跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1142 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持沛县城市投资开发有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“15 沛县城投债/15 沛城投”AA 的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十七日

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

沛县城市投资开发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

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 沛县城投债/15 沛城投	9 亿元	2015/11/10-2022/11/10	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 6 月 27 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	0.84	1.06	11.45
资产总额(亿元)	54.22	59.72	90.86
所有者权益(亿元)	34.27	35.02	40.11
短期债务(亿元)	2.00	3.39	4.22
全部债务(亿元)	8.00	11.62	24.19
营业收入(亿元)	3.91	4.21	4.52
利润总额 (亿元)	0.91	0.81	1.23
EBITDA(亿元)	1.36	1.47	1.67
经营性净现金流(亿元)	-5.55	-1.07	-1.59
营业利润率(%)	13.49	13.21	13.42
净资产收益率(%)	2.31	2.14	2.72
资产负债率(%)	36.79	41.36	55.85
全部债务资本化比率(%)	18.92	24.91	37.62
流动比率(%)	1081.70	797.12	396.04
全部债务/EBITDA(倍)	5.88	7.90	14.47
经营现金流动负债比(%)	-112.06	-14.42	-6.97

分析师

王 治　王 康
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，沛县城市投资开发有限公司（以下简称“沛县城投”或“公司”）作为江苏省徐州市沛县辖区范围内城市基础设施建设、保障性住房及安置房建设的重要主体，业务开展具有区域垄断性，在区域经济环境、政府支持等方面具有持续、显著的优势。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，公司债务规模增长、整体盈利能力较弱以及未来资本支出较大等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

2015年以来，随着地方政府债务置换工作的推进及城投公司自身融资环境的改善，城投行业债务周转能力有所增强，流动性压力有所降低。未来随着沛县财政实力的不断增强，公司工程及安置房建设力度的加大，公司的收入规模有望持续增长。“15沛县城投债/15沛城投”债券设置了分期提前还款安排，有效降低了公司资金集中偿付压力。

综合考虑，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 沛县城投债/15 沛城投”AA 的信用等级。

优势

1. 沛县区域经济财力稳定增长，地方债务比率较低。
2. 公司是沛县辖区范围内城市基础设施建设、安置房建设的重要主体，具有区域垄断优势。
3. 公司得到政府在土地资产注入、政策等方面的大力支持。

关注

1. 公司整体盈利能力较弱，利润总额受财政补贴影响大。
2. 公司未来资本支出较大，对外部筹资具有

一定的依赖。

3. 公司存货中土地开发成本在资产总额中占比较大，公司整体资产流动性一般。
4. 公司主要业务板块均为不定期结算，受政府结算周期影响较大，现金收入质量一般。

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）与沛县城市投资开发有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与沛县城市投资开发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，未因沛县城市投资开发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沛县城市投资开发有限公司提供，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沛县城市投资开发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、主体概况

沛县城市投资开发有限公司（以下简称“公司”或“沛县城投”）于 2008 年 10 月 17 日由股东沛县人民政府出资组建，为市属国有独资公司，经江苏省沛县市场监督管理局批准，取得统一社会信用代码 320300000203388 号企业法人营业执照；2015 年，沛县财政局向公司注资 4.00 亿元，计入实收资本，截至 2015 年底公司实收资本 7.00 亿元。2015 年底工商未变更，尚未验资，款项已收到。

公司目前主要负责沛县辖区范围内保障性住房建设和基础设施建设等任务。

截至 2015 年底，公司下设人力资源部、产权经营部、资本运营部、项目策划部、财务监管部、网络信息部、业务发展部、驻外办事处以及办公室共九个部门。公司 2015 年新增 7 家子公司，共计 10 家子公司。新增子公司均为通过投资设立形式取得，且经营业务为承接之前公司的业务，对财务可比性影响较小。

表 1 截至 2015 年底子公司情况

企业名称	业务性质	实收资本（万元）	持股比例(%)
汉文化旅游	旅游开发建设	20000	83.08
汉源农村建设	农田水利等开发建设	26000	76.92
泗水水利建设	水利和内河港口工程建设	42000	75.70
汉隆供热	热力生产和供应	12000	68.00
汉源医疗用品	医疗设备销售	1000	100
康美医药	药品零售	1000	100
沛泽建设	市政设施建设	20000	100
歌风城镇建设	市政设施建设	20000	27.46
汤沐城镇建设	市政设施建设	100000	100
康乐养老服务	老年人养护服务	1000	100

