信用等级公告

联合〔2019〕1645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其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主体长期信用等级为AA，维持“15沛县城投债/PR沛城投”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

二〇一九年六月二十日

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

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/PR 沛城投	7.20 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：2019 年 6 月 20 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产（亿元）	13.10	6.07	16.52
资产总额(亿元)	137.59	177.45	185.19
所有者权益(亿元)	63.58	72.81	74.17
短期债务（亿元）	9.91	10.72	18.17
长期债务(亿元)	42.08	81.27	73.16
全部债务(亿元)	51.99	91.99	91.33
营业收入(亿元)	9.90	9.89	9.84
利润总额(亿元)	2.24	1.49	1.83
EBITDA(亿元)	2.28	1.90	2.34
经营性净现金流(亿元)	-17.10	-22.94	-1.88
应收类款项/资产总额（%）	16.41	19.55	25.39
营业利润率(%)	14.20	2.00	15.45
净资产收益率(%)	2.59	1.62	1.84
资产负债率(%)	53.79	58.97	59.95
全部债务资本化比率(%)	44.99	55.82	55.18
流动比率(%)	426.87	748.76	483.00
经营现金流动负债比(%)	-53.61	-98.17	-4.96
全部债务/EBITDA(倍)	22.77	48.48	38.98

分析师： 唐立倩　宋金玲
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

沛县城市投资开发有限公司（以下简称“公司”）是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。跟踪期内，公司外部发展环境良好并保持较强的业务专营性，基础设施建设业务回款情况改善。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，公司未来投资支出较大、整体资产质量一般、债务规模较大等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。随着沛县经济稳定增长，公司将保持较大的基础设施建设业务总量，公司收入及利润规模将得到有力支撑。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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/PR沛城投”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，沛县经济实力持续增长，为公司创造了良好的外部环境；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。
2. 跟踪期内，公司收入规模保持稳定增长，基础设施建设代建回款情况改善。

关注

1. 公司工程施工业务持续开展，在建及拟建项目投资规模较大，公司存在较大的对外投资压力。
2. 公司应收类款项及存货占比仍较大，且存货以流动性较弱的开发成本和土地资产为主，公司整体资产质量一般。
3. 跟踪期内，公司债务结构以长期债务为主，债务负担仍较重。

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、企业基本情况

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。截至 2018 年底，公司注册和实收资本均为 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。

2018 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。2018 年底，公司合并范围内子公司共计 24 家。

2018 年底，公司资产总额 185.19 亿元，所有者权益合计 74.17 亿元（少数股东权益 0.52 亿元）；2018 年公司实现营业收入 9.84 亿元，利润总额 1.83 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 年底，联合资信所评“15 沛县城投债/PR 沛城投”尚需偿还债券余额 7.20 亿元。“15 沛县城投债/PR 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%。跟踪期内，“15 沛县城投债/PR 沛城投”已按期足额支付债券本息。

“15沛县城投债/PR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，项目计划总投资15.09亿元，计划使用募集资金9.00亿元。截至2019年3月底，募投项目累计已完成投资7.84亿元，使用募集资金7.84亿元；歌风小区以及东风北路北地块处于建设施工阶段，其中歌风小区部分楼宇已完成封顶；龙王庄地块已完成房屋征收工作，但前期征地工作缓慢导致该地块尚未开工建设。截至2019年3月底，募投项目整体完工量60%，实现2.5亿元回购款收益。

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/PR 沛城投	9.00	7.20	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. 城市基础设施建设行业

（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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机

构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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，《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》"）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业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

根据2014年《43号文》，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），对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，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。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表2 2018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
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9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出"对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止'大而不倒'，坚决防止风险累积形成系统性风险"
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行

	〔2018〕101 号	结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10 号	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

（3） 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2. 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。

