

跟踪评级公告

联合[2015] 998号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持宣城市国有资产投资有限公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“14宣城债/14宣国资”AA的信用等级。

特此公告。


联合资信评估有限公司
二零一五年六月二十六日

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(100022)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
<http://www.lhratings.com>

宣城市国有资产投资有限公司

企业债券跟踪评级报告

主体长期信用

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

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 宣城债/14 宣国资	15 亿元	2014/3/27-2021/3/27	AA	AA

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	19.34	30.90	14.08
资产总额(亿元)	221.98	276.57	304.98
所有者权益(亿元)	147.84	167.49	187.71
短期债务(亿元)	3.44	9.84	18.00
全部债务(亿元)	67.14	99.33	108.80
营业收入(亿元)	7.27	15.08	12.18
利润总额(亿元)	13.85	13.12	12.43
EBITDA(亿元)	14.95	17.80	15.79
经营性净现金流(亿元)	9.22	12.38	2.03
营业利润率(%)	48.91	20.61	29.97
净资产收益率(%)	9.36	7.82	6.61
资产负债率(%)	33.40	39.44	38.45
全部债务资本化比率(%)	31.23	37.23	36.69
流动比率(%)	1181.6	765.50	596.37
全部债务/EBITDA(倍)	4.49	5.58	6.89
EBITDA 利息倍数(倍)	3.71	3.81	4.47
经营现金流流动负债比率(%)	89.05	63.73	7.73

分析师

李苏磊 祖宇
 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

跟踪期内,宣城市区域经济保持较快发展,区域财力平稳增长。宣城市国有资产投资有限公司(以下简称“公司”)作为宣城市直属的基础设施建设主体,继续获得政府多方面的大力支持,资产规模快速增长,盈利水平提高,整体偿债能力仍然较强。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,公司收入下降,现金回收能力弱化,以及未来投资规模仍然较大等因素对其信用水平产生的不利影响。

2014年,公司继续加大自购土地力度,土地储备规模进一步加大,有望为公司带来持续较大规模的土地出让收入,公司经营性收入有望继续增长。

综合考虑,联合资信维持公司AA的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“14宣城债/14宣国资”AA的信用等级。

优势

- 跟踪期内,公司继续获得政府在建设资金支持、项目代建管理费等多方面的大力支持,资产规模迅速扩张。
- 公司土地储备进一步增加,有望为公司带来持续较大规模的土地出让收入。
- “14 宣城债/14 宣国资”分期偿还本金,有效降低了偿付风险,公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对“14 宣城债/14 宣国资”分期偿还额度的保障能力较强。

关注

- 跟踪期内,公司收入下降,经营活动现金净流入规模下降。
- 跟踪期内,公司代建项目规模加大,工程款应收额大幅增加,回收能力有待提高。
- 公司未来投资规模仍然较大,面临较大的对外融资压力。

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）与宣城市国有资产投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与宣城市国有资产投资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，未因宣城市国有资产投资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宣城市国有资产投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于宣城市国有资产投资有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

宣城市国有资产投资有限公司（以下简称“公司”）成立于2003年4月17日，公司前身为经宣城市城市开发建设投资有限公司，是经宣城市人民政府宣政秘[2002]173号文《关于成立宣城市城市开发建设投资有限公司的通知》批准，由宣城市人民政府独资组建的国有独资公司，初始注册资本为人民币1亿元。2007年7月，经宣城市人民政府宣政秘[2007]108号文《关于变更宣城市城市开发建设投资有限公司注册资本的通知》批准，公司注册资本变更为人民币2亿元。2009年3月，根据宣城市人民政府宣政[2009]23号文以及宣城市人民政府国有资产监督管理委员会国资办[2009]16号文批准，宣城市城市建设投资有限责任公司更名为宣城市国有资产投资有限公司，并增加注册资本人民币18亿元，此次出资已经由安徽同盛会计师事务所同盛会验字[2009]Y094号验资报告验证。截至2014年底，公司注册资本20亿元，宣城市人民政府国有资产监督管理委员会为公司的唯一出资人，出资比例占公司注册资本的100%。

公司经营范围：政府性投资项目建设的组织实施、运营、管理；政府性资源与国有资产的整合、运营；城市基础设施及土地、园区、旅游资源性项目的开发建设和经营管理；企业兼并、重组；资产租赁；以自有资金对外投资（严禁非法融资）；国有土地收购、整理与开发；房地产开发；广告设计、制作、发布；投资管理及咨询服务。

