收入均按照工程进度确认收入，项目资金由公司自筹，为缓解公司资金压力，公司与业主一般进行定期结算。2019 年，工程建设业务收入为 11.00 亿元，毛利率为 8.25%。

2019 年底，公司主要的在建项目包括丰县总部经济园中心大楼、粮食仓库、自来水服务大楼、热力管网一期建设、丰邑路工程（城投大道）等，其中丰县总部经济园区中心大楼、粮食仓库、自来水服务大楼、热力网管项目建设、大沙河湿地景区建设和零星工程为自营项目。上述项目总投资 62.95 亿元，已完成投资 10.64 亿元，尚需投资金额 52.31 亿元，在建项目未来剩余投资规模较大，资金支出压力较大。

表 4 截至 2019 年底公司主要在建项目情况
（单位：亿元）

项目名称	预计总投资额	已完成投资	尚需投资金额
丰县总部经济园中心大楼	4.83	2.72	2.11
粮食仓库	0.35	0.40	--
自来水服务大楼	0.38	0.31	0.08
热力管网一期建设	4.01	1.51	2.50
丰邑路工程（城投大通）	1.30	0.59	0.72
复新河西路北延绿化工程（城投大通）	1.09	0.49	0.60
棚户区改造二期	16.49	0.20	16.29
黄庄区块棚户区改造	21.23	3.19	18.04
名仕房产财富城区块	0.40	0.40	0.00
丰县斗虎营区块、季和园区块棚户区改造项目	12.87	0.84	12.03
合计	**62.95**	**10.64**	**52.31**

资料来源：公司提供

（2）粮食购销业务

跟踪期内，公司粮食购销收入较上年有所下降。该项业务收入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。

2019 年，公司粮食购销业务收入共计 0.35 亿元，同比减少 0.15 亿元，系国家粮管局的业务变动影响了市场的供需所致。同期，粮食购销业务毛利率有所增长，主要系小麦、稻谷等农产品价格上升所致。

（3）公共电汽车客运收入

跟踪期内，公司公共电汽车客运收入小幅增长，毛利率持续为负。

公司公共电汽车客运业务主要由子公司丰县公共交通有限公司（以下简称“公交公司”）承担。公交公司是丰县人民政府授权经营的公共交通公司，以县内的公交客运为主业，同时发展汽车维修、配件销售等其他业务。

2019 年，公司公共电汽车客运收入为 0.21 亿元，较上年有所增加，主要系公司扩大原公交车队规模提高客运量所致。2019 年毛利率为 -21.85%，该项业务持续亏损，政府每年给予财政补贴，计入“其他收益”。

（4）供热收入

跟踪期内，供热收入规模有所下降，毛利率较去年同期有所增长。

供热收入公司子公司丰县凤鸣热力有限公司（以下简称“凤鸣热力”）运营，凤鸣热力通过铺设管网，从发电厂或其他地方接入热源，管道铺设到小区或厂房门口，首次开通收取开户费，后续每年收取供热费。工业热源 180 元/吨，民用热源 139 元/吨。截至 2019 年底，公司已服务 41 个小区，其中蒸汽用热小区 15 个，热水用热小区 26 个，为 13000 余户居民提供供热服务，业务可持续性较强。

2019 年，供热收入为 0.57 亿元，同比下降 15.65%，2019 年毛利率为 11.75%，同比增长了 7.17 个百分点。

（5）其他业务

公司其他业务收入规模较小，对公司整体业务规模影响不大。

公司其他业务收入包括自来水销售、商品房和廉租房销售收入等，由子公司丰县自来水公司（以下简称“自来水公司”）和丰县天成房地产开发有限公司（以下简称“天成房地产”）负责。自来水公司主要负责丰县县城区范围内的供水服务，供水服务面积 48 平方公里。同时，自来水公司经营供水管道施工、设备安装维修、纯净水生产销售等业务。保障房建设业务主要为廉租房等保障房性住房的建设、销售，包含少量的商品房销售。

2019 年实现其他收入 0.19 亿元，规模较小，毛利率为 13.54%。

3. 未来发展

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，拟建项目尚需融资规模较大。

截至 2019 年底，公司主要拟建项目共计 4 个，预计总投资 30.69 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 2019 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	预计项目起止期限
工农路南延建设工程	0.10	2019.12-2020.12
丰县润城龙华庭棚户区改造（一期）区块建设项目	17.00	2020.3-2023.5
体育人防公园	0.06	2020.5-2022.9

丰县荟苑小区南安置房建设区块	13.53	2020.5-2023.5
合计	**30.69**	--

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了 2019 年财务报告，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2019 年底，公司合并范围内子公司合计 39 家，较 2019 年底新设立 6 家子公司。新增子公司资产规模相对较小，公司合并范围的变化对财务数据可比性的影响较小。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所下降；资产中存货占比较大，其中土地资产抵押比率偏高，资产变现能力偏弱，资产质量一般。