跟踪期内，沛县经济持续增长，增速有所放缓，为公司提供了良好的外部经营环境，产业结构不断优化。

沛县 2018 年完成地区生产总值 762.62 亿元，按可比价格计算，比上年增长 3.6%。其中，第一产业增加值 104.11 亿元，增长 2.0%；第二产业增加值 332.87 亿元，与上年同期持平；第三产业增加值 325.64 亿元，增长 8.5%。产业结构不断优化，三次产业占比由去年的 13.2:47.5:39.3 调整为 13.7:43.6:42.7。2018 年沛县规模以上工业增加值同比下降 17.7%，受工业加速转型振兴，环保治理加大力度的影响，当年工业经济下行压力较大。2018 年，沛县全年完成固定资产投资 352.19 亿元，同比下降 7%（其中工业投资 222.66 亿元，同比下降 24.7%），分产业看，沛县第一、二、三产业分别完成投资 0.497 亿元、222.66 亿元、133.95 亿元，分别比上年下降 92.4%、21.0%、30.1%。

2018 年底，沛县户籍人口 129.81 万人，较上年下降 0.08%。2018 年沛县全体居民人均可支配收入 25513 元，增长 9.0%；城镇居民人均可支配收入 32336 元，增长 6.9%。

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

2018 年沛县综合财力和一般公共预算收入保持稳定增长，收入稳定性较好，但财政自给能力较弱；地方政府债务风险总体可控。

2018年，沛县地方综合财力133.29亿元，同比增长3.40%。2018年，沛县公共财政预算收入56.2亿元，同口径增长3%，其中税收收入43.99亿元，占公共财政预算收入比重为78.26%；沛县政府性基金收入34.76亿元，主要包括国有土地使用权出让收入31.40亿元；收到的转移支付和税收返还收入为42.33亿元。2018年沛县公共预算支出102.73亿元，当年沛县财政自给率（公共预算收入/公共预算支出*100%）为54.71%，沛县财政自给能力较弱。截至2018年底，沛县地方政府债务余额72.28亿元，省核定沛县地方政府债务限额为79亿元；债务率（地方政府债务余额/地方综合财力×100%）为54.23%，地方政府债务风险总体可控。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；公司未被列入失信被执行人名单。

根据公司提供的 2019 年 6 月 19 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，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。

截至 2019 年 6 月 10 日，未发现公司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、管理架构和管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司营业收入基本维持稳定，主要来自于工程施工及产品销售收入；综合毛利率同比大幅提高。

2018 年，公司实现营业收入 9.84 亿元，总量较上年基本稳定，其中工程施工和产品销售收入分别为 5.91 亿元和 3.84 亿元，占比分别为 60.06%和 39.02%。跟踪期内，公司将短期资金拆借的资金全部收回，拆借业务产生的利息收入减少使得当期其他收入减少 0.16 亿元。

2018 年，公司工程施工和产品销售板块毛利率的提升使得当期综合毛利率同比大幅提高。

表 3　2017~2018 年公司营业收入变动情况

（单位：亿元、%）

业务类型	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工	5.36	54.21	0.02	5.91	60.06	16.24
产品销售	4.28	43.29	-1.10	3.84	39.02	14.32
其他	0.25	2.50	99.70	0.09	0.91	44.44
合计	**9.89**	**100.00**	**2.03**	**9.84**	**100.00**	**15.67**

注：2017 年工程施工收入系当年新增土地整理业务以土地整理成本确认的收入，毛利的产生系土地总价计算方式差异产生

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，跟踪期内，公司工程施工业务持续开展，收入规模保持稳定增加，代建工程回款情况较好。在建项目待投资规模较大，公司短期内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，对于安置房项目，公司根据房屋交付进度确认收入，均计入工程施工收入。

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。

2018 年，公司实现工程施工收入 5.91 亿元，同比小幅增加 0.55 亿元，完工结算的基础设施项目规模较为稳定。2018 年，公司工程施工实现回款 5.91 亿元，当期工程施工业务毛利率 16.24%。

截至 2018 年底，公司主要的在建施工项目共计 6 个，计划总投资 64.75 亿元，已完成投资 19.40 亿元，未来尚需投资 45.35 亿元，计划未来三年内完成投资，2019~2021 年分别计划完成投资 29.41 亿元、13.92 亿元和 2.02 亿元，在建项目待投资规模较大，投资压力主要集中在 2019 年和 2020 年。

