信用等级公告

联合[2018] 1387 号

联合资信评估有限公司通过对南阳投资集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定将南阳投资集团有限公司主体长期信用等级由 AA 调整为 AA^+，并将“13 宛城投债/PR 宛城投”的信用等级由 AA 调整为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十六日

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

南阳投资集团有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA^+

上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
13 宛城投债/PR 宛城投	10.80 亿元	2020/10/24	AA^+	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 26 日

财务数据

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	24.30	17.13	21.62
资产总额(亿元)	212.67	215.29	222.94
所有者权益(亿元)	121.46	121.86	121.93
短期债务(亿元)	8.10	7.74	9.29
长期债务(亿元)	49.45	43.59	45.82
全部债务(亿元)	57.55	51.33	55.11
主营业务收入 (亿元)	9.83	9.19	9.95
利润总额(亿元)	0.11	0.40	0.31
EBITDA(亿元)	3.68	3.35	3.52
经营性净现金流(亿元)	10.80	-9.29	0.55
主营业务利润率(%)	0.44	0.10	0.38
净资产收益率(%)	0.09	0.33	0.26
资产负债率(%)	42.89	43.39	45.31
全部债务资本化比率(%)	32.15	29.64	31.13
流动比率(%)	384.17	458.34	428.26
经营现金流动负债比（%）	34.05	-39.48	2.24
全部债务/EBITDA(倍)	15.62	15.33	15.64

分析师

张婷婷　姚 玥

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

南阳投资集团有限公司（以下简称“公司”）是南阳市最重要的城市基础设施投资建设主体。跟踪期内，南阳市区域经济保持较快增长，公司外部环境持续向好，且仍保持其在区域内的业务专营性，并继续获得政府在财政补贴方面的有力支持；公司项目储备充足，基建业务持续性强。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时关注到，公司盈利能力弱、应收款项对资金形成占用等因素对公司偿债能力带来的不利影响。未来随着南阳市城市基础设施建设的不断推进以及公司拟建项目的陆续落地，公司营业收入有望进一步增长，经营前景良好。

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由AA调整为AA^+，并将“13宛城投债/PR宛城投”的信用等级由AA调整为AA^+，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，南阳市经济持续较快增长，并拟加大拆迁改造、市政基础设施建设力度，为公司发展营造了良好的外部环境。
2. 公司作为南阳市最重要的基础设施投资建设主体，区域专营优势显著，在财政补贴方面持续获得地方政府的大力支持。
3. 公司项目储备充足，基建业务持续性强，未来随着在建和拟建项目的陆续完工，主营业务收入有望稳定增长。
4. 南阳市已将“13 宛城投债/PR 宛城投”纳入政府一类债务，对“13 宛城投债/PR 宛城投”的偿还提供了强力的支撑，且公司短期债务规模较小，短期债务支付能力好，整体债务负担较轻。

关注

1. 公司资产构成中土地资产和公益性资产占比

较大，且土地资产受限比例高，应收政府类款项规模较大，资产流动性弱，资产质量一般。

2. 公司盈利能力弱，对政府补贴依赖性大。
3. 公司未来投资规模较大，存在一定资金压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由南阳投资集团有限公司（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。

南阳投资集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于南阳投资集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东和实际控制人未发生变化，公司股东为南阳市财政局，实际控制人为南阳市人民政府。截至 2017 年底，公司注册资本和实收资本均为 20 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 年底，公司纳入合并范围子公司 2 家。公司本部设有综合保障部、项目开发部、资产运营部等 5 个职能部门。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 222.94 亿元，所有者权益 121.93 亿元；2017 年公司实现主营业务收入 9.95 亿元，利润总额 0.31 亿元。