资料来源：审计报告

注：后7家为新增子公司

截至 2015 年底，公司资产总额 90.86 亿元，所有者权益合计 40.11 亿元；2015 年公司实现营业收入 4.52 亿元，利润总额 1.23 亿元。

公司注册地址：沛县歌风路 6 号；法定代表人：符广运。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，我国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，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）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示我国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，我国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，我国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明我国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，我国固定资产投资

（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，我国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；我国消费与人均收入情况大致相同，我国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，我国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。我国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是我国“十三五”开局之年，我国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

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调整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. 区域经济分析

沛县，又名沛泽县，徐州市下辖县，位于江苏省徐州市西北部，处于苏、鲁、豫、皖四省交界之地，东靠微山湖，西邻丰县，南接铜山区，北接山东省鱼台，处于淮海经济区的中心部位和华北平原的东南边缘，为华东地区最大煤炭工业基地的重要组成部分、全国重要的

农产品生产及加工基地。沛县水脉纵横，是滨湖之城、绿色之都，沛城东距中国北方最大的淡水湖—微山湖不足 5 公里，拥有 62 公里湖岸线、400 平方公里湖面。

根据人民政协网发布的 2015 年中国百强县市排行榜，沛县综合实力居中国百强县第 75 位。2015 年，沛县全县完成地区生产总值 605.84 亿元，按可比价格计算，比上年增长 10.5%。其中，第一产业增加值 85.39 亿元，增长 2.5%；第二产业增加值 278.11 亿元，增长 11.0%；第三产业增加值 242.34 亿元，增长 12.2%。产业结构持续优化,三次产业结构比例从 2014 年的 14.2:46.2:39.6 调整为 2015 年的 14.1:45.9:40。2015 年完成规模以上固定资产投资 487.09 亿元，比上年增长 19.1%。其中工业投资 331.29 亿元，增长 24.2%。

3. 政府财政实力及债务负担

2013~2015 年，沛县地方公共财政收入快速增长，近三年分别为 46.01 亿元、53.13 亿元和 59.30 亿元；其中税收收入分别为 39.18 亿元、44.66 亿元和 49.68 亿元，占地方公共财政收入分别为 85.16%、84.06%以及 83.78%，税收收入占比下降。

表 2 沛县地方政府本级财力（单位：万元）

地方财力（2015 年度）	2013 年	2014 年	2015 年
（一）公共财政收入	460122	531284	593024
1．税收收入	391848	446612	496826
2．非税收入	68274	84672	96198
（二）转移支付和税收返还收入	266614	289645	300107
1．一般性转移性支付收入	148092	170471	190462
2．专项转移性支付收入	103099	103853	94340
3．税收返还收入	15423	15321	15305
（三）国有土地使用权出让收入	256280	284461	244342
1.国有土地使用权出让金	242546	271009	234871
2.国有土地收益基金	12758	14599	11920
3.农业土地开发资金	976	528	481
4.新增建设用地有偿使用费		-1675	-2930
（四）预算外财政专户收入	195		
地方综合财力=（一）+（二）+（三）	983211	1105390	1137473

资料来源：沛县财政局提供

政府负担方面，沛县地方政府债务由直接债务和担保债务构成，截至 2015 年底，沛县地方政府债务余额 31.39 亿元，债务率（地方政府债务余额÷地方综合财力×100%）为 27.60%。总体来看，沛县地方政府债务负担轻。

表 3 沛县地方政府本级财力及债务余额（单位：万元）

地方财力（2015 年度）	金额	地方债务（截至 2015 年底）	金额
（一）公共财政收入	593024	（一）直接债务余额	230000
1．税收收入	496826	1．国债转贷资金	37
2．非税收入	96198	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	300107	3．国内金融机构借款	80500
1．一般性转移性支付收入	190462	（1）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	29500
2．专项转移性支付收入	94340	（2）政府直接借款	51000
3．税收返还收入	15305	4．债券融资	137700
（三）国有土地使用权出让收入	244342	（1）中央代发地方政府债券	117700

