信用等级公告

联合[2018] 1328 号

联合资信评估有限公司通过对沛县城市投资开发有限公司主体及相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持沛县城市投资开发有限公司的主体长期信用等级为 AA，维持“15 沛县城投债/15 沛城投”的信用等级为 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
网址：www.lhratings.com

沛县城市投资开发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
15 沛县城投债/15 沛城投	9.00 亿元	2022/11/10	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）	11.45	13.10	6.07
资产总额(亿元)	90.86	137.59	177.45
所有者权益(亿元)	40.11	63.58	72.81
短期债务（亿元）	4.22	9.91	10.72
长期债务(亿元)	19.97	42.08	81.27
全部债务(亿元)	24.19	51.99	91.99
营业收入(亿元)	4.52	9.90	9.89
利润总额(亿元)	1.23	2.24	1.49
EBITDA(亿元)	1.67	2.28	1.50
经营性净现金流(亿元)	-1.59	-17.10	-22.94
营业利润率(%)	13.42	14.20	2.00
净资产收益率(%)	2.72	2.59	1.62
资产负债率(%)	55.85	53.79	58.97
全部债务资本化比率(%)	37.62	44.99	55.82
流动比率(%)	396.04	426.87	748.76
经营现金流动负债比(%)	-6.97	-53.61	-98.17
全部债务/EBITDA(倍)	14.47	22.77	61.38

分析师

闫 蓉　王 康

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“公司”）作为徐州市沛县城市基础设施建设、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显著优势，公司未来将保持较大的基础设施建设业务总量。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内，公司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。

沛县整体经济稳定增长，随着沛县基础设施建设的力度不断加大，公司将保持较大的基础设施建设业务总量，公司的收入及利润规模将得到支撑。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，维持“15沛县城投债/15沛城投”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司作为沛县重要的城市基础设施建设、保障性住房建设主体，具有较强的业务专营性，获得了政府在增资、补贴等方面的持续支持。
2. 随着沛县基础设施投入的快速增长，公司基础设施建设业务规模将保持较大总量。

关注

1. 公司应收类款项以及存货占比大，且存货以流动性较弱的代建项目投入和土地资产为主，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。
2. 跟踪期内，公司债务规模快速增长，债务负担较重。未来随着公司在建、拟建项目的开展，公司债务规模将进一步扩大。
3. 跟踪期内，公司经营性净现金流持续为负，公司工程施工业务回款滞后。

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。

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”）关于沛县城市投资开发有限公司（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，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为沛县人民政府。2017 年，沛县财政局向公司货币增资 10.00 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 20.00 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。公司仍为徐州市沛县城市基础设施建设、保障性住房建设的重要主体。

2017 年底，公司内设办公室、财务监管部、投融资部、工程项目部和资产管理部等 5 个部门。2017 年底，公司合并范围内子公司共计 18 家。

2017 年底，公司资产总额 177.45 亿元，所有者权益 72.81 亿元（少数股东权益 0.43 亿元）；2017 年公司实现营业收入 9.89 亿元，利润总额 1.49 亿元。

公司注册地址：沛县歌风路 6 号；法定代表人：杨铭。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年3月底，联合资信所评“15沛县城投债/15沛城投”尚需偿还债券余额9.00亿元。跟踪期内，“15沛县城投债/15沛城投”已按期足额支付债券利息。“15沛县城投债/15沛城投”于2015年11月10日发行，债券存续期内第3~7年末每年偿还本金的20%，2018年应偿还本金为1.80亿元。

截至2018年3月底，“15沛县城投债/15沛城投”募投项目包括歌风小区东地块、东风北路北地块以及龙王庄地块共3个安置房项目，总投资15.09亿元。截至2018年3月底，已投资4.99亿元，全部为使用募集资金。目前歌风小区以及东风北路北地块已经开工建设，处于建设主体施工中；龙王庄地块已完成房屋征收工作，即将开工建设。项目整体完工量33.07%。募投项目尚未产生收入，预计2019~2020年陆续完工并开始产生收入。

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
15 沛县城投债/15 沛城投	9.00	9.00	2015/11/10	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。

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。沛县的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

