跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 740 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持宿迁市城市建设投资（集团）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“15宿迁城投MTN001”、“16宿迁城投MTN001”和“17宿迁城投MTN001”的信用等级为AA^+。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年五月三十一日

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

宿迁市城市建设投资（集团）有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA+	评级展望：稳定
上次评级结果：AA+	评级展望：稳定

债项信用

债券简称	债券余额	起息日	期限	跟踪评级结果	上次评级结果
15 宿迁城投 MTN001	5 亿元	2015/06/26	5 年	AA+	AA+
16 宿迁城投 MTN001	2 亿元	2016/02/25	5 年	AA+	AA+
17 宿迁城投 MTN001	8 亿元	2017/03/15	5 年	AA+	AA+

评级时间：2017 年 5 月 31 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产（亿元）	25.17	20.43	19.68	17.42
资产总额(亿元)	175.47	208.91	234.39	232.39
所有者权益(亿元)	85.98	87.11	88.36	88.87
短期债务（亿元）	19.74	8.12	5.84	6.12
调整后短期债务（亿元）	32.39	23.73	32.16	27.53
长期债务（亿元）	32.50	69.05	87.12	86.67
全部债务(亿元)	52.24	77.17	92.96	92.79
调整后全部债务（亿元）	64.89	92.77	119.28	114.21
营业收入(亿元)	6.41	6.66	6.23	3.31
利润总额(亿元)	1.31	1.13	0.88	0.51
EBITDA(亿元)	1.51	1.47	1.20	--
经营性净现金流(亿元)	-5.49	-21.48	-6.42	0.96
营业利润率(%)	-4.54	12.09	-5.14	10.61
净资产收益率(%)	1.49	1.30	1.00	--
资产负债率(%)	51.00	58.30	62.30	61.76
全部债务资本化比率(%)	37.79	46.97	51.27	51.08
调整后全部债务资本化比率（%）	43.01	51.57	57.45	56.24
流动比率(%)	298.99	384.70	372.70	384.98
全部债务/EBITDA(倍)	34.60	52.54	77.66	--
调整后全部债务/EBITDA（倍）	42.99	63.17	99.64	--

注：2017 年第一季度财务数据未经审计。调整后全部债务=全部债务+其他流动负债中的短期融资券+其他应付款中有息部分。

分析师
张龙景　张峻铖

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

宿迁市城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“宿迁城投”或“公司”）作为宿迁市从事城市基础设施和保障房建设的主要经营实体之一，跟踪期内宿迁市人民政府通过财政补贴等方式给予公司持续支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司债务负担持续加重、应收类款项对资金形成占用、经营性净现金流持续为负、整体盈利能力偏弱等因素对公司经营带来的不利影响。

跟踪期内，宿迁市经济保持稳步发展的态势，地方财政实力持续提升，为公司提供了良好的外部环境。随着宿迁市城市化程度的不断提高及公司在建项目的陆续完工与结算，公司收入规模有望持续增长，有助于提升公司经营规模和抗风险能力。联合资信对公司评级展望为稳定。

综合评估，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为稳定，维持“15 宿迁城投 MTN001”、“16 宿迁城投 MTN001”和“17 宿迁城投 MTN001”的信用等级为 AA+。

优势

1. 跟踪期内宿迁市经济持续发展，财政实力稳步增强，为公司提供了良好的发展环境。
2. 国家对保障性住房政策支持力度大，公司作为宿迁市重要保障房建设主体，行业优势突出。
3. 跟踪期内，宿迁市人民政府通过财政补贴等方式给予公司持续支持。

关注

1. 跟踪期内公司投资性支出规模较大，有息债务负担加重。
2. 公司流动资产中存货规模大，且以流动性弱的开发成本及土地资产为主，公司资产

质量一般。

3. 公司应收类款项规模大，对资金形成占用，公司面临一定的短期支付压力。
4. 受公司对外资金拆借规模快速扩大影响，公司经营性净现金流持续为负且规模较大。

声　明

一、本报告引用的资料主要由宿迁市城市建设投资（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。

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；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一七年五月三十一日

宿迁市城市建设投资（集团）有限公司跟踪评级报告

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宿迁市城市建设投资（集团）有限公司主体长期信用及存续期内债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，宿迁市城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）股东及实际控制人未发生变化，仍为宿迁市人民政府。截至2017年3月底，公司注册资本和实收资本均为32.40亿元。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化。截至2017年3月底，公司拥有全资子公司7家，控股子公司3家。公司下设综合部、财务审计部、工程建设部、融资部、资产经营部和招标采购部和总工办六部一室；截至2017年3月底，公司员工总数122人。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 234.39 亿元，所有者权益合计 88.36 元（其中少数股东权益 0.64 亿元）；2016 年实现营业收入 6.23 亿元，利润总额 0.88 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额 232.39 亿元，所有者权益合计 88.87 亿元（其中少数股东权益 0.64 亿元）；2017 年 1~3 月实现营业收入 3.31 亿元，利润总额 0.51 亿元。

公司注册地址：江苏省宿迁市洪泽湖路 140 号（建设大厦内）；法定代表人：单成武。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2017 年 3 月底，公司存续债券募集资金均已全部使用完毕，尚需偿还债券本金合计 15.00 亿元。跟踪期内，公司均已按期支付存续债券利息。公司既往还本付息情况良好。

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，我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，我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，我国固定资产投资 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，我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，成为拉低我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，我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，我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，我国进出口总值 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，我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，我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，拉低我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，我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. 基础设施建设行业分析

（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。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。

2. 区域经济

（1）经济概况

宿迁市是 1996 年经国务院批准设立的地级市，地处江苏省北部，全市总面积 8555 平方公里，人口 580 万。下辖沭阳县、泗阳县、泗洪县、宿豫区、宿城区和宿迁经济技术开发区、市湖滨新区、苏州宿迁工业园区、市软件与服务外包产业园、市洋河新区、市项王故里景区，共 102 个乡（镇）、13 个街道办事处，1461 个村（居）委会。宿迁位于新兴的淮海经济区的中心区域，东临中国八大港口之一连云港，西接全国交通枢纽徐州市，京杭大运河纵贯南北，京沪、宁宿徐、徐宿淮盐高速、宿新高速建成通车，新长铁路、205 国道穿境而过，宿淮铁路、省道 344 加快推进。西距徐州观音国际机场 60 公里，北离连云港白塔埠机场 100 公里，东到淮安涟水机场 130 公里，空港优势明显，交通便利。

近年来，伴随江苏省经济的高速增长，宿迁城市化进程不断加快。根据《宿迁市 2016 年国民经济和社会发展统计公报》显示，2016 年全市实现地区生产总值 2351.12 亿元，比上年增长 9.1%，比全省增速快 1.3 个百分点。其中第一产业增加值 275.23 亿元，增长 2.0%；第二产业增加值 1140.37 亿元，增长 10.1%；第三产业增加值 935.52 亿元，增长 10.2%。三次产业结构调整为 11.7：48.5：39.8，其中一产比重较上年下降 0.4 个百分点，二产比重较上年持平，三产比重较上年提高 0.4 个百分点。人均 GDP 达 48309 元，按平均汇率达 7275 美元。