2019 年底，公司资产总额 190.16 亿元，较上年底下降 1.73%，主要系货币资金及应收账款下降所致。资产结构以流动资产为主。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	22.60	11.68	19.37	10.19
应收账款	9.53	4.92	7.77	4.09
预付款项	3.43	1.77	10.41	5.47
其他应收款	20.26	10.47	22.25	11.70
存货	115.03	59.44	110.96	58.35
流动资产	**170.90**	**88.31**	**170.78**	**89.81**
持有至到期投资	7.53	3.89	1.01	0.53
固定资产	7.55	3.90	7.83	4.12
在建工程	4.15	2.14	5.00	2.63
非流动资产	**22.62**	**11.69**	**19.38**	**10.19**
资产总额	**193.52**	**100.00**	**190.16**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2019 年底，公司流动资产 170.78 亿元，较上年底下降 0.07%。流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。

截至 2019 年底，公司货币资金 19.37 亿元，较上年底下降 14.30%，主要由银行存款（占 83.99%）构成。其中，受限资金 2.80 亿元用于信用证授信质押，0.30 亿元用于贷款质押。应收账款为 7.77 亿元，较上年底下降 18.38%，应收账款坏账准备为 0.17 亿元，应收账款主要客户应收金额占全部应收账款比重为 77.41%，集中度偏高。

表7 公司2019年底应收账款构成情况

（单位：亿元、%）

单位名称	期末余额	账龄	占应收账款总额的比例
江苏中阳建设集团有限公司	3.04	1~2 年/2~3 年	38.29
丰县住房和城乡建设局	1.99	1 年以内/1~2 年	25.07
丰县交通建设投资发展有限公司	0.69	1 年以内	8.66
江苏国丰置业有限公司	0.25	1 年以内	3.14
江苏汉之源水务有限公司	0.18	1 年以内	2.25
合计	**6.15**	--	**77.41**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2019 年末，公司存货 110.96 亿元，较上年底下降 3.54%，系结转存货所致。其中，

用于开发的土地占 73.07%、开发成本占 25.45%。土地资产中 29.12 亿元用于借款及担保抵押，土地抵押比率 35.92%。

2019 年底，公司预付款项为 10.41 亿元，较上年底增长 203.80%，系项目开工较多，预付工程款增加所致，主要构成为预付江苏中阳建设集团有限公司、丰县人民法院、中建八局第三建设有限公司、江苏省徐州市中级人民法院和南通四建集团有限公司的款项。

截至 2019 年，公司其他应收款为 22.25 亿元，较上年底增长 9.79%，主要由应收国有企业、事业单位款项构成。公司前五名其他应收款余额占其他应收款期末余额合计数的 61.76%，集中度尚可。

表8 公司2019年底其他应收账款构成情况

（单位：亿元、%）

单位名称	期末余额	账龄	占其他应收账款总额的比例
丰县土地矿产市场中心	5.43	1 年以内	23.97
明发集团南京房地产开发有限公司	3.41	1 年以内	15.05
丰县土地储备中心	2.45	1~2 年	10.82
丰县金刘寨旅游开发有限公司	1.61	1 年以内/1~2 年	7.13
丰县水利局	1.08	1 年以内	4.79
合计	**13.99**	--	**61.76**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2019 年底，公司非流动资产为 19.38 亿元，较上年底下降 14.32%，主要系持有至到期投资大幅降低所致。非流动资产主要由持有至到期投资、固定资产和在建工程构成。

截至 2019 年底，公司持有至到期投资为 1.01 亿元，较 2018 年底减少 6.52 亿元，主要系信托产品到期所致。

截至 2019 年底，公司固定资产为 7.83 亿元，较上年底增长 3.75%，主要由机器设备及运输设备（占 79.86%）、房屋及建筑物（占 19.33%）构成。同期，公司在建工程为 5.00 亿元，较上年底增长 20.37%，主要是公司的自建项目，包括丰县总部经济园区中心大楼、粮食仓库、自来水服务大楼、热力网管项目建设、大沙河湿地景区建设和零星工程。

截至 2019 年底，公司受限资产为 32.30 亿元，包括受限的土地使用权 29.12 亿元、固定资产 0.08 亿元和定期存单 3.10 亿元，占资产总额的比例为 16.98%。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益主要由资本公积构成，所有者权益稳定。

截至 2019 年底，公司所有者权益为 100.95 亿元，同比小幅增长 1.14%，主要系未分配利润的增长。公司所有者权益主要由资本公积（79.54%）构成。同期，公司实收资本较上年保持不变；资本公积 80.30 亿元，较上年保持不变，主要由资本溢价构成。

跟踪期内，公司有息债务规模有所下降，债务结构仍以长期债务为主，目前债务压力一般；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。

