

跟踪评级公告

联合[2017]1891号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司主体长期信用等级为AA，评级展望由稳定调整为负面，并维持“16盱眙债”的信用等级为AA。

特此公告。



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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 负面
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16盱眙债	12亿元	2023/04/15	AA	AA

评级时间: 2017年7月28日

财务数据

项 目	2014年	2015年	2016年
现金类资产(亿元)	3.69	4.47	24.32
资产总额(亿元)	58.53	70.92	120.09
所有者权益(亿元)	34.69	39.05	41.90
短期债务(亿元)	1.59	6.08	11.62
长期债务(亿元)	8.21	10.24	43.77
全部债务(亿元)	9.80	16.32	55.39
营业收入(亿元)	3.46	3.33	5.02
利润总额(亿元)	1.19	1.04	1.12
EBITDA(亿元)	1.42	1.34	1.35
经营性净现金流(亿元)	1.28	-5.34	-15.26
营业利润率(%)	19.77	16.26	13.65
净资产收益率(%)	3.20	2.57	2.62
资产负债率(%)	40.74	44.94	65.11
全部债务资本化比率(%)	22.03	29.47	56.93
流动比率(%)	319.39	289.40	309.48
经营现金流流动负债比(%)	8.17	-24.66	-44.33
全部债务/EBITDA(倍)	6.90	12.15	40.93
EBITDA利息倍数(倍)	3.09	4.25	1.00

分析师

陈茜 金晔 马玉丹

电邮: 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

淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司(以下简称“公司”)作为盱眙县城市基础设施投资建设的重要主体,在政府支持方面具备显著优势。跟踪期内,盱眙县政府继续给予公司资产划拨和财政补贴支持。同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,跟踪期内,公司经营性现金流下滑、债务规模快速增长等因素对公司整体偿债能力带来不利影响。

未来,公司仍以盱眙县城市基础设施建设为主要业务。跟踪期内,公司因工程施工回款情况不佳及往来款增加导致经营性净现金流大幅下降,债务规模快速攀升并导致债务负担加重,公司担保比率持续上升且已发生多笔代偿。联合资信对公司评级展望为负面。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA,评级展望调整为负面,维持“16盱眙债”的信用等级为AA。

优势

- 跟踪期内,盱眙县政府将江苏有线电视台股权和盱眙五墩广电大厦转划至公司,有助于提升公司资产质量和规模。
- “16盱眙债”设置分期偿还安排,公司经营活动现金流入对分期偿还本金的覆盖能力较好。

关注

- 跟踪期内,盱眙县地方综合财力和一般预算收入下降。
- 公司其他应收款大幅增长,资金占用明显,有一定回收风险;公司债务规模快速增长,债务负担明显加重;经营性现金流净额大幅下降,且持续呈流出状态。
- 跟踪期内,公司担保比率持续上升,并发生多笔代偿,代偿余额规模增长较快,并

有多家被担保企业涉及诉讼，公司或有负债风险较大。

声 明

一、本报告引用的资料主要由淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司（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。

淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司跟踪评级报告

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淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司（以下简称“公司”）系经淮安市人民政府《市政府关于组建淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司的批复》（淮政复【2007】第37号）批准，由淮安市人民政府国有资产监督管理委员会出资，于2008年1月22日成立的国有独资有限责任公司，初始注册资本为1000.00万元。2013年11月，根据淮安市人民政府下发《关于市属县区企业移交县区人民政府监督管理的通知》（淮政发【2013】223号）指示，授权盱眙县人民政府作为公司唯一出资人，履行出资人职责并负责公司日常经营的监督与管理。2015年6月，根据《关于原则同意县财政局先行代淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司等国有公司出资人职责的批复》（盱政复【2015】12号）批准，由盱眙县财政局履行出资人职责。

截至2016年底，公司注册资本和实收资本为53380.00万元。盱眙县人民政府为公司唯一出资人和公司实际控制人。

公司的经营范围包括国有资产经营、管理、转让、投资、企业兼并联合、资产重组、承包租赁以及所批准的其他业务；城市防洪、供排水、污水处理水环境综合整治等城市水利设施的投资、开发、建设、管理；水土资源的开发利用；水利工程设备物资的采购与供应；园林绿化工程施工。

截至2016年底，公司设立办公室、财务部、融资部、资产部和工程部5个职能部门。截至

2016年底，公司纳入合并报表范围的子公司共计15家。

截至2016年底，公司资产总额120.09亿元，所有者权益合计41.90亿元（含少数股东权益0.42亿元）。2016年公司实现营业收入5.02亿元，利润总额1.12亿元。

公司注册地址：盱眙县金源北路22号建设局办公大楼二楼；法定代表人：桂军。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于2016年4月15日发行“16盱眙债”，发行金额为12亿元，债券余额为12亿元。债券发行期限为7年，募集资金中8亿元用于盱眙县2013~2017年棚户区改造二期工程项目（以下简称“募投项目”），4亿元用于补充公司营运资金。

募投项目计划投资12.60亿元，截至2016年已投资7.06亿元，工程进度为56.03%；募集资金已用于募投项目的金额为3.51亿元，补充运营资金部分已全部使用完毕，募集资金尚余4.49亿元未使用。

“16盱眙债”还本付息方式为：每年付息一次，分次还本，在债券存续期第3~7年末分别按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金，到期利息随本金一起支付。“16盱眙债”已于2017年4月14日完成第一次付息，尚不存在延迟付息情况。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
16盱眙债	12	12	2016/4/15	2023/4/15

资料来源：公司年报

四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了

缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，中国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，中国基础

设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，中国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，中国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，中国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济

增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、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。近些年，全国各地区城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可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

设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。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

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。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政府隐性债务规模快速攀升。2010年之后，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。

2014年国务院的《43号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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，以下简称“《351号文》”）对2014年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016年，国家继续推行地方政府债券的发

行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88号，以下简称“《88号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发〈地方政府性债务风险分类处置指南〉的通知》（财预【2016】152号，以下简称“《152号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88号文》和《152号文》的具体规定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，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016年3月25日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、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有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

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2016年底，中国城镇化率为57.35%，较2015年提高1.25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。2017年3月5日，中央政府发布的《2017年政府工作报告》对中国政府2017年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时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。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 区域经济及财政实力