公司注册地址：南阳市张衡东路 396 号；法定代表人：梅晓林。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2017 年底，联合资信所评公司存续债券“13 宛城投债/PR 宛城投”尚需偿还债券本金合计 10.80 亿元。跟踪期内，公司已按期偿还“13 宛城投债/PR 宛城投”分期本金 3.60 亿元及对应利息。公司既往还本付息情况良好。“13 宛城投债/PR 宛城投”募集资金均已全部用于南阳市中心城区内河水系综合治理（一期）项目和南阳市东北分区部分区域基础设施及周边棚户区改造项目，相关募投项目均已完工。

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
13 宛城投债/PR 宛城投	18.00	10.80	2013/10/24	7 年

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发

【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

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

表 2　2017 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。

2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

3. 行业发展

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

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济

公司是南阳市最重要的城市基础设施建设主体，主要负责南阳市内基础设施、公益性项目以及土地的开发建设。南阳市的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

跟踪期内，南阳市经济持续增长，固定资产投资保持较快增长，为公司发展创造了良好的外部环境。

根据《2017 年南阳市国民经济和社会发展统计公报》显示，2017 年南阳市实现地区生产总值 3377.70 亿元，比上年增长 6.80%。其中，第一产业增加值 537.30 亿元，增长 4.60%；第二产业增加值 1442.97 亿元，增长 5.60%；第三产业增加值 1397.43 亿元，增长 9.20%。三次产业结构为 15.9:42.7:41.4。2017 年南阳市固定资产投资（不含农户）同比增长 9.90%；房地产开发投资 208.92 亿元，同比增长 13.30%。2017 年底，南阳市常住人口 1005.02 万人，城镇化率为 44.67%，人均可支配收入 19119.00 元，比上年增长 9.70%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化，实际控制人仍为南阳市人民政府。

2. 外部支持

2017 年南阳市财政收入持续增长，财政实力较强，市本级债务负担重；跟踪期内，股东在财政补贴及债务置换等方面持续给予公司大力支持。

根据南阳市财政局提供的《南阳市 2017 年政府债务及综合财力表》，2017 年，南阳市全口径地方综合财力 692.48 亿元，同比增长 4.18%。其中地方一般预算收入 174.84 亿元，同比增长 4.65%，一般预算收入规模在河南省地级市中排名第三位，仅次于郑州和洛阳。转移性支付和税收返还收入 398.04 亿元，较上年增长 4.78%；基金收入 114.20 亿元，较 2016 年略有增长，其中国有土地使用权出让收入 102.63 亿元。同期，南阳市一般公共预算支出 584.24 亿元，同比增长 5.90%，其中教育支出、

社会保障与就业支出、医疗卫生与计划生育支出等刚性支出增幅较大。财政自给率为29.93%，财政自给能力弱。截至2017年底，南阳市本级政府债务余额97.69亿元，较上年下降6.45%，南阳市本级政府债务率92.17%，较2016年上升10.27个百分点。

财政补贴

2017年，公司继续收到南阳市财政局拨付的财政补贴3.07亿元，主要为城市基础建设补助资金。

债务置换

公司存续债券“13宛城投债/PR宛城投”（发行金额18亿元）已被纳入南阳市一类政府债务，南阳市政府对其本金和利息负有直接偿还责任。截至2017年底，“13宛城投债/PR宛城投”累计7.20亿元本金和4.82亿元利息已由南阳市财政局代为偿付。

南阳市未来计划加大拆迁改造、市政基础设施建设力度，公司作为南阳市城市基础设施建设主体的专营地位突出，未来发展前景较好。

南阳市未来将继续重点实施中心城区老工业区企业搬迁改造、新兴产业发展、市政公共基础设施建设、生态环境治理、棚户区拆迁改造等5类81个项目，力争到2020年，城区老工业区经济活力进一步增强，生产总值达到580亿元。南阳市市级平台中，以公司和南阳交通建设投资有限公司（主要负责公路的投资和建设）为主，公司业务与其重叠性小，公司作为南阳市城市基础设施建设主体的专营地位突出。整体看，南阳市城市基础设施建设发展空间较大，公司区域专营优势明显，未来发展前景较好。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行企业信用报告（银行版，机构信用代码G1041130100145720Q），截至2018年6月19日，公司无未结清和已结清的不良信贷记录，公司过往债务履约情况良好。