2016 年，宿迁市全市工业经济稳步发展，质量和效益明显提高。全部工业增加值比上年增长 10.6%。规模以上工业企业实现产值 4313.56 亿元，比上年增长 13.0%。经济效益稳步提升。全市规模以上工业企业实现主营业务收入 4077.11 亿元，比上年增长 11.0%；实现利润总额 403.28 亿元，比上年增长 11.6%。全市固定资产投资完成 2059.58 亿元，比上年增长 12.0%。一、二、三产业投资分别完成 26.38 亿元、1330.76 亿元和 702.44 亿元，比上年分别增长 1.2 倍、8.3%和 17.4%。三次产业投资分别占投资总量的 1.3%、64.6%和 34.1%。民间投资仍是主力，完成 1599.60 亿元，占全部投资的 77.7%。

整体看，近年来宿迁市经济持续快速发展，工业总产值、固定资产投资稳定增长，这些有利条件均为宿迁市基础设施建设、招商引资和产业布局奠定了良好的外部环境。

（2）财政实力

公司是宿迁市人民政府批准设立从事宿迁城市基础设施建设的重要主体，宿迁市政府的财政实力在一定程度上决定着公司的实力。

2014~2016 年，宿迁市地方财政可控财力逐年上升，分别为 495.62 亿元、502.89 元和 531.98 亿元。从收入结构看，2014~2016 年宿迁市一般预算收入占可控财力的比重相对稳定，分别为 42.39%、46.86%和 44.75。一般预算收入中税收收入近三年分别为 180.69 亿元、196.95 亿元和 186.27 亿元，税收收入波动增长且占一般预算收入比重较大，反映了宿迁市一般预算收入的质量较好。2014~2016 年，宿迁市获得上级补助收入分别为 163.18 亿元、178.05 亿元和 201.68 亿元，补助力度逐年增强，在一定程度上增强了宿迁市可控财力。宿迁市政府性基金收入主要为国有土地使用权出让收入，受土地行情影响，近三年呈现出波动下降趋势，2016 年为 92.22 亿元，但仍为地方综合财力的重要组成部分。

表 1　2014~2016 年宿迁市财政收支数据（单位：万元、%）

科目	2014 年	2015 年	2016 年
一般预算收入	2100975	2356711	2380788
其中：税收收入	1806883	1969518	1862679
非税收入	294092	387193	518109
基金收入	1144364	803329	922150
其中：国有土地使用权出让金	1053520	720730	847764
其他	90844	82599	74386
上级补助收入	1631800	1780548	2016824
其中：税收返还性收入	103343	104335	279294
一般性转移支付	839176	1040419	1098361
专项转移支付	689281	635794	639169
预算外财政专户资金	79065	88296	--
地方可控财力	**4956204**	**5028884**	**5319762**

资料来源：宿迁市财政局

总体来看，受土地行情影响，宿迁市地方基金收入波动较大，但近年来宿迁市区域经济的快速发展为财政收入提供了较好的税源基础，一般预算收入增长较快；同时，上级政府补助力度逐年增强，在一定程度上增强了宿迁市可控财力。

（3）地方政府债务

宿迁市地方政府债务由直接债务和担保债务构成。截至 2016 年底，宿迁市政府直接债务余额 401.98 亿元，担保债务为 0.04 亿元，地方债务率为 75.57%，较上年的 71.94%有所上升，总体债务水平较高。

表 2　2016 年宿迁市地方政府财政实力及债务负担情况 （单位：万元）

地方财力（2016 年度）	金额	地方债务（截止 2016 年底）	金额
（一）地方一般预算收入	2380788	（一）直接债务余额	4019762
1、税收收入	1862679	1、外国政府贷款	
2、非税收入	518109	2、国际金融组织贷款	
（二）转移支付和税收返还收入	1780548	（1）世界银行贷款	
1、一般性转移支付收入	1098361	（2）亚洲开发银行贷款	

2、专项转移支付收入	639169	（3）国际农业发展基金会贷款	
3、税收返还收入	279294	（4）国家开发银行贷款	
（三）政府基金收入	922150	（5）其他国际金融组织贷款	
1、国有土地使用权出让金	847764	3、国债转贷资金	540.91
2、国有土地收益基金		4、农业综合开发借款	
3、农业土地开发资金		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	58335.57
5、其他	74386	（1）政府直接借款	27609.7
（四）预算外财政专户收入		（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	30725.87
		7、债券融资	3922214
		（1）中央代发地方政府债券	3755214
		（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	167000
		8、粮食企业亏损挂账	
		9、向单位、个人借款	11782.53
		10、拖欠工资和工程款	26889.16
		11、其他	
		（二）担保债务余额	430
		1、政府担保的外国政府贷款	
		2、其他	
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	5319762	地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	4019977.17
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		**75.57%**	

资料来源：公司提供

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为宿迁市人民政府。截至 2017 年 3 月底，公司注册资本为 32.40 亿元，实收资本 32.40 亿元。

2. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员构成作出正常调整，公司总经理由王永变更为孙恩杰。

孙恩杰，男，1973 年生，研究生学历。曾任中铁三局上海（华海）工程公司技术员、质检员、质检室主任，宿迁市高速公路建设指挥部助理工程师、工程师，宿迁市高速公路建设指挥部计划科负责人、副科长，宿迁市铁路建设办公室规划工程处副处长，宿迁市交通运输局党委委员、总工程师，宿迁市铁路建设办公室副主任，2017 年 5 月起任公司总经理。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并口径）共有员工 122 人，其中本科及以上学历人员 55.74%，大专学历人员占 38.52%；从年龄结构看，35 岁及以下人员占 68.85%，35~45 岁员工占 23.77%，45 岁及以上人员占 7.38%。

整体看，公司人员文化素质较高，年龄结构合理；公司高管文化素质高，管理经验与政府工作经验丰富，有助于公司业务经营发展。

3. 股东支持

公司作为宿迁市政府城市基础设施和保障房建设的重要主体，跟踪期内公司得到了宿迁市政府在财政补贴等方面的支持。

财政补贴

公司的棚户区改造等保障性住房建设获得较大规模的中央及江苏省和宿迁市政府的财政补贴。2014~2016 年，公司收到棚户区改造资金、保障房建设补贴、公租房示范项目奖励、财政贴息等（计入“营业外收入-政府补贴”科目）资金分别为 1.90 亿元、0.82 亿元和 1.68

亿元。2017 年 1~3 月，公司收到政府补贴资金合计 0.26 亿元。

偿债准备金

为保障市级政府性债务的及时偿还，当地政府建立了偿债准备金制度。

根据《市政府办公室关于印发宿迁市市级政府偿债准备金管理暂行办法的通知》（宿政办发【2012】117 号文），经市政府批准建立偿债准备金，用于偿还政府性债务或临时垫付政府债务资金缺口的专项资金，按照“专款专用、专户核算、严格程序、滚存使用”的原则，开设独立账户，独立管理和运作，任何单位和个人不得挪作他用。偿债准备金主要来源：预算内财力安排；预算内超收财力安排；当年政府非税收入统筹部分的 50%；当年国有资本经营收入的 50%；当年国有土地出让毛收入的 3%；专项收入的超收部分适当安排用于偿债准备金等。

整体看，跟踪期内宿迁市政府在财政补贴等方面给予公司的支持力度大，为公司经营发展提供了有力保障。

4. 企业信用情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（公司信用代码：G1032130200017870I），截至 2017 年 4 月 11 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况正常。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构未发生变化，管理体制执行情况良好。

八、经营分析

1. 经营概况

公司目前主要从事城市基础设施建设、旧城改造、保障房建设、天然气销售以及混凝土的生产销售业务，是宿迁市从事城市基础设施建设的重要经营主体之一，负责市内城市基础设施建设的投融资和建设工作。