截至 2019 年底，公司负债总额 89.21 亿元，同比下降 4.79 %，系应付债券大幅减少所致。其中，流动负债占 38.01%，非流动负债占 61.99%。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	3.49	3.72	2.77	3.11
其他应付款	9.03	9.64	4.57	5.12
一年内到期的非流动负债	11.47	12.24	15.63	17.52
流动负债	**28.98**	**30.93**	**33.91**	**38.01**

长期借款	13.96	14.90	29.17	32.70
应付债券	43.65	46.58	15.30	17.15
其他非流动负债	6.80	7.26	6.80	7.62
非流动负债	**64.72**	**69.07**	**55.30**	**61.99**
负债总额	**93.70**	**100.00**	**89.21**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至2019年底，公司流动负债33.91亿元，较上年增长17.01%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

截至2019年底，公司短期借款为5.73亿元，同比增长186.73%，主要由质押借款（3.40亿元）、抵押借款（1.72亿元）、保证借款（0.48亿元）和信用借款（0.13亿元）构成。其中抵押借款的抵押物主要为存货中的开发土地。

截至2019年底，公司应付账款为2.77亿元，同比下降20.68%，主要为应付工程款项。从应付账款客户看，主要为应付徐州大通市政建设工程有限公司、江苏省丰县中等专业学校、海天建设集团有限公司等客户的应付账款。

公司2019年底其他应付款为4.57亿元，同比下降39.78%，主要系国有企事业单位往来减少所致。公司其他应付款主要由借款（占12.69%）、国有事业往来款（占58.25%）构成，其中有息部分为0.58亿元。公司其他应付款客户主要包括丰县中阳里街道办事处、丰县广播电视信息网络有限公司等。

截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债为15.63亿元，较2018年底增加4.16亿元，包括一年内到期的长期借款（7.90亿元）、应付债券（6.55亿元）和一年内到期的长期应付款（1.18亿元）。

截至2019年底，公司非流动负债为55.30亿元，较上年底下降14.56%，主要由长期借款、应付债券和其他非流动负债构成。

公司2019年底长期借款29.17亿元，同比增长109.00%，主要由抵押借款、信用借款、保证借款构成。公司2019年底应付债券15.30亿元，较上年下降64.95%，主要系公司2016年非公开发行的公司债券（第一期）9.80亿元、2018年非公开发行的公司债券（第一期）6.00亿元和2018年非公开发行公司债券（第二期）6.00亿元到期偿付以及PR丰棚改/16丰棚改项目债分期偿付本金所致。其中，一年内到期的应付债券6.55亿元已调整至一年内到期的非流动负债列示。公司2019年底其他非流动负债6.80亿元，较上年不变，全部为江苏银行棚改基金。

截至2019年底，公司全部债务65.84亿元，较上年底下降7.37%，主要系公司应付债券偿还所致。其中，长期债务为44.47亿元、短期债务为21.37亿元。若将其他应付款中的有息借款调整至短期债务列示，调整后短期债务为21.95亿元；若将长期应付款中其他应付款的有息部分和其他非流动负债调整至长期债务中列示，调整后长期债务为51.27亿元。公司调整后全部债务为73.22亿元，2019年底，公司资产负债率、调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别为46.91%、33.68%和42.04%。公司整体债务压力一般。

从公司债务期限结构来看，以公司现有债务为基础，公司在2020－2022年到期需偿还的债务分别为21.95亿元、17.59亿元和21.59亿元，公司将在未来三年面临一定的偿债压力。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入小幅下降，利润总额有所下降，公司利润对财政补贴依赖程度较高，公司整体盈利能力减弱。

2019年，随着代建项目的逐步回购和新增供热收入的综合影响，公司实现营业收入12.90亿元，同比小幅下降1.42%；同期，公司

营业成本同比增长 1.15%至 11.62 亿元。

2019 年，公司期间费用为 1.98 亿元，同比增长 3.58%，主要受管理费用增长所致。期间费用主要由销售费用（0.76 亿元）、管理费用（0.82 亿元）和财务费用（0.39 亿元）构成。2019 年度，公司期间费用率增长至 15.34%，整体看，公司期间费用控制能力仍较弱。

公司 2019 年其他收益为 0.96 亿元，同比快速增长 42.79%，主要构成为油价及公交车运营补贴、粮食保管费用补贴和大沙河果园补贴。2019 年，公司营业外收入 0.70 亿元，主要由政府扶持资金（0.70 亿元）构成，是公司利润的重要补充，公司利润总额 1.29 亿元，较上年同比下降。公司利润对财政补贴依赖程度较高。

从盈利指标看，2019 年公司营业利润率、调整后总资本收益率和净资产收益率均有所下降，分别为 8.98%、0.86%和 1.10%，跟踪期内，公司整体盈利能力减弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流持续净流出，公司工程回款质量较上年有所改善。公司收回投资现金流入较多；随着公司工程建设项目资金投入规模增加，公司外部融资活动较多，未来融资需求较大。