截至2018年5月30日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司负责的南阳市基础设施建设业务正常开展，主营业务收入保持增长。

2017年，公司实现主营业务收入9.95亿元，较上年增长8.38%，全部为工程代建收入，毛利率为0.50%，当年收到工程代建回款4.57亿元。

表3 2016~2017年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

项 目	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程代建收入	91852.94	100.00	0.49	99548.50	100.00	0.50

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司基础设施代建业务模式与盈利水平未发生变化，主要在建项目顺利开展；在建项目未来剩余投资中由财政承担的项目资本金部分规模较大，公司未来资本支出压力不大。

公司受南阳市政府委托代建市政项目，南阳市财政局将按照工程进度支付工程价款，总价款约为经评审确认的工程竣工决算投资总额

的 100.5%。

2017 年，公司承揽的基建项目包括三馆一院工程、温凉河综合治理工程、梅溪河三里河治理工程、汉城河治理工程等，完成投资 9.91 亿元，实现收入 9.95 亿元。毛利率基本无变化，为 0.50%。

截至 2017 年底，公司主要在建的代建项目 4 个，项目总投资 78.32 亿元，其中 36.52 亿元由财政承担，财政资金按工程进度累计已到位 12.62 亿元。2017 年底，公司主要在建项目已完成投资 29.34 亿元，剩余待投资金额为 48.98 亿元，其中由财政承担的项目资本金部分为 23.90 亿元，有效缓解了公司未来部分资本支出压力。

表4 截至2017年底公司主要在建的基础设施代建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	资金筹措		截至 2017 年底已投资额	项目进度	预计完工时间
		银行贷款	财政承担			
南阳市温凉河综合开发工程	399000	250000	149000	110092.47	河道治理工程已收尾，拆迁安置工程中正在进行两个小区工程建设	计划 2019 年初完工三个安置小区建设
三馆一院项目	180500	--	180500	64190	主体已完工，目前正在进行配套设施建设及内外部装饰	2018.8
南阳市梅溪河、三里河综合整治工程	174300	144000	30300	102340.92	已完成征拆工作，正在进行河滩治理工程	2018.12
南阳市汉城河综合整治工程	29400	24000	5400	16785.68	已完成征拆工作，正在进行河滩治理 工程	2018.12
合计	**783200**	**418000**	**365200**	**293409.07**	--	--

资料来源：公司提供

公司 2013 年之前承揽的 BT 项目跟踪期内均已完工，未来由政府分期进行回购。

2013 年以前，公司受南阳市人民政府委托，以“建设—移交”（BT）模式承揽市政基础设施建设项目，南阳市政府根据相关 BT 项目融资的还款时间安排相关回购计划，以回购的方式向公司分期支付“BT 项目回购款”。BT 项目回购款包含 BT 投资额和投资回报（约 BT 投资额的 1%），公司将投资回报部分确认为“投资收益”。

2017 年，公司收到的 BT 项目回购资金 0.12 亿元，规模较小，主要系当年 BT 项目融资尚未进入还款期且相关项目政府未评审完毕。当年相应确认投资收益规模很小。截至 2017 年底，公司无在建的 BT 回购项目，已完工而尚未确认收益的 BT 项目账面余额累计 29.68 亿元，均计入“长期债权投资”科目。根据 BT 回购协议，公司 BT 项目均列入市本级财政预算，未来由政府分期进行回购。