1.国有土地使用权出让金	234871	5．粮食企业亏损挂账	
2.国有土地收益基金	11920	6．向单位、个人借款	74
3.农业土地开发资金	481	7．拖欠工资和工程款	11167
4.新增建设用地有偿使用费	-2930	8．其他	523
（四）预算外财政专户收入		（二）担保债务余额	167861
		1．政府担保的国内金融机构借款	103800
		2．政府担保的融资平台债券融资	60000
		3．其他	4061
地方综合财力=（一）+（二）+（三）	1137473	地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	313930.5
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		27.60%	

资料来源：沛县财政局提供

总体来看，近年来沛县经济平稳发展，地方综合财力稳步提升，其中地方公共财政收入持续增长，沛县政府债务负担较轻。总体来看，上述外部环境有利于公司业务的持续发展。

五、基础素质分析

1. 企业规模与竞争力

公司作为沛县城市基础设施建设、保障性住房及安置房建设的投融资主体，业务具有区域垄断性。在当前国家全力推进城乡一体化建设、保障房建设和棚户区改造的背景下，公司从政策、资金等方面获得了国家、省及地方政府的大力支持。随着沛县经济的不断发展，居民改善居住条件的需求不断增加，城乡一体化和保障性住房建设力度将会持续加大，公司获得县政府的政策扶持强度不断提高，公司在城市基础化建设、保障性住房及安置房建设行业中的龙头地位也会进一步巩固和提升。

2. 人员素质

跟踪期内，公司在高层人员无重大变动。截至 2015 底，公司拥有在岗员工 35 人。其中：大专员工 13 人，本科及以上员工 22 人；30 岁以下员工 6 人，30 至 50 岁员工 29 人。

3. 政府支持

2015 年，公司获得沛县财政局增加实收资本金 4 亿元，15 年底工商未变更，尚未验资，款项已收到。

2015 年，公司获得政府补助 1 亿元，计入营业外收入。

六、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构和管理体制上无重大变动。

七、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司经营发展主要内容为委托代建政府项目、保障性住房及安置房建设，2015 年，公司工程收入 3.86 亿元，占主营业务收入的 85.40%，安置房收入 0.66 亿元，占主营业务收入的 14.60%。

表 4 公司 2013~2015 年主营业务收入及成本情况（单位：万元，%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
工程收入	--	--	--	3922.46	3268.72	16.67	38587.76	32156.47	16.67
安置房收入	39021.07	32517.56	16.67	38160.00	31800.00	16.67	6599.44	5499.53	16.67
合计	39021.07	32517.56	16.67	42082.46	35068.72	16.67	45187.20	37656.00	16.67

资料来源：审计报告

2015年公司主营业务毛利率仍为16.67%。跟踪期内安置房收入大幅下降，因 2014 年安置房收入为北孔庄小区相关收入，该项目已结束；2015 年安置房收入为民富园小区相关收入，该项目处于初期；跟踪期内，因公司承接工程量加大，公司工程施工收入大幅增长。

工程板块方面，公司与沛县交通运输局签订了《委托代建合同》。该合同明确规定了沛县城区内的“西北绕城公路、环湖西路沛县段、东环路及西环路南段、徐沛快速通道”等 4 项工程的基础设施建设委托公司代建。委托人以公司实际完成项目的投资额加成 15%与公司不定期结算，并按结算金额的 90%支付；工程完工验收后，根据审计结果，调整实际结算金额。工程竣工审计后支付全额款项的 95%，余款 5%作为质检费一年后支付。收入确认方面，工程施工阶段，公司施工成本在存货-工程施工成本中体现，工程完工，收到发包方款项后，计营业收入。

安置房板块方面，公司与沛县住房和城乡建设局签订了《委托代建合同》。该合同明确规定了沛县城区内的“展览馆、民福园小区、惠民小区（二期高层）、北孔庄二期、马元小学”等工程的基础设施建设及安置小区建设管理委托公司代建。委托人以公司实际完成项目的投资额加成 18%与公司不定期结算，并按结算金额的 90%支付；工程完工验收后，根据审计结果，据据实调整实际结算金额。工程竣工审计后支付全额款项的 95%，余款 5%作为质检费一年后支付。收入确认方面，工程施工阶段，公司施工成本在存货-工程施工成本中体现，工程完工，收到发包方款项后，计营业收入。

