跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1110 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

二零一七年六月二十六日

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

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

债券名称	债券余额	起息日	期限	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	7 年	AA	AA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	1.06	11.45	13.10
资产总额(亿元)	59.72	90.86	137.59
所有者权益(亿元)	35.02	40.11	63.58
短期债务(亿元)	3.39	4.22	9.91
长期债务（亿元）	8.23	19.97	42.08
全部债务(亿元)	11.62	24.19	51.99
营业收入(亿元)	4.21	4.52	9.90
利润总额 (亿元)	0.81	1.23	2.24
EBITDA(亿元)	1.47	1.67	2.28
经营性净现金流(亿元)	-1.07	-1.59	-17.10
营业利润率(%)	13.21	13.42	14.20
净资产收益率(%)	2.14	2.72	2.59
资产负债率(%)	41.36	55.85	53.79
全部债务资本化比率(%)	24.91	37.62	44.99
流动比率(%)	797.12	396.04	426.87
经营现金流动负债比(%)	-14.42	-6.97	-53.61
全部债务/EBITDA(倍)	7.90	14.47	22.77

分析师

王 康　王 超

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

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、保障性住房建设的重要主体，具有较强的业务专营性，在区域地位、政府支持等方面具有持续、显著的优势。沛县财政实力较强，随着沛县基础设施建设的力度不断加大，公司的收入及利润规模有望持续增长。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，公司有息债务规模大幅增长、整体盈利能力较弱以及未来投资支出较大等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

“15沛县城投债/15沛城投”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。2016年，公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为分期偿还额度的1.27倍和6.54倍，覆盖能力尚可。

综合考虑，联合资信确定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”的信用等级为 AA。

优势

1. 沛县区域经济稳定增长，地方财政实力较强，为公司提供良好的外部环境。
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，具有区域专营性。
3. 跟踪期内，公司得到政府在资本金注入、土地资产注入以及财政补助等方面的大力支持。

关注

1. 公司资产中土地类资产及项目投入占比较大，流动性一般。
2. 公司整体盈利能力较弱，利润总额受财政补贴影响大。

3. “15 沛县城投债/15 沛城投”募投项目进展缓慢，未能按时完工。
4. 公司未来投资较大，有息债务规模大幅增长，债务负担有所加重。

声　明

一、本报告引用的资料主要由沛县城市投资开发有限公司（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。

沛县城市投资开发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沛县城市投资开发有限公司（以下简称“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

公司于 2008 年由股东沛县人民政府出资组建，初始实收资本 2.00 亿元，后经多次增资，2016 年底，公司实收资本 10.00 亿元、注册资本 20.00 亿元。公司股东及实际控制人为沛县人民政府。

公司经营范围：房地产开发。对基础设施建设、房地产项目、旅游开发项目的投资；拆迁安置；授权范围内的国有资产管理；农田水利建设；房屋工程建筑；市政道路工程及其他道路桥梁工程施工；园林绿化工程。（已发须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

2016 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。

2016 年底，公司合并范围内一级子公司共计 11 家，较 2015 年底新增 4 家，新增一级子公司均为通过投资设立形式取得，另外公司投资设立二级子公司 3 家，其中包括江苏丰源铝材料科技有限公司（以下简称“丰源铝材”）主营业务为铝制品加工及销售。

2016 年底，公司资产总额 137.59 亿元，所有者权益 63.58 亿元；2016 年公司实现营业收入 9.90 亿元，利润总额 2.24 亿元。

公司注册地址：沛县歌风路 6 号；法定代表人为杨铭。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2017年3月底，公司存续期内债券余额9.00亿元，跟踪期内，公司已按期偿付债券利息。

债券募投项目总投资15.09亿元，其中计划使用募集资金9.00亿元，截至2017年3月底募投项目已投资7.00亿元，全部为使用的募集资金。

募投项目原计划于2017年3月完工，由于募投项目涉及政府部门较多，相关进度推进较为缓慢，募投项目未能按时完工。募投项目原计划于2017年产生安置房销售收入及地方政府补贴收入共计3.74亿元，截至2017年3月底募投项目尚未产生收入。

表 1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	起息日	期限	债券余额	还本付息方式
15沛县城投债/15沛城投	9	2015/11/10	7	9	每年付息一次，第3~7年末每年偿还本金的20%