截至2014年底，公司本部设综合办公室、财务融资部、项目工程部、资产运营部、投资管理部和审计监察部六个职能部门。跟踪期内

公司合并范围一级子公司新增一家，为新设成立的宣城市国投应收账款债权管理有限公司（以下简称宣城应收），公司纳入合并范围的一级子公司十个，除新纳入合并范围的一家子公司以外，包括：宣城市交通投资有限公司（以下简称“宣城交投”）、宣城市国诚投资有限公司（以下简称“国诚担保”）、宣城宾馆、宣城市中小企业融资担保有限公司（以下简称“融资担保公司”）、宣城市国诚典当有限公司（以下简称“国诚典当”）、宣城市国投建设开发有限公司（以下简称“国投建设”）、宣城市梅溪驾驶技术培训有限公司（以下简称“梅溪驾校”）、宣城市文房四宝发展有限公司（以下简称“文房四宝公司”）、宣城市粮食储备库（以下简称“粮食储备库”）。

截至2014年底，公司（合并）资产总额304.98亿元，所有者权益合计187.71亿元；2014年公司合并口径实现营业收入12.18亿元，利润总额12.43亿元。

公司注册地址：安徽省宣城市宣州区梅园路48号金色阳光大厦12-14层；法定代表人：王翔。

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 M_2 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放松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

2014 年，宣城市经济总量继续增长，实现地区生产总值分别为 912.5 亿元，同比增长 9.0%；经济结构继续优化，三次产业结构由上年的 14.2:52.6:33.2 变化为 13.9:52.4:33.7，第三产业比重比上年提高 0.5 个百分点；工业优化升级持续推进，工业化率 44.5%。

全年固定资产投资完成 1140.1 亿元，同比增长 16.6%。工业及信息化产业技术改造投资 240.4 亿元，比上年下降 12.4%。民间投资 790.9 亿元，增长 12%。从三次产业看，2014 年，全市第一产业投资下降 7.9%，第二产业投资增长 7%，第三产业投资增长 28.6%。分行业看，工业投资增长 7.9%，其中制造业增长 11.3%，制造业中装备制造业增长 10.6%。六大高耗能行业投

资增长5%。三产中的水利、环境和公共设施管理业增长135.6%，交通运输业、仓储和邮政业增长22.4%。

总体看，跟踪期内，宣城市经济保持较快发展，固定资产投资规模进一步扩大；工业化及城市化发展进程继续推进。持续发展的区域经济为宣城市城市基础设施建设发展奠定了坚

实基础，但宣城市目前经济总量规模仍相对较小。

3. 政府财政实力及政府债务

地方可支配收入方面，2014年，宣城市实现地方可支配收入331.43亿元，同比小幅下降7.32%，主要基金收入有所下降。

表1 宣城市 2012~2014 年地方可支配收入情况（单位：万元）

编号	科目	2012 年	2013 年	2014 年
1	一般预算收入	869360	1076682	1202221
1.1	税收收入	660604	784277	870423
1.2	非税收入	208756	292405	331798
2	基金收入	1487977	1548748	1129758
2.1	土地出让金	1328637	1303111	1119012
2.2	其他	159340	245637	10746
3	上级补助收入	923242	893245	936246
3.1	返还性收入	35084	34881	34935
3.2	一般性转移支付	350117	417875	456766
3.3	专项转移支付	538041	440489	444545
4	预算外财政专户资金	50717	56552	46027
5	地方可支配收入总计	3331296	3575227	3314252

资料来源：宣城市财政局

宣城市本级政府财力及政府债务方面，2014年，宣城市本级综合财力91.47亿元。宣城市本级政府债务余额67.36亿元，大多为直接债务，债务率为73.64%，较上年的76.28%有所下

降。

总体看，跟踪期内，宣城市可控财力因基金收入下降而有所下降，但一般预算收入占比提升，收入结构有所优化。

表2 宣城市本级政府债务构成情况（单位：万元）

宣城市本级政府财力（2014 年度）	金额	地方债务（截至 2014 年底）	金额
（一）地方一般预算收入	205296	（一）直接债务余额	368953.75
1. 税收收入	149644	1. 国债转贷资金	100.01
2. 非税收入	55652	2. 解决地方金融风险专项借款	
（二）转移支付和税收返还收入	181794	3. 国内金融机构借款	241198
1. 一般性转移支付收入	56735	（1）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	179428
2. 专项转移支付收入	122149	4. 债券融资	127366
3. 税收返还收入	2910	（1）中央代发地方政府债券	103366
（三）国有土地使用权出让收入	517945	（2）由财政承担全部偿还责任融资平台公司借款	24000
1. 国有土地使用权出让金	517935	5. 其他（拟发债券）	
2. 国有土地收益基金	10	（二）担保债务余额	609334.41
3. 农业土地开发资金		1. 政府担保的外国政府贷款	
4. 新增建设用地有偿使用费		2. 政府担保的国内金融机构借款	307270.43