沛县经济持续增长，固定资产投资保持快速增长，为公司创造了良好的外部环境。

沛县 2017 年完成地区生产总值 756.32 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.6%。其中，第一产业增加值 99.64 亿元，增长 1.8%；第二产业增加值 359.36 亿元，增长 11.1%；第三产业增加值 297.32 亿元，增长 7.9%。2017 年沛县完成规模以上工业增加值 356.25 亿元，比上年增长 12.1%。2017 年，沛县完成固定资产投资 624.45 亿元，比上年增长 11.4%。分产业看，沛县第一、二、三产业分别完成投资 6.56 亿元、473.2 亿元、143.87 亿元，分别比上年增长 2.7%、17.1%、-5.3%。

2017 年末，沛县户籍人口 129.92 万人，较去年下降 0.6%。2017 年沛县全体居民人均可支配收入 23313 元，增长 9.9%；城镇居民人均可支配收入 29776 元，增长 9.2%。

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，实际控制人仍为沛县人民政府。

2. 外部支持

沛县人民政府是公司的实际控制人，2017 年沛县综合财力有所增长，但一般公共预算收入有所下降。跟踪期内，股东在增资、财政补贴方面继续给予公司支持。

2017年，沛县地方综合财力128.91亿元，同比增长2.54%。其中公共财政预算收入54.47亿元，同比减少5.58%，主要系税收收入下降，2017年一般预算收入中税收收入占比为66.78%。2017年沛县公共预算支出89.07亿元，当年沛县财政自给率（公共预算收入/公共预算支出*100%）为61.15%，沛县财政自给能力较弱。2017年沛县国有土地使用权出让收入34.74亿元，同比增长9.23%。2017年，沛县上级补助收入39.71亿元，同比增长9.59%。截至2017年底，沛县地方政府债务余额60.48亿元，同比增长80.10%，主要系中央代发的地方政府债务快速增长；债务率（地方政府债务余额÷地方综合财力×100%）为46.91%，较2016年底上升19.3个百分点。

2017 年，沛县财政局向公司货币增资 10.00 亿元，截至 2018 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 20.00 亿元。2017 年，公司收到政府补贴 1.00 亿元。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；公司因一宗判决被列入失信被执行人名单。

根据公司提供的2018年6月1日中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码为G1032032200041840Q），公司无未结清不良信贷记录，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。

2017年12月，公司被沛县人民法院列入失信被执行人名单（案号（2017）苏0322执5303号）。上述案件被告江苏盛谐建设集团有限公司是公司的工程中标方，原告是江苏盛谐建设集团有限公司的包工队伍。公司对江苏盛谐建设集团有限公司在工程款范围内承担连带责任。沛县人民法院判决被告支付工程款105.34万元及利息、公司负有连带责任。截至本报告出具之日，被告及公司均未履行判决。

根据公司出具说明，公司与江苏盛谐建设集团有限公司在工程款额度方面存在分歧。公司认为自身不存在过错，已委托律师向有关平台提出交涉。

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，公司营业收入构成变化较大，工程施工收入总量及占比大幅下降；综合毛利率同比大幅下降。

2017 年，公司实现营业收入 9.89 亿元，总量较上年基本稳定。2017 年，公司工程施工和产品销售收入分别为 5.36 亿元和 4.28 亿元，占比分别为 54.21%和 43.29%。

2017 年，公司工程施工板块毛利率几乎为零；产品销售板块毛利率为负，使综合毛利率同比大幅下降。

表 3　2016~2017 年公司营业收入变动情况

（单位：亿元、%）

业务类型	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工	8.61	86.98	16.26	5.36	54.21	0.02
产品销售	1.22	12.36	5.69	4.28	43.29	-1.10
其他	0.07	0.66	-85.64	0.25	2.50	99.70
合计	**9.90**	**100.0**	**14.28**	**9.89**	**100.0**	**2.03**

资料来源：审计报告

公司工程施工业务以基础设施代建业务为主，回款较为滞后。安置房业务受确认条件影响连续性差。在建项目待投资规模较大，公司存在较大的投资压力。

公司是沛县重要的城市基础设施建设、保障性住房（安置房）建设主体。沛县政府每年初统筹安排，向各部门下发建设任务。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方分别与公司签订《委