公司未来仍将以基建业务为主，项目储备充足，基建业务的持续性好；公司拟建项目未来投资规模较大，存在一定的对外融资需求。

截至 2017 年底，公司主要拟建项目 4 个，其中南阳市宛城区棚改工程和南阳市卧龙区棚改工程目前均已签订政府购买服务协议；十二里河、溧河综合治理工程采用 PPP 模式进行建设，公司已确认为社会资本方，由南阳市水利局等作为政府参与方，目前拟建项目均已获得可行性研究批复，目前正在进行 PPP 合同签订工作。上述拟建项目预计总投资 66.85 亿元，

2018~2019 年公司分别计划投资 23.55 亿元和 26.74 亿元，资金来源主要为公司自筹和银行贷款。

此外，公司在南阳市重点工程-国家储备林基地建设 PPP 项目招标中具有中标优势，该项目预计总投资 138.17 亿元，包括新造林 28.99 万亩、中幼林抚育 64.22 万亩、现有林改造 16.47 万亩，南阳市林业局为政府参与方，拟由公司新出资设立的南阳林业投资开发有限公司作为项目实施主体，目前公司正在与政府 PPP 谈判小组进行谈判。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需求。

表5　公司未来拟建的基础设施建设项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	开工时间	投资计划		资金来源		规划批文
			2018 年	2019 年	自筹	借款	
十二里河综合治理工程	96988.56	2018 年	58193.14	38795.42	16988.56	80000.00	宛发改城市[2016]643 号
溧河综合治理工程	98231.63	2018 年	58938.98	39292.65	18231.63	80000.00	宛发改城市[2016]420 号
南阳市宛城区棚改工程	323308.19	2018 年	80827.05	129323.28	75308.19	248000.00	宛区发改[2018]5、6 号
南阳市卧龙区棚改工程	150000.14	2018 年	37500.04	60000.06	36000.14	114000.00	宛龙发改投资[2017]50 号
合计	**668528.52**	--	**235459.21**	**267411.41**	**146528.52**	**522000.00**	--

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了 2017 年度合并财务报表，上会会计师事务所（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审计结论。公司审计报告为旧会计准则。

跟踪期内，公司合并范围内新增南阳林业投资开发有限公司（公司投资设立，注册资本 1100.00 万元，公司持股 100%）。截至 2017 年底，公司合并范围内子公司共 2 家。公司财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模小幅增长；资产构成中应收政府部门款项规模较大，对资金形成占用，土地、林地及林木等公益性资产规模较大，资产流动性弱，资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 222.94 亿元，同比增长 3.55%，主要由存货、其他应收款、长期债权投资和其他长期资产构成。

表6　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目名称	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
存货	60.57	28.14	62.54	28.05
货币资金	17.13	7.96	21.62	9.70
其他应收款	16.40	7.62	17.58	7.89
流动资产	**107.91**	**50.13**	**105.82**	**47.46**

长期债权投资	29.49	13.70	29.68	13.32
长期投资	**30.92**	**14.36**	**31.11**	**13.95**
其他长期资产	76.39	35.48	85.95	38.55
无形资产及其他资产	**76.45**	**35.51**	**86.01**	**38.58**
资产总额	**215.29**	**100.00**	**222.94**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

2017 年底，公司流动资产 105.82 亿元，较上年底减少 1.94%，主要是由于应收账款和其他流动资产的减少。公司存货 62.54 亿元，较上年小幅增长 3.24%，其中 59.07 亿元为政府划入的项目建设用地使用权，3.47 亿元为未结转的代建项目开发成本，土地资产中 97.41%的土地使用权已用于抵押；公司应收账款全部为应收南阳市财政局的代建工程款，2017 年底为 4.03 亿元，同比下降 48.55%，从账龄上看，全部为两年以内的应收账款项，共计提坏账准备 0.01 亿元；公司其他应收款 17.58 亿元，较 2016 年增长 7.17%，主要为应收南阳市财政局的代垫款及应收南阳市非税收入管理局的借款等，账龄较为分散，3 年以内的占 80.10%，前 5 名欠款单位集中度高，占总额的比重为 87.53%；其他流动资产为 0.05 亿元，较 2016 年减少 5.42 亿元，为银行理财产品到期赎回所致。