(四) 预算外财政专户收入	9690	3. 政府担保的融资平台债券融资	131000
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	914725	地方政府债务余额=(一)+(二)×50%	673620.96
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%			73.64%

资料来源：宣城市财政局

五、基础素质分析

1. 产权关系

跟踪期内，公司注册资本及产权结构无变化。截至2014年底，公司注册资本20亿元，宣城市人民政府国有资产监督管理委员会为公司的唯一出资人，出资比例占公司注册资本的100%。

2. 企业规模

公司为宣城市规模最大的城市基础设施建设主体和市属国有资产运营的投融资平台，自成立以来，承担了较多的政府性投资项目的建设、运营、管理等职能。近年，公司相继建成了宣城市水阳江大道、城市二级路网、鳌峰东路延伸、城市污水处理厂、市医院门诊综合楼、宛溪河综合治理、梅溪公园、敬亭山整治建设等一批重大基础公益性项目；启动和促进了扬子鳄湖水环境综合治理、向阳大道、宣狸公路改建、环城大道、合工大宣城校区、保障房建设等重点项目，全力支持市重大项目建设的资金需要。目前，公司以代建模式从事城市基础设施建设，根据工程进度获得政府资金投入，并可实现稳定的代建管理费。

另外，通过政府投入以及自行收购，公司储备了大量的可出让土地，截至2014年底公司储备土地合计482.23万平方米，预计将为公司带来可观的土地出让收益。

除此之外，公司近些年在加大业务拓展的同时获得了大规模的政府股权资产注入，从事宾馆餐饮、驾驶培训、典当、担保等业务经营以及高速公路股权投资，成为公司收入及利润的良好补充。

总之，作为宣城市政府直属的城市基础设施建设企业，公司除承担了大量的政府性投资

项目同时，自身经营能力得以提升，为公司可持续发展奠定了基础。

3. 政府支持

2014年，公司继续获得政府在建设资金支持、项目代建管理费等多方面的支持。

建设资金支持

根据《宣城市本级财政建设性资金归集至市国投公司拨付使用管理暂行办法》，为了支持公司运营发展，宣城市政府每年由市财政从土地出让收益中安排部分资金给公司作为项目建设资金。2014年，公司获得宣城市财政拨付的建设资金13.55亿元，同比增长40.62%，该部分收入反映在“营业外收入—土地出让金返还”科目。

根据项目情况，公司每年还可获得一定的项目建设配套资本金，2012-2013年分别获得1.57亿元和0.54亿元，2014年为0.75亿元，反映在“营业外收入—政府补助”科目。

另外，2014年，公司获得财政拨入建设资金7.80亿元，计入“资本公积—拨入资产”科目。

代建项目管理费

2011年开始，公司新建市政工程项目采用代建模式，公司与宣城市财政局签订代建工程项目建设管理协议书（以下简称“代建协议”），根据代建协议，宣城市财政局应在项目建设过程中拨付给公司代建项目的实际工程款、代建项目款应计利息（按照实际发生的工程款项目所占用的资金金额，比照同期银行贷款基准利率上浮20%，乘以实际占用时间），并按项目工程款的6%支付公司工程管理费。2012-2013年，公司获得代建项目工程管理费分别为0.61亿元和1.75亿元。2014年为2.77亿元

总体看，跟踪期内公司继续得到政府多方

面的大力支持。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理制度方面无重大变化。

公司主要高管人员变动方面：2014年3月起，刘富贵同志不再担任公司总经理，原副总经理王翔同志任总经理。王翔，男，生于1965年12月，本科学历，高级审计师，曾任宣城市审计局干部、科员、科长、经济责任审计局局长、市审计局副局长，宣城市中小企业融资担保有限公司董事长、法定代表人，宣城市国诚投资担保有限公司董事长、法定代表人，宣城市国诚典当有限公司董事长、法定代表人，宣城市国有资产投资有限公司副总经理，现任公司总经理。

本次人事变动不会影响公司正常经营。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要承担宣城市的基础设施建设，跟踪期内，公司主营业务结构未发生变化。2014年，公司实现主营业务收入11.99亿元，同比下降18.82%，主要是土地出让收入有所下降。公司主营业务收入中，土地出让收入及项目建设管理费分别占66.88%和23.11%，为公司收入的最主要来源，粮油销售、宾馆客房及餐饮、驾驶培训、典当、担保及其他收入合计占10.01%。

毛利率方面，受土地取得成本有所下降，项目建设业务占比上升影响，2014年公司主营业务毛利率由上年的21.14%上升至35.60%，主营业务毛利润由上年的3.12亿元上升为4.27亿元。