公司是淮安市盱眙县重要的基础设施建设及保障房建设主体。盱眙县经济水平、财政实力以及未来发展规划对公司经营发展影响大。

根据《2016年盱眙县国民经济和社会发展统计公报》，2016年，盱眙县地区生产总值完成356.7亿元，同比增长8.9%；其中，第一产业增加值54.2亿元，同比增长1.2%；第二产业增加值140.3亿元，同比增长10.6%；第三产业增

加值162.2亿元，同比增长10.1%。三次产业增加值占GDP比重从上年的16.2:40.2:43.6调整为15.2:39.3:45.5。全县人均地区生产总值为54625元。

2016年，盱眙县完成规模以上固定资产投资350.65亿元，同比增长19.3%；完成工业投资228.63亿元，同比增长19.4%。

从财政实力看，2016年，盱眙县实现财政收入61.65亿元，同比下降12.89%；2016年一般公共预算收入30.78亿元，较2015年下降12.00%，其中，受营改增影响，税收收入23.02亿元，较上年下降21.14%；同期受土地市场波动影响，国有土地使用权出让收入为5.24亿元，同比下降67.71%。

跟踪期内，盱眙县经济稳步增长；一般公共预算收入仍为财政收入主要来源，受营改增影响有所下降；土地市场波动导致国有土地使用权出让收入下滑是财政收入下降的主要原因。

表2 2015~2016年盱眙县财政收入情况（单位：亿元）

主要指标	2015年	2016年
------	-------	-------

(一) 地方一般公共预算收入	34.98	30.78
1. 税收收入	29.19	23.02
2. 非税收入	5.79	7.76
(二) 转移支付和税收返还收入	19.57	25.63
1. 一般性转移支付收入	8.64	14.52
2. 专项转移支付收入	10.05	8.07
3. 税收返还收入	0.88	3.04
(三) 国有土地使用权出让收入	16.23	5.24
1. 国有土地使用权出让金	14.41	5.06
2. 国有土地收益基金	1.74	0.17
3. 农业土地开发资金	0.08	0.01
(四) 预算外财政专户收入	--	--
地方综合财力=(一)+(二)+ (三)+(四)	70.77	61.65

资料来源：盱眙县财政局，联合资信整理

政府债务方面，截至2016年底盱眙县地方政府债务余额27.94亿元，同比下降3.19%，其中直接债务余额27.79亿元。截至2016年底，盱眙县政府债务率为45.32%，债务水平一般。

总体看，跟踪期内，盱眙县一般公共预算收入和财政收入下滑，政府债务有所下降，债务负担整体可控。

表3 2016年盱眙县地方政府债务情况及综合财力情况

(单位：亿元)

地方财力（2016年度）	金额	地方债务（截止2016年底）	金额
(一) 地方一般公共预算收入	30.78	(一) 直接债务余额	27.79
1、税收收入	23.02	1、外国政府贷款	
2、非税收入	7.76	2、国际金融组织贷款	
(二) 转移支付和税收返还收入	25.63	(1) 世界银行贷款	
1、一般性转移支付收入	14.52	(2) 亚洲开发银行贷款	
2、专项转移支付收入	8.07	(3) 国际农业发展基金会贷款	
3、税收返还收入	3.04	(4) 国家开发银行贷款	
(三) 政府基金收入	5.24	(5) 其他国际金融组织贷款	
1、国有土地使用权出让金	5.06	3、国债转贷资金	21.47
2、国有土地收益基金	0.17	4、农业综合开发借款	
3、农业土地开发资金	0.01	5、解决地方金融风险专项借款	
4、新增建设用地有偿使用费		6、国内金融机构借款	5.36
(四) 预算外财政专户收入		(1) 政府直接借款	5.36
		(2) 由政府承担偿还责任的融资平台公司借款	
		7、债券融资	
		(1) 中央代发地方政府债券	
		(2) 由政府承担偿还责任的融资平台债券融资	
		8、粮食企业亏损挂账	0.97
		9、向单位、个人借款	
		10、拖欠工资和工程款	
		11、其他	
		(二) 担保债务余额	0.3
		1、政府担保的外国政府贷款	
		2、其他	0.3
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	61.65	地方政府债务余额=(一)+(二)×50%	27.94
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%			45.32%

资料来源：盱眙县财政局

六、基础素质分析

1. 产权状况

公司是由盱眙县人民政府设立的国有独资企业，截至 2016 年底，公司注册资本和实收资本均为 53380.00 万元，盱眙县人民政府是公司唯一出资人和实际控制人。

2. 企业规模

公司从事基础设施建设、房地产二级开发和商品销售等业务，业务范围涵盖盱眙县城区及盱眙县经济技术开发区。

跟踪期内，公司新设立盱眙新华乡村文化旅游有限公司(业务范围包括旅游景区管理、旅游项目投资管理、旅游产品销售和文化项目投资管理)和盱眙茂昌房地产开发有限公司(业务范围为房地产开发经营)，公司在继续发展基础设施建设业务的同时，正在积极扩充公司业务板块。

3. 政府支持

跟踪期内，盱眙县政府持续给予公司资产注入及划拨和财政补贴支持。

资产注入及划拨

根据盱眙县人民政府办公会议纪要【2016】12号《关于处理广电网络债务问题的会办纪要》，盱眙县政府将盱眙县广播电视台部分资产划拨给公司，包括江苏有线电视台股权、盱眙五墩广电大厦和部分债权（上海远东国际租赁 421.26 万元、用户收视费 15 万、其他历年陈欠 8 万）。公司将江苏有线电视台股权计入长期股权投资，价值为 9440.00 万元；将盱眙五墩广电大厦计入固定资产，价值为 3133.55 万元，盱眙五墩广电大厦未来将长期出租，产生经营性收入；将上海远东国际租赁 421.26 万元（保证金，未来 1 年到期退回）、

用户收视费 15 万（滚动收回）和其他历年陈欠 8 万（期限不定）计入其他应收款。

资本金注入

跟踪期内，盱眙县政府拨付公司土地整理经费 1.43 亿元，计入“资本公积”。

财政补贴

2016 年，公司继续享受财政补贴。盱眙县财政局给予公司 1.26 亿元财政补贴，计入公司营业外收入。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构，主要管理人员以及管理体制等方面未发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司收入结构仍以工程施工收入、房产销售收入、担保业务收入和物业收入为主。2016 年公司主营业务收入 4.98 亿元，较 2015 年增长 51.53%，主要系工程建设收入集中确认所致。