表 4　截至 2018 年底公司主要在建项目情况 （单位：亿元）

项目名称	总投资	已完成投资	2019 年计划投资	2020 年计划投资	2021 年计划投资
金融中心（代建）	4.10	3.50	0.60	--	--
杨屯湖畔佳苑（安置房）	8.00	0.77	5.00	2.23	--
滨湖花园工程（安置房）	7.64	2.17	4.00	1.47	--
滨湖新天地工程（安置房）	12.24	0.02	6.00	6.22	--
三里河安置房工程（安置房）	12.04	2.02	4.00	4.00	2.02
歌风小区东地块（安置房）	20.73	10.92	9.81	--	--
合计	**64.75**	**19.40**	**29.41**	**13.92**	**2.02**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司产品销售业务收入受铝业产品结构调整影响出现小幅下降；铝业销售业务采取订单销售模式，利润水平易受产品结构调整影响出现波动。

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，产品销售收入系丰源铝材实现的销售收入。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，销售模式为订单销售，售价固定，销售业务毛利率受铝原料成本影响较大。2018年，公司确认产品销售收入3.84亿元，同比减少0.44亿元，销售毛利率大幅增至14.32%，主要系2018年丰源铝材优化了产品结构，取消了利润率较低的铝型材，造成产品销售规模下降，利润率上涨。

公司未来仍将以基础设施代建和安置房建设为主，业务持续性好。拟建项目投资规模较大，且项目周期较短，公司存在较大的对外投资压力。

截至 2018 年底，公司主要拟建项目共计 9 个，包含 7 个基础设施代建项目、2 个安置房建设项目，预计总投资 54.38 亿元，项目周期均较短，预计未来 3 年内完成投资，2019~2021 年分别计划投资 10.38 亿元、28.90 亿元和 15.10 亿元，公司未来存在较大对外投资压力。

表 5　截至 2018 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	2019 年计划投资	2020 年计划投资	2021 年计划投资
三至七巷安置房工程（安置房）	16.80	2 年	8.00	8.80	--
新城实验学校睦邻中心（代建）	5.00	2 年	1.50	3.50	--
王陵路工程（道路）（代建）	0.52	1 年	0.52	--	--
滨湖花园北侧路工程（道路）（代建）	0.36	1 年	0.36	--	--
东环路集中安置居住区工程（安置房）	15.20	2 年	--	8.00	7.20
体育中心（代建）	10.00	2 年	--	5.00	5.00
大屯中心小学新建工程（学校）（代建）	1.30	2 年	--	0.80	0.50
智慧中心（代建）	4.00	2 年	--	2.00	2.00
城南客运枢纽站（代建）	1.20	2 年	--	0.80	0.40
合计	**54.38**	**--**	**10.38**	**28.90**	**15.10**

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司“15 沛县城投债/15 沛城投”募投项目已投资 7.84 亿元。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。截至 2018 年底，歌风小区项目进度已完成 80%，已按进度获得 2.50 亿回购款。

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。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 2018 年财务报告，中兴华会计事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2018 年底，公司合并范围内子公司共计 24 家，其中 2018 年新增 5 家，均已完成工商登记，但尚未缴纳实收资本，对公司的业务经营未产生重大影响。跟踪期内公司财务数据可比性较强。

表 6　2018 年公司合并口径新增子公司情况

序号	企业名称	注册资本（万元）	表决权比例（%）	取得方式
1	沛县汉源环境科技有限公司	2000.00	100.00	设立
2	沛县城南客运站项目管理有限公司	1000.00	100.00	设立
3	沛县汉能市政工程有限公司	20000.00	100.00	设立
4	沛县中圆建设发展有限公司	39746.00	100.00	设立
5	沛县丰源进出口贸易有限公司	1000.00	76.92	设立