总体看，跟踪期内公司收入规模有所下降；但由于土地取得成本下降项目建设业务占比上升，公司毛利率水平有所提高，毛利润上升。

表3 公司主营业务收入构成、毛利率情况

项目	2012年		2013年		2014年	
	主营业务收入 (万元)	毛利率 (%)	主营业务收入 (万元)	毛利率 (%)	主营业务收入 (万元)	毛利率 (%)
土地出让	59996.01	42.47	117991.79	8.14	80203.74	13.60
项目建设管理费	6096.04	--	17459.16	100.00	27711.17	100.00
粮油销售	--	--	6485.98	1.16	6360.15	10.58
宾馆客房及餐饮	2794.82	77.98	2708.64	80.56	2660.21	77.24
驾驶培训	1693.25	47.32	1436.52	41.57	1135.15	15.97
典当	172.57	--	929.85	100.00	102.14	100.00
担保	662.77	--	158.18	100.00	1030.58	100.00
其他	394.63	52.96	554.21	40.40	720.20	4.51
合计	71810.09	49.58	147724.34	21.14	119923.36	35.60

资料来源：公司审计报告

2. 业务运营

(1) 项目建设

2014年，公司主要完工三个自建项目：环城大道、向阳大道和扬子鳄湖，合计转入固定资产25.83亿元。截至2014年底，公司仍在建

的自建项目为水阳江综合治理工程，项目总投资20.88亿元，截至2014年底已完成投资6.30亿元。对于自建项目，公司主要通过宣城市政府拨付的建设资金（体现在营业外收入科目）平衡资金需求。

表4 截至2014年底公司主要在建项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	总投资	计划完工日期	截至2014年底完成投资情况
水阳江综合治理	20.88	2016年4月	6.30
合计	20.88		6.30

资料来源: 公司提供

对于2011年以后开工的项目, 公司采用代建模式, 项目投入首先反映为长期应收款的增加, 政府支付公司项目工程款以及应计利息后, 冲减长期应收款; 现金流表现方面, 公司每年将代建项目支出净额(公司项目工程款支出减去政府回款)计入“购建固定资产、无形资产等支付的现金”。另外, 政府根据实际发生的项目工程款的6%支付公司项目建设管理费收入, 计入公司营业收入。2014年, 公司获得代建管

理费2.77亿元, 较上年增加1.02亿元。2014年, 公司代建项目获得政府回款38.82亿元, 尚未回款金额计入长期应收款科目, 截至2014年底, 合计33.98亿元, 较上年增加11.09亿元。

截至2014年底, 公司在建的代建项目主要有6个, 总投资合计113.37亿元, 截至2014年底累计完成投资46.58亿元; 拟建项目两个, 总投资合计6.19亿元。

表5 截至2014年底公司代建模式下主要在施及拟建项目情况 (单位: 亿元)

项目情况	项目名称	总投资	截至2014年底累计完成投资	预计完工时间
在施项目	公租房及棚户区改造	25.85	12.31	2015年
	合工大宣城校区	20.20	10.32	2015年
	宣古路	7.00	4.10	2015年
	陈村灌区续建配套与节水改造	16.10	14.30	2015年
	宣城市北门棚户区改造	34.75	4.40	2016年
	澄江新村	9.47	1.15	
拟建项目	阳明小区	2.25		
	双塘小区	3.94		
	合计	120.11	46.58	

资料来源: 公司提供

注: 部分在施微小项目未计入上表

总体看, 跟踪期内公司自建项目进展顺利; 代建项目工程量大, 代建管理费收入大幅提高; 拟在建代建项目较多, 未来几年投资规模较大。

(2) 土地出让业务

土地出让方面, 2014年, 公司实现土地出让收入8.02亿元, 较上年有所下降, 出让土地面积22.89万平方米, 全部为住宅或商服用地。2014年, 由于土地取得成本有所下降, 公司土

地出让业务毛利率由上年的8.14%回升至15.74%。

表6 2014年公司土地出让情况

(单位: 万平方米, 亿元)

地块位置	面积	总价	土地性质
莲塘路以南、鸿越大道以西	7.74	1.64	商服住宅
宝城路以南	0.52	0.19	住宅

宣城经济技术开发区	9.20	3.85	商服
日新路以南、鸿越大道以东	1.32	0.55	商服住宅
市区鳌峰东路与芜屯路交叉口西北角	0.37	0.41	商服
市区龙川路以东，建材路南	2.74	1.38	住宅商服
合计	21.89	8.02	

资料来源：公司提供

公司土地储备方面，跟踪期内，公司通过自购方式获得土地合计68.19万平方米，入账价值合计20.86亿元，计入“存货”。截至2014年底，公司储备土地合计482.23万平方米，账面价值118.47亿元。