2017 年底，公司长期债权投资 29.68 亿元，较上年底略有增长，全部为完工结转的仲景路、张衡东路项目、农运会配套设施及路网项目、白河治理一期工程等 BT 项目投资款；其他长期资产 85.95 亿元，较上年底增长 12.51%，主要为林地及林木资产（占 64.51%），以及公司代表南阳市政府作为出资主体，对宁西铁路复线南阳段、蒙华铁路南阳段等铁路项目投入的拆迁补偿款和出资款（占 29.16%）。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益保持稳定，仍以资本公积为主。随着代建项目投资力度的加大，公司有息债务规模呈小幅上升趋势，债务结构合理，目前债务负担仍较轻；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。

跟踪期内，公司所有者权益规模与结构保持稳定。

2017 年底，公司负债总额 101.01 亿元，较上年底增长 8.12%，主要为长期借款和长期应付款的增加。

表7 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	2.95	1.37	7.01	3.14
其他应付款	12.67	5.89	8.26	3.71
流动负债	**23.54**	**10.94**	**24.71**	**11.08**
长期借款	32.79	15.23	38.62	17.32
长期应付款	23.88	11.09	27.46	12.32
应付债券	10.80	5.02	7.20	3.23
长期负债	**69.88**	**32.46**	**76.30**	**34.22**
负债总额	**93.42**	**43.39**	**101.01**	**45.31**
资本公积	95.95	44.57	95.95	43.04
实收资本	20.00	9.29	20.00	8.97
未分配利润	5.33	2.47	5.38	2.42

所有者权益合计	121.86	56.61	121.93	54.69
负债和所有者权益合计	215.29	100.00	222.94	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动负债 24.71 亿元，较上年底增长 4.94%。公司应付账款 7.01 亿元，同比增加 4.06 亿元，主要为应付施工方的建设款项。其他应付款主要为暂借款、往来款及建设项目资金，2017 年底为 8.26 亿元，同比下降 34.78%，主要为与政府部门往来款的减少。

公司长期借款主要为国家开发银行河南省分行的抵质押借款，2017 年底为 38.62 亿元，同比增长 17.77%；应付债券全部为“13 宛城投债/PR 宛城投”待偿付余额，其中 2018 年应偿还本金 3.60 亿元已重分类至“一年内到期的非流动负债”中，2017 年底公司应付债券账面余额为 7.20 亿元；长期应付款为 27.46 亿元，其中 6.78 亿元为国开发展基金投资款、17.10 亿元为南阳市政府拨付的铁路项目出资款、3.58 亿元为公司代南阳市政府对农村信用合作联社持股权款。

2017 年底，公司全部债务为 55.11 亿元，同比增长 7.36%，以长期债务为主，债务结构合理。2017 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上年均略有上升，分别为 45.31%、31.13%和 27.31%。整体看，公司债务负担较轻。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司主营业务收入保持增长，财政补贴规模较大且持续性较好，利润总额对财政补贴依赖程度高，盈利能力弱。

2017 年，公司实现主营业务收入 9.95 亿元，较上年增长 8.38%；同期，公司主营业务成本同步增长。

2017 年，公司期间费用为 2.81 亿元，较上年小幅增长 1.96%。期间费用占主营业务收入的 28.23%，较上年小幅下降，但占比仍然较高，公司期间费用控制能力有待改善。

非经常性损益方面，公司收到政府补助规模较大且持续性较强，2017 年为 3.07 亿元，对公司利润总额影响很大。2017 年公司利润总额 0.31 亿元，较上年略有减少。