公司与沛县土地储备发展中心签订了《委托代建合同》。该合同明确规定了沛县辖区内的“新四中、樊井公园、安泰小区、中心商务区、惠民二期、阳光四期”建设项目委托给公司实施代建管理。委托人以公司实际完成项目的投资额加成 18%与公司不定期结算，并按结算金额的 90%支付；工程完工验收后，根据审计结果，据据实调整实际结算金额。工程竣工审计后支付全额款项的 95%，余款 5%作为质检费一年后支付。

公司目前上述合同中主要在建项目如下表所示，其余项目民福园小区、惠民小区（二期高层）、新四中、樊井公园、安泰小区以及中心商务区已经完工确认收入并收到部分相关款项，其余部分计入应收账款（2015 年存货中在建工程转结 3.37 亿元；主营业务成本 3.77 亿元，主营业务收入 4.52 亿元，经营活动现金流入量 3.86 亿元，剩余 0.66 亿元计入应收账款）。截至 2015 年底公司主要在建项目总额为 30.34 亿元，已投资 6.14 亿元公司仍需投入 23.90 亿元。总体来看，公司未来资本性支出规模较大，公司对外部筹资具有一定的依赖。

表 5 公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资
徐沛快速通道	102700.00	21891.78
西北绕城公路	65864.00	9070.62
东环路及西环路南段	13000.00	9009.16
环湖西路沛县段	12800.00	4610.41
展览馆	4900.00	1266.40
北孔庄二期	62100.00	2120.35
马园小学	4000.00	7027.86
惠民二期	15000.00	1603.49
阳光四期	20000.00	4772.88
总计	300364.00	61372.95

资料来源：公司提供

2. 未来发展

自 2015 年起，沛县县委、县政府决定实施总投资 438 亿元的 135 项三重一大项目。2015 年公司已完成当年投资。其中，公司指标任务包括徐沛快速通道沛县段工程包括新建一级公路 28.918 公里，桥梁 12 座及其他配套设施（含沛公路东延）；文化艺术中心内装及绿化工程包括“三馆一院”6.3 万平方米内装施

工；北孔庄安置小区二期工程包括建设安置楼20栋；夕阳红老年公寓包括总建筑面积5.8万平方米；睦领中心建设工程包括新建睦领中心及地下菜市场、安置房、商品房等建筑面积23万平米、拆迁面积5万平米；安国湿地二期工程完善各类生态净化设施。公司未来资本性支出规模较大，公司对外部筹资具有一定的依赖。

八、债券募集资金使用和债权保护情况分析

1. 存续期债券概况

公司于2015年11月10日发行人民币债券9亿元，债券简称“15沛县城投债/15沛城投”，债券为7年期固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利。本期债券采用提前偿还方式，从第3个计息年度开始偿还本金，每个计息年度末偿还本金的20%。票面利率为5.20%。

2. 存续期债券投资项目进展情况

“15沛县城投债/15沛城投”债券募集资金9亿元人民币，计划全部用于沛县老城区改造一期工程项目，目前因项目进程处在初期，已支付项目资金为2.2亿元，具体明细如下：1、歌风小区东地块项目完成投资金额6300万元，占工程静态总投资比例的23.40%。2、东风东路北地块项目完成投资金额15700万元，占工程静态总投资的比例为25.66%。其余资金尚未使用。

3. 债权保护条款

公司与中国农业发展银行沛县支行（下称“农发沛县分行”或“监管银行”）签署了《2014年沛县城市投资开发有限公司公司债券募集资金及偿债资金专项账户监管协议》，公司为本期债券在监管银行设立“募集资金专项账户”与“偿债资金专项账户”。

募集资金专项账户专门用于存放公司发行本期债券所募集的资金，不得用作其他用途。公司需从募集资金专项账户中提取资金的，应提前5个工作日向农发沛县分行提交用款申请及资金用途证明，资金按照《募集说明书》中披露的用途做到专款专用。

农发沛县分行依法对本期债券募集资金专项账户履行账户资金余额等信息通知职责、资金使用是否符合本期债券《募集说明书》要求的监管职责、资金异常变动通知职责及协议约定的其他职责。