资料来源：联合资信整理

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. 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。

4. 区域经济与地方财力情况

经济概况

根据《2017 年沛县人民政府工作报告》，沛县 2016 年预计完成地区生产总值 660 亿元，同比增长 9%；三次产业结构由 2015 年的 14.1:45.9:40 调整至 13.8:45.8:40.4。2016 年沛县固定资产投资完成 565 亿元，同比增长 16%；一般预算收入完成 57.68 亿元，同比减少 2.73%。

农业方面，2016 年沛县国家现代农业示范区建设排名全国第四，当年新增流转土地 10.07 万亩，高效农业占比 30%，排江苏省第一位。

工业方面，2016 年沛县全年完成规模以上工业总产值 1780 亿元，同比增长 17%。

现代服务业方面，2016 年沛县实现社会消费品零售总额 245 亿元，同比增长 13%；旅游总收入 5.38 亿元，同比增长 12%；建筑业全年实现总产值 300 亿元，一级资质企业达 13 家，江苏大汉集团晋级国家级总承包特级企业。

政府财政实力及债务负担

2016 年，沛县公共财政预算收入 57.68 亿元，同比减少 2.73%，其中税收收入 45.08 亿元，受营改增的影响同比减少 9.26%；非税收

入 12.60 亿元，同比增长 31.02%。2016 年，沛县国有土地使用权出让收入 31.80 亿元，同比增长 30.15%，主要由土地使用权出让金构成；沛县上级补助收入 36.24 亿元，同比增长 20.75%。总体看，跟踪期内，沛县整体财政实力持续增强，但税收收入受营改增影响有所减少。

表 2　2014~2016 年沛县地方综合财力（单位：万元）

地方财力	2014 年	2015 年	2016 年
（一）公共财政预算收入	531284	593024	576839
1．税收收入	446612	496826	450797
2．非税收入	84672	96198	126042
（二）国有土地使用权出让收入	284461	244342	318008
1.国有土地使用权出让金	271009	234871	302713
2.国有土地收益基金	14599	11920	14612
3.农业土地开发资金	528	481	683
4.新增建设用地有偿使用费	-1675	-2930	
（三）上级补助收入	289645	300107	362366
1．一般性转移性支付收入	170471	190462	199711
2．专项转移性支付收入	103853	94340	108197
3．税收返还收入	15321	15305	54458
地方综合财力=（一）+（二）+（三）	1105390	1137473	1257213

资料来源：沛县财政局提供

政府债务负担方面，沛县地方政府债务由直接债务和担保债务构成，截至 2016 年底，沛县地方政府债务余额 33.58 亿元，同比增长 6.98%，债务率（地方政府债务余额÷地方综合财力×100%）为 27.61%，较 2015 年底的 27.60%变化不大。

表 3　截至 2016 年底沛县地方政府债务情况（单位：万元）

地方财力（2016 年度）	金额	地方债务（截至 2016 年底）	金额
（一）公共财政收入	576839	（一）直接债务余额	335508
1．税收收入	450797	1．国债转贷资金	27
2．非税收入	126042	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	362366	3．国内金融机构借款	46750
1．一般性转移性支付收入	199711	4．债券融资	285875
2．专项转移性支付收入	108197	中央代发地方政府债券	265872
3．税收返还收入	54458	5．粮食企业亏损挂账	
（三）国有土地使用权出让收入	318008	6．向单位、个人借款	
1.国有土地使用权出让金	302713	7．拖欠工资和工程款	2426
2.国有土地收益基金	14612	8．其他	430
3.农业土地开发资金	683	（二）担保债务余额	508
4.新增建设用地有偿使用费		1．政府担保的国内金融机构借款	
		2．政府担保的融资平台债券融资	
		3．其他	508
地方综合财力=（一）+（二）+（三）	1257213	地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	335762
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		27.61%	

资料来源：沛县财政局提供

总体来看，沛县经济平稳发展，地方综合财力稳步提升，政府债务负担较轻，为企业的发展提供了良好的外部环境。

六、基础素质分析

1. 股权概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生重大变化，仍为沛县人民政府。截至 2016 年底，公司注册资本 20.00 亿元，实收资本由 2015 年底的 7.00 亿元增加至 10.00 亿元。