公司土地储备规模大，有望为公司带来可观的土地出让收益。但受土地获取成本波动影响，公司土地业务盈利能力波动较大。

（3）其他经营性业务

2014年，公司实现宾馆餐饮、粮油销售、驾驶培训、典当、担保等业务收入合计1.20亿元，较上年的1.23亿元稍有下降，其中驾驶培训收入稍有下降。

（4）高速公路股权投资

高速公路业务主要为下属子公司宣城交投经营，该公司通过参股宣城市高等级公路获得投资收益。目前，公司参股已通车路段包括：宣广高速（宣城-广德）44.53%股权、广祠高速（广德-祠山岗）44.53%股权，其中，宣广高速于1997年通车，通车里程79公里；广祠高速于2005年通车，通车里程13.49公里，两路段运营成熟。2014年，宣广高速和广祠高速通行费收入分别为4.09亿元和0.65亿元，与上年相比相对平稳。

表7 公司参股运营路段通行费收入情况

运营路段	通行费收入（万元）		
	2012年	2013年	2014年
宣广高速	38538	41213	40874

广祠高速	6487	6623	6503
合计	45025	47837	47377

资料来源：公司提供

八、募集资金使用情况

公司于2014年3月发行了“14宣城债/14宣国资”15亿元，其中，4.70亿元用于宣城市夏渡新城二期保障性住房项目，3.70亿元用于宣城市桂花园三期保障性住房项目，6.60亿元用于安徽省宣城市陈村灌区续建配套与节水改造工程项目。

1、宣城市夏渡新城二期保障性住房项目总投资8.00亿元，使用募集资金4.70亿元，截至2014年底已完工。

2、宣城市桂花园三期保障性住房项目总投资6.3亿元，使用募集资金3.50亿元，截至2014年底已完工。

3、安徽省宣城市陈村灌区续建配套与节水改造工程项目总投资16.10亿元，截至2014年底已完成投资14.30亿元，其中使用募集资金6.04亿元，计划于2015年7月完工。

九、财务分析

公司提供的2014年度财务报表已经华普天健会计师事务所审计，并出具了标准无保留的审计意见。

2014年，公司新纳入合并范围二级子公司1家—宣城市国投应收账款债权管理有限公司（新设立子公司，公司持股100%）。截至2014年底，公司纳入合并范围的一级子公司十个，包括：宣城交投、国诚担保、宣城宾馆、融资担保公司、国诚典当、国投建设、梅溪驾校、文房四宝公司、粮食储备库和宣城市国投应收账款债权管理有限公司。宣城市国投应收账款债权管理有限公司2014年10月由公司投资设立，注册资本2000万元。公司合并范围变化不大，财务报表具有可比性。

截至2014年底，公司（合并）资产总额

304.98亿元，所有者权益合计187.71亿元；2014年公司合并口径实现营业收入12.18亿元，利润总额12.43亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，受土地出让收入下降影响，公司营业收入同比下降19.24%，但由于公司土地出让成本下降，项目建设业务占比上升等影响，公司营业利润率有所上升，2014年为29.97%，同比上升9.36个百分点。

期间费用方面，2014年公司在建工程共计28.83亿元转入固定资产，相应贷款利息停止资本化，导致计入财务费用的利息支出金额增加，财务费用由上年的2.98亿元增长至3.34亿元，跟踪期内，公司固定资产增加较大，计提的折旧金额合计增加2.10亿元，导致管理费用较上年大幅上升40.46%。公司期间费用率由上年的34.19%上升至51.88%。

2014年，公司投资收益1.05亿元，仍主要来自参股高速公路投资收益。

受营业收入下降和期间费用大幅增长影响，2014年公司营业利润为-1.86亿元。

2014年公司获得营业外收入14.31亿元，同比下降0.23%，主要包括根据资金归集办法收到的土地出让金返还13.55亿元、政府补助的项目建设配套资金0.75亿元。2014年公司实现利润总额12.43亿元，净利润12.41亿元，分别同比下降5.26%和5.24%。

盈利能力方面，2014年，公司总资产收益率及净资产收益率为5.38%和6.61%，分别较上年下降1.28个和1.21个百分点。

总体看，跟踪期内，公司收入规模有所下降；虽然土地业务毛利率有所上升，但受期间费用大幅上升影响，公司经营性业务盈利能力下滑，整体盈利能力下降；公司利润对政府补助依赖性进一步加大。考虑到公司土地资产规模大，未来土地资产的出售有望带动公司经营性收入的提升，改善现有收入结构。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2014年，公司销售商品提供劳务收到的现金12.00亿元，现金收入比为98.02%，现金收入实现质量好。2014年公司收到其他与经营活动有关的现金18.08亿元，主要系公司收到的土地出让金返还13.55亿元，在“营业外收入”反映；财政拨入建设资金3.62亿元，在“资本公积-拨入资金”反映；政府补助的项目建设配套资金0.75亿元，在“营业外收入”反映；资金往来、租赁收入、专项应付款及其他等0.15亿元。2014年公司经营活动现金流入30.08亿元。公司自购土地现金流出反映在购买商品、接受劳务支付的现金科目，2014年合计23.53亿元，与上年变化不大。支付的其他与经营活动有关的现金为3.92亿元，主要是与宣城市财政局等单位的往来款。2014年公司经营活动现金流出合计28.05亿元，经营活动现金流量净额2.03亿元，净流入规模同比大幅下降83.58%。