2016 年，公司实现营业收入 6.23 亿元，较上年有所下降。从营业收入结构看，公司收入主要来自保障房销售收入，2016 年实现收入 5.73 亿元，较上年下降 6.11%。公司商品销售收入主要来自混凝土销售，2016 年该项收入快速持续下降，主要原因是负责商品销售的子公司宿迁市景城建材有限公司于 2015 年 9 月被拆迁，在 2016 年该项业务完全关停。公司天然气销售业务系 2016 年新增业务，实现销售收入 0.36 亿元；公司其他收入规模较小，主要为房屋租赁收入、工程代建收入和物业费收入。整体看，2016 年公司保障房销售收入为公司收入主要来源，基础设施建设业务受政府结算进度滞后未产生收入，商品销售及天然气销售业务收入对公司收入形成补充。

毛利率方面，受业务性质影响，公司保障房销售业务在 2016 年处于亏损状态，但 2015 年该项业务毛利率为 17.60%，主要原因是该年度宿迁市政府允许公司开展保障房配套设施中的商铺销售业务，同时本期结转的隆城颐和小区土地成本低，促使保障房业务盈利能力大幅提升。公司商品销售业务毛利率在 22016 年因业务停顿转为亏损状态。整体看，受保障房业务成本波动影响，公司综合毛利率由上年的 17.59%下降至 0.69%。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.31 亿元，为 2017 年全年的 53.17%，主要来自保障房销售。2017 年 1~3 月，公司综合毛利率为 14.52%，较 2016 年的 0.69%大幅上升，主要原因是一季度结转保障房中商铺占比较大，利润有所回升。

表 3　公司营业收入结构表（单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
保障房销售	60978.54	91.61	17.60	57251.68	91.83	-1.78	31881.92	96.19	14.52
商品销售	5109.33	7.68	13.10	73.08	0.12	-166.45	--	--	--
天然气销售	--	--	--	3656.49	5.87	9.37	1246.14	3.76	14.84
其他	478.12	0.71	64.02	1362.39	2.18	90.22	18.19	0.05	3.68
合计	**66565.99**	**100.00**	**17.59**	**62343.64**	**100.00**	**0.69**	**33146.25**	**100.00**	**14.52**

资料来源：公司提供

2．经营分析

基础设施建设

公司是宿迁市城市基础设施建设的融资和建设主体，主要从事宿迁市城市基础设施的建设工作，具体工作由本部负责实施。

宿迁市人民政府委托宿迁市财政局与公司签订总承包协议。根据协议，公司每年度按照完工项目的成本加成 15%与宿迁市财政局进行项目结算，根据结算报告确认基础设施建设收入。

公司已按总承包协议约定的要求，先后承担了宿迁市多项大型市政工程，如宿迁市海关国检综合楼（总投资 14638.01 万元）、市体育运动学校综合训练馆（总投资 2913.99 万元）、市府新区商务写字楼（总投资 35326.14 万元）等市级政府投资建设项目的集中建设。2014~2016 年及 2017 年 1~3 月，公司无基础设施建设收入，主要原因是公司大部分基础设施建设项目处于施工阶段，同时部分已完工项目受财政结算进度滞后影响未能确认收入[1]。

表 4　截至 2017 年 3 月底公司主要在建城市基础设施项目建设情况 (单位：万元)

项目名称	开工时间	预计竣工时间	计划总投资	截至 2016 年底累计投资	截至 2017 年 3 月底累计投资额	施工进度	投资计划		
							2017 年 4-12 月	2018 年	2019 年
宿迁市档案馆	2013.03	2014.08	11000	11000	11000	竣工验收	0	0	0
民兵武器装备仓库	2014.02	2016.01	5074	4971.28	4971.28	竣工验收	0	0	0
马陵中学迁建工程	2013.01	2014.09	34295	34000	34000	竣工验收	295	0	0
广播发射塔	2013.1	无法预计	33893	5216.33	5216.33	停工	0	0	0
宿迁市法院审判综合楼	2015.02	2016.12	1400	976.25	976.25	竣工验收	0	0	0
苏州银行宿迁分行综合楼	2014.1	2016.08	9500	9165.45	9165.45	完工	0	0	0
建设银行宿迁分行综合楼	2014.1	2017.05	9500	9226.05	9226.05	完工	0	0	0
花鸟市场	2016.9	2018.9	66000	56542.17	56542.17	正在进行桩基工程	0	0	0
隆城紫竹苑	2016.5	2018.5	77692.82	28607	30334.17	部分楼栋已封顶，部分楼栋正在进行施工	22000	15000	10358.65
宿迁市区至泗洪天然气高压管道	2016.1	2017.6	12000	3633.41	3633.41	管道部分已完工，场站正在建设	4000	3000	1366.59
永阳城市综合体	2016.12	2018.12	21600	1856	2014.33	正在进行地平	10000	7000	2585.67

[1] 2016 年第三季度财务报表（未经审计）中公司确认基建收入 1.31 亿元，2016 年审计报告中却无该项收入；根据企业提供的说明，审计机构对 2016 年第三季度报表中的基建收入确认方式不认可，因此 2016 年审计报告中无基建收入。

宿迁市古黄河生态体育公园配套体育设施扩建工程	2016.3	2017.12.31	1040	304.62	304.62	主体施工	500	235.38	
宿迁隆城物流中心一期	2013.12	2018.12	110000	104378.14	104378.14	主体施工	3000	2621.86	0
宿迁隆城物流中心二期	2014.6	2019.6	80000	72510.49	72510.49	主体施工	4000	3000	4489.51
幸福生活广场	2013.7	无法预计	48596.6	9714.33	9714.33	停工	0	0	0
宿迁学院附属学校	2012.3	2014.3	20000	21333.05	21333.05	竣工验收	0	0	0
古黄河风光公园	2012.6	2014.6	13000	12742.46	12742.46	完工	0	257.54	0
运河休闲公园	2012.12	2015.6	49000	48123.55	48123.55	完工	876.45	0	0
隆城商业广场	2014.6	2018.6	380000	375237.14	375237.14	主体封顶	2000	1000	1762.86
隆城翠湾	2013.7	无法预计	60000	51103.66	51103.66	主体封顶	3000	3000	2896.34
隆城鑫府	2013.7	无法预计	20000	18685.01	18685.01	主体封顶	500	500	314.99
科技馆，展览馆和体育管	2012.09	2018.6	230000	128994.82	143593.43	展览馆竣工验收，科技馆完工，体育馆正在进行钢结构施工	20000	15000	51406.57
古黄河水景公园天之水会所、游客中心、康体中心	2013.6	2016.6	5000	4113.24	4113.24	竣工验收	0	0	0
合计			**1298591.42**	**1012434.45**	**1028918.56**		**70171.45**	**50614.78**	**75181.18**

资料来源：公司提供

表 5　截至 2017 年 3 月底公司主要拟建城市基础设施项目建设情况 (单位：万元)

项目名称	预计开工时间	预计竣工时间	计划总投资	投资计划		
				2017 年 4-12 月	2018 年	2019 年
国际汽车城	2017.08	2020.08	2000000	40000	60000	60000

资料来源：公司提供

截至 2017 年 3 月底，公司在建城市基础设施建设项目 23 项，计划总投资 129.86 亿元，截至 2017 年 3 月底已完成投资 102.89 亿元（在公司“存货-开发成本”及“在建工程”科目中体现），尚需投入资金 12.12 亿元。拟建基础设施方面，截至 2017 年 3 月底，公司主要拟建城市基础设施建设项目为国际汽车城，计划总投资 20.00 亿元。公司基建项目未来投资规模较大，存在较强的对外融资需求。