偿债资金专户专门用于归集偿还本期债券的本金和利息，除本期债券的本金兑付和支付债券利息以及银行结算费用外，偿债资金专户资金不得用于其他用途。

偿债资金专户资金来源于公司日常运营所产生的现金流，公司将于每年还本付息日前10个工作日，提取当前应还本付息金额，并保证偿债资金专户有足额的资金来支付当期债券本息。农发沛县分行应在每年还本付息日前二十个工作日，向公司发出书面划款通知；并应在每年还本付息日前第十个工作日，将公司偿债资金专户资金情况以书面方式通知本期债券的主承销商和债权代理人。如偿债资金专户的资金不足，主承销商和债权代理人应及时向债券持有人公告，并采取必要措施督促甲方足额提取当前还本付息金额。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2012~2014年财务报告以及2015年财务报告经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见审计报告。2012~2014年，公司合并范围新增子公司沛县泗水水利建设有限公司（以下简称“泗水水利”），泗水水利注册资本1.7亿元，公司2015年新增7家子公司，共计10家子公司。新增子公司均为通过投资设立形式取得，且经营业务为承接之前公司的业务，对财务可比性影响较小。总体来看，公司合并范围变化对财务数据可比性并无重大影响。

截至2015年底，公司资产总额90.86亿元，

所有者权益合计 40.11 亿元；2015 年公司实现营业收入 4.52 亿元，利润总额 1.23 亿元。

2. 盈利能力

2015年，公司营业收入4.52亿元，同比增长7.37%，公司2015年营业收入主要为安置房收入以及工程收入。

从期间费用来看，2015年，公司期间费用为0.47亿元，较2014年下降0.12亿元，占营业收入的比重也从2014年的13.99%降至2015年的10.40%。从期间费用各分项来看，公司无销售费用，管理费用有所增长，财务费用下降较明显，导致公司期间费用总体有所下降，公司期间费用控制能力有所增强。

2015年公司营业利润率为13.42%，较2014年上升0.21个百分点。同时随着公司营业收入的增长，期间费用的下降，公司2015年利润总额快速上升至1.23亿元，同比增长51.64%。

从盈利指标来看，2015年公司营业利润率、总资本收益率以及净资产收益率分别为13.42%、2.38%和2.72%，较2014年相对稳定。

2015年公司利润总额快速上升至1.23亿元；公司营业外收入主要为政府部门补助，2015年为1.00亿元，公司利润总额受财政补助影响较大。

总体来看，2015年公司营业收入有所增长，且期间费用有所下降，导致利润总额快速增长。利润总额受财政补贴影响大。

3. 现金流

2015年，公司经营活动现金流入21.61亿元，同比增长198.17%。增长主要来自于由工程量增加导致的大量的收到其他与经营活动有关的现金（往来款）及时到位所致；而在经营活动现金流出方面，2015年公司经营活动现金流出23.20亿元，同比增加179.01%，同样因为工程量增到导致的大量购买商品、接受劳务支付的现金。2015年公司经营活动产生的现金流量净额为-1.59亿元。2015年公司现金收入比为85.42%，同比增加28.33个百分点，收入现金实现质量较2014年有所增强。

从投资活动来看，2015年投资活动现金流入为收回投资收到的现金0.80亿元；同期公司投资活动现金流出为2.35亿元，主要为投资支付的现金。2015年投资活动产生的现金流量净额为-1.55亿元。

筹资活动方面，2015年，公司筹资活动现金流入量21.24亿元，同比增长239.96%，其中主要吸收投资4.00亿元、取得借款6.25亿元、发行债券9.00亿元。而在筹资活动现金流出方面，随着公司债务规模的逐步扩大，公司2015年筹资活动流出现金9.30亿元，同比增长252.60%。其中包括偿还债务支付的现金2.32亿元、分配股利、利润或偿付利息支付的现金0.80亿元以及支付其他与筹资活动有关的现金6.19亿元。筹资活动现金流量净额为11.93亿元。

总体来看，公司经营活动现金流入量快速增加，净额持续为负；公司收入现金实现质量有所增强。2015 年筹资活动前现金净流量为-3.14 亿元，为平衡经营和投资活动资金需求，公司对外部融资需求要求较大。