托代建合同》。委托方在项目完工后，根据经审计确认投资额的 15%~20%加成（实际均为20%）与公司进行结算。对于基础设施项目，公司依据结算结果确认收入，计入工程施工收入；对于安置房项目，公司根据房屋交付进度确认收入，计入安置房收入。

2017 年，公司基础设施建设代建板块新增土地整理业务。公司接受沛县土地储备中心委托对相关地块进行土地整理，但未按以往模式签订《委托代建合同》。2017 年，公司以土地整理成本价确认收入，毛利的产生系土地总价计算方式差异造成。

资金平衡方面，公司自筹资金进行项目建设，待项目验收后，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%作为质保金一年后支付。

2017 年，公司没有安置房项目完工交付使用，未确认安置房项目收入。工程施工收入 5.36 亿元全部为土地整理业务收入，公司收到回款 3.36 亿元，回款较为滞后。

截至 2017 年底，公司主要的代建项目均已完工，在建的安置房项目为三里河项目，项目总投资 12.04 亿元，目前处于前期筹备阶段，已完成投资 174.24 万元，2018~2019 年分别计划完成投资 3.00 亿元和 9.00 亿元。

跟踪期内，公司产品销售业务收入快速增长。铝业销售业务采取订单销售模式，售价固定，利润水平易受成本波动的影响。

公司产品销售业务由二级子公司江苏丰源铝材料科技有限公司（以下简称“丰源铝材”）负责。丰源铝材是一家专业研发、生产、销售各种铝箔、太阳能边框、汽车铝材、自动化设备、3C产品配件以及各种工业型材后续加工的铝合金加工型企业，产品广泛应用于光伏新能源行业、印刷行业、食品、医药、电器、交通运输等行业。客户分布在北京、河南、湖南、江西等多个地区。公司铝业销售业务开展于2016年末，2016年全年销售收入较少，2017年公司销售业务快速开展，产品销售收入4.28亿元，同比大幅增加3.06亿元。2017年铝业销售业务毛利率同比大幅下降，主要系公司销售模式为订单销售，售价固定，但受铝原料上涨影响成本快速增长。

跟踪期内，公司利息收入同比快速增长。公司风控措施完备，短期拆借资金到期不能回收风险较小。

2016年开始，公司对外进行短期资金拆借，2016~2017年，利息收入分别为205.78万元和2210.37万元。2016~2017年底，公司对外短期拆借资金余额分别为4.39亿元和6.22亿元。目前，公司对外拆借资金部分资金余额4.79亿元。借款企业中，当地国企借款共计1.20亿元，借款企业经营正常；民企借款共计3.59亿元，均具有实物抵押、工程款质押等风控措施，到期不能回收风险可控。

公司未来仍以基础设施代建和安置房建设为主，业务持续性好。拟建项目投资总额较大，公司存在较大的对外投资压力。

截至 2017 年底，公司主要拟建项目共计 5 个，包含 3 个基础设施代建项目、2 个安置房建设项目。拟建项目均沿用以往的代建模式，但未签订协议。拟建项目预计总投资 31.68 亿元，预计未来 3 年内完成投资。公司未来存在的较大对外投资压力。

表 4　截至 2017 年底公司主要拟建项目情况 （单位：亿元）

项目名称	总投资	项目周期	2018 年计划投资	2019 年计划投资	2020 年计划投资
新城实验学校睦邻中心建设工程（代建）	3.00	2 年	0.60	2.40	--
歌风小学西校区建设工程（代建）	0.80	1 年	--	0.80	--
广电传媒中心项目（代建）	1.20	2 年	0.50	0.70	--
东关五区住宅项目（安置房）	11.27	2 年	--	4.00	7.27

三至七巷住宅项目（安置房）	15.41	2 年	--	5.00	10.41
合计	**31.68**	**--**	**1.10**	**12.90**	**17.68**

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司“15 沛县城投债/15 沛城投”募投项目已投资 4.20 亿元，计划于 2019~2020 年陆续完工并开始产生收入。募投项目销售收入主要来源于安置房定向销售收入、超安置面积住宅定向销售收入、配套商业用房销售收入及地下车位销售收入、地方政府补贴收入五个方面。

未来公司仍将以区域内基础设施建设及安置房建设业务为主。在此基础上，公司拟承接沛县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，公司将保持较大的基础设施建设业务总量。