整体看，近三年公司基础设施建设业务因施工进度及财政结算滞后影响对收入确认产生了一定影响，但公司承建项目较多，未来该项收入将成为公司利润的重要来源，且公司与宿迁市政府签订了总承包协议，利润率较为稳定。

保障房建设与销售

公司保障房业务由公司本部和下属全资子公司隆城置业有限公司（以下简称“隆城置业”）负责运营。公司承建的危旧棚户区改造、限价商品房按照安置标准对原棚户区居民进行安置，剩余的少量房源基本上按照安置标准出售给宿迁市宿城区房屋征收管理办公室和宿迁市房地产管理处。

根据市政府安排，市级危旧片区改造及保障房、安置房项目全部由公司投资建设，具体操作模式为：①由公司摘牌取得土地使用权，市政府将土地出让金实行“先缴后返”原则，公司首先通过自有资金、财政拆借等方式筹集资金（财政拆借资金计入“其他应付款”），收到出让金返还后冲减“其他应付款”，相应增加“资本公积”科目。②相关建设规费免收或减半收取；③拆迁工作由市国土储备中心及征收办实施，

公司提供的安置房部分用于拆迁户安置工作，其余由政府回购。

根据 2008 年 9 月 30 日与宿迁市人民政府签订的《宿迁市投资建设与转让收购（BT）模式投资建设项目总承包协议书》（以下简称“总承包协议”）约定，公司只有待建设项目完工后，才能将结算报告报送宿迁市财政局结算，并以财政局核准的结算报告为依据确认基础设施业务收入。公司保障房销售收入主要来自：①按照安置标准对原棚户区居民安置的收入；②由宿迁市宿城区房屋征收管理办公室和宿迁市房地产管理处按照安置标准对剩余的少量房源进行回购产生的收入；③保障房配套设施的销售收入。

表 6 公司近年来保障房经营情况

（单位：万平方米、万元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
开工面积	25.35	12.24	--	--
竣工面积	17.72	30.28	--	--
销售面积	11.33	14.53	12.25	6.01
确认收入	53471.50	60978.54	57251.68	31881.92

资料来源：公司提供

保障房建设方面，2014~2016 年公司安置房累计新开工 37.59 万平方米，累计竣工 48.00 万平方米。截至 2016 年底，公司保障房开发成本为 29.04 亿元，在公司存货中体现。受保障房竣工面积波动影响，公司保障房销售面积和收入均有波动。2016 年，公司保障房确认收入 5.73 亿元。

由于棚户区改造等保障性住房的业务性质，导致公司保障房销售一直处于亏损或微利状态。2015 年，公司保障房业务毛利率由负转正，较上年末大幅增加 21.45 个百分点，主要原因是政府允许公司开展保障房配套设施中的商铺销售业务，同时当期结转的隆城颐和小区土地成本低，促使保障房业务盈利能力大幅提升；2016 年，公司保障房业务毛利率大幅下降，主要原因是本期结转的保障房住宅占比较大，促使保障房业务盈利能力大幅下滑。2017 年 1~3 月，公司保障房业务确认收入 3.19 亿元，毛利率 14.52%，较上年上升幅度较大，主要是本期结转了部分商铺所致。

表 7 截至 2017 年 3 月底公司在建保障房项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	开工时间	预计竣工时间	截至 2016 年底完成投资情况	截至 2017 年 3 月底完成投资情况	投资计划		
						2017 年 4~12 月	2018 年	2019 年
隆城世嘉	80818.72	2014 年 1 月	2016 年 12 月	35493.27	59324.17	12000	5000	4494.55
隆城丹郡	128365.36	2013 年 1 月	2016 年 12 月	97336.71	101123.2	10000	13000	4242.16
隆城颐和二期	74400.00	2015 年 1 月	2017 年 12 月	67458.25	68325.81	2000	2000	2074.19
隆城香堤二期	82000.00	2015 年 1 月	2017 年 12 月	68371.52	68927.27	5000	5000	3072.73
合计	**365584.08**	--	--	**268659.75**	**297700.45**	**29000**	**25000**	**13883.63**

资料来源：公司提供

截至 2017 年 3 月底，公司在建的安置房建设项目主要包括隆城颐和二期、隆城世嘉等项目，预计总投资 36.56 亿元，已完成投资 26.87 亿元，2017 年 4~12 月、2018 年和 2019 年分别计划投资 2.90 亿元、2.50 亿元和 1.39 亿元，投资规模较大，仍有一定的融资需求。此外，宿迁市政府于 2014 年底决定缩减保障房建设规模，并作为持久性政策，考虑到公司目前在建的保障房规模仍较大，未来几年内保障房建设收入尚可保障。

天然气销售

公司天然气销售业务主要由宿迁市润城管输天然气有限公司（以下简称“润城燃气”）运营，主要经营范围是管道燃气经营及燃气管

材销售。公司目前拥有输气管线主要为宿迁市区至沭阳天然气高压管道，输气管线全长约71km，并配套建设有南蔡门站、汪集阀室、新庄高中压调压站（阀室合建）、刘集高中压调压站（阀室合建）、北丁集高中压调压站（阀室合建）、南部新城高中压调压站（阀室合建）、东部开发区高中压调压站及十字综合站，主要向沭阳县供气，满足当地居民、工业等各类用户的用气需求。

业务模式方面，公司主要经营管输天然气供应，气源类型为 CNG 气源。公司与下游沭阳华润燃气有限公司签订购销合同，年供气量按上游标准，销气价格为 2.39 元/方（含税）。上游主要气源供应商为中国石油天然气有限公司天然气销售东部分公司。目前已与上游公司签订天然气购销合同，期限为 2016 年、2017 年和 2018 年，年合同供应量分别为 4000 万方、4500 万方、5000 万方，购气价格为 2.16 元/方（含税）。

2016 年及 2017 年 1~3 月，公司分别实现天然气销售收入 3656.49 万元和 1246.14 万元。毛利率方面，2016 年公司天然气销售业务毛利率为 9.37%，2017 年第一季度为 14.84%，存在差异的原因主要是秋冬季节燃气供应商调高了价格所致。

商品销售

宿迁市景城建材有限公司（下简称“景城公司”）是宿迁市城市建设投资（集团）有限公司下属全资子公司，2010 年 5 月成立，主要从事商品混凝土的生产、销售业务。

公司生产的混凝土主要供给隆城盘谷工地、隆城丹郡工地、隆城世嘉工地、项里景区和马陵中学等城投公司及子公司开发的项目工地。

2016 年，公司商品销售收入 73.08 万元。，较上年大幅下降，主要原因是景城公司于 2015 年 9 月被拆迁，未来公司自身将不再生产混凝土，而采用通过对外采购的形式，然后再对各个工地进行销售，2016 年初公司仍有部分业务收入产生，但后续彻底关停此业务，并计划注销景城公司，目前尚未进行工商注销登记。

3. 未来发展

随着宿迁市整体经济的发展，固定资产投资以及城市基础设施建设将稳定推进，将带动公司城市基础设施建设业务规模的增长。

公司将利用宿迁市近年来发展势头好、速度快的较好的经济环境，加大公司结构调整和资源整合力度，同时通过以下两方面提升综合优势：一方面，公司将通过集团化、规模化和多元化的发展战略，提升自身资产规模，优化资产结构，不断充实自身的资产，实现营业收入的持续增长。围绕自身擅长的建筑领域，积极介入上下游，延伸产业链，取得相应的资质，进一步深化和稳定投融资的结构和规模。另一方面，公司还将推进各子公司的实体化运作，提升运营资质，使公司的主营业务收入更加多元化和实体化，并加强对外投资，提高资产使用效益。总体看，公司作为宿迁市重要的城市基础设施投资、建设和运营主体，未来伴随宿迁城市规划与建设的加快，公司将迎来良好的发展局面。