4. 资产质量

跟踪期内，公司资产总额快速增长，截至2015 年底公司资产总额 90.86 亿元，同比增长52.14%，其中流动资产占 99.21%，非流动资产占 0.79%。

流动资产

跟踪期内，公司流动资产快速增长，截至2015 年底，公司流动资产合计 90.15 亿元，同比增长 53.00%。公司流动资产主要构成为货币资金（占 10.10%）、应收账款（占 2.74%）、其他应收款（占 14.12%）、存货（占 68.65%）以及其他流动资产（占 1.78%）。

截至 2015 年底，公司货币资金总额 9.10 亿元，同比增长 3362.52%。公司货币资金中现金 18.23 万元，银行存款 9.06 亿元以及其他货

币资金 0.04 亿元。其他货币资金为使用受限的银行承兑汇票保证金。

跟踪期内，公司应收账款快速增长，截至 2015 年底为 2.47 亿元，同比增长 36.50%。公司不计提坏账准备。应收账款构成方面，截至 2015 年底公司应收账款由应收沛县土地储备发展中心的 1.81 亿元往来款以及应收沛县住房和城乡建设局的 0.66 亿元往来款组成，实际为待结算工程款。应收账款单位为政府单位，不能回收的风险小。

跟踪期内，公司其他应收款快速增长，截至 2015 年底为 12.73 亿元，同比增长 53.24%。账龄上看，公司 1 年以内的其他应收款占 87.75%，2~3 年的占 10.59%，其他的占 1.66%。公司其他应收款主要为沛县锦丰生态农业有限公司、沛县中小河流治理工程建设处、沛县房屋综合开发总公司、沛县房屋征收办公室以及江苏双信建筑工程有限公司等单位的往来款，前五名占总款项的 75.68%。

跟踪期内，公司存货快速增长，截至 2015 年底为 61.89 亿元，同比增长 39.34%。公司存货中工程施工占 16.80%，土地开发成本占 83.20%。公司工程施工主要为徐沛快速通道、夕阳红项目、西北绕城公路以及东环路及西环路南段等项目。公司土地资产中，已经抵押的土地资产占比为 55.15%。

非流动资产

近三年，公司非流动资产有所减少，截至 2015 年底为 0.72 亿元，同比减少 10.68%。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 89.68%）和递延所得税资产（占 9.55%）构成。

截至 2015 年底公司长期股权投资总额 0.64 亿元，被投资单位分别为沛县汉源农村小额贷款有限公司、沛县锦丰生态农业有限公司和沛县汉源中小企业服务有限公司。

截至 2015 年底，公司递延所得税资产总计 0.07 亿元，全部为其他应收款坏账准备。

总体来看，公司流动资产占比较高，存货及其他应收款在整体资产中占比较大，公司整体资产质量一般。

5. 负债及所有者权益

负债

跟踪期内，公司负债总额快速增长，截至 2015 年底，公司负债合计 50.75 亿元，同比增长 105.48%。其中流动负债占 44.85%，非流动负债占 55.15%，公司负债以非流动负债为主。

流动负债方面，截至 2015 年，公司流动负债总额 22.76 亿元，同比增长 207.94%，主要由应付票据（占 2.37%）、应付账款（占 12.33%）、其他应付款（占 63.89%）和一年内到期的非流动负债（占 15.29%）为主。

截至 2015 年底，公司应付票据 0.54 亿元，其中 4 百万元为银行承兑汇票，5 千万元为商业承兑汇票（由公司购买的一款理财产品提供质押）。

跟踪期内，公司应付账款快速增长，截至 2015 年底为 2.81 亿元，同比增长 129.57%。账龄上看，1 年以内的占 97.71%，1 至 2 年的占 1.91%，2 至 3 年的占 0.21%，3 年以上的占 0.17%。公司应付账款主要为应付沛县文化中心、江苏易龙置业有限公司（往来款）、暂估北孔庄小区、暂估写字楼以及江苏中盛建设集团有限公司的工程款，前五名占应付账款总额的 98.72%。

跟踪期内，公司其他应付款快速增长，截至 2015 年底为 14.54 亿元，同比增长 661.97%。账龄上看，1 年以内的占 93.07%，1 至 2 年的占 6.92%，其余占 0.01%。公司其他应付款主要为与沛县财政局、沛县六星贸易有限公司、沛县人民医院、沛县汉源农业发汗有限公司以及沛县城镇财政所等单位的往来款，前五名占其他应付款总额的 56.76%。