2016 年，因工程集中结算，公司工程施工收入大幅增加，同比增长 79.08%；同期，受房地产需求下降影响，公司房产销售收入快速下降，同比减少 58.53%。2016 年公司担保和物业收入稳定增长，但上述业务收入占比较小，对公司收入贡献较少。

从毛利率来看，工程施工主要为基础设施项目代建，由于与政府签订回购协议，故该业务毛利率比较稳定，维持在 13.04%；房地产销售因收入大幅下降，毛利率也有所降低，为 35.15%，同比下降 9.11 个百分点。跟踪期内，因房地产销售毛利率下降，公司主营业务毛利率较 2015 年下降 2.19 个百分点，为 17.93%

表4 2014~2016年公司主营业务收入及毛利率情况 (单位: 万元、%)

项目	2014年		2015年				2016年		
	收入	占比	收入	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工	16805.03	49.09	13.04	25880.13	78.77	13.04	46345.68	93.15	13.04
房产销售	15687.50	45.82	37.06	6545.92	19.92	44.26	2714.54	5.46	35.15
商品销售	1422.57	4.16	1.57	--	--	--	--	--	--
担保收入	298.50	0.87	100.00	374.87	1.14	100.00	622.02	1.25	100.00
物业收入	22.64	0.07	-293.40	55.89	0.17	-68.20	71.66	0.14	-79.07
合计	34236.24	100.00	24.12	32856.81	100.00	20.12	49753.90	100	17.93

资料来源: 公司提供

2. 公司经营

工程施工

公司作为盱眙县重要的城市基础设施建设主体, 公司本部及子公司淮安市盱眙经济开发有限公司(以下简称“盱眙经发”)和盱眙交通旅游产业控股有限公司(以下简称“盱眙交通”)等主体与盱眙县人民政府(以下简称“县政府”)签订委托代建协议, 按照协议约定由公司负责办理与施工建设相关的各项审批手续、组织协调拆迁安置工作, 与各设计、施工、监理等单位摊派并签订各类承包合同并支付承包费, 筹集并管理项目资金。待工程建设完毕后, 由县政府根据审计决算确定的实际投入

金额加成15.00%向公司支付委托建设管理费的方式回购。

账务核算方面, 公司工程施工项目建设成本在资产负债表中“存货—开发成本”科目反映。

截至2016年底, 公司已确认收入的主要项目有实验小学三分校迁建工程、奥体游泳馆和大剧院等, 2016年公司确认工程施工收入为4.63亿元(实际回款仅为2.13亿元)。

截至2016年底, 洪武大道建设项目、金源南路嘉喜大道及新六路及东延扩建工程等9个项目已完工, 合计总投资3.38亿元, 但尚未结转收入。

表5 截至2016年底公司重大在建工程情况 (单位: 万元)

项目名称	计划总投资	截至2016年底已投资	2017年计划投资	2018年计划投资	2019年计划投资
盱眙县实验小学三分校新校区	15000	10170	4500	400	--
盱眙城市桃园	5900	1615	1800	1500	985
宁淮产业园朱雀湖周边环境提升工程	20000	8000	4000	4000	4000
合计	40900	19785	10300	5900	4985

资料来源: 公司提供

在建工程方面, 公司尚在施工的项目主要有盱眙县实验小学三分校新校区、盱眙城市桃园和宁淮产业园朱雀湖周边环境提升工程, 计划投资4.09亿元, 截至2016年底实际投资1.98亿元, 公司未来尚需对重大在建项目投资2.11亿元。

拟建工程方面, 公司主要的拟建项目为盱眙五墩实验小学新校区、盱眙档案馆新建和盱眙博物馆改建等, 总投资合计2.70亿元。总体来看, 公司在建工程和拟建工程未来投入规模一般, 公司融资压力不大。

表6 截至2016年底公司未来拟建项目（单位：万元，年）

项目名称	代建主体	计划总投资	计划工期
盱眙档案馆新建	公司本部	5000	2
盱眙博物馆改建	公司本部	3500	2
盱眙图书馆改建	公司本部	3500	2
盱眙名人堂扩建	公司本部	3000	2
盱眙五墩实验小学新校区	公司本部	12000	3
合计		27000	--

资料来源：公司提供

房产开发销售

公司及其子公司盱眙经发和盱眙都梁新农村建设有限公司承担盱眙县内商业地产及保障房等项目的开发工作，并实现房产销售收入。

账务核算方面，公司项目建设成本分别反映在资产负债表“存货-开发产品”科目，公司保障房开发销售收入和商品房销售反映在“主营业务收入—房产销售”中。公司2016年确认房地产销售收入0.27亿元，系确认“宣化人家”和“中央御景园”的销售收入。跟踪期内，盱眙县房地产需求下降，观望情绪高，整体房产

销售不景气，收入有所下降。

截至2016年底，公司在建房地产项目为“宣化人家”和“中央御景园”项目，总投资分别为5.00亿元和2.50亿元，已分别投资3.83亿元和1.92亿元，均已完工交房，只余部分绿化工程和扫尾工程。盱眙县2013-2017棚户区改造二期工程项目为“16盱眙债”募投项目。目前已完成整体工程进度的56.03%，截至2016年底尚未进行预售。

盱眙县正在进行城市拆迁工作，预计房地产需求将会增加。目前公司尚无新房地产项目计划，无储备土地。

表7 截至2016年底公司在建房产项目情况（单位：万元，%）

项目名称	项目类型	总投资	截至2016年底已投资	2017年计划投资	2018年计划投资	2019年计划投资	计划完工时间
中央御景园	住宅	50000	38256	2500	2000	1000	2017.10
宣化人家	保障房	25000	19150	2500	1500	800	2017.12
盱眙县2013-2017棚户区改造二期工程项目	保障房	126000	70600	30000	15000	10000	2019.9
合计		75000	57406	5000	3500	1800	--