九、财务分析

公司提供了 2014～2016 年合并财务报告，江苏苏亚金诚会计师事务所（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。2017 年第一季度财务报表未经审计。

合并范围变化方面， 2014 年新纳入宿迁市裕城物业管理有限公司、宿迁市鸿城管输天然气有限公司和宿迁市景云贸易有限公司，均为投资设立；2015 年公司现金收购宿迁市国际体育发展中心有限公司；2016 年公司合并单位新增 2 家，分别为宿迁国际汽车城产业发展有限公司和宿迁市安华庭棚户区改造投资有限公司（以下简称“安华庭公司”），均为公司投资设立。整体看，合并范围的变化对公司影响较小，财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 234.39 亿元，所有者权益合计 88.36 元（其中少数股东权益 0.64 亿元）；2016 年实现营业收入 6.23 亿元，利润总额 0.88 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额 232.39 亿元，所有者权益合计 88.87 亿元（其中少数股东权益 0.64 亿元）；2017 年 1~3 月实现营业收入 3.31 亿元，利润总额 0.51 亿元。

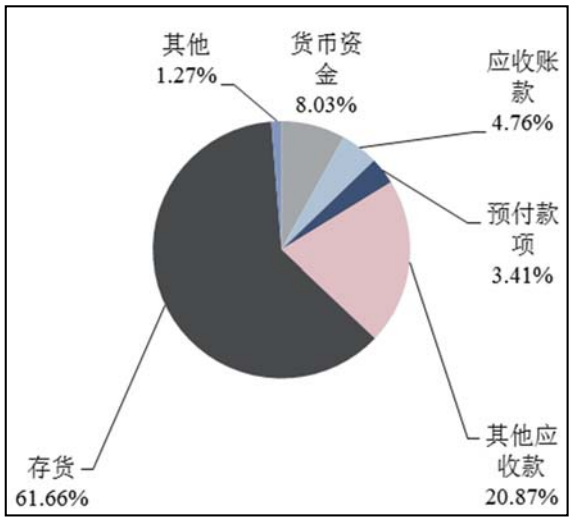
1. 资本及债务结构

资产

近三年，公司资产总额快速增长，年均复合增长率 15.57%。截至 2016 年底，公司资产总额 234.39 亿元，同比增长 12.20%，主要来自其他应收款和存货的增长。公司资产以流动资产为主，2016 年底占比为 93.65%。

2014~2016 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 13.50%，主要是其他应收款和存货增长所致，2016 年底为 219.51 亿元。公司流动资产主要由货币资金（8.95%）、存货（占 61.61%）、其他应收款（占 20.95%）、和预付款项（占 3.42%）构成。

图 1　公司 2016 年底流动资产结构



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司货币资金不断下降，年均复合下降 11.63%。截至 2016 年底，公司货币资金为 19.65 亿元，同比下降 2.20%。公司货币资金以银行存款为主（占 97.78%），其他货币资金为 0.44 亿元，主要是银行承兑汇票保证金、保函保证金以及定期存单等。

公司应收账款主要是应收保障房销售款和补贴款，2014~2016 年公司应收账款规模波动下降，年均复合下降 13.68%。截至 2016 年底，公司应收账款为 10.14 亿元，同比大幅增长 64.27%，主要原因是公司应收宿城区房屋征收管理办公室的销售款增加所致。按账龄看，截至 2016 年底公司应收账款 1 年以内的占 44.11%，1-2 年的占 21.38%，其余为 2 年以上，综合账龄较短；从欠款单位看，应收账款前五名客户合计 9.69 亿元，占应收账款总额的 95.50%，主要是应收宿城区房屋征收管理办公室的拆迁安置房销售款（6.02 亿元）和宿迁市财政局的保障房销售补贴款（3.38 亿元），集中度较高。公司欠款单位主要为政府部门，坏账风险小，但回收时间具有一定不确定性。

表 8　公司 2016 年底主要应收账款情况

（单位：亿元、%）

债务人名称	金额	占比
宿迁市宿城区房屋征收办公室	6.02	59.30
宿迁市市财政局	3.38	33.29
江苏中菀建设有限公司	0.12	1.15
江苏兴洲建设有限公司	0.10	0.99
江苏同兴建设有限公司	0.08	0.77
合计	**9.69**	**95.50**

资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司预付账款快速增长，年均复合增长 184.15%，主要是预付土地出让金和工程款，2016 年底为 7.50 亿元。从账龄看，公司预付账款以 1 年以内占 11.07%，1~2 年的占 88.48%，其余为 2 年以上，综合账龄偏短；从集中度看，公司预付账款前五名客户占公司预付账款的 90.75%，集中度较高。

2014~2016 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长率为 41.61%，主要为公司与其他公司的往来款和借款，2016 年底为 45.99 亿元。从账龄分布来看，截至 2016 年底公司其他应收款余额中 1 年以内占比为 32.78%，1-2 年占比为 50.42%，其余为 2 年以上，综合账龄较

短。从欠款单位看，公司其他应收款中前五名占其他应收款总额的比重为94.94%，集中度较高，且欠款单位主要为政府单位，坏账风险较小，但规模较大，回款时间存在一定不确定性。

表9　公司2016年底主要其他应收账款情况

（单位：亿元、%）

债务人名称	金额	占比	性质
江苏西楚旅游文化发展有限公司	21.82	47.43	往来款
宿迁市财政局	13.85	30.12	往来款
宿迁市国有土地上房屋征收办	4.56	9.92	往来款
宿迁市雪枫公园投资建设有限公司	1.78	3.87	往来款
宿迁市宿城区房屋征收办公室	1.66	3.60	往来款
合计	**43.67**	**94.94**	--

资料来源：公司审计报告

此外，根据宿迁市人民政府国有资产监督管理委员会于2015年11月25日出具的《关于股权划转有关账务调整的通知》（宿国资发【2015】36号），宿迁市人民政府将江苏洋河集团有限公司旗下的江苏西楚文化发展有限公司和宿迁市鼎城建设工程有限公司整体划转至公司；其中，江苏西楚旅游文化发展有限公司因江苏洋河集团有限公司融资项目的政府回购资金需要分期到位，先将60%的股权划转至公司，待江苏洋河集团有限公司融资项目的政府回购资金完全到位后，再将剩余的40%股权划转；截至2017年3月底，公司尚未对上述公司做出工商变更，因此未被纳入公司合并范围中，且与其往来款规模已达21.82亿元，待未来公司将其纳入合并范围后，公司与其往来款会做出相应冲抵，但将其纳入合并范围的时间上存在一定不确定性，联合资信将持续关注。

2014~2016年，随着公司承建拆迁安置房项目投资规模的不断增加，公司存货规模快速增长，年均复合增长12.02%。截至2016年底，公司存货为135.24亿元，同比增长8.00%，从构成看，公司存货以开发成本（占95.76%）和开发产品（占4.21%）为主，其中开发成本主要是基础设施建设项目和保障房项目的开发成本，该部分开发成本中包含用于项目建设的土地使用权；开发产品主要是已完工保障房。此外，公司存货中的土地使用权已用于抵押的部分为55.99亿元。

2014~2016年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长71.23%，2016年底为14.87亿元，主要由固定资产（占31.76%）、其他非流动资产（占54.49%）和在建工程（占5.21%）构成。