投资活动方面，2014年，公司投资活动现金流入合计4.47亿元；公司投资活动流出主要由购建固定资产、无形资产支付的现金构成，主要系在建工程投入及无形资产增加所致。2014年公司投资活动表现为现金净流出22.12亿元。经营活动现金流不能满足投资需求，公司具有一定的对外融资需求。

公司主要通过银行贷款筹资，2014年筹资活动现金流量净额为2.98亿元。

总体看，跟踪期内公司获得政府持续的资金支持，但经营活动现金净流入规模有所下降；投资需求与上年基本持平，投资规模仍然较大，公司跟踪期内对外融资需求仍然较大。

3. 资本及债务结构

资产

截至2014年底，公司资产总额快速增长，增幅为24.59%，合计304.98亿元，主要来源于长期应收款和固定资产的增加。资产结构变化不大，流动资产与非流动资产分别占51.45%和

48.55%。

截至2014年底，公司流动资产156.90亿元，同比增长5.46%。其中货币资金14.08亿元，同比下降54.45%，占流动资产的8.97%，货币资金大幅下降主要是因年初大规模归还银行借款，2014年底货币资金中合计1.19亿元系子公司融资担保公司缴存银行的担保业务存出保证金，除此以外，无因抵押、质押或冻结等对使用有限制、有潜在回收风险的款项。2014年底存货118.99亿元，同比增长13.41%，占流动资产的75.84%，公司存货规模大，以土地储备为主，占99.00%，2014年公司新增地块16幅，全部为自购土地，面积68.19万平方米，截至2014年底公司储备土地合计482.23万平方米，账面价值118.47亿元。2014年底公司预付款项9.86亿元，同比增长7.67%，2014年底，公司预付款项账龄较短，其中1年以内的占98.88%，构成主要是公司预付的土地款。2014年底公司其他应收款6.66亿元，同比增长89.47%，主要为宣城市人民政府、宣城市彩金湖新区管委会、宣城市土地收购储备中心和土地交易中心、宣城市国有资产监督管理委员会、宣城市开发区财政局等单位暂借款。公司计提0.59亿元坏账准备。占其他应收款总额的8.86%。

截至2014年底，公司非流动资产合计148.08亿元，同比增长15.87%，主要来自长期应收款和固定资产增加。公司非流动资产主要由长期应收款、固定资产、在建工程构成，2014年底占比分别为22.94%、57.04%和11.11%。

截至2014年底，公司长期应收款合计33.98亿元，同比增长48.41%，主要系2014年公司代建项目工程款大幅增加所致。公司长期应收款主要由代建项目工程款构成；2014年底公司长期股权投资合计4.76亿元，同比下降17.90%；2014年底，公司固定资产84.46亿元，年内由在建工程转入28.83亿元；在建工程合计16.45亿元，主要在建项目为水阳江综合治理、宣狸路改建等。

总体看，跟踪期内公司资产规模持续快速

增长，资产结构变化不大；货币资金有所下降，资产流动性较弱。

所有者权益

截至2014年底，公司所有者权益合计187.71亿元，同比增长12.16%，其中资本公积增加7.81亿元，主要系政府拨入的项目建设资金；未分配利润增加11.25亿元。

所有者权益结构方面，2014年底实收资本和资本公积分别占10.65%和53.22%，盈余公积和未分配利润分别占3.03%和33.02%，少数股东权益占0.07%，公司所有者权益稳定性一般。

负债

截至2014年底，公司负债合计117.27亿元，同比增长7.51%，主要来自一年内到期的非流动负债、应付债券和其他非流动负债的增加。负债结构仍以非流动负债为主，占77.57%。

截至2014年底，公司流动负债26.31亿元，同比增长35.37%，流动负债以其他应付款和一年内到期的非流动负债为主，占比分别为22.22%和66.18%。公司其他应付款主要为与关联单位及宣城市政府部门的暂借款和往来款。