2. 人员素质

跟踪期内，公司董事长及法人代表变更杨铭先生，其他高层管理人员无重大变动。高层管理人员变动对公司运营无重大影响。

公司董事长、法人代表杨铭先生，1979 年 12 月出生，江苏沛县人，中共党员。本科学历，历任沛县国资公司网络信息部经理、国家开发银行贷款小组副主任、沛县人民政府办公室科长、公司常务副总、财务总监。

截至 2016 底，公司拥有在岗员工 26 人。其中：大专员工 12 人，本科及以上员工 14 人；30 岁以下员工 18 人，30 至 50 岁员工 8 人。

3. 政府支持

跟踪期内，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重要主体，在资产注入以及财政补助方面获得当地政府的支持。

资产注入方面，2016 年，沛县市财政局向公司增资 3.00 亿元，公司实收资本由 2015 年底的 7.00 亿元增加至 10.00 亿元；根据沛县人民政府出具的沛政函【2016】26 号文件，沛县人民政府向公司注入 20621.163 亩土地，评估总价为 31.38 亿元，公司按评估总价扣除 40%土地出让金合计 18.83 亿元计入公司资本公积，该部分土地已全部取得土地使用权证。

财政补助方面，2016 年，公司收到政府补助 1.01 亿元，计入营业外收入。

4. 企业信用记录

根据公司提供的 2016 年 04 月 20 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。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构未发生实质变化，公司管理体制执行情况良好。

八、经营分析

1. 经营概况

2016 年，公司营业收入 9.90 亿元，其中主营业务收入 9.84 亿元，同比增长 117.71%，主要系工程施工板块完工结转工程量加大所致。2016 年公司主营业务收入主要包括工程施工收入和产品销售收入，当年未确认安置房收入。2016 年公司产品销售收入为新增二级子公司丰源铝材的铝制品销售收入。

表 4 公司 2015~2016 年主营业务收入及毛利率情况

（单位：万元，%）

项目	2015 年		2016 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
工程施工收入	38587.76	16.67	86133.37	16.26
安置房收入	6599.44	16.67	--	--
产品销售收入	--	--	12244.35	5.69
合计	45187.20	16.67	98377.72	14.94

资料来源：审计报告，联合资信整理

2. 工程施工与安置房收入

公司主要从事沛县范围内事城市基础设施建设、保障性住房及安置房建设等业务。具体业务模式为，年初沛县政府统筹安排下发任务，公司按业务所属（委托人）划分，分别与与沛县交通运输局、沛县住房和城乡建设局以及沛县土地储备发展中心等委托人签订《委托代建合同》。公司将项目投入计入存货，委托人在项目完工后，根据经审计投资额的 15%~20%加成与公司结算并确认收入，以基础设施项目为主的收入计入工程施工收入，以安置房、保障房为主的收入计入安置房收入。工

程完工验收后，委托人根据竣工审计结果调整实际结算金额并支付全额款项的 95%，余款5%作为质检费一年后支付。

2016 年公司工程施工板块确认收入 8.61 亿元，较 2015 年同比大幅增长 4.75 亿元，主要系当年工程结算量大幅增长；毛利率 16.26%，同比下降 0.41 个百分点。2016 年公司工程施板块未收到现金形式回款，冲减 2015 年计入专项应付款中政府预付回购款 7.69 亿元，其余 0.92 亿元计入应收账款。

表 5 公司 2016 年工程施工收入详情

（单位：万元）

项目名称	确认收入
沛县惠民家园二期附属工程	14844.01
黄河故道开发大沙河沿河公路沛县段建设工程	14080.63
徐沛快速通道一期	57208.73
总计	**86133.37**

资料来源：公司提供

2016 年，公司安置房项目均未完工结算，当年未确认安置房收入。

截至 2016 年底，公司工程施工及安置房投入合计 17.20 亿元，计入存货-工程施工，主要项目见下表，其中合计 11.30 亿元的工程施工项目为 2016 年内新开工，待投资规模较大。拟建项目主要为金融中心项目，总投资为 6.00 亿元，计划 2017 年下半年开工。总体看，工程施工业务未来投入规模较大，公司具有较大的外部融资压力。