八、财务分析

公司提供了 2017 年财务报告，中兴华会计事务所（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，公司合并范围未发生变化，公司财务数据可比性较强。2017 年底，公司合并范围内子公司共计 18 家。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模快速增长；资产中应收类款项和存货（主要是土地）占比较大，资产流动性较弱，资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 177.45 亿元，同比增长 28.97%，主要系应收类款项、存货以及其他流动资产的增长所致。资产仍以流动资产为主。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.74	7.81	6.05	3.41
应收账款	3.53	2.57	6.02	3.39
其他应收款	19.05	13.85	28.74	16.20
存货	95.61	69.49	104.48	58.88
其他流动资产	4.39	3.19	29.25	16.48
流动资产	**136.19**	**98.98**	**174.98**	**98.61**
非流动资产	**1.40**	**1.02**	**2.47**	**1.39**
资产总额	**137.59**	**100.00**	**177.45**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动资产 174.98 亿元，同比增长 28.48%。公司货币资金 6.05 亿元，同比减少 4.69 亿元，受限资金 2.50 亿元，受限比例较高，为 41.34%。受基础设施建设业务回款滞后的影响，公司应收账款上升至 6.02 亿元，其中对政府组合的应收账款占比为 84.76%，不计提坏账准备；其余为按账龄组合的铝材销售款，集中在 1 年以内，共计提坏账准备 479.05 万元，计提比例为 5.18%。公司其他应收款 28.74 亿元，同比大幅增加 16.01 亿元，主要系公司对政府和关联方的往来款。公司基础设施建设、土地整理业务快速开展，使存货快速增长至 104.48 亿元，其中土地类资产以及土地整理成本共计 81.43 亿元、工程施工成本 22.42 亿元、铝业销售存货 0.63 亿元。其他流动资产 29.25 亿元，同比快速增长系公司新增 23.03 亿元银行理财及国债，其余为对外短期拆借资金。2017 年底，公司共持有 105 宗土地，总面积 25205.22 亩，账面价值合计 79.47 亿元。其中划拨地 70 宗、账面价值合计 38.28 亿元；出让地 35 宗、账面价值合计 41.19 亿元，5 宗共计 8.22 亿元的出让地未办理土地使用权证。2017 年底公司土地类资产抵押比率为 27.95%。

2017 年底，公司非流动资产 2.47 亿元，

同比增加 1.06 亿元。其中 2017 年底可供出售金融资产 1.25 亿元，系公司增持江苏沛县农村商业银行股份有限公司的股权；公司在建工程 0.60 亿元，全部为丰源铝材预付的铝产品加工设备款，2017 年同比增加 0.37 亿元。

2. 资本结构

跟踪期内，受益于政府注资，公司所有者权益快速增长，权益结构稳定性好。

表6 公司主要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
实收资本	10.00	15.73	20.00	27.47
资本公积	46.96	73.86	45.00	61.80
未分配利润	5.47	8.60	6.52	8.95
所有者权益合计	**63.58**	**100.00**	**72.81**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司所有者权益 72.81 亿元，同比增加 9.18 亿元。实收资本 20.00 亿元，同比增加 10.00 亿元，系政府注资；资本公积 45.00 亿元，同比减少 1.96 亿元，系公司剥离一宗非经营性土地；2017 年底公司未分配利润 6.53 亿元，同比增加 1.05 亿元。公司所有者权益中实收资本及资本公积占比大，所有者权益稳定性好。

由于基础设施建设投入快速增长，跟踪期内公司有息债务规模快速增长，债务结构以长期债务为主，债务负担较重。未来随着公司在建、拟建项目的开展，公司债务规模将进一步扩大。

2017 年底，公司负债总额 104.64 亿元，同比增长 41.40%，系长期借款以及应付债券大幅增长所致。

2017 年底，公司流动负债 23.37 亿元，同比减少 26.75%。非流动负债 81.27 亿元，同比增加 39.17 亿元。2017 年底，公司长期借款 66.19 亿元，其中保证借款 50.83 亿元、抵质押借款 14.74 亿元、信用借款 0.62 亿元。2017 年底，公司应付债券 15.09 亿元，同比增加 6.16 亿元，主要系公司 2017 年发行 3 年期的“17 沛县城投 PPN001”，总额为 8.00 亿元。