截至2014年底，公司非流动负债合计90.96亿元，同比增长1.47%，主要由长期借款、应付债券和其他非流动负债构成，占比分别为46.06%、27.48%和26.28%。2014年底，公司长期借款41.90亿元，同比下降30.73%，其中以土地使用权抵押取得的银行借款合计33.26亿元；应付债券共计25亿元系2012年3月发行的企业债券10亿元和2014年3月发行的企业债券15亿元；2014年底，其他非流动负债23.90亿元，系特定资产收益权转让款，其中与安徽国元信托有限责任公司签订了国元信托-浦瑞1号特定资产收益权转让合同取得特定资产收益权转让价款19.00亿元，转让期间为2013年8月16日至2018年8月16日，与中国建设银行股份有限公司签订了特定资产收益权转让合同取得土地收益权转让价款4.90亿元，转让期间为2014年11月14日至2019年11月14日本报告已将该部分特定资产收益权转让款23.90亿元调整至长期债务。

跟踪期内，随着项目推进，公司债务规模快速增长。2014年底公司全部债务108.80亿元，同比增长9.53%。债务结构仍以长期债务为主，占比83.46%。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38.45%、36.69%和32.60%，指标值均较上年有所下降，债务负担一般。

总体看，跟踪期内，随着项目的推进，公司债务规模快速增长。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014年底，公司流动比率和速动比率保持较高水平，分别为569.37%和144.10%；受经营活动现金流净额大幅下降影响，经营现金流动负债比由上年的63.73%大幅下降至7.73%。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2014年公司EBITDA同比增长19.05%，为15.79亿元，EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA分别为4.47倍和6.89倍。总体看，公司有一定的债务负担，整体偿债能力一般。

公司存续债券为“14宣城债/14宣国资”，发行额度为15亿元，发行期限为7年，自存续期的第3年开始分期等额兑付本金，即每年分期兑付本金3.0亿元。2014年公司EBITDA、经营活动现金流入量和净流量分别为15.79亿元、30.08亿元和2.03亿元，分别为待偿还债券本金的1.05倍、2.01倍和0.14倍；分别为待偿还债券分期偿还本金额度的5.26倍、10.03倍和0.68倍。EBITDA及经营活动现金流对待偿还债券分期偿还本金的覆盖程度较高。

同时，“14宣城债/14宣国资”两个保障性住房项目中廉租房项目总投资6.30亿元，公司已与政府签订回购协议，政府将在未来7年内支付公司合计5.11亿元回购款。对“14宣城债/14宣国资”的本息偿付形成一定保障。保障房项目建设中限价（经适）房部分计划投资合计8.00亿元，截至2014年底项目已经完工，正在

结算，预计产生租售收入合计14.97亿元。此外，“14宣城债/14宣国资”募投项目中陈村灌区续建配套与节水改造工程计划投资16.10亿元，该部分投资政府已配套附属效益地块，以其出让收益平衡建设资金需求。公司预计可取的分成土地收益约21.60亿元。“14宣城债/14宣国资”募投项目预计产生的政府回购款、销售收入和土地出让收益共计41.68亿元，为本期债券发行金额的2.78倍。另外，公司储备土地规模大，可形成大规模的土地出让收入，进一步保障“14宣城债/14宣国资”的兑付。

截至2015年6月18日，公司共获得各家商业银行授信额度合计为150.00亿元，已使用额度148.30亿元，尚未使用额度1.70亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2014年底，公司对外担保金额合计为8.58亿元，全部为银行借款担保，占同期公司净资产的4.57%，担保比较低，目前被担保单位经营正常。总体看，公司对外担保规模不大，或有负债风险较低。

表8 截至2014年底公司对外担保明细

(单位：万元)

被担保人	担保金额	担保到期日
安徽省宣城中学	6000.00	2019-5-29
宣城市政建设集团有限公司	1800.00	2014-7-10
安徽恩龙园林股份有限公司	5000.00	2016-5-22
安徽恩龙园林股份有限公司	2000.00	2015-3-26
宣城市晨兴建设投资有限公司	18000.00	2017-7-9
宣城市安居置业开发运营有限责任公司	30000.00	2019-12-15
宣城市政建设集团有限公司	5000.00	2015-4-28
安徽裕隆模具有限公司	4000.00	2015-8-5
郎溪道其建设工程有限公司	8000.00	2019-8-19
安徽宁宣杭高速公路投资有限公司	6000.00	2025-11-1
合计	85800.00	

资料来源：公司提供

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信

用代码为：G1034180200004070U)，截至2015年6月11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。