表 6 公司主要在建项目情况（单位：万元）

在建项目		
项目名称	**总投资**	**已投资**
歌风小区	280000.00	38285.88
北孔庄二期	62100.00	2706.53
阳光四期	20000.00	7727.42
惠民二期	15000.00	2181.20
环湖西路沛县段	12800.00	7329.92
展览馆	4900.00	1266.40
马园小学	4000.00	1002.27
安国湿地	11615.00	3798.23
沛县文化艺术中心	40000.00	8878.50
引湖入城	12000.00	530.78
东环路及西环路南段	13000.00	9009.16
总计	**475415.00**	**82716.29·**

资料来源：公司提供

3. 产品销售收入

2016 年，公司新增孙公司江苏丰源铝材料科技有限公司，其业务内容主要为加工销售铝箔、铝型材等铝制品，销售范围集中在沛县当地及周边区域，2016 年公司产品销售收入 1.22 亿元，收到回款 1.08 亿元，未收到部分计入应收账款；当年毛利率 5.69%，盈利能力较弱。

4. 未来发展

未来公司仍将以区域内基础设施建设及保障性住房、安置房建设业务为主。在此基础上，公司拟承接区域内部分棚户区改造项目以及参与当地部分老旧落后国有企业改制重组。总体看，随着沛县经济不断增长，基础设施建设需求逐步扩大，公司业务总量有望保持进一步增长。

九、财务分析

公司提供了 2016 年财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见审计报告。从合并范围来看，2016 年底公司一级子公司共计 11 家，较 2015 年底新增 4 家，新增一级子公司主营业务均与公司主营业务一致；另外，公司新增二级子公司丰源铝材，其主营业务与公司原主营业务有所区别，公司合并范围新增较大规模销售收入。总体来看，公司合并范围变化对财务数据可比性有一定影响。

截至 2016 年底，公司资产总额 137.59 亿元，所有者权益 63.58 亿元；2016 年公司实现营业收入 9.90 亿元，利润总额 2.24 亿元。

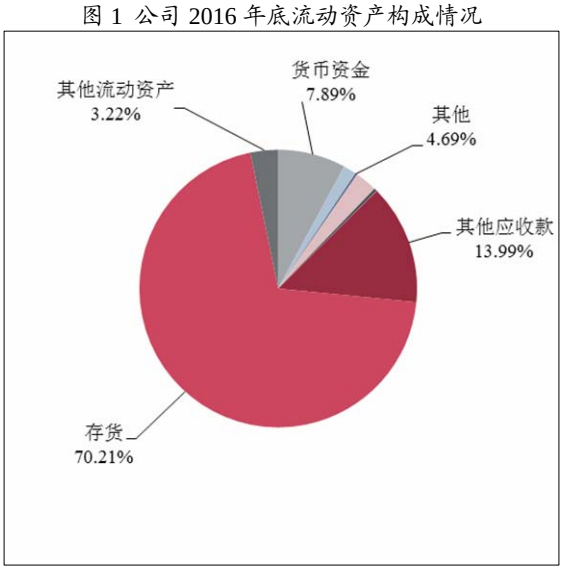
1. 资产质量

2016 年底，公司资产总额 137.59 亿元，同比大幅增长 51.43%，增长主要来自于流动资产中的其他应收款和存货。2016 年底公司资产中流动资产占 98.98%，较 2015 年底减少 0.23 个百分点。

流动资产

2016 年底，公司流动资产 136.19 亿元，同比增长 51.07%，构成情况见下图。

图 1 公司 2016 年底流动资产构成情况



资料来源：审计报告

2016 年底，公司货币资金 10.74 亿元，同比快速增长 17.99%，其中现金及银行存款 5.94 亿元，其他货币资金 4.80 亿元，均为受限资金，占货币资金的 44.69%，公司资金受限比例高。

2016 年底，公司应收账款 3.53 亿元，同比快速增长 43.03%，公司应收账款中 90.92%为对政府组合的应收款项，不计提坏账准备；其余为按账龄组合计提坏账准备的应收账款，主要内容为公司产品销售业务产生的应收销售款合计 0.32 亿元，共计提坏账准备 160.95 万元。总体看，公司应收账款到期不能回收的风险较小。