从盈利指标来看，由于公司净利润规模较小，公司主营业务利润率、总资本收益率和净资产收益率均较低，2017 年分别为 0.38%、2.01%和 0.26%。公司盈利能力弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动产生的现金流净额由负转正，但规模较小。为平衡代建项目投资资金需求，公司筹资力度有所加大。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助以及与关联方和政府相关部门的往来款等。2017 年，公司经营活动现金流入 15.59 亿元，较上年下降 34.38%，主要是由于与政府部门往来款的减少；同期，随着往来款的下降，公司经营活动现金流出量大幅下降至 15.04 亿元。2017 年公司经营活动现金呈现净流入，为 0.55 亿元。从收入实现质量指标来看，2017 年公司现金收入比为 45.86%，较 2016 年小幅上升，考虑到公司部分回款在“收到其他与经营活动的现金”中体现，公司收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2017 年公司投资活动现金流入为 8.37 亿元，较上年大幅下降 69.26%，主要是由于收到 BT 项目投资本金、理财产品（均计入“收回投资所收到的现金”科目）以及收到的南阳市政府拨付的铁路建设项目出资款（计入“收到其他与投资活动有关的现金”科目）的减少。同期，随着 BT 项目的完工导致投资所支付的现金减少以及购买理财产品所支付的本金的减少，公司投资活动现金流出较 2016 年下降 80.41%至 3.03 亿元。2017 年公司投资活动产生的现金流量净额为 5.34 亿元。

2017 年，公司筹资力度有所加大。公司筹

资活动现金流入为 11.42 亿元，同比增长 17.64%，全部为取得国开行贷款收到的现金。同期，公司筹资活动现金流出 12.82 亿元，较上年下降 36.94%，主要是偿还债务所支付的现金的减少以及偿还的拆借本金的减少。2017 年，公司筹资活动现金流量净额为-1.40 亿元。

5. 偿债能力

公司现金类资产较为充裕，短期债务规模较小，公司短期债务支付能力好；由于近几年公司有息债务规模较快增长，长期偿债指标弱，但考虑到股东对公司的支持力度较大，且间接融资渠道畅通，公司整体偿债风险较小。

2017 年底，公司流动比率和速动比率同比均有所下降，分别为 428.26%和 175.16%；公司经营活动现金净流量规模较小，对公司流动负债保障能力弱。公司现金类资产充裕，短期债务规模较小，2017 年底现金类资产/短期债务为 2.33 倍，公司短期债务支付能力好。

2017 年，公司 EBITDA 为 3.52 亿元；由于公司同期有息债务规模有所增长，全部债务/EBITDA 倍数略有上升，为 15.64 倍。考虑到股东对公司的支持力度较大，公司长期偿债能力尚可。

截至 2017 年底，公司获得银行授信 223.80 亿元，其中已使用额度 66.00 亿元，尚未使用额度 157.80 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2017 年底，公司对外担保余额 9.55 亿元，担保比率为 7.83%。其中 8.80 亿元为公司对南阳市高新区投资有限公司发行“16 南阳高新债”提供的保证担保，另外 0.75 亿元为对荣阳实业（南阳）有限公司的保证担保。目前被担保单位经营状况正常，公司担保比率较低，或有负债风险较小。

九、存续债券偿债能力分析

截至2017年底，公司存续债券余额10.80亿元，存续债券的短期偿债压力小，未来偿债压力集中度较小。

截至2017年底，公司一年内到期需兑付“13宛城投债/PR宛城投”分期偿付本金3.60亿元，因“13宛城投债/PR宛城投”已纳入政府一类债务，根据地方政府债务置换要求，若其于2018年8月之前选择提前兑付，公司再无其他存续债券，若未提前兑付，则2018~2020年公司每年均需偿还本金3.60亿元（即未来待偿债券本金峰值为3.60亿元）。2017年底，公司现金类资产21.62亿元；2017年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为15.59亿元、0.55亿元和3.52亿元，对公司存续债券保障情况如下表。整体看，公司存续债券的短期偿债压力小，未来集中偿付压力较小。

表8 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	3.60
未来待偿债券本金峰值	3.60
现金类资产/一年内到期债券余额	6.01
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	4.33
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.15
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.98