2019年，公司经营活动现金流入为26.91亿元，主要是收到其他与经营活动有关的现金（国有企业的往来款和政府补助）和工程代建业务回款。公司经营活动现金流出为31.15亿元，同比下降9.08%，主要构成为应付工程代建业务投入、保证金、往来款等；2019年公司经营活动现金流量净额-4.24亿元，公司现金收入比增长至93.30%，公司收入实现质量尚可。

2019年，公司投资活动现金流入为8.47亿元，较上年大幅增长8.42亿元，主要系公司收回持有至到期信托投资6.52亿元所致。公司投资活动产生的现金流出为1.36亿元，同比下降82.34%，主要系2018年公司持有至到期投资大幅增长，2019年类似投资较少所致。公司2019年投资活动产生的现金流量净额为7.11亿元，同比大幅增长，主要系公司2019年度收回投资收到的现金增长所致。

2019年，公司筹资活动现金流入为34.19亿元，同比增长110.25%，主要系公司2019年借款增长所致。公司筹资活动现金流出为43.39亿元，较2018年大幅增长，主要系公司2019年偿还债务规模较大所致。公司筹资活动现金流量净额-9.20亿元，公司2019年外部融资活动较多。

5. 母公司财务分析

跟踪期内，母公司资产有所下降，占合并资产总额较大；母公司所有者权益相对稳定；母公司负债有所下降。母公司营业收入有所下降，占合并口径比重较小。

截至 2019 年底，母公司资产总额为 156.93 亿元，较上年底下降 0.33%，主要系货币资金、其他应收款下降所致。母公司资产占合并口径资产规模的 82.53%。其中，流动资产占 84.73%、非流动资产占 15.27%。流动资产主要由其他应收款和存货（土地）构成；非流动资产主要由长期股权投资构成。

截至 2019 年底，母公司负债规模为 72.00 亿元，较上年底下降 1.77%%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。公司非流动负债主要由应付债券和长期借款构成。截至 2019 年底，母公司所有者权益主要由资本公积构成，所有者权益稳定性较好。

2019 年，母公司营业收入为 4.43 亿元，同比下降 9.69%，占合并口径营业收入的 34.34%。营业利润和净利润分别为 0.11 亿元和 0.81 亿元。公司盈利较为依赖补贴收入。

2019 年，母公司经营活动现金流量净额为 12.09 亿元。母公司投资活动较少。2019 年筹资活动现金流入量 18.60 亿元，筹资活动现金流量净额-16.24 亿元，主要系偿还债务支付的现金。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期债务压力一般，考虑到股东对公司的支持力度较大，公司整体偿债风险很低。

2019年底，公司流动比率和速动比率较上年均有所下降，分别为503.63%和176.42%。2019年，公司现金类资产19.38亿元，对调整后短期债务（21.95亿元）保障倍数为0.88倍，保障能力尚可，公司短期债务压力一般。

2019年，公司EBITDA为2.14亿元；公司调整后全部债务/EBITDA倍数上升至34.16倍。考虑股东对公司的支持力度较大，公司整体偿债风险很低。

截至 2019 年底，公司获得银行授信总额 55.82 亿元，未使用额度 21.50 亿元，公司间接融资渠道较为通畅。

截至2019年底，公司对外担保余额12.13亿元，担保比率为12.02%。被担保方全部为国有企业，目前被担保方经营情况良好，公司或有负债风险较低。

九、存续债券偿还能力分析

跟踪期内，公司现金类资产对一年内到期兑付债券的保障能力较强，公司存续债券的短期偿债压力较小；公司经营活动现金流入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。

截至2019年底，公司一年内到期兑付债券6.55亿元。公司2021年将达到存续债券待偿本金峰值15.85亿元。2019年底，公司现金类资产19.38亿元；2019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26.91亿元、-4.24亿元和2.14亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表10 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2019 年
一年内到期债券余额	6.55
未来待偿债券本金峰值	15.85
现金类资产/一年内到期债券余额	2.96
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.70
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.27
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.14

资料来源：联合资信整理

此外，“PR丰棚改/16丰棚改项目债”设置了本金提前偿还条款，降低了集中偿付压力。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“PR丰棚改/16丰棚改项目债”差额补偿人，有助于保障“PR丰棚改/16丰棚改项目债”本息到期按时足额偿付的安全性。

十、增信措施

为了保证本期债券到期本金和利息的按时偿还，丰县经开为“PR丰棚改/16丰棚改项目债”到期本金和利息的偿还承担差额补偿责任。丰县经开整体偿债能力较强，有助于保障“PR丰棚改/16丰棚改项目债”偿付的安全性。

丰县经开对“PR丰棚改/16丰棚改项目债”进行差额补偿。

1. 丰县经开企业概况

丰县经开是经丰县人民政府授权，由江苏丰县经济开发区管理委员会全额出资设立的国有独资有限责任公司。丰县经开是丰县主要的城市基础设施建设主体。截至2019年底，丰县经开注册资本及实收资本均为56000.00万元，丰县人民政府为丰县经开的唯一股东。