2016 年底，公司其他应收款合计 19.05 亿元，同比大幅增长 49.65%。2016 年底公司其他应收款主要内容为与各单位的往来款，其中对政府和关联方的应收款项合计占比为 77.12%，不计提坏账准备；其余部分为按账龄组合计提坏账准备的款项，其中账龄在一年以内的占 73.11%，账龄在 1-2 年的占 26.14%，共计提坏账准备 0.44 亿元。整体看，公司其他应收款主要对象为政府部门或公司关联方，坏账准备占整体的比例为 2.25%，公司其他应收款到期不能收回的风险较小。

2016 年底，公司存货 95.61 亿元，同比大幅增长 54.49%，主要系政府注入大量土地以及工程施工涉及大量拆迁、土地整理以及土地购入成本，导致存货中土地开发成本大幅增长。2016 年底，公司存货中工程施工合计 17.20 亿元，同比增长 65.46%；公司当年新增产品销售业务产生的原材料、库存商品、在产品等合计 0.71 亿元。公司工程施工及安置房业务板块业务量较大，投入较 2015 年快速增长。2016 年底公司存货中土地开发成本合计 77.70 亿元，同比增长 50.90%，公司土地已全部取得土地使用权证，其中划拨地合计 43.87 亿元，全部来自沛县政府历年向公司注入资产，计入注册资本及资本公积，公司计划持有上述土地，未来适时出让；出让地合计 33.83 亿元，主要为工程施工及安置房项目用地。2016 年底，公司土地资产中已抵押部分总额 7.16 亿元，均为出让用地，抵押比率为 9.21%。

2016 年底，公司其他流动资产 4.39 亿元，同比大幅增长 2.79 亿元，主要构成是公司对关联方的短期资金拆借款，资金成本为央行基准利率上浮 10%。

非流动资产

2016 年底公司非流动资产 1.40 亿元，同比大幅增长 96.01%，增长主要来源于可供出售金融资产和在建工程，主要构成包括长期股权投资（占 43.44%）、可供出售金融资产（32.15%）、在建工程（占 15.84%）以及递延所得税资产（占 8.07%）。

2016 年公司新增可供出售金融资产 0.45 亿元，主要对沛县兴蓉水务发展有限公司 10%的持股。

2016 年底，公司长期股权投资 0.61 亿元，同比减少 5.05%，公司投资企业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，持股比例分别为 40.00%、22.00%和 33.33%，2016 年减少系公司对沛县锦丰生态农业有限公司的股权调整损失 324.22 万元。

2016 年公司新增在建工程 0.22 亿元，主要内容为孙公司丰源铝材预付的铝产品加工设备款。

总体来看，公司资产中存货占比较大，主要由土地开发成本和基础设施建设投入构成，流动性一般；公司应收账款和其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用。公司整体资产质量一般。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

2016年底，公司所有者权益63.58亿元，同比快速增加23.47亿元，增长主要来自实收资本和资本公积。2016年底公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，占比分别为15.73%、73.85%和8.61%。

2016 年，沛县财政局向公司注资 3.00 亿元，计入实收资本，公司实收资本增至 10.00 亿元。2016 年底，公司资本公积 46.96 亿元，同比增长 18.83 亿元，系政府当年注入 2.06 万亩土地，评估总价 31.38 亿元，扣除 40%土地出让金后的净额共计 18.83 亿元计入资本公积。

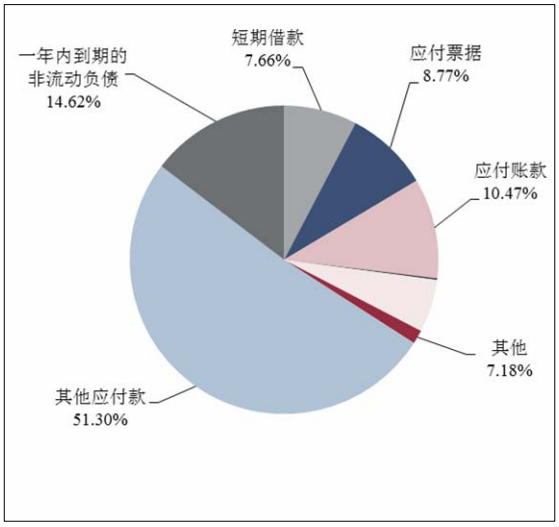
跟踪期内，公司获得股东大力支持，所有者权益大幅增长，其中实收资本和资本公积占绝对比重，结构稳定性较好。