跟踪期内，公司一年内到期的非流动负债快速增长，截至 2015 年底为 3.48 亿元，同比增长 46.84%，其中抵押借款 3.18 亿元（使用土地使用权进行抵押），保证借款 0.30 亿元。

非流动负债方面，2015 年，公司非流动负

债快速增长，截至 2015 年底，公司非流动负债合计 27.99 亿元，同比增长 61.72%，其中长期借款占 39.50%，应付债券占 31.86%，专项应付款占 28.64%。

跟踪期内，公司长期借款快速增长，截至 2015 年底公司长期借款合计 11.06 亿元，同比增长 34.33%，其中信用借款 1.25 亿元，抵押借款 9.81 亿元（使用土地使用权进行抵押）。

2015 年，公司发行面值为 9 亿元的 2015 年沛县城市投资开发有限公司公司债券，票面利率为 5.20%，截至 2015 年底债券余额为 8.92 亿元。

跟踪期内，公司专项应付款有所减少，截至 2015 年底为 8.02 亿元，同比减少 11.68%，全部为安置房回购款。

有息债务方面，截至 2015 年底公司全部债务 24.19 亿元，同比增长 108.23%，其中短期债务 4.22 亿元，长期债务 19.97 亿元（同比增长 142.66%）。

2015 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率分别为 55.85%、37.62%、33.24%，分别较 2014 年上升 14.49、12.71 以及 14.21 个百分点。

总体来看，公司负债规模增长较快，以长期债务为主，整体债务负担尚可。

所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益快速增长，截至2015年底为40.11亿元，同比增长14.53%。其中实收资本占17.45%、资本公积占70.13%、盈余公积占1.42%、未分配利润占9.85%、少数股东权益占1.15%。

2015 年，沛县财政局向公司注资 4.00 亿元，计入实收资本，截至 2015 年底公司实收资本 7.00 亿元。2015 年底工商未变更，尚未验资，款项已收到。

总体来看，公司所有者权益中资本公积占比较大，整体稳定性较好。

6. 偿债能力

从短期偿债能力来看，2015年，公司流动比率、速动比率分别为396.04%、124.14%，较2014年分别下降401.08以及72.10个百分点。2015年公司经营现金流动负债比为-6.97%、，公司经营活动对短期债务没有覆盖能力。但公司经营性现金流入量对短期债务覆盖能力强，且短期债务规模较小。总体来看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力来看，2015年，公司EBITDA 为1.67亿元，全部债务/EBITDA 为14.47倍，EBITDA 对全部债务保障能力差，但考虑到政府对公司支持力度较大，且公司项目后续可带来收入的项目总量较大，整体偿债能力较好。EBITDA 对本期债券总额的覆盖倍数为0.19倍，对分期偿债额度的覆盖倍数为0.93倍。公司 EBITDA 对本期债券覆盖能力一般。但公司经营性现金流入量较大，可以对分期偿付额度形成有效覆盖，公司对本期债券偿付呢管理较好。

截至2016年3月底，公司共获得各商业银行授信4.5亿元，已经使用1.72亿元。公司融资渠道全部为银行贷款，总额较小，融资渠道亟待拓宽。

截至2016年3月底，公司对外担保17.19亿元，担保比率为42.86%，被担保企业主要为国有资产企业，且目前经营情况正常。公司担保比率较高，存在一定或有负债风险。

表6 截至2016年3月底企业对外担保明细
（单位：万元）

被担保公司	担保金额	担保期限
沛县泗水水利建设有限公司	33207.00	2015.11.20-2023.11.16
沛县汉源农村建设有限公司	14000.00	2012.12.20--2022-12-19
沛县自来水公司	14000.00	2014.07.14--2019-7-13
沛县公共交通发展有限公司	500.00	2015.11.01--2016-11-1
沛县汉源农村建设有限公司	32444.28	2013.04.01-2019.03.01
沛县自来水公司	23701.80	2014.07.14--2019-7-13
沛县锦丰生态农业有限公司	21000.00	2014.12.16-2020.11.16
江苏和鼎建设工程有限公司	3000.00	2016.02.05-2016.08.04
合计	**171853.08**	