资料来源：根据公司审计报告整理

1. 资产质量

跟踪期内，随着业务持续开展，公司资产规模稳定增长；资产中应收类款项、代建开发成本及土地资产占比较大，资产质量一般；公司大幅收回到期的短期对外投资款，对公司资产流动性做出有益补充。

截至 2018 年底，公司资产总额 185.19 亿元，同比小幅增长 4.36%，资产仍以流动资产为主。

表7　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.05	3.41	11.08	5.98
应收账款	6.02	3.39	8.62	4.65
其他应收款	28.74	16.20	38.40	20.74
存货	104.48	58.88	116.64	62.98
其他流动资产	29.25	16.48	2.58	1.39
流动资产	**174.98**	**98.61**	**182.83**	**98.73**
非流动资产	**2.47**	**1.39**	**2.35**	**1.27**
资产总额	**177.45**	**100.00**	**185.19**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2018 年底，公司流动资产 182.83 亿元，同比增长 4.49%，其中货币资金 11.08 亿元，同比增加 5.03 亿元，主要系公司短期对外投资及拆借款收回所致，其中因担保保证金受限的资金共计 3.10 亿元，受限比例为 27.98%；公司应收账款 8.62 亿元，其中应收沛县财政局的代建回购款 8.07 亿元，不计提坏账准备，其余为铝材销售款，账龄集中在 1 年以内，共计提坏账准备 334.76 万元，计提比例为 5.82%；公司其他应收款 38.40 亿元，同比大幅增加 9.66 亿元，其中 17.77 亿元为公司应收沛县房屋征收管理办公室的土地征收款，占其他应收款的比重为 45.83%，账龄为 1~2 年，其余主要系公司对政府和关联方的往来款，公司当年应收徐州守仁东北大酒店有限公司和徐州鑫润置业有限公司共计 0.27 亿元的款项因借款到期未进行偿还而提起诉讼，截至 2018 年底案件尚未结清，公司已将该部分应收款项全额计提坏账准备；随着公司工程施工业务的持续开展，存货保持稳定增长至 116.64 亿元，其中工程施工开发成本 31.91 亿元、土地使用权账面价值 79.47 亿元、铝业销售存货 1.58 亿元；其他流动资产由 2017 年底的 29.25 亿元大幅降至 2.58 亿元，同比减少 26.67 亿元，主要系公司收回 6.22 亿元的对外短期拆借资金及 20.76 亿元的银行理财等短期投资到期收回所致，短期投资综合回报率约为 9%，公司尚有 2.27 亿元的银行理财；当年底新增交易性金融资产 4.98 亿元，系公司投资的活期标准券和基金，年利率约 4.1%。2018 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；2018 年底，公司账面价值 34.60 亿元的土地使用权已设立抵押，抵押比率为 43.54%。

2018 年底，公司非流动资产 2.35 亿元，与上年基本持平，主要为公司对被投资单位的股权投资，跟踪期内公司确认长期股权投资损失 0.17 亿元。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益结构及规模保持稳定，权益结构稳定性好。

2018 年底，公司所有者权益 74.17 亿元，权益结构及规模较上年底基本稳定，其中实收资本 20.00 亿元，资本公积 45.00 亿元，未分配利润 7.70 亿元。公司所有者权益中实收资本及资本公积占比较大，所有者权益稳定性好。

跟踪期内公司有息债务规模有所控制，债务结构以长期债务为主，但债务负担仍较重。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。

2018 年底，公司负债总额 104.64 亿元，同比小幅增长 6.09%，非流动负债占比为 65.90%，其中长期借款 59.83 亿元，主要为抵质押和保证借款；公司应付债券 13.33 亿元，系公司发行的“17 沛县城投 PPN001”和 “15 沛县城投债”。

2018 年底，公司流动负债 37.85 亿元，同比大幅增长 61.96%，主要系一年内到期的非流动负债和应付债券、应付账款及预收款项的增加所致。其中，2018 年公司预收款项大幅增加 5.20 亿元至 5.93 亿元，主要系公司收到的歌风佳苑和夕阳红商品房（歌风佳苑和夕阳红系公司自主开发的商品房项目，目前尚未完工，未确认销售收入）预售房款。