负债

2016 年底，公司负债 74.01 亿元，同比快速增长 45.82%，增长主要来自流动负债中的短期借款、应付票据和其他应付款以及非流动负债中的长期借款。2016 年底公司负债中非流动负债占 56.89%，较 2015 年底增加 1.74 个百分点，仍以非流动负债为主。

2016 年底，公司流动负债 31.90 亿元，同比增长 40.16%，主要构成情况见下图。

图 2 公司 2016 年底流动负债主要构成情况



资料来源：审计报告

2016 年底，公司短期借款 2.45 亿元，同比增长 2.25 亿元，其中保证借款 0.50 亿元、存单质押借款 1.95 亿元（质押物为货币资金中 2.00 亿元的质押存款）。

2016 年底，公司应付票据 2.80 亿元，同比增长 2.26 亿元，全部为银行承兑汇票，对应保证金 2.80 亿元，计入货币资金。

2016 年底，公司应付账款 3.34 亿元，同比增长 19.12%，主要为公司应付各建筑公司的工程款。

2016 年底，公司其他应付款合计 16.36 亿元，同比增长 12.54%，其中账龄在 1 年以内的占 66.01%、在 1~2 年的占 30.44%。2016 年底公司其他应付款前五名合计 9.45 亿元，均为对政府机关及关联企业的往来款。

2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 4.67 亿元，同比增长 34.05%，包括抵押借款 2.51 亿元、保证借款 0.46 亿元和信用借款 0.70 亿元。

2016 年底，公司非流动负债 42.10 亿元，同比快速增长 50.43%，主要由长期借款（占 78.74%）和应付债券（占 21.21%）构成。

2016 年底，公司长期借款 33.15 亿元，同比增长 22.10 亿元，其中信用借款 2.02 亿元、保证借款 16.65 亿元、抵押借款 12.48 亿元、质押借款 2.00 亿元。

公司 2015 年发行本期债券，票面总额 9.00 亿元，对利息调整进行摊销后，2016 年底账面余额 8.93 亿元。

2015 年底，公司专项应付款 8.02 亿元，内容为沛县政府预付公司的项目建设款，政府未对该款项做明确分类。2016 年，公司全部将其冲减当期收入以及应收政府回款。

有息债务方面，2016 年底公司全部债务 51.99 亿元，同比增长 27.80 亿元，其中短期债务由 2015 年底的 4.22 亿元增长至 9.91 亿元，长期债务由 2015 年底的 19.97 亿元增长至 42.08 亿元，长期债务在全部债务中的占比由 2015 年底的 82.56%下降至 80.94%。

2016 年，由于公司负债总额增速小于资产总额增速，公司资产负债率由 2015 年的 55.85%降至 53.79%；由于公司以长期债务为主的有息负债快速增长，公司全部债务资本化比率由 2015 年的 37.62%上升至 44.99%，长期债务资本化比率由 2015 年的 33.24%上升至 39.83%。

总体来看，跟踪期内，公司有息债务规模及负债规模快速增长，有息债务指标上升，公司整体债务负担尚可。

3. 盈利能力

2016年，公司营业收入9.90亿元，同比增长5.38亿元，大幅增长系当年大量工程结算确认收入。

2016年，公司期间费用0.06亿元，较2015年的0.47亿元大幅下降0.41亿元，期间费用率从2015年的10.49%下降至0.41%，主要系2016年公司将大部分利息进行资本化，同时公司确认大笔利息收入，导致当期财务费用大幅减少。跟踪期内，公司期间费用控制能力明显增强。

2016年，公司营业外收入1.01亿元，主要由政府补助构成；同期，公司利润总额2.24亿元，公司利润总额对政府补助存在较大依赖性。

从盈利指标来看，2016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14.20%、1.46%和2.59%。其中公司营业利润率较2015年上升0.78个百分点，主要系公司当期营业税金出规模大幅下降；总资本收益率以及净资产收益率分别较2015年下降0.92和0.13个百分点，主要系公司所有者权益以及债务增速大于利润及费用增速。