资料来源：联合资信整理

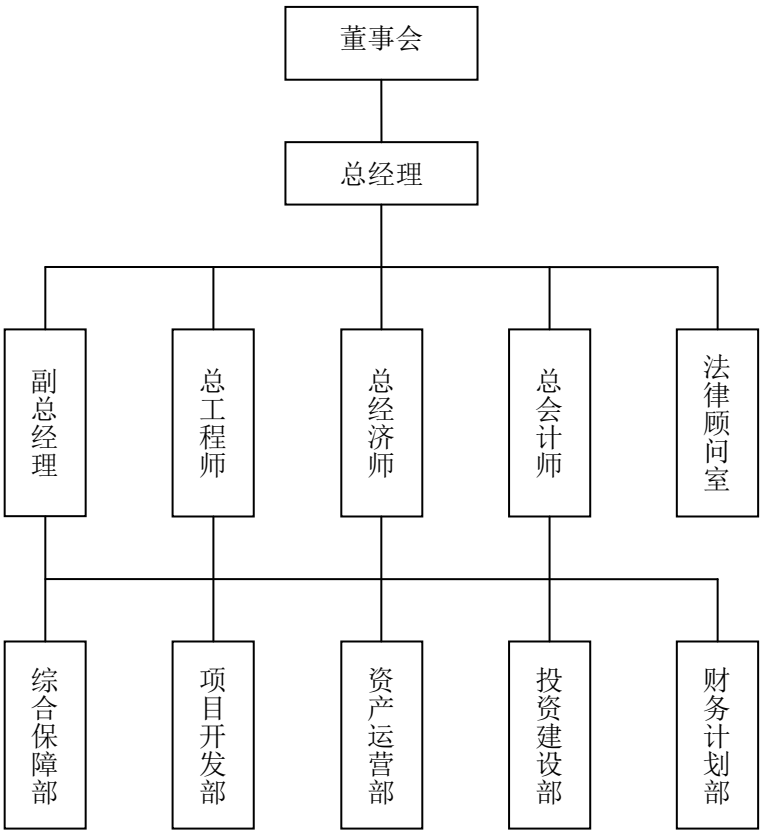
十、结论

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由 AA 调整为 AA^+，同时将“13 宛城投债/PR 宛城投”的信用等级由 AA 调整为 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	24.30	17.13	21.62
资产总额(亿元)	212.67	215.29	222.94
所有者权益(亿元)	121.46	121.86	121.93
短期债务(亿元)	8.10	7.74	9.29
长期债务(亿元)	49.45	43.59	45.82
全部债务(亿元)	57.55	51.33	55.11
主营业务收入(亿元)	9.83	9.19	9.95
利润总额(亿元)	0.11	0.40	0.31
EBITDA(亿元)	3.68	3.35	3.52
经营性净现金流(亿元)	10.80	-9.29	0.55
财务指标			
销售债权周转次数(次)	2.41	1.58	1.68
存货周转次数(次)	0.17	0.15	0.16
总资产周转次数(次)	0.05	0.04	0.05
现金收入比(%)	98.25	41.98	45.86
主营业务利润率(%)	0.44	0.10	0.38
总资本收益率(%)	2.06	1.96	2.01
净资产收益率(%)	0.09	0.33	0.26
长期债务资本化比率(%)	28.93	26.35	27.31
全部债务资本化比率(%)	32.15	29.64	31.13
资产负债率(%)	42.89	43.39	45.31
流动比率(%)	384.17	458.34	428.26
速动比率(%)	198.76	201.06	175.16
经营现金流动负债比(%)	34.05	-39.48	2.24
全部债务/EBITDA(倍)	15.62	15.33	15.64

附件 3　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	
主营业务收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/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%
主营业务利润率	（主营业务收入-主营业务成本-主营业务税金及附加）/主营业务收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+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

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 4-1　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 4-2　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 4-3　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。