表7 公司主要负债构成情况

（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.45	3.31	0.70	0.67
应付账款	3.34	4.51	4.46	4.26
其他应付款	16.36	22.11	4.84	4.63
一年内到期的非流动负债	4.67	6.31	9.42	9.00
流动负债	**31.90**	**43.10**	**23.37**	**22.33**
长期借款	33.15	44.79	66.19	63.25
应付债券	8.93	12.07	15.09	14.42
非流动负债	**42.10**	**56.88**	**81.27**	**77.67**
负债总额	**74.01**	**100.00**	**104.64**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底公司全部债务 91.99 亿元，同比增加 40.00 亿元，长期债务占 88.35%。受公司基础设施建设投入快速增长的影响，2017 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率以及全部债务资本化比率快速增长，分别为 58.97%、52.75%和 55.82%，分别增长 5.18、12.92 和 10.83 个百分点。公司债务负担较重。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持稳定，公司盈利指标大幅下降，利润总额对财政补贴依赖较大。公司整体盈利能力较弱。

2017 年，公司实现营业收入 9.89 亿元，较上年变化不大。公司债务规模快速增长使财务费用快速增长，期间费用率由上年的 0.61%增至 2.11%，期间费用控制能力仍较好。2017 年，公司营业利润率由上年的 14.20%大幅降至 2.00%，系 2017 年工程施工业务毛利率很低所致。

2017 年，公司收到 1.00 亿元政府补贴，较上年无变化。公司利润总额 1.49 亿元，对政府补贴依赖性较大。

从盈利指标看，由于公司所有者权益及债务快速增长，2017 年公司总资本收益率和净资

产收益率分别为0.72%和1.62%，较2016年大幅下降。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流呈大规模净流出，收入实现质量较差。为满足基础设施建设项目的投资需求，公司筹资活动产生的现金流量净额明显扩大。

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7.97亿元，同比减少24.47%，营业收入现金回流以及收到往来款均有所减少；同期，公司经营活动现金流出共计30.91亿，主要为各大在建项目支出以及往来款支出。2017年公司经营活动现金流量净额-22.94亿元。公司现金收入比由2016年的89.21%降至67.48%，收入实现质量较差。

2017年，公司投资活动较少，投资活动现金流量净额-0.89亿元。

2017年，公司筹资活动现金流入61.30亿元，其中股东注资10.00亿元、其余主要为公司借款发行债券收到现金。公司筹资活动现金流出27.86亿元，主要是偿付有息借款本息支出的资金。公司筹资活动现金流量净额33.44亿元，较上年增加6.72亿元。公司对外筹资总量明显加大。

5. 偿债能力

公司有息债务规模快速增长，短期偿债能力较强，长期偿债能力弱。考虑到股东对公司的支持力度较大，且公司间接融资渠道较为畅通，公司整体偿债风险较小。

从短期偿债能力来看，2017年底，公司流动比率、速动比率分别为748.76%和301.68%，较上年底分别上升321.89和174.50个百分点。2017年公司经营活动现金净流量为负，对流动负债无覆盖能力。2017年底公司现金类资产6.07亿元，是短期债务的0.57倍。考虑到公司持有银行理财、国债等短期理财产品合计23.03亿元（计入其他流动资产），公司短期偿债能力较强。

2017年，公司EBITDA为1.50亿元，较上年减少0.78亿元，且公司2017年底全部债务同比大幅增长，公司全部债务/EBITDA由上年的22.77倍大幅增至61.38倍。公司2017年经营活动净现金流为负，对全部债务无保障能力；经营活动现金流入7.97亿元，对全部债务保障倍数为0.09倍，基本不具备保障能力。公司长期偿债能力弱。

截至2018年3月底，公司共获得各商业银行授信114.16亿元，剩余未使用额度34.81亿元。公司融资渠道较为畅通。

截至2018年3月底，公司对外担保余额合计14.16亿元，相当于2017年底所有者权益的19.45%。被担保企业主要为当地事业单位、大型国有企业以及平台公司，经营正常。总体看，公司或有负债风险一般。