公司固定资产主要是房屋建筑物、运输设备和机械设备等，2014~2016年公司固定资产波动中有所增长，年均复合增长10.09%。截至2016年底，公司固定资产净额为4.72亿元。从固定资产构成来看，房屋及建筑物占74.75%，机器设备占1.04%，其他为运输设备和电子办公设备。整体看，公司固定资产较为稳定，主要为公司自用办公楼，2016年底公司固定资产成新率为86.50%。

2016年，公司新增其他非流动资产8.10亿元，全部为棚户区拆迁投资项目。公司于2016年新成立全资子公司安华庭公司，该公司通过政府招投标方式获得了宿迁市2016-2017棚改项目，并与宿迁市人民政府签订了《政府购买服务协议》，宿迁市安华庭棚户区改造投资有限公司仅负责棚改拆迁的投资，不负责工程建设，政府依据《政府购买服务协议》将投资款分期拨付，因此放入非流动资产中。

截至2017年3月底，公司资产总额232.39亿元，构成上较上年底变化不大。

总体来看，跟踪期内公司资产规模增长较快；公司流动资产以存货、其他应收款、应收账款和货币资金为主，且应收类款项规模较大，对公司形成资金占用，资产质量和流动性一般。

所有者权益

近三年，公司所有者权益较为稳定，年均复合增长1.37%，主要来自未分配利润的增加。截至2016年底，公司所有者权益88.36亿元，其中资本公积占51.78%、实收资本占36.67%、未分配利润占9.56%。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益 88.87 亿元，较 2016 年底变化不大。

总体看，公司所有者权益结构稳定性较好。

负债

近三年，随着公司城市基础设施建设和保障房建设任务的增加，公司负债规模持续增加，年均复合增长 27.74%。截至 2016 年底，公司负债总额 146.02 亿元，其中流动负债占 40.34%，非流动负债占 59.66%。

2014~2016 年，公司流动负债波动中有所增长，年均复合增长 1.66%，2016 年底为 58.90 亿元。从构成看，公司流动负债以其他应付款、预收款项、其他流动负债、应付账款和一年内到期的非流动负债为主，2016 年底占比分别为 47.62%、17.16%、5.09%、17.70%和 7.85%。

2014~2016 年，公司短期借款快速下降，年均复合下降 70.67%。截至 2016 年底，公司短期借款为 1.21 亿元，主要由质押借款（占 92.27）和保证借款（占 7.73%）构成。

2014~2016 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 24.70%，2016 年底为 10.42 亿元，主要为应付工程款。

2014~2016 年，公司预收账款快速增长，年均复合增长 254.95%，2016 年底为 10.10 亿元，主要为公司预收的房屋销售款。按账龄看，1 年以内的占 68.26%，1-2 年的占 31.68%，其余为 2 年以上，账龄较短。

2014~2016 年，公司其他应付款有所波动，年均复合下降 1.79%，主要是借款和往来款，2016 年底为 28.05 亿元。按账龄看，1 年以内的其他应付款占比为 73.60%、1~2 年占比为 6.89%，其余均在 2 年以上，综合账龄较短。从欠款单位看，其他应付款中前五名占其他应付款总额的 95.52%，集中度高；此外，公司应付宿迁市融资调度管理中心的往来款全部为有息债务。

表 10　公司 2016 年底主要其他应付账款情况

（单位：亿元、%）

债务人名称	金额	占比	款项性质
宿迁市融资调度管理中心	23.32	83.13	往来借款
马陵中学	1.61	5.74	往来款
房屋维修资金借款	1.14	4.05	往来借款
宿迁市机关事务所管理局	0.50	1.79	往来款
建设银行代建工程款	0.23	0.80	代建款
合计	**26.79**	**95.52**	--

资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长率为 63.73%，2016 年底为 87.12 亿元，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成，分别占 75.20%、24.10%和 0.70%。

2014~2016 年，公司长期借款大幅增长，年均复合增长 70.64%。截至 2016 年底，公司长期借款为 65.51 亿元，主要由质押借款（占 27.29%）、保证借款（占 11.11%）和质押并抵押借款（占 44.05%）构成。

2014~2016 年，公司应付债券规模持续增大，年均复合增长 44.91%，2016 年底为 21.00 亿元，为公司发行的公司债券、中期票据及非公开定向债务融资工具。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额为 143.52 亿元，较 2016 年底下降 1.71%。公司短其他应付款较 2016 年底下降 4.35%，主要系往来款变动所致；其他流动负债下降为 0，主要系公司于 2017 年 3 月 18 兑付“16 宿迁城投 CP001”所致；公司长期借款为 60.67 亿元，较 2016 年底下降 7.39%；公司应付债券较 2016 年底新增 5.00 亿元，主要来自公司于 2016 年 2 月 25 日发行的“17 宿迁城投 MTN001”[2]。

近年来公司有息债务快速增长，三年年均复合增长率 33.40%，截至 2016 年底，公司全部债务 92.96 亿元，其中短期债务占 6.28%，长期债务占 93.72%，公司债务以长期债务为主；

[2]公司于 2017 年 3 月 15 日发行 8 亿元永续票据，其中 3 月份到账 3 亿元，用于偿还到期的短期融资券；剩余 5 亿元由于不满足募集资金用途，经挂网变更，于 4 月份到账，因此在第一季度报表中体现为 5 亿元。

从债务指标来看，2014~2016 年公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率逐年增长，2016 年底分别为 62.30%、49.65%和 51.27%。若考虑到其他应付款中的有息债务部分，2014~2016 年，公司调整后全部债务年均复合增长 35.58%，2016 年底为 119.28 亿元，其中调整后短期债务占比上升至 26.96%；从债务指标看，2016 年公司调整后全部债务资本化比率为 57.45%。未来随着公司基建业务的发展和保障房建设的逐步推进，预计公司债务将进一步增加。

截至 2017 年 3 月底，公司全部债务 92.79 亿元，其中短期债务占 6.59%，长期债务占 93.41%，公司债务仍以长期债务为主；从债务指标来看，2017 年 3 月底公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 61.76%、49.37%和 51.08%。若考虑到其他应付款中的有息债务部分，2017 年 3 月底，公司调整后全部债务较上年底增长 35.58%，为 114.21 亿元，其中调整后短期债务占比上升至 24.11%；从债务指标看，2017 年 3 月底公司调整后全部债务资本化比率为 56.24%。未来随着公司基建业务业务的发展和保障房建设的逐步推进，预计公司债务将进一步增加。

图 2　2014 年～2017 年 3 月公司债务负担



资料来源：公司审计报告

整体看，跟踪期内公司为保障基础设施和保障房的建设导致债务规模持续增加，公司整体债务负担有所上升，考虑到政府给予财政补贴等方面的支持，以及宿迁市政府偿债准备金制度对公司债务的保障作用，公司整体债务负担可控。目前，公司在建保障房建设和基础设施建设投资规模仍然较大，预计公司债务规模仍将呈上升趋势。

2．盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入有所波动，三年分别实现 6.41 亿元、6.66 亿元和 6.23 亿元。从营业收入结构看，公司收入主要来自保障房销售收入和商品销售收入。

2014~2016 年，公司期间费用分别为 0.34 亿元、0.50 亿元和 0.52 亿元，期间费用占营业收入比重分别为 5.28%、7.45%和 8.30%，从期间费用结构看，公司三项费用以管理费用为主；公司将大部分借款利息计入开发成本中，公司财务费用规模整体不大。整体看，费用控制能力有待提高。