表8 公司主要负债和所有者权益构成情况

（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.70	0.39	0.70	0.38
应付账款	4.46	2.51	6.05	3.27
其他应付款	4.84	2.73	4.97	2.68
一年内到期的非流动负债	9.42	5.31	16.26	8.78
流动负债	**23.37**	**13.17**	**37.85**	**20.44**
长期借款	66.19	37.30	59.83	32.31
应付债券	15.09	8.50	13.33	7.20
非流动负债	**81.27**	**45.80**	**73.16**	**39.51**
负债总额	**104.64**	**58.97**	**111.01**	**59.94**
实收资本	20.00	11.27	20.00	10.80
资本公积	45.00	25.36	45.00	24.30

未分配利润	6.52	3.67	7.70	4.16
所有者权益合计	**72.81**	**41.03**	**74.17**	**40.05**
负债和所有者权益合计	**177.45**	**100.00**	**185.19**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2018 年底，公司全部债务 91.33 亿元，同比小幅减少 0.66 亿元，受跟踪期内部分长期借款和应付债券调整至一年内到期的非流动负债核算影响，2018 年底公司长期债务占比由上年底的 88.35%降至 78.13%，资产负债率为 59.95%，公司债务结构较为合理。2019~2021 年，公司银行借款到期规模分别为 6.62 亿元、10.00 亿元和 4.90 亿元。受公司债务规模控制及债务结构调整的影响，2018 年底公司长期债务资本比率和全部债务资本化比率分别由上年底的 55.82%和 52.75%小幅降至 55.18%和 49.66%，公司债务负担仍较重。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持稳定，经营性业务获利能力增强，期间费用控制较好；公司盈利指标大幅提高，整体盈利能力增强。

2018 年，公司实现营业收入 9.84 亿元，较上年变化不大。得益于当期利息收入的增加及管理能力的提高，公司期间费用率由上年的 2.11%降至 0.48%，期间费用控制能力较好。2018 年，公司营业利润率由上年的 2.00%大幅提升至 15.45%，系当期工程施工及产品销售毛利率大幅提升所致。

2018 年，公司实现利润总额 1.83 亿元，同比增加 0.34 亿元，利润主要来自公司经营业务贡献。从盈利指标看，由于公司债务规模的控制及盈利能力的提高，2018 年公司总资本收益率和净资产收益率分别由 2017 年的 0.96%、1.62%上升为 1.13%、1.84%。2018 年公司未收到政府补贴，自身经营性获利能力大幅提高。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金净流出规模大幅缩减，收入实现质量明显改善；投资活动净现金流受短期投资行为影响较大；债务规模控制及融资力度降低使得公司当期筹资活动现金流呈现为净流出状态。

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。2018年，公司经营活动现金净流出规模由2017年的22.94亿元大幅缩减至1.88亿元，主要系营业收入现金回流、预售部分房款、利息收入增加及往来款净流出减少所致；当期销售商品、提供劳务收到的现金为13.02亿元；公司现金收入比由2017年的67.48%大幅增至132.37%，收入实现质量明显改善。

2018年，公司投资活动收支规模较大，主要系公司当期开展的银行理财等短期投资、短期资金拆借和交易性金融资产投资活动影响所致；公司投资活动现金流量净额5.47亿元，主要系当期大幅收回短期对外投资款所致。

2018年，公司筹资活动现金净额由2017年的33.44亿元大幅降至-6.99亿元，主要系公司当年控制债务规模并降低融资力度所致。2018年，公司筹资活动现金流入10.30亿元，公司对外筹资总量明显减少；筹资活动现金流出17.29亿元，主要系偿付有息债务本息支出的资金。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司债务规模的控制及自身盈利能力的提高使得EBITDA、经营活动现金流入和现金类资产对公司债务保障能力有所提高，但仍无法对债务形成完全覆盖。公司间接融资渠道较为畅通，整体偿债风险很低。