经营范围：对园区基础设施建设项目、制造业及科技业投资；市政工程施工；市政设施管理服务；公共建设管理与维护；城市市政公共设施管理与维护；水利设施综合开发管理与维护；城市环境综合治理；投资项目的招标、投标代理；经济贸易信息咨询服务；农业农村基础建设；农民集中住房建设；房屋拆迁安置；城中村改造施工；物业管理；太阳能发电；光伏电站建设、运营、维护及管理服务；光伏发电技术及设备的研发；电力供应。（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2019年12月底，丰县经开内设办公室、财务部、投融资部和综合发展部共4个部门；丰县经开合并范围内拥有16家子公司。

截至2019年底，丰县经开合并资产总额216.17亿元，所有者权益87.80亿元（含少数股东权益1.33亿元）；2019年，丰县经开实现营业收入14.69亿元，利润总额3.00亿元。

2. 丰县经开经营分析

2019 年，丰县经开营业收入有所增长，主要以工程结算收入为主；其他收入毛利率高，对丰县经开的利润形成一定补充。

2019 年，丰县经开营业总收入为 14.69 亿元，同比增长 37.97%，毛利率为 19.86%。从收入构成来看，近年来丰县经开主营业务收入中工程结算收入占比均在 90%以上，为丰县经开主营业务的主要组成部分。

丰县经开主营业务包括城市基础设施建设和土地开发整理等。其中，基础设施建设业务主要是丰县经开根据丰县建设的总体规划接受丰县开发区管理委员会委托，负责丰县经济开发区范围内重大工程建设与运营，相关业务都与政府签订有代建合同，约定以工程投入不超过 20%作为丰县经开的利润。此外，丰县经开负责丰县经济开发区土地开发整理业务，以开发成本的一定比例作为开发业务的利润。丰县经开各业务板块分工明确、模式成熟稳定，逐步形成了以基础设施建设为主业，其他配套产业互补的业务格局。以上均划为工程结算收入，2019 年，丰县经开工程结算收入为 13.90 亿元，占营业总收入的 94.62%，毛利率为 16.03%。

丰县经开其他收入来自农产品销售、绿化工程、餐饮、租金等。2019 年，其他收入为 0.79 亿元，毛利率为 87.06%，其中租金收入毛利率较高，为 89.09%，丰县经开其他收入对其利润形成一定补充。

3. 丰县经开财务概况

截至 2019 年底，丰县经开纳入合并报表范围的子公司 16 家。

跟踪期内，丰县经开资产规模较快增长，存货占比较高，资产流动性一般；负债规模快速增长，所有者权益较为稳定；丰县经开短期偿债能力较强，整体偿债能力很强；丰县经开 2019 年资金回流和收现质量较好。

截至 2019 年底，丰县经开合并资产总额为 216.17 亿元，较上年底增长 19.79%，主要系存货增长所致。其中，流动资产占 75.09%，主要由货币资金、存货（土地）、预付款项和其他应收款构成；非流动资产占 24.91%，主要由长期股权投资、在建工程和无形资产（土地使用权）构成。

截至 2019 年底，丰县经开负债为 128.37 亿元，较上年底增长 28.63%，主要由应付债券、长期借款、其他应付款和长期应付款构成。同期，丰县经开所有者权益为 87.80 亿元，较上年底增长 8.86%，主要系未分配利润和资本公积增长所致。从所有者权益构成看，主要由资本公积（66.25 亿元）构成，所有者权益较为稳定。

截至 2019 年底，丰县经开全部债务为 63.08 亿元，较上年底增长 29.23%。其中短期债务为 11.83 亿元，长期债务为 51.25 亿元。

从短期偿债能力看，丰县经开现金类资产为 12.81 亿元，能够覆盖短期债务；同期，丰县经开 2019 年底流动比率和速动比率分别下降至 307.77%和 122.28%，丰县经开短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，2019年底，丰县经开EBITDA为4.24亿元；由于丰县经开有息债务规模小幅增长，全部债务/EBITDA倍数上升至14.89倍。丰县经开长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为36.86%和41.81%；考虑股东对丰县经开的支持力度较大，丰县经开整体偿债能力很强。

2019 年，丰县经开营业收入为 14.69 亿元，

同比增长 37.97%，主要系工程结算收入增长所致。同期，丰县经开营业利润和净利润分别为 3.04 亿元和 2.85 亿元，分别同比增长 17.35%和 20.78%。

从现金流方面看，2019 年，丰县经开经营活动现金流入为 58.70 亿元，同比增长 18.74%，主要系往来款增加所致。现金收入比为 172.15%，丰县经开 2019 年资金回流情况和收现质量较好。丰县经开经营活动现金流出为 57.86 亿元，主要构成为购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金。丰县经开经营活动产生的现金流净额为 0.84 亿元。