2014~2016 年，公司利润总额持续下降，分别为 1.31 亿元、1.13 亿元和 0.88 亿元，主要来自营业外收入。2014~2016 年，公司经营性利润分别为-0.63 亿元、0.31 亿元和-0.84 亿元，公司主营业务的获利能力差。营业外收入主要为财政补贴收入，是公司最核心的利润来源，近三年分别为 1.96 亿元、0.85 亿元和 1.73 亿元。

从盈利指标看，2014~2016 年公司营业利润率波动较大，三年分别为-4.54%、12.09%和-5.14%；总资本收益率和净资产收益率持续下降，2016 年分别为 0.50%和 1.00%。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.31 亿元，为 2016 年的 53.17%；利润总额 0.51 亿元，为 2016 年的 57.58%。2017 年第一季度公司营业利润率为 10.61%，较上年的-5.14%大幅上升。

图 3　2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司盈利能力情况



资料来源：公司审计报告

总体看，跟踪期内公司营业收入主要来自保障房业务，自身盈利能力较弱，营业外收入对公司利润总额贡献程度较高。

3．现金流及保障

经营活动方面，公司经营活动现金流入以销售商品、提供劳务收到的现金和收到的其他与经营活动有关的现金（主要是收到的财政补贴以及公司与财政局的往来款）为主。2014~2016 年，公司经营活动现金流入波动下降，2016 年为 9.54 亿元。其中，销售商品、提供劳务所收到的现金主要是保障房建设收入，2016 年为 2.34 亿元，同比增长 7.79%；收到其他与经营活动有关的现金 7.20 亿元，主要是公司收到的政府补贴和往来款。经营活动现金流出方面，主要以购买商品、提供劳务支付的现金为主，2014~2016 年波动中增长，2016 年为 15.96 亿元。2016 年公司购买商品、劳务支出的现金 11.57 亿元，主要是基础设施建设支出和保障房建设支出；公司其他与经营活动有关的现金支出主要是与江苏西楚文化发展有限公司和其他政府部门的往来款，2016 年为 4.05 亿元。2014~2016 年，受公司对外资金拆借规模快速扩大，公司经营活动产生的现金净额持续为负，2016 年为-6.42 亿元。

获现能力方面，受基础设施建设资金拨付效率以及保障房业务回款相对滞后影响，公司现金收入比处于较低水平，2014~2016 年分别为 83.16%、32.60%和 37.52%，呈波动下降态势，主要系宿迁市财政局和宿迁市土地资产储备投资中心回款较差所致。总体看，公司整体收现质量偏差。

投资活动方面，公司投资活动现金流主要是购建固定资产、无形资产等以及支付其他与投资活动有关的现金。2014~2016 年购建固定资产、无形资产支付的现金分别为 29.48 亿元、2.19 亿元和 0.66 亿元，其中 2014 年规模较大主要原因是公司购买保障房建设用地支出的土地出让金所致。2016 年，公司支付其他与投资活动有关的现金为 8.04 亿元，主要是子公司安华庭公司对棚改项目的投资款。公司投资活动产生的现金流量净额表现为净流出，2014~2016 年分别净流出 28.18 亿元、2.68 亿元和 8.96 亿元。

从筹资活动来看，2014~2016 年公司筹资活动现金流入量持续下降，分别为 60.18 亿元、45.97 亿元和 39.81 亿元，主要为银行借款、发行债券和其他与筹资活动有关的现金。其中，2014 年，公司通过借款取得的现金为 35.17 亿元，收到的其他与筹资活动有关的现金主要是根据 2014 年宿迁市财政局《关于明确宿迁市城市建设投资有限公司相关财务处理原则的通知》，宿迁市人民政府拨付资金 25.01 亿元作为政府资本性投入；2014~2016 年，公司通过借款取得的现金分别为 35.17 亿元、45.97 亿元和 34.44 亿元。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务、支付其他与筹资活动相关的现金以及分配股利、利润或偿付利息支付的现金，2016 年为 24.88 亿元；其中偿还债务支付的现金为 19.94 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 4.94 亿元。2014~2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 44.15 亿元、19.09 亿元和 14.94 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营性活动现金流净额为 0.96 亿元，呈净流入状态。同期，公司无投资活动现金流产生。筹资活动方面，2017 年 1~3 月公司筹资活动现金流入主要来自发行债

券收到的现金，为 5.28 亿元；筹资活动现金流出为 8.50 亿元，主要是偿还债务支付的现金；公司筹资活动产生的现金流量净额为-3.23 亿元。

总体来看，跟踪期内公司经营活动现金流表现一般，收现能力仍较弱；公司在建及拟建项目投资规模较大，对筹资活动的依赖程度较高，存在较大的对外融资需求。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，2014~2016 年公司流动比率和速动比率均呈现出波动上升趋势，2016 年底分别为 372.70%和 143.09%。2014~2016 年公司经营现金流动负债比持续为负，对债务无保障能力。整体看，2016 年底，公司现金类资产（已剔除受限资金）为 19.24 亿元，调整后短期债务为 32.16 亿元，现金类资产对短期债务的保障能力差，公司存在一定的短期支付压力。

从长期偿债能力看，2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 1.51 亿元、1.47 亿元和 1.20 亿元；公司调整后全部债务/EBITDA 持续上升，三年分别为 42.99 倍、63.17 倍和 99.64 倍，公司 EBITDA 对全部债务的保障能力很弱。

公司与银行等金融机构建立了良好的合作关系。截至 2017 年 3 月底，公司共获得授信额度总量为 49.48 亿元，已使用 20.83 亿元，尚未使用 28.65 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

5. 对外担保

截至 2017 年 3 月底，公司对外担保余额合计 87.23 亿元，担保比率 98.71%，担保比率很高。公司对外担保对象都是省、市、区级国有投资公司及市政府重点扶持的工业大企业、骨干企业、行业龙头企业和重大项目工程，目前上述企业经营状况良好。其中，公司对江苏省城乡建设投资有限公司（以下简称“省城投”）共计担保余额 79.03 亿元，担保方式为土地抵押担保（22.95 亿元）和应收账款质押担保（53.28 亿元）。

公司于 2013 年 9 月 28 日向国家开发银行申请宿迁市 2013-2017 年棚户区改造一期工程项目（以下简称“棚改项目”）借款，申请贷款额度为 35.00 亿元，贷款期限 12 年，计划分两批次签订借款合同，其中：第一批次 20 亿元，第二批次 15 亿元，公司以自身持有的土地使用权对各批次的贷款进行了抵押担保，抵押物评估价值共计 57.88 亿元；同时公司与宿迁市人民政府签订了《还款差额补足协议》，宿迁市人民政府承诺将对还款资金缺口（包括未来待偿还本息）共计 54.22 亿元进行资金支持，资金来源包括但不限于列入市财政预算的政府财政性资金。

2014 年 11 月 25 日，江苏省人民政府办公厅下发了《江苏省棚户区（危旧房）改造国家开发银行统贷专项资金管理办法》（苏政办发【2014】101 号），决定成立江苏省城乡建设投资有限公司，并作为国家开发银行贷款统借统还承贷主体。宿迁市人民政府于 2014 年 12 月 12 日发布了《关于将宿迁市 2013-2017 年棚户区改造一期工程项目纳入省级平台的函》，将棚改项目纳入省级平台统贷，并将该项目的贷款借款人由宿迁城投变更为省城投，贷款期限由 12 年调整为 25 年，并重新签订了贷款合同。