从短期偿债能力来看，2018年底，公司流动比率、速动比率分别由上年底的748.76%和301.68%大幅降至483.00%和174.86%，主要系当期流动负债增长幅度较大所致；公司经营活动现金净流量为负，对流动负债无覆盖能力。2018年底公司现金类资产由上年底的6.07亿元大幅增至16.52亿元，是短期债务的0.91倍，短期偿债能力有所提高，考虑将公司持有银行理财产品2.27亿元（计入“其他非流动资产”）调整至现

金类资产，调整后现金类资产/短期债务提高至1.03倍，公司短期偿债能力较强。

2018年，公司 EBITDA 较上年增加0.44亿元至2.34亿元，全部债务/EBITDA 由上年的48.48倍降至38.98倍；经营活动净现金流为负，对债务偿还无保障能力。2018年公司 EBITDA 对全部债务的保障能力有所提高，但长期偿债能力仍弱。

截至2018年底，公司合并口径获得银行授信共计105.26亿元，剩余未使用额度32.57亿元，公司融资渠道较为畅通。

截至2018年底，公司对外担保余额合计21.30亿元，占同期所有者权益的28.72%，同比有所上升，其中对民营企业担保金额为1.05亿元，其余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。被担保企业经营正常，且提供担保的贷款在银行均有抵押，出现代偿的风险较小。

6. 母公司财务情况

截至2018年底，母公司资产总额171.77亿元，同比小幅增加9.18亿，主要系存货增加所致。其中流动资产占87.10%，资产以流动资产为主。母公司资产总额占合并报表资产总额的92.75%。

截至2018年底，母公司所有者权益合计76.47亿元，较2017年底无明显变化。母公司所有者权益主要由实收资本、未分配利润和资本公积构成，权益结构稳定性较好。

截至2018年底，母公司负债合计95.31亿元，同比小幅增长9.48%，主要系其他应付款增加所致。其中流动负债占84.45%，母公司以非流动负债为主。母公司负债占合并报表负债的85.86%，占比较高。

2018年，母公司实现营业收入5.93亿元，同比小幅增加0.56亿元，占合并报表营业收入比重为60.26%；母公司利润总额为1.24亿元，与上年基本持平，占合并报表利润总额的67.76%。母公司营业收入及利润总额占合并报表的比重均较高。

九、存续债券偿债能力分析

截至2018年底，公司存续债券余额15.20亿元，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2018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沛县城投非公开债”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。2018年底，公司现金类资产（将当期银行理财调入后的调整数）18.79亿元；2018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19.60亿元、-1.88亿元和2.34亿元，对公司存续债券保障情况如下表9。总体看，公司未来集中偿债压力一般。

表9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2018 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	10.44
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.00
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.19
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.24

资料来源：联合资信整理

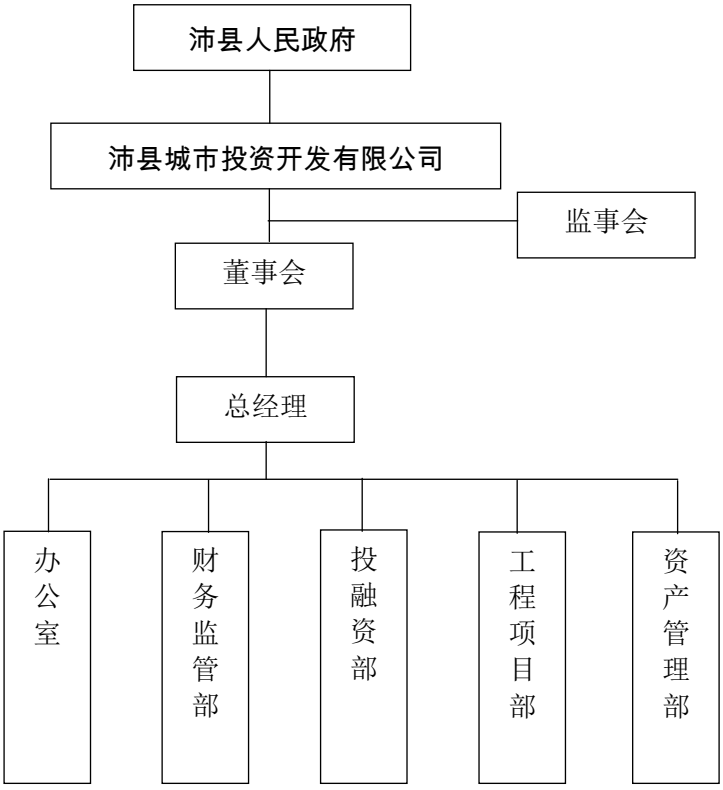
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“15沛县城投债/PR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 1-3　截至 2018 年底公司合并范围子公司