总体来看，2016 年公司营业收入大幅增长，政府补助是公司利润的重要补充，公司整体盈利能力仍较弱。

4. 现金流分析

2016年，公司经营活动现金流入11.77亿元，同比减少9.84亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金8.83亿元，收到其他与经营活动有关的现金2.94亿元。2016年公司经营活动现金流出28.88亿元，同比增张24.46%，其中由工程支出以及商品销售支出构成的购买商品、接受劳务支付的现金18.57亿元，公司支付往来款构成的支付其他与经营活动有关的现金10.29亿元。2016年公司经营活动产生的现金流量净额-17.10亿元。

2016年，公司投资活动现金流入0.10亿元，全部为取得投资收益收到的现金；投资活动现金流出10.84亿元，主要为公司当年招拍挂购买土地支出7.60亿元以及契税等相关费用，支付其他与投资活动有关的现金2.79亿元主要系公司借出短期拆借资金。2016年公司投资活动产生的现金流量净额为-10.74亿元。

2016年，公司筹资活动现金流入合计32.71亿元，同比增长54.03%，其中政府增资3.00亿元计入吸收投资收到的现金，取得借款收到的现金29.71亿元，主要来自公司年内新增有息借款。2016年公司筹资活动现金流出5.99亿元，

同比减少35.63%，其中包括偿还债务支付的现金4.19亿元、分配股利、利润或偿付利息支付的现金1.80亿元。2016年，公司筹资活动现金流量净额26.72亿元。

总体来看，跟踪期内公司投资活动支出总量较大，对外融资压力进一步加大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力来看，2016年，公司流动比率、速动比率分别为426.87%和127.18%，较2015年分别上升30.83和3.04个百分点。2016年公司经营活动现金净流量为负，对流动负债无覆盖能力。公司短期偿债能力较差。

从长期偿债能力来看，2016年，公司EBITDA为2.28亿元，同比增长36.54%，由于公司全部债务大幅增长，全部债务/EBITDA由2015年的14.47倍增长至22.77倍，EBITDA对全部债务保障能力差。

截至2017年3月底，公司共获得各商业银行授信72.00亿元，已经使用39.00亿元。公司融资渠道较为畅通。

截至2017年3月底，公司对外担保16.05亿元，担保比率25.24%，处于较高水平。考虑到被担保企业主要为当地大型国有企业和平台公司，经营正常。总体看，公司或有负债风险较小。

表7 截至2017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
沛县汉腾建设发展有限公司	3000	2017.1.1-2018.1.1
沛县国有资产经营有限公司	100000	2016.3.24-2021.2.4
沛县人民医院	20000	2016.1.1-2019.1.1
沛县自来水公司	14000	2014.7.30-2021.7.29
徐州汉源建设集团有限公司	10500	2016.9.1-2022.9.1
沛县兴田农村土地整理有限责任公司	10000	2016.12.1-2019.12.1
江苏省沛县中学	2000	2016.12.1-2017.12.1
江苏路通路桥工程集团有限公司	500	2016.1.1-2017.8.1
沛县公共交通发展有限公司	500	2016.1.1-2018.12.1
合计	**160500**	--

资料来源：公司提供

十、存续期内债券偿债能力分析

截至跟踪日，公司存续期内债券“15沛县城投债/15沛城投”，债券余额为9亿元，募投项目总投资15.09亿元，于2015年3月开工，原计划于2017年3月完工；截至2017年3月底，募投项目已投资7.00亿元，因募投项目涉及部门较多，进度缓慢未能按时完工。募投项目原计划于2017年产生安置房销售收入及地方政府补贴收入共计3.74亿元，截至2017年3月底募投项目尚未产生收入。跟踪期内，募投项目收益无法对本期债券形成有效覆盖。

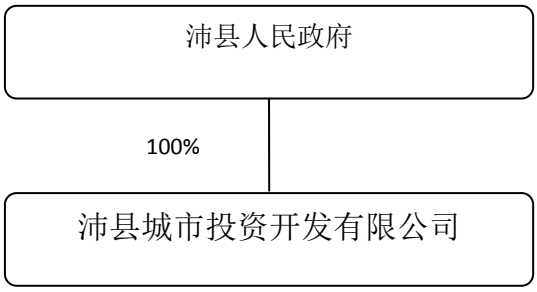
2016年，公司EBITDA2.28亿元、经营活动现金流入11.77亿元，分别为“15沛县城投债/15沛城投”余额9.00亿元的0.25倍和1.31倍，覆盖能力一般；本期债券设有分期偿还条款，于债券存续期第3个计息年度开始偿每年偿还本金1.80亿元，2016年公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为分期偿还额度的1.27倍和6.54倍，覆盖能力尚可。