2019 年，丰县经开投资活动现金流入规模较小；投资活动现金流出为 16.06 亿元，主要构成为构建固定资产、无形资产等支付的现金。2019 年，丰县经开筹资活动现金流入为 46.08 亿元，主要系取得借款和发行债券取得的资金；丰县经开筹资活动现金流出为 27.10 亿元，主要系偿还债务的所致。

截至 2019 年底，丰县经开对外担保规模合计 30.13 亿元，担保比率 34.32%，其中，民营企业担保金额为 1.58 亿元，存在一定的或有负债风险。

截至 2019 年底，丰县经开的银行授信额度合计为 43.52 亿元，银行授信额度尚有 13.53 亿元未使用，间接融资渠道较为畅通。

经联合资信公开评级，确定维持丰县经开主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为稳定。

4. 丰县经开对本期债券的保障能力

丰县经开经营活动产生的现金流入对本期债券的偿债保障能力较强。

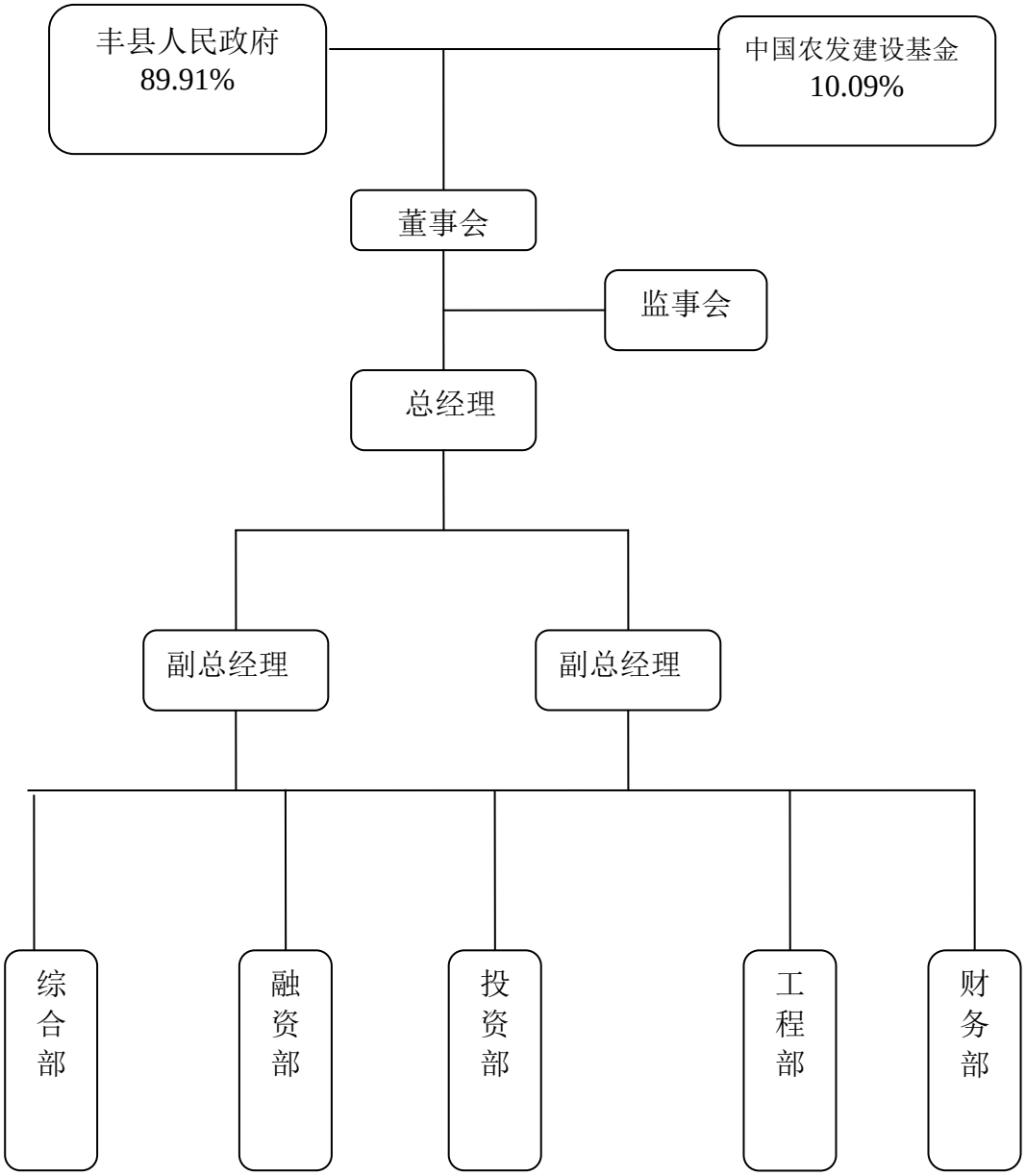
2019 年，丰县经开经营活动产生的现金流入量为 58.70 亿元，是本期债券发行金额的 4.52 倍，覆盖程度较高；经营活动现金流量净额为 0.84 亿元，是本期债券发行金额的 0.06 倍，保障程度较低；EBITDA 为 4.24 亿元，是本期债券发行金额的 0.33 倍，保障程度弱。总体看，丰县经开经营活动现金流入量对本期债券的偿债保障能力较强。