资料来源：公司提供

其他业务

除工程施工和房产销售外，跟踪期内，公司另有担保业务和物业收入，但该两类业务收入规模相比工程施工收入和房产销售收入小，对公司整体影响不大。公司商品销售业务主要由子公司盱眙经发贸易有限公司不是经常性项目销售，具有不可持续性，2015~2016年均未进行商品销售业务，故未实现商品销售收入。

公司担保收入业务主要由全资子公司盱

眙经发担保有限公司（以下简称“盱眙担保”）负责经营，盱眙担保主要担保对象为盱眙开发区内的企业，以民营企业为主。截至2016年底，盱眙担保净资产为1.07亿元，担保责任余额为2.52亿元，净资产担保责任余额倍数（担保责任余额/净资产）为2.36倍。2016年，公司担保收入业务实现收入622.02万元，发生34笔本金代偿和45笔利息代偿，发生额合计0.88亿元，追回款项合计21.60万元，尚未确认代偿损失。盱眙担保的代偿数量和金额较2015年上升明

显，未来或将带来一定风险，联合资信将持续关注公司担保业务代偿情况。

公司物业业务主要由全资子公司盱眙城投物业服务有限公司和盱眙新区物业服务有限公司负责，主要负责公司开发的保障房和安置房的物业管理工作。2016年，公司物业业务实现收入71.66万元，收入规模较小。

3. 未来发展

未来几年内，公司将继续承担盱眙县基础设施建设的业务。依托公司在盱眙县基础设施建设业务的垄断地位，公司有望获得持续的政府支持。公司在建和拟建的基础设施项目建设资金仍需要由公司通过自筹或借款取得，公司后续还将面临一定投资支出压力。

九、财务分析

公司提供了2014~2016年度合并财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该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。

2016年，公司合并范围内新增3家子公司，其中，公司对盱眙楚鼎投资开发有限公司进行增资，增资金额为0.9亿元，增资后持股比例为90%；公司分别出资0.2亿元和1.8亿元设立全资子公司盱眙茂昌房地产开发有限公司和盱眙新华乡村文化旅游有限公司。2016年公司合并范围变化不大，对财务数据可比性和连续性影响小。

截至2016年底，公司资产总额120.09亿元，所有者权益合计41.90亿元（含少数股东权益4248.48万元）。2016年公司实现营业收入5.02亿元，利润总额1.12亿元。

1. 资产质量

截至2016年底，公司资产总额120.09亿元，较2015年底增长69.34%，主要系货币资金和其他应收款大幅增加所致。其中，流动资

产占88.69%，非流动资产占11.31%，跟踪期内，公司资产结构变化不大，仍以流动资产为主。

截至2016年底，公司流动资产总计106.51亿元，同比增长70.14%，主要系货币资金和其他应收款大幅增加所致。公司流动资产以货币资金（占22.83%）、其他应收款（占28.97%）和存货（占39.41%）为主。

截至2016年底，货币资金合计24.32亿元，较2015年增加19.85亿元，主要系公司发行债券及贷款大规模到账但尚未使用导致银行存款增加所致。公司货币资金以银行存款为主，为20.56亿元。货币资金中5.89亿元因担保和作为票据保证金而使用受限。

截至2016年底，公司应收账款合计2.73亿元，同比增长682.42%，主要系公司代建项目结算后工程款尚未收回部分计入应收账款所致。从账龄来看，1年以内占比83.72%，1~2年占比3.22%，3年以上占比13.06%，账龄集中。截至2016年底公司共计提坏账206.43万元。尽管公司应收账款规模不大，但增速快，代建项目回款情况值得关注。

截至2016年底，公司其他应收款为30.86亿元，较2015年底增长152.10%，主要系应收雅高（盱眙）实业有限公司、盱眙县人民政府国有资产监督管理办公室等往来款增加所致。从欠款单位来看，主要为雅高（盱眙）实业有限公司、盱眙县人民政府国有资产监督管理办公室、盱眙县人民医院、紫金信托有限公司和扬州树宏房地产开发有限公司欠款，主要系往来款，合计8.91亿元，占比28.87%。从账龄来看，1年以内占比85.04%，1~2年占比5.52%，2~3年占比8.01%，3年以上占比1.43%，账龄较短。截至2016年底，公司共计提坏账0.45亿元。公司其他应收款金额较大且增速快，对公司的资金形成一定占用；欠款单位分散，存在回收风险。

表 8 截至 2016 年底其他应收款前五名单位情况
(单位: 万元、%)

单位名称	金额	占比	性质
盱眙县人民政府国有资产监督管理委员会办公室	43999.98	14.26	往来款
雅高(盱眙)实业有限公司	12222.00	3.95	往来款
盱眙县人民医院	8000.00	2.59	往来款
紫金信托有限公司	17500.00	5.67	基金投资
扬州树宏房地产开发有限公司	7352.14	2.40	往来款
合计	89074.14	28.87	--

资料来源: 审计报告

截至 2016 年底, 公司存货为 41.97 亿元, 较 2015 年底增长 7.10%。公司存货以开发成本和开发产品为主。开发成本总计 35.63 亿元, 包括 2.59 亿元的项目投资建设和土地使用权 33.04 亿元, 其中 94.29 万平方米(账面价值为 20.92 亿元)的土地已用作抵押。公司开发产品主要为公司房地产投资, 共计 6.30 亿元。

截至 2016 年底, 公司非流动资产为 13.58 亿元, 较 2015 年底增长 63.34%, 主要系固定资产、在建工程和无形资产增长所致。非流动资产中以长期股权投资(占 9.71%)、固定资产(占 63.76%)、在建工程(占 14.26%)和无形资产(占 10.46%)为主。

截至 2016 年底, 公司长期股权投资 1.32 亿元, 较 2015 年底增长 248.26%, 增幅较大, 主要系公司新增对江苏有线股份有限公司的股权投资 0.94 亿元。

截至 2016 年底, 公司固定资产 8.66 亿元, 较 2015 年底增长 19.50%, 主要系五墩广电大厦等固定资产增加所致。其中, 固定资产原值为 9.87 亿元, 公司固定资产以房屋建筑物(9.83 亿元)为主, 并包括少量运输设备和电子设备。