资料来源：公司提供

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的 2016 年 06 月 15 日中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码为 G1032032200041840Q），公司有 4 笔已结清关注类贷款，系国家开发银行将公司列入平台公司所致。公司过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及徐州市沛县发展及财力水平、沛县政府对于公司在政策、资产划拨、资金划拨等方面支持的综合分析，公司整体抗风险能力较强。

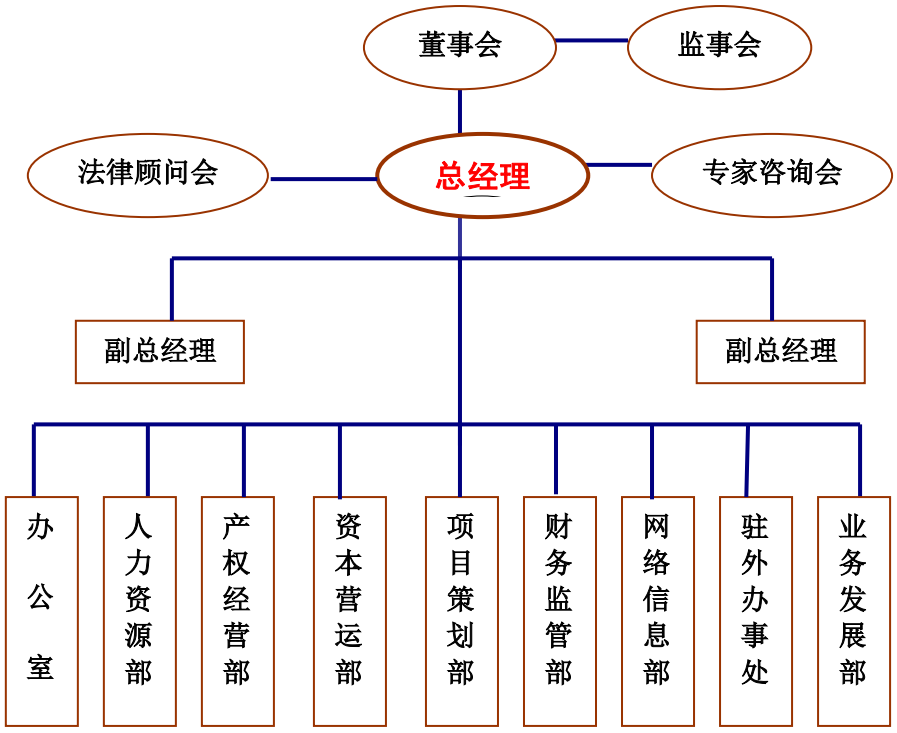
十、结论

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级维持 AA，评级展望为稳定；维持 “15 沛县城投债/15 沛城投”AA 的信用等级。

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	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	0.84	1.06	11.45
资产总额(亿元)	54.22	59.72	90.86
所有者权益(亿元)	34.27	35.02	40.11
短期债务(亿元)	2.00	3.39	4.22
长期债务(亿元)	6.00	8.23	19.97
全部债务(亿元)	8.00	11.62	24.19
营业收入(亿元)	3.91	4.21	4.52
利润总额(亿元)	0.91	0.81	1.23
EBITDA(亿元)	1.36	1.47	1.67
经营性净现金流(亿元)	-5.55	-1.07	-1.59
财务指标			
销售债权周转次数(次)		4.66	2.12
存货周转次数(次)	0.09	0.08	0.07
总资产周转次数(次)	0.08	0.07	0.06
现金收入比(%)	100.00	57.09	85.42
营业利润率(%)	13.49	13.21	13.42
总资本收益率(%)	2.94	3.02	2.38
净资产收益率(%)	2.31	2.14	2.72
长期债务资本化比率(%)	14.90	19.03	33.24
全部债务资本化比率(%)	18.92	24.91	37.62
资产负债率(%)	36.79	41.36	55.85
流动比率(%)	1081.70	797.12	396.04
速动比率(%)	287.64	196.24	124.14
经营现金流动负债比(%)	-112.06	-14.42	-6.97
EBITDA 利息倍数(倍)	3.03	2.23	3.77
全部债务/EBITDA(倍)	5.88	7.90	14.47
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.65	0.77	2.40
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.62	-0.12	-0.18
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.15	0.16	0.19

附件 3 有关计算指标的计算公式（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	（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
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%
本期债券偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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 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，银行间债券市场中长期债券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。

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