序号	公司名称	注册资本（万元）	表决权比例（%）	取得方式
1	徐州汉文化旅游开发有限公司	20000.00	83.03	设立
2	沛县汉源农村建设有限公司	26000.00	76.92	设立
3	沛县泗水水利建设有限公司	85000.00	87.11	设立
4	沛县汉隆供热有限公司	12000.00	86.46	设立
5	沛县汉源医疗用品有限公司	1000.00	100.00	设立
6	沛县康美医疗有限公司	1000.00	100.00	设立
7	沛县沛泽建设有限公司	20000.00	100.00	受让
8	沛县歌风城镇建设有限公司	30000.00	85.90	设立
9	沛县汤沐城镇建设有限公司	100000.00	100.00	设立
10	沛县交投事业发展有限公司	30000.00	100.00	设立
11	沛县乐勤智能化中央厨房管理有限公司	1000.00	10000	设立
12	沛县汉弘市政建设工程有限公司	63000.00	89.16	设立
13	沛县汇金设备租赁有限公司	10000.00	76.92	设立
14	江苏丰源铝材料科技有限公司	1000.00	76.92	设立
15	沛县润源房地产开发有限公司	5000.00	100.00	设立
16	沛县康乐养老服务有限公司	1000.00	100.00	设立
17	沛县汉源中小企业服务有限公司	1000.00	76.92	设立
18	沛县六星贸易有限公司	500.00	76.92	设立
19	沛县丰源进出口贸易有限公司	1000.00	76.92	设立
20	沛县高新建设发展有限公司	20000.00	100.00	设立
21	沛县中圆建设发展有限公司	39746.00	100.00	设立
22	沛县城南客运站项目管理有限公司	1000.00	100.00	设立
23	沛县城南客运站项目管理有限公司	1000.00	100.00	设立
24	沛县汉源环境科技有限公司	2000.00	100.00	设立

资料来源：根据公司审计报告整理

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	13.10	6.07	16.52
资产总额(亿元)	137.59	177.45	185.19
所有者权益(亿元)	63.58	72.81	74.17
短期债务(亿元)	9.91	10.72	18.17
长期债务(亿元)	42.08	81.27	73.16
全部债务(亿元)	51.99	91.99	91.33
营业收入(亿元)	9.90	9.89	9.84
利润总额(亿元)	2.24	1.49	1.83
EBITDA(亿元)	2.28	1.90	2.34
经营性净现金流(亿元)	-17.10	-22.94	-1.88
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.16	2.01	1.30
存货周转次数(次)	0.11	0.10	0.08
总资产周转次数(次)	0.09	0.06	0.05
现金收入比(%)	89.21	67.48	132.37
应收类款项/资产总额（%）	16.41	19.55	25.39
营业利润率(%)	14.20	2.00	15.45
总资本收益率(%)	1.46	0.96	1.13
净资产收益率(%)	2.59	1.62	1.84
长期债务资本化比率(%)	39.83	52.75	49.66
全部债务资本化比率(%)	44.99	55.82	55.18
资产负债率(%)	53.79	58.97	59.95
流动比率(%)	426.87	748.76	483.00
速动比率(%)	127.18	301.68	174.86
经营现金流动负债比(%)	-53.61	-98.17	-4.96
全部债务/EBITDA(倍)	22.77	48.48	38.98

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%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×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

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　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。

附件 4-3　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