截至 2016 年底, 公司在建工程 1.94 亿元, 较 2015 年底增长 810.02%, 主要系南山大道、天泉大街和宁淮产业园于 2016 年开工建设所致, 均为自筹资金自建项目, 南山大道、天泉大街总投资约 1.45 亿元, 工期一年。宁淮产业园是盱眙县新建经济开发区, 总投资预计 5-10 亿, 工期 5 年以上。

截至 2016 年底, 公司无形资产为 1.42 亿元, 较 2015 年底增长 264.81%, 主要系公司新增土地使用权 1.05 亿元所致。2016 年无形资产摊销累计为 0.11 亿元。

跟踪期内, 随着工程施工项目持续推进, 公司资产规模快速增长, 资产结构仍以流动资产为主; 流动资产中其他应收款占比高、增长快, 对公司资金形成占用, 且回款有一定风险; 存货占比大且变现期限较长, 资产流动性较弱, 整体资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2016 年底, 公司所有者权益为 41.90 亿元, 较 2015 年底增长 7.32%, 主要系资本公积增加所致。截至 2016 年底, 公司资本公积为 31.14 亿元, 较 2015 年底增加 1.76 亿元, 主要系盱眙县政府政府拨付土地整理经费 1.43 亿元。

截至 2016 年底, 公司所有者权益中实收资本占比 12.74%、资本公积占比 74.31%、盈余公积占比 1.32%、未分配利润占比 10.62%。总体来看, 公司所有者权益结构比较稳定。

负债

随着工程施工投资需求增加, 公司加大融资规模, 2016 年公司负债总体快速增长。截至 2016 年底, 公司负债总额 78.19 亿元, 较 2015 年底增长 145.32%, 主要系长期借款、应付债券的大幅增长所致, 公司负债结构以非流动负债为主。

截至 2016 年底, 公司流动负债合计 34.42 亿元, 较 2015 年底增长 59.10%, 主要系短期借款、应付票据和其他应付款增长所致。截至 2016 年底, 公司流动负债以短期借款(占 14.42%)、应付票据(占 14.21%)、应付账款(占 7.87%)和其他应付款(占 55.33%)为主。

截至 2016 年底, 公司短期借款为 4.96 亿元, 较 2015 年底增长 102.53%, 主要系保证借款大幅增加所致。公司短期借款仍以保证借款

为主。

截至 2016 年底，公司应付票据为 4.89 亿元，同比增长 285.05%，主要系银行承兑汇票大幅增加所致。

截至 2016 年底，公司应付账款为 2.71 亿元，同比增长 115.97%，主要系新增应付江苏万商投资发展有限公司工程款所致。应付账款前五名分别为江苏万商投资发展有限公司、江苏高基建设有限公司、洪武大道江苏协创交通、盱眙县经济适用房发展中心和山水商务大厦景观绿化江苏华艺园林，应付款项均为工程款，总计 1.62 亿元。从账龄来看，1 年以内占 60.82%，1~2 年占 31.09%，2 年以上占 8.10%，账龄较短。

截至 2016 年底，公司其他应付款为 19.04 亿元，较 2015 年底增加 22.77%。公司其他应付款主要为与盱眙恒山中医医院有限公司、盱眙县雨花工业园投资有限公司、盱眙县天源水务投资有限公司和江苏章氏企业管理有限公司往来款。从账龄看，1 年以内占 46.44%，1~2 年占 21.71%，2~3 年的占 15.46%，3 年以上的占 16.39%，账龄集中度不高。

截至 2016 年底，公司非流动负债合计 43.77 亿元，较上年底增长 327.46%，主要系长期借款和应付债券大幅增加所致。截至 2016 年底，公司非流动负债由长期借款（占 69.84%）、应付债券（占 27.42%）和长期应付款（占 2.74%）构成。

截至 2016 年底，公司长期借款为 30.57 亿元，较 2015 年底增长 198.55%。主要系新增质押借款 7.35 亿元且信用借款大幅增加所致。

2016 年，公司发行“16 盱眙债”，公司新增应付债券 12.00 亿元。

2016 年，公司新增长期应付款 1.20 亿元，系向中国农发重点建设基金有限公司的 9 年期借款，利率为 1.2%。联合资信将其纳入有息债务。

从有息债务来看，截至 2016 年底公司全部债务为 55.39 亿元，较 2015 年底增加 39.07

亿元，其中长期债务为 43.77 亿元，较 2015 年底增加 33.53 亿元，长期债务占 79.02%。由于长期债务大幅增加，截至 2016 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较 2015 年底均大幅增长，分别为 65.11%、56.93% 和 51.09%。跟踪期内公司有息债务快速增长，债务负担明显加重。

3. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 5.02 亿元，同比增长 50.85%，主要系工程施工项目于 2016 年集中确认收入所致，同期营业成本增速为 60.77%，主要系工程建设业务增加随之带来的工程建设成本增加。2016 年公司营业利润率为 13.65%，较 2015 年有所下降，主要系房地产收入下滑所致。

跟踪期内，公司期间费用为 0.59 亿元，同比增长 41.05%，其中，销售费用为 521.36 万元，同比下降 23.44%；管理费用为 6528.15 万元，同比增长 69.15%，主要系主营业务规模扩大导致管理成本增加；财务费用为 -1110.66 万元，因计入损益类的银行存款利息收入增加，同时将利息费用资本化所致。2016 年公司期间费用率为 11.75%，较 2015 年有所下降，公司期间费用控制能力有所提升。

2016 年公司营业外收入主要为政府补助，共计 1.27 亿元。2016 年公司实现利润总额 1.12 亿元，较上年增长 6.99%。公司利润来源主要依赖政府补助。

从盈利指标看，受债务快速增长影响，2016 年公司总资本收益率为 1.14%，同比下降 0.68 个百分点。2016 年，公司净利润增速高于所有者权益增速，受此影响，净资产收益率上升至 2.62%，同比增加 0.05 个百分点。总体看，公司盈利能力较弱。