总体看，跟踪期内“15沛县城投债/15沛城投”募投项目尚未产生收益，对债券余额无覆盖能力，公司收益及经营现金流入对分期偿还额度覆盖能力尚可。

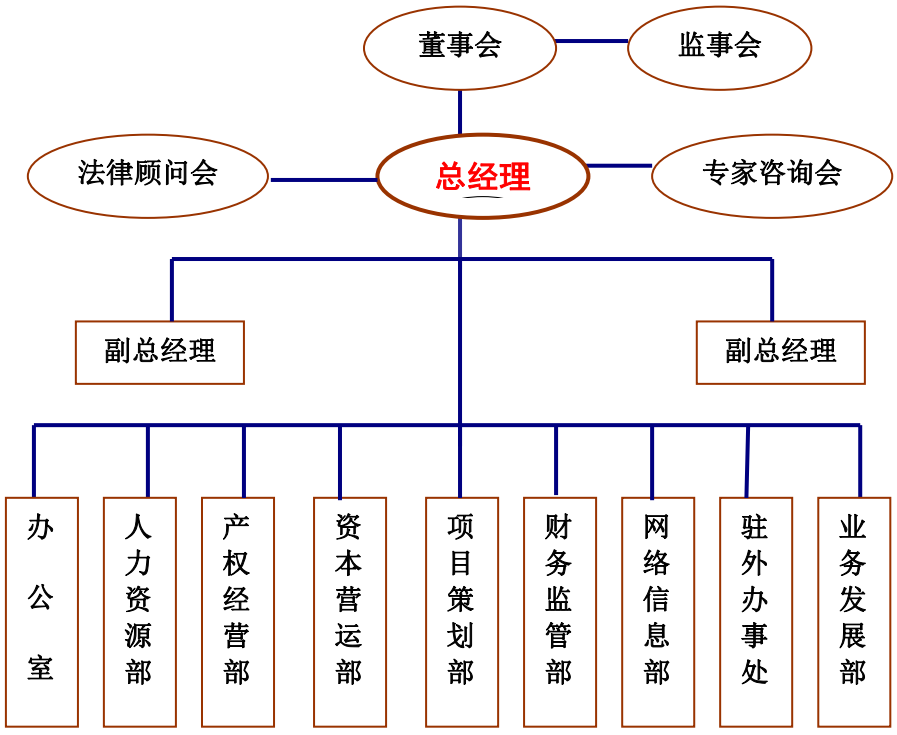
十一、结论

综合考虑，联合资信确定维持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”的信用等级为AA。

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	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	1.06	11.45	13.10
资产总额(亿元)	59.72	90.86	137.59
所有者权益(亿元)	35.02	40.11	63.58
短期债务(亿元)	3.39	4.22	9.91
长期债务(亿元)	8.23	19.97	42.08
全部债务(亿元)	11.62	24.19	51.99
营业收入(亿元)	4.21	4.52	9.90
利润总额(亿元)	0.81	1.23	2.24
EBITDA(亿元)	1.47	1.67	2.28
经营性净现金流(亿元)	-1.07	-1.59	-17.10
财务指标			
销售债权周转次数(次)	4.66	2.12	3.16
存货周转次数(次)	0.08	0.07	0.11
总资产周转次数(次)	0.07	0.06	0.09
现金收入比(%)	57.09	85.42	89.21
营业利润率(%)	13.21	13.42	14.20
总资本收益率(%)	3.02	2.38	1.46
净资产收益率(%)	2.14	2.72	2.59
长期债务资本化比率(%)	19.03	33.24	39.83
全部债务资本化比率(%)	24.91	37.62	44.99
资产负债率(%)	41.36	55.85	53.79
流动比率(%)	797.12	396.04	426.87
速动比率(%)	196.24	124.14	127.18
经营现金流动负债比(%)	-14.42	-6.97	-53.61
全部债务/EBITDA(倍)	7.90	14.47	22.77

附件 3　主要财务指标的计算公式（新准则）

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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	
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

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。