2015 年 5 月，省城投与国开行重新签订了第一批次贷款（20 亿元）的银团贷款合同，其中以公司拥有的古黄河两侧地块共计 900.7 亩商住出让土地使用权，重新评估后账面价值为 32.79 亿元。对第二批次的（15 亿元）贷款，公司仍以原来跟宿迁市人民政府签订的《差额补足协议》下的财政补贴资金收益权用于质押；由于贷款期限的延长，宿迁市人民政府发布了《关于将宿迁市 2013-2017 年棚户区改造一期工程项目国家开发银行专项贷款偿还问题的的承诺函》，将资金缺口调整为 68.00 亿元，经国开行对该部分财政补贴收益权评估，评估价值为 56.08 亿元，质押率为 24.27%。

2015 年 11 月 5 日，由于棚改项目建设投资减少，经省城投批准后，公司将 35 亿元国

开行贷款调整 5 亿元用于泗阳县棚改使用，该部分贷款的承贷权利义务主体为泗阳县运河新城投资开发有限公司，公司不负责该部分款项的还本付息。整体看，公司实际担保比率低于账面值，或有负债风险可控。

表 11　截至 2017 年 3 月底公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保单位	担保余额	担保期限
江苏水韵建材有限公司	10000	2015.12.31-2017.12.31
江苏宿迁东升水务工程建设有限公司	10000	2016.1.26-2017.12.14
宿迁市马陵中学	17000	2014.12-2022.10
宿迁市马陵中学	17000	2014.12-2022.10
江苏西楚旅游文化发展有限公司	30000	2014.12.12-2017.12.11
江苏西楚旅游文化发展有限公司	15000	2016.7.16-2017.7.15
宿迁市景城建材有限公司	6000	2017.02.14-2018.02.10/2017.02.27-2018.02.10
江苏西楚旅游文化发展有限公司	5000	2017.01.23-2018.01.10
江苏省城乡建设投资有限公司	229499.63	2014.6-2039.6
江苏省城乡建设投资有限公司	532762.85	2014.6-2039.6
合计	**872262.48**	--

资料来源：公司提供

十、存续期内债券偿债能力

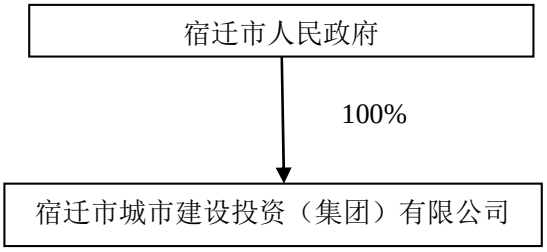
公司存续期内债券待偿还资金 15.00 亿元。2016 年，公司经营活动现金流入量为 9.54 亿元，为存续期内债券的 0.64 倍，保障能力较弱；公司 EBITDA 为 1.20 亿元，为存续期内债券的 0.08 倍，对存续期内债券的覆盖能力很弱。

同时联合资信关注到，公司于 2013 年 10 月发行了 10.00 亿元公司债券“13 宿迁城投债”，存续期 7 年，于 2016 年起每年偿还 20%本金（2.00 亿元）；2015 年 9 月发行了 8.00 亿元的私募债券“15 宿迁开发 PPN001”，存续期 3 年，到期一次性还本。公司将于 2018 年达到债券偿付高峰，当年需偿还债务共 10 亿元。以峰值期偿付额 10 亿元测算，2016 年公司经营活动产生的现金流入量为最大偿付额的 0.95 倍，公司经营活动现金流入量对公司债务偿还峰值的覆盖程度一般。考虑宿迁市政府对公司持续的支持，公司对上述存续债券本金偿还的保障能力尚可。

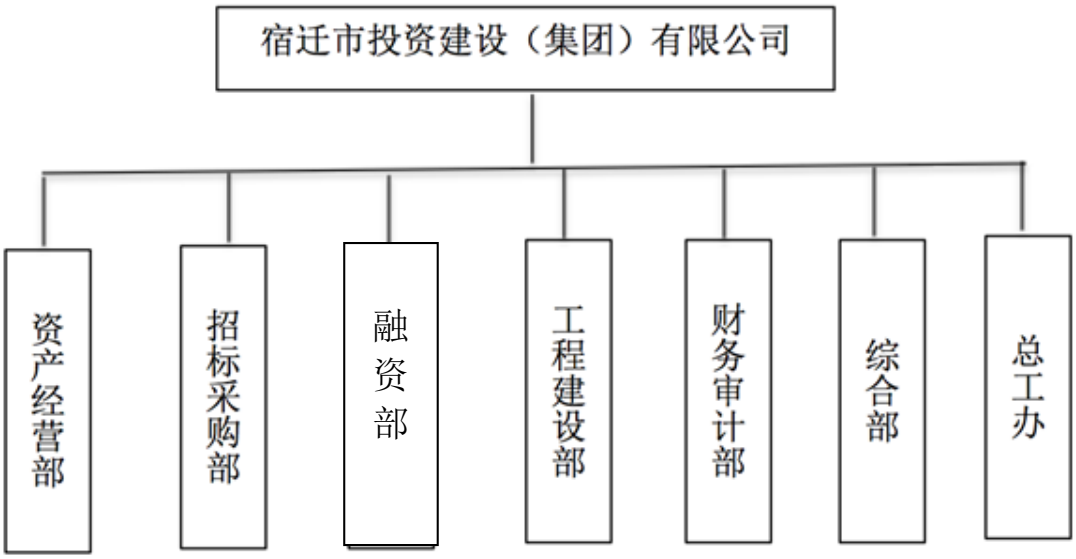
十一、　结论

综合评估，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA^+，评级展望为稳定，维持“15 宿迁城投 MTN001”、“16 宿迁城投 MTN001”和“17 宿迁城投 MTN001”的信用等级为 AA^+。

附件 1　公司股权结构图



附件 2　公司组织结构图



附件 3　主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	25.17	20.43	19.68	17.42
资产总额(亿元)	175.47	208.91	234.39	232.39
所有者权益(亿元)	85.98	87.11	88.36	88.87
短期债务(亿元)	19.74	8.12	5.84	6.12
调整后短期债务(亿元)	32.39	23.73	32.16	27.53
长期债务(亿元)	32.50	69.05	87.12	86.67
全部债务(亿元)	52.24	77.17	92.96	92.79
调整后全部债务（亿元）	64.89	92.77	119.28	114.21
营业收入(亿元)	6.41	6.66	6.23	3.31
利润总额(亿元)	1.31	1.13	0.88	0.51
EBITDA(亿元)	1.51	1.47	1.20	--
经营性净现金流(亿元)	-5.49	-21.48	-6.42	0.96
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.50	0.66	0.75	--
存货周转次数(次)	0.10	0.05	0.05	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.03	0.03	--
现金收入比(%)	83.16	32.60	37.52	74.92
营业利润率(%)	-4.54	12.09	-5.14	10.61
总资本收益率(%)	0.88	0.72	0.50	--
净资产收益率(%)	1.49	1.30	1.00	--
长期债务资本化比率(%)	27.43	44.22	49.65	49.37
全部债务资本化比率(%)	37.79	46.97	51.27	51.08
调整后全部债务资本化比率（%）	43.01	51.57	57.45	56.24
资产负债率(%)	51.00	58.30	62.30	61.76
流动比率(%)	298.99	384.70	372.70	384.98
速动比率(%)	109.91	147.33	143.09	147.61
经营现金流动负债比(%)	-9.63	-40.72	-10.89	--
全部债务/EBITDA(倍)	34.60	52.54	77.66	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	42.99	63.17	99.64	--

注：2017 年第一季度财务数据未经审计；调整后全部债务=全部债务+其他流动负债中的短期融资券+其他应付款中有息部分。

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-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+一年内到期的长期（非流动）负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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。