跟踪期内，受房产销售业务收入下滑的影响，公司盈利能力有所下降，此外，公司利润总额对政府基础设施建设补助依赖较高，公司整体盈利能力弱。

4. 现金流及保障

经营活动现金流方面, 2016年, 公司销售商品、提供劳务收到的现金为 2.22 亿元, 较 2015 年下降 49.46%, 主要系因公司工程施工收入回款情况差所致, 2016 年公司现金收入比仅为 44.15%。同期, 公司收到其他与经营活动有关的现金为 6.98 亿元, 主要为政府补贴款和往来款。2016 年公司购买商品、接受劳务支付的现金为 10.35 亿元, 同比下降 14.11%; 公司支付其他与经营活动有关的现金 13.91 亿元, 同比大幅增长, 主要系往来款增加所致。受工程施工回款情况差且往来款大幅增长影响, 2016 年公司经营活动现金净额较 2015 年大幅下降, 且持续呈流出状态, 为-15.26 亿元。

投资活动现金流方面, 2016 年投资活动现金流入规模小, 为 359.97 万元, 主要为赎回理财产品 330 万元。公司投资活动现金流出为 6.71 亿元, 其中购建固定资产、无形资产等支付的现金为 2.57 亿元, 同比大幅增长, 主要系新增土地使用权所致。投资支付的现金为 1.97 亿元, 主要系购买的基金、理财产品和对盱眙经发市政建设有限公司的投资。2016 年投资活动现金流净额为-6.68 亿元。

筹资活动现金流方面, 2016 年, 公司筹资活动产生的现金流入 47.46 亿元, 主要为取得借款收到的现金 42.09 亿元。2016 年, 公司筹资活动现金流出合计 9.69 亿元, 主要为偿还债务支付的现金 7.47 亿元, 较 2015 年大幅上升。2016 年公司筹资活动现金流净额为 37.77 亿元

总体看, 跟踪期内, 政府回购工程款到账与收入确认存在滞后, 导致公司经营活动获现能力下降; 公司往来款快速增加, 导致经营活动呈现净流出状态, 公司对政府资金划拨和外部融资的依赖程度仍较高。公司自营业务规模较小, 投资活动现金规模较小。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看, 跟踪期内, 由于公司流动资产大幅增长, 公司流动比率和速动比率

较 2015 年底均大幅增长, 2016 年底分别为 309.48%和 187.53%。2016 年公司经营性现金流量净额为负, 对短期债务无保障能力。考虑到短期债务规模较小, 公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力来看, 2016 年公司 EBITDA 为 1.35 亿元, 较 2015 年基本持平, 跟踪期内, 公司资本化利息大幅上升, 受此影响 EBITDA 利息倍数有所下降, 为 1.00 倍。受公司有息债务快速增长影响, 全部债务/EBITDA 快速增长, 2016 年为 40.93 倍。考虑到政府对公司的的大力支持, 公司偿债能力尚可。

截至 2016 年底, 公司没有重大未决诉讼。

截至 2016 年底, 公司共获得银行授信 31.21 亿元, 已全部使用完毕。公司间接融资渠道亟待拓宽。

6. 对外担保

截止 2017 年 7 月 15 日, 公司本部对外担保余额 29.93 亿元, 担保对象为盱眙县天源水务有限公司(担保总计 23.80 亿元)、盱眙龙源水务发展有限公司(担保总计 0.8 亿元)、淮安市河海水利水电建筑安装工程有限公司(担保总计 5.00 亿元)、盱眙民众公交公司(担保总计 0.25 亿元)及江苏省马坝高级中学(担保总计 0.08 亿元)。被担保企业均为国有企业, 其中, 盱眙县天源水务有限公司实际控制人为盱眙县税务局, 公司经营情况好; 盱眙龙源水务发展有限公司和淮安市河海水利水电建筑安装工程有限公司均系盱眙县天源水务有限公司全资子公司; 盱眙民众公交公司为盱眙县交通运输局全资子公司, 公司经营情况好。整体来看, 公司本部所担保企业经营情况正常, 未涉及与担保相关的诉讼, 公司代偿风险低, 但担保均无反担保措施, 或有负债风险值得关注。

截止 2017 年 7 月 15 日, 子公司盱眙交通旅游产业控股有限公司(以下简称“交通旅游

控股公司”)对外担保余额 0.30 亿元,为对盱眙得胜工贸有限公司的担保,盱眙得胜工贸有限公司资产合计 2.34 亿元,净资产合计 0.84 亿元,净利润为 306.74 万元,经营情况尚可。交通旅游控股公司已发生代偿 0.21 亿元,系原被担保主体为江苏金长兴电源有限公司资不抵债,无力偿还债务,公司对其担保代偿 0.21 亿元¹;盱眙得胜工贸有限公司为民营企业,整体来看,交通旅游控股公司在担保方面存在一定或有风险。

截止 2017 年 7 月 15 日,子公司盱眙经济开发有限公司(以下简称“盱眙经开”)对外担保余额为 4.43 亿元,大部分被担保主体为民营企业,但有一定反担保措施,目前暂未发生代偿且暂未涉及诉讼,但担保主体中,江苏旭日轴承有限公司(担保总计 500 万元)经营情况差,江苏虹翔电子有限公司²(担保总计 350 万元)、江苏虹天电器有限公司³(担保总计 190 万元)和盱眙亿龙包装材料有限公司⁴(担保总计 500 万元)有借款逾期未偿还历史或欠付货并被纳入失信人,形成或有负债风险大。

截止 2017 年 7 月 15 日,盱眙担保对外担保余额为 2.51 亿元,发生担保代偿合计 0.95 亿元,其中涉及诉讼企业 10 家,均为被担保企业到期未偿付借款而发生的诉讼。盱眙担保目前担保的企业均为私企,虽然有反担保措施,但在担保企业中很多企业已有借款到期未偿还情况出现,未来盱眙担保为其代偿可能性高。

总体看,截止 2017 年 7 月 15 日,公司合并口径对外担保总计 37.38 亿元,公司已发生

代偿总计 1.16 亿元,被担保企业涉及诉讼共计 10 家(均为盱眙担保所担保企业)。公司担保企业多为民营企业,涉及行业较为分散;公司未设置反担保措施的担保余额合计 33.16 亿元,公司存在或有负债风险较大。

7. 过往债务履约情况

根据企业信用报告(银行版,机构信用代码为 G10320830000278300),截至 2017 年 7 月 14 日,公司无未结清和已结清不良贷款。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况,以及盱眙县经济发展及财力水平的综合分析,并考虑到盱眙县政府在资产划拨和财政补贴等方面的支持,公司整体抗风险能力一般。