同时，本期债券设置了分期偿还本金的条款，在债券存续期的第 3、4、5 个年度分别偿还本期债券发行总额的 45.00%、35.00%和 20.00%，分别为 5.85 亿元、4.55 亿元和 2.60 亿元，丰县经开 2019 年度经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为第 3 个年度分期偿还本金 5.85 亿元的 10.03 倍、0.14 倍和 0.72 倍；丰县经开经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为第 4 个年度分期偿还本金 4.55 亿元的 12.90 倍、0.18 倍和 0.93 倍；丰县经开经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为第 5 个年度分期偿还本金 2.60 亿元的 22.58 倍、0.32 倍和 1.63 倍；分期偿付本金条款的设置，缓解了本期债券集中偿付的压力。

十一、 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，维持“PR 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　截至2019年底公司股权及组织结构图



附件 2　截至 2019 年底公司合并范围子公司

子公司名称	持股比例（%）		取得方式
	直接	间接	
丰县润城农业发展有限公司	80.00		投资设立
丰县保障性住房建设有限公司	100.00		投资设立
丰县国有资产经营有限公司	100.00		投资设立
丰县中新房实业有限公司	100.00		受让所得
丰县源丰水务有限责任公司	51.00		政府划拨
徐州大沙河旅游开发有限公司	100.00		政府划拨
丰县大沙河果园	100.00		政府划拨
丰县粮食局直属库	100.00		政府划拨
江苏华禹水利工程处	100.00		政府划拨
丰县汉源粮油购销有限公司	100.00		政府划拨
丰县自来水公司	100.00		政府划拨
丰县顺达交通工程有限公司	80.00		政府划拨
丰县天成房地产开发有限公司	100.00		子公司全资子公司
丰县凤鸣热力有限公司	100.00		购买
丰县公共交通有限公司	51.00	24.00	投资设立
丰县丰源水务有限公司		100.00	子公司全资子公司
丰县康源供水有限公司		100.00	子公司全资子公司
丰县粮食局第二直属库		100.00	子公司全资子公司
丰县常店镇常店粮油管理所		100.00	子公司全资子公司
丰县范楼镇范楼粮油管理所		100.00	子公司全资子公司
丰县范楼镇金陵粮油管理所		100.00	子公司全资子公司
丰县华山镇华山粮油管理所		100.00	子公司全资子公司
丰县欢口镇欢口粮油管理所		100.00	子公司全资子公司
丰县梁寨镇梁寨粮油管理所		100.00	子公司全资子公司
丰县首羡镇和集粮油管理所		100.00	子公司全资子公司
丰县顺河镇粮油管理所		100.00	子公司全资子公司
丰县宋楼镇刘王楼粮油管理所		100.00	子公司全资子公司
丰县宋楼镇宋楼粮油管理所		100.00	子公司全资子公司
丰县王沟镇王沟粮油管理所		100.00	子公司全资子公司

子公司名称	持股比例（%）		取得方式
	直接	间接	
丰县赵庄镇粮油管理所		100.00	子公司全资子公司
丰县金仓粮油经营服务站		100.00	子公司全资子公司
丰县师寨矿产资源开发有限公司	100.00		投资设立
徐州丰邑商品混凝土有限公司		51.00	投资设立
丰县凤鸣新型材料科技有限公司		100.00	投资设立
江苏润城供应链管理有限公司	100.00		投资设立
徐州市金讯通商务信息咨询有限公司	100.00		投资设立
江苏旭凤物业管理有限公司	100.00		投资设立
丰县广聚合贸易有限公司	100.00		投资设立
丰县润城体育发展有限公司	100.00		投资设立