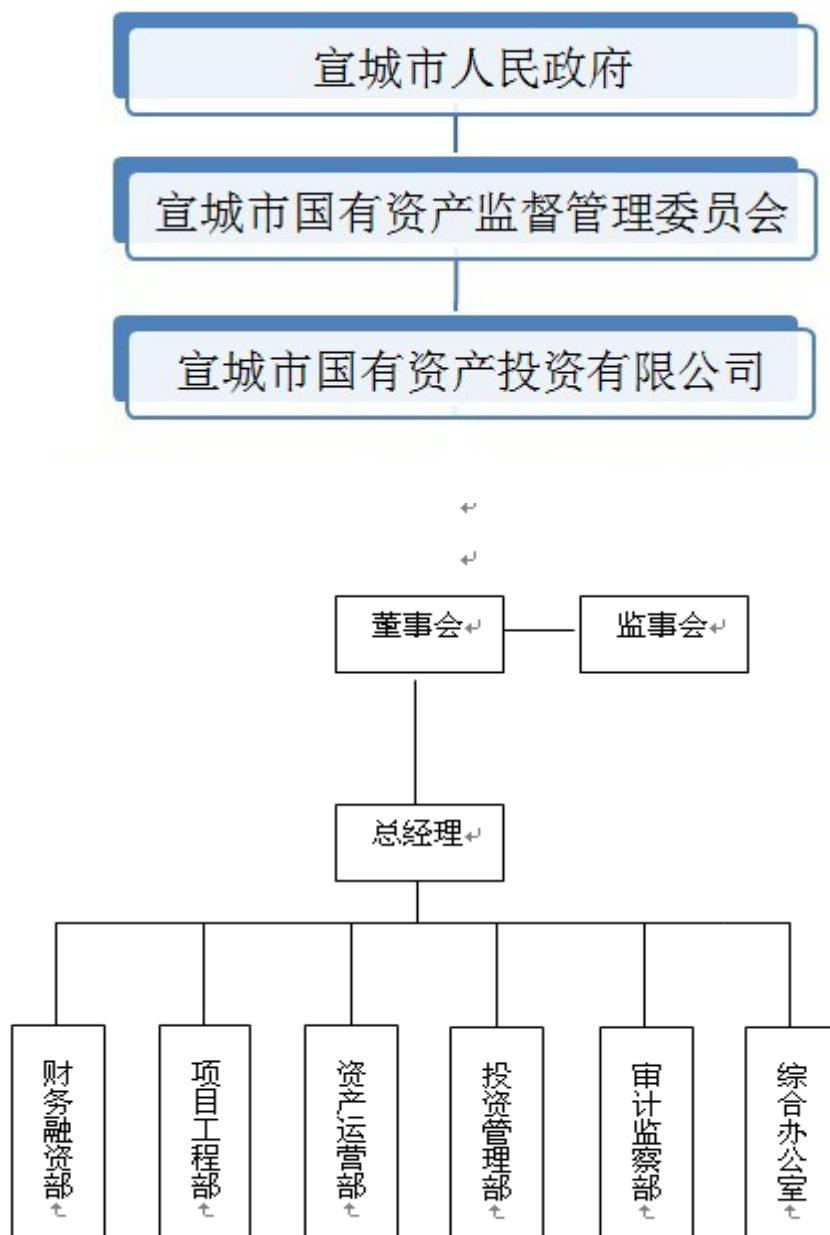
6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况以及宣城市发展及财力水平的综合分析，并考虑到宣城市政府在资产注入、财政资金支持、项目代建管理费拨付等方面对于公司各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

十、结论

综合考虑，联合资信维持宣城市国有资产投资有限公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14宣城债/14宣国资”AA的信用等级。

附件 1 公司股权结构图及组织机构图



附件 2 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)	19.34	30.90	14.08
资产总额(亿元)	221.98	276.57	304.98
所有者权益(亿元)	147.84	167.49	187.71
短期债务(亿元)	3.44	9.84	18.00
长期债务(亿元)	63.70	89.49	90.80
全部债务(亿元)	67.14	99.33	108.80
营业收入(亿元)	7.27	15.08	12.18
利润总额(亿元)	13.85	13.12	12.43
EBITDA(亿元)	14.95	17.80	15.79
经营性净现金流(亿元)	9.22	12.38	2.03
财务指标			
销售债权周转次数(次)	137.54	152.96	69.26
存货周转次数(次)	0.04	0.12	0.08
总资产周转次数(次)	0.04	0.06	0.04
现金收入比(%)	15.97	98.02	98.02
营业利润率(%)	48.91	20.61	29.97
总资本收益率(%)	8.31	6.66	5.38
净资产收益率(%)	9.36	7.82	6.61
长期债务资本化比率(%)	30.11	34.82	32.60
全部债务资本化比率(%)	31.23	37.23	36.69
资产负债率(%)	33.40	39.44	38.45
流动比率(%)	1181.64	765.50	596.37
速动比率(%)	233.40	225.65	144.10
经营现金流动负债比(%)	89.05	63.73	7.73
全部债务/EBITDA(倍)	4.49	5.58	6.89
EBITDA 利息倍数(倍)	3.71	3.81	4.47

注：本报告将 2013 年底其他非流动负债中 19 亿元固定资产收益权转让款调整至长期债务。

附件 3 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	(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/主营业务收入×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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

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
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 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 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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