十、存续债券偿债能力分析

2016 年,公司 EBITDA 和经营现金流入量分别为 1.35 亿元和 9.20 亿元,分别为“16 盱眙债”发行额度的 0.11 倍和 0.76 倍,EBITDA 和经营现金流入量对“16 盱眙债”本金覆盖水平很低。2016 年公司经营性现金净额为负,对“16 盱眙债”本金无保障能力。

表9 公司存续债券保障情况(单位:倍)

项目	2015 年	2016 年
一年内到期债券余额	--	--
现金类资产/一年内到期债券余额	--	--
经营活动现金流入量/应付债券余额	--	0.76
经营活动现金流净额/应付债券余额	--	-1.27
EBITDA/应付债券余额	--	0.11

资料来源:公司年报,联合资信整理

“16 盱眙债”设置了提前偿还本金安排,在债券存续期的第 3、4、5、6、7 年年末偿还本金 2.40 亿元,2016 年,EBITDA 和经营现金流入分别为分期偿还本金额度的 0.56 倍和 3.83 倍。

总体来看,公司 EBITDA 对“16 盱眙债”

¹ 对江苏金长兴电源有限公司担保金额为 1.21 亿元,公司自身偿还 1.00 亿元借款,剩余部分由交通旅游控股公司代偿

² 江苏虹翔电子有限公司曾于 2016 年因逾期欠付借款 150 万元被起诉;2017 年盱眙担保为江苏虹翔电子有限公司担保的 200 万借款已因其到期未偿还而发生代偿。

³ 2017 年 6 月江苏虹天电器有限公司因拖欠东莞市宏联电子有限公司货款,被纳入失信人,截止 2017 年 2 月 15 日仍余 69.24 万元,并约定于 2017 年 11 月 25 日前完成分期偿付;此外江苏虹天电器有限公司曾因欠付模具款 38 万元于 2017 年 2 月被起诉。

⁴ 2017 年盱眙担保已因盱眙亿龙包装材料有限公司未能偿付 160 万元借款而发生代偿;2017 年 2 月因盱眙亿龙包装材料有限公司借款 400 万元到期未偿还而被诉讼。

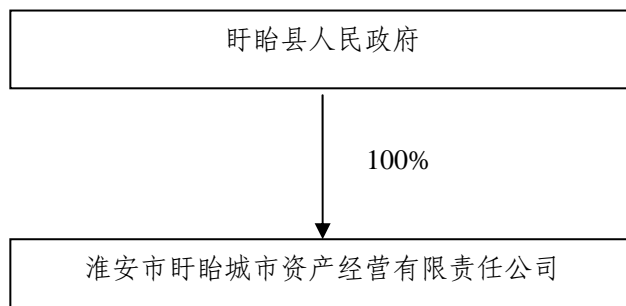
保障能力弱，公司经营现金流入量对债券分期偿还金额保障程度较好，分期偿还条款的设置提升了“16盱眙债”本息偿付的安全性。

根据相关文件，募投项目建成后预计可实现项目总收入 16.64 亿元，主要包括：安置房 30.06 万平方米，每平方米售价预计不低于 3000.00 元，销售收入预计为 9.02 亿元；商业建筑中，商铺 5.96 万平方米，每平方米售价预计不低于 12000.00 元，销售收入预计为 7.14 亿元；地下停车场 1600 个，每个销售价格不低于 30000 元，销售收入预计 0.48 亿元。募投项目未来收益可以覆盖可行性研究报告批复中所测算的项目总成本（为本期债券募集资金的 1.32 倍），募投项目的收益对本期债券本金覆盖能力尚可。募投项目目前处于在建状态，预计将于 2019 年完工，目前尚未达到预售条件，募投项目未来收入实现情况存在一定不确定性，项目收入实现时间与“16盱眙债”偿付利息及分期偿还本金的时点可能有一定出入。考虑到政府对公司的代建项目回购资金到位以及在资金划拨和财政补贴方面的持续支持，整体看，公司存续期债券偿还风险较小。