九、存续债券偿债能力分析

截至2017年底，公司存续债券余额17.00亿元，一年内到期的应付债券1.80亿元，存续债券的短期偿债压力较小，未来集中偿债压力一般。

截至2017年底，“15沛县城投债/15沛城投”一年内到期兑付部分1.80亿元。“17沛县城投PPN001”本金8.00亿元于2020年到期，2020年公司将达到存续债券待偿本金峰值9.80亿元。2017年底，公司现金类资产6.07亿元，对一年内到期兑付部分覆盖能力强。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7.97亿元、-22.94亿元和1.50亿元，对公司存续债券保障情况如下表8。总体看，公司未来集中偿债压力一般。

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	1.80

未来待偿债券本金峰值	9.80
现金类资产/一年内到期债券余额	3.37
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.81
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-2.34
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.15

资料来源：审计报告、联合资信整理

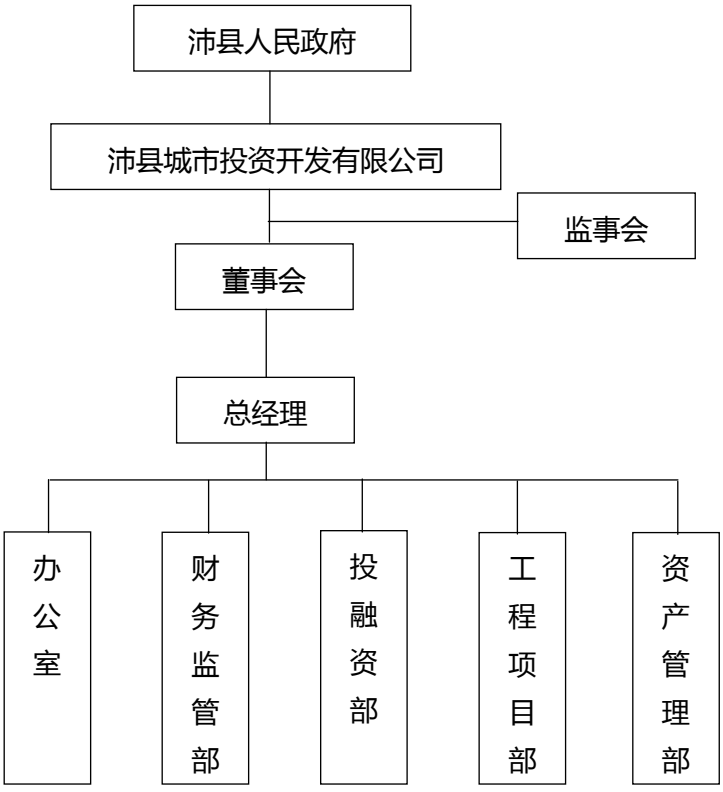
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，维持“15沛县城投债/15沛城投”的信用等级为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)	11.45	13.10	6.07
资产总额(亿元)	90.86	137.59	177.45
所有者权益(亿元)	40.11	63.58	72.81
短期债务(亿元)	4.22	9.91	10.72
长期债务(亿元)	19.97	42.08	81.27
全部债务(亿元)	24.19	51.99	91.99
营业收入(亿元)	4.52	9.90	9.89
利润总额(亿元)	1.23	2.24	1.49
EBITDA(亿元)	1.67	2.28	1.50
经营性净现金流(亿元)	-1.59	-17.10	-22.94
财务指标			
销售债权周转次数(次)	2.12	3.16	2.01
存货周转次数(次)	0.07	0.11	0.10
总资产周转次数(次)	0.06	0.09	0.06
现金收入比(%)	85.42	89.21	67.48
营业利润率(%)	13.42	14.20	2.00
总资本收益率(%)	2.38	1.46	0.72
净资产收益率(%)	2.72	2.59	1.62
长期债务资本化比率(%)	33.24	39.83	52.75
全部债务资本化比率(%)	37.62	44.99	55.82
资产负债率(%)	55.85	53.79	58.97
流动比率(%)	396.04	426.87	748.76
速动比率(%)	124.14	127.18	301.68
经营现金流动负债比(%)	-6.97	-53.61	-98.17
全部债务/EBITDA(倍)	14.47	22.77	61.38

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	
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+应收票据+其他流动资产中的短期投资
短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+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

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。