资料来源：公司提供

附件 3-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	23.65	22.61	19.38
资产总额(亿元)	177.04	193.52	190.16
所有者权益(亿元)	98.51	99.82	100.95
短期债务(亿元)	4.40	13.47	21.37
调整后短期债务	4.40	13.87	21.95
长期债务(亿元)	55.59	57.61	44.47
调整后长期债务(亿元)	55.59	64.41	51.27
全部债务(亿元)	59.99	71.08	65.84
调整后全部债务(亿元)	59.99	78.27	73.22
营业收入(亿元)	12.03	13.09	12.90
利润总额(亿元)	1.62	1.46	1.29
EBITDA(亿元)	2.88	2.51	2.14
经营性净现金流(亿元)	-15.54	-1.21	-4.24
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.35	1.43	1.49
存货周转次数(次)	0.11	0.11	0.10
总资产周转次数(次)	0.07	0.07	0.07
现金收入比(%)	102.59	73.62	93.30
营业利润率(%)	16.07	11.52	8.98
总资本收益率(%)	1.23	1.02	0.90
调整后总资本收益率(%)	1.23	0.97	0.86
净资产收益率(%)	1.41	1.28	1.10
长期债务资本化比率(%)	36.07	36.59	30.58
调整后长期债务资本化比率(%)	36.07	39.22	33.68
全部债务资本化比率(%)	37.85	41.59	39.48
调整后全部债务资本化比率(%)	37.85	43.95	42.04
资产负债率(%)	44.35	48.42	46.91
流动比率(%)	1020.17	589.70	503.63
速动比率(%)	370.92	192.80	176.42
经营现金流动负债比(%)	-97.98	-4.18	-12.50
EBITDA 利息倍数(倍)	0.89	0.63	3.25
现金短期债务比(倍)	5.37	1.68	0.91
全部债务/EBITDA(倍)	20.85	28.28	30.72
调整后全部债务/EBITDA(倍)	20.85	31.14	34.16

注：调整后长期债务=长期债务+长期应付款有息部分；调整后短期债务=短期债务+其他流动负债有息部分；

资料来源：公司审计报告

附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	14.19	15.76	11.13
资产总额(亿元)	147.73	157.45	156.93
所有者权益(亿元)	82.72	84.15	84.93
短期债务(亿元)	3.60	10.05	13.55
长期债务(亿元)	46.70	49.65	32.89
全部债务(亿元)	50.30	59.70	46.44
营业收入(亿元)	4.78	4.90	4.43
利润总额(亿元)	1.05	1.42	0.81
EBITDA(亿元)	1.05	1.42	0.81
经营性净现金流(亿元)	-8.06	-4.66	12.10
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.76	0.71	0.69
存货周转次数(次)	0.05	0.05	0.04
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.03
现金收入比(%)	93.86	51.40	85.08
营业利润率(%)	10.78	10.95	11.11
总资本收益率(%)	0.79	0.99	0.59
净资产收益率(%)	1.27	1.70	0.92
长期债务资本化比率(%)	36.08	37.11	27.92
全部债务资本化比率(%)	37.81	41.50	35.35
资产负债率(%)	44.00	46.56	45.88
流动比率(%)	683.07	566.29	339.95
速动比率(%)	225.33	181.41	100.00
经营现金流动负债比(%)	-44.03	-19.69	30.93

资料来源：公司审计报告

附件 3-3 主要财务数据及指标（差额补偿人合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	16.38	8.52	12.81
资产总额(亿元)	161.05	180.45	216.17
所有者权益(亿元)	71.44	80.65	87.80
短期债务(亿元)	1.10	4.71	11.83
调整后短期债务	1.10	4.71	13.63
长期债务(亿元)	42.66	44.11	51.25
调整后长期债务(亿元)	42.66	44.11	51.25
全部债务(亿元)	43.76	48.82	63.08
调整后全部债务(亿元)	43.76	48.82	64.88
营业收入(亿元)	12.33	10.65	14.69
利润总额(亿元)	2.38	2.59	3.00
EBITDA(亿元)	3.21	3.55	4.24
经营性净现金流(亿元)	-20.73	-3.35	0.84
财务指标			
销售债权周转次数(次)	9.06	10.84	17.41
存货周转次数(次)	0.20	0.17	0.16
总资产周转次数(次)	0.08	0.06	0.07
现金收入比(%)	103.51	167.39	172.15
营业利润率(%)	10.01	19.46	17.94
总资本收益率(%)	2.01	2.04	2.21
调整后总资本收益率(%)	2.01	2.04	2.18
净资产收益率(%)	3.05	2.93	3.25
长期债务资本化比率(%)	37.39	35.36	36.86
调整后长期债务资本化比率(%)	37.39	35.36	36.86
全部债务资本化比率(%)	37.99	37.71	41.81
调整后全部债务资本化比率(%)	37.99	37.71	42.50
资产负债率(%)	55.64	55.31	59.39
流动比率(%)	490.48	401.77	307.77
速动比率(%)	268.33	255.23	122.28
经营现金流动负债比(%)	-85.81	-10.08	1.59
EBITDA 利息倍数(倍)	1.07	0.81	0.93
全部债务/EBITDA(倍)	13.64	13.76	14.89
调整后全部债务/EBITDA(倍)	13.64	13.76	15.32

注：调整后全部债务=长期债务+短期债务+长期应付款中的有息部分+其他流动负债中的有息部分

资料来源：公司审计报告

附件 4　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	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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-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	
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1　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 5-2　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。

附件 5-3　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 5-4　主体公开信用评级信用等级设置及其含义

联合资信主体公开信用评级是指根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级，也称主动评级。联合资信主体公开信用评级信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}。除AAA_{pi}级，CCC_{pi}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：

级别设置	含义
AAA_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	不能偿还债务