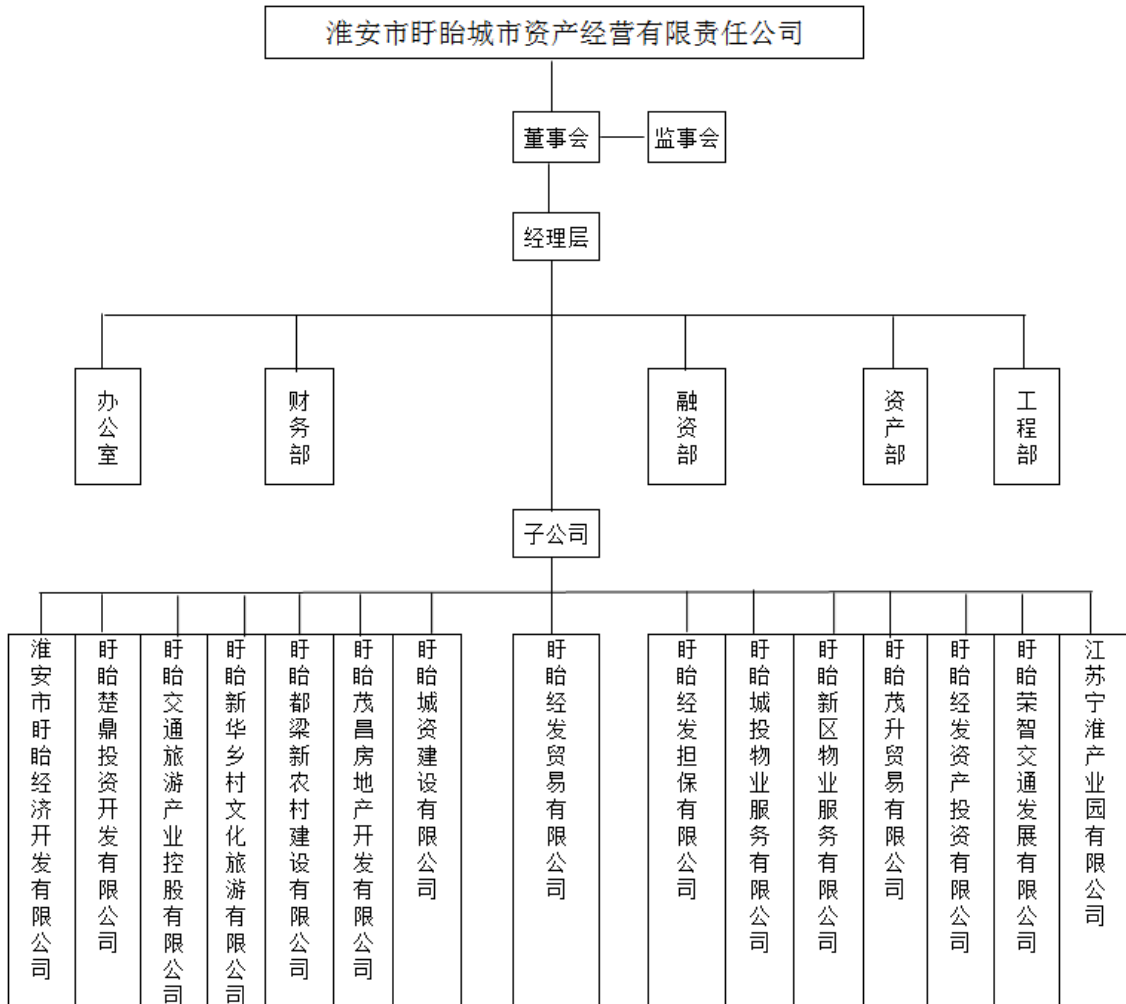
十一、结论

综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为AA，评级展望调整为负面，维持“16盱眙债”的信用等级为AA。

附件 1-1 截至 2016 年底公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 公司对外担保情况（除盱眙担保）

序号	被担保企业	企业性质	担保方	担保余额 (亿元)	代偿金额 (亿元)	被担保企业问题
1	盱眙县天源水务有限公司	国企	公司本部	23.80	--	--
2	淮安市河海水利水电建筑安装工程有限公司	国企	公司本部	5.00	--	--
3	江苏省马坝高级中学	国企	公司本部	0.08	--	--
4	盱眙龙源水务发展有限公司	国企	公司本部	0.80	--	--
5	盱眙民众公交公司	国企	公司本部	0.25	--	--
6	江苏金长兴电源有限公司	民营	交通旅游控股公司	1.21	0.21	公司经营情况差，已资不抵债
7	盱眙得胜工贸有限公司	民营	交通旅游控股公司	0.30	--	--
8	淮安市盱眙新区实业有限公司	国企	盱眙经开	0.05	--	--
9	淮安市盱眙新城资产经营有限公司	国企	盱眙经开	0.05	--	--
10	盱眙县雨花工业园投资有限公司	国企	盱眙经开	0.98	--	--
11	江苏卓信交通工程有限公司	民营	盱眙经开	0.30	--	--
12	盱眙得胜工贸有限公司	民营	盱眙经开	0.30	--	--
13	昌盛电气江苏有限公司	民营	盱眙经开	0.62	--	--
14	盱眙县三森冷冻厂	民营	盱眙经开	0.10	--	--
15	江苏三森食品有限公司	民营	盱眙经开	0.10	--	--
16	盱眙远扬沥青搅拌有限公司	民营	盱眙经开	0.10	--	--
17	江苏佳力起重机械制造有限公司	民营	盱眙经开	0.07	--	--
18	江苏虹翔电子有限公司	民营	盱眙经开	0.04	--	有借款未按时偿付的历史
19	江苏虹天电器有限公司	民营	盱眙经开	0.02	--	欠付货款，被列入失信人

20	江苏江淮磁业有限公司	民营	盱眙经开	0.10	--	--
21	江苏旭日轴承有限公司	民营	盱眙经开	0.05	--	公司经营情况差，已资不抵债
22	盱眙亿龙包装材料有限公司	民营	盱眙经开	0.05	--	有借款未按时偿付的历史
23	盱眙天龙包装材料有限公司	民营	盱眙经开	0.02	--	--
24	盱眙华洋工业科技有限公司	民营	盱眙经开	0.04	--	--
25	江苏柯普斯磁业有限公司	民营	盱眙经开	0.05	--	--
26	江苏威盛电源有限公司	民营	盱眙经开	0.11	--	--
27	盱眙龙源水务发展有限公司	国企	盱眙经开	0.65	--	--
28	淮安市河海水利水电建筑安装工程有限公司	国企	盱眙经开	0.40	--	--
29	盱眙天源农林发展有限公司	国企	盱眙经开	0.24	--	--

资料来源：公司提供及公开资料，并经联合资信整理

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	3.69	4.47	24.32
资产总额(亿元)	58.53	70.92	120.09
所有者权益(亿元)	34.69	39.05	41.90
短期债务(亿元)	1.59	6.08	11.62
长期债务(亿元)	8.21	10.24	43.77
全部债务(亿元)	9.80	16.32	55.39
营业收入(亿元)	3.46	3.33	5.02
利润总额(亿元)	1.19	1.04	1.12
EBITDA(亿元)	1.42	1.34	1.35
经营性净现金流(亿元)	1.28	-5.34	-15.26
财务指标			
销售债权周转次数(次)	2.45	3.64	3.25
存货周转次数(次)	0.11	0.08	0.10
总资产周转次数(次)	0.07	0.05	0.05
现金收入比(%)	80.35	131.77	44.15
营业利润率(%)	19.77	16.26	13.65
总资本收益率(%)	2.50	1.82	1.14
净资产收益率(%)	3.20	2.57	2.62
长期债务资本化比率(%)	19.14	20.78	51.09
全部债务资本化率(%)	22.03	29.47	56.93
资产负债率(%)	40.74	44.94	65.11
流动比率(%)	319.39	289.40	309.48
速动比率(%)	141.28	108.24	187.53
经营现金流动负债比(%)	8.17	-24.66	-44.33
全部债务/EBITDA(倍)	6.90	12.15	40.93
EBITDA 利息倍数(倍)	3.09	4.25	1.00

附件 4 主要财务指标的计算公式(新准则)

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	
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%

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
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

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 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 5-3 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。