

信用等级公告

联合[2017]321 号

新沂市交通投资有限公司：

联合信用评级有限公司通过对新沂市交通投资有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2017 年公司债券进行了主动评级，确定：

新沂市交通投资有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”

新沂市交通投资有限公司拟发行的 2017 年公司债券信用等级为 AAA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年四月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

新沂市交通投资有限公司

2017 年公司债券主动评级报告

本次债券信用等级: AAA_{pt}

公司主体信用等级: AA_{pt}

评级展望: 稳定

本次债券规模: 12.5 亿元

本次债券期限: 7 年

还本付息方式: 每年付息一次, 存续期的后 5 年每年偿付本金的 20%

担保方式: 无条件不可撤销的连带责任保证担保

担保方: 中国投融资担保股份有限公司

评级时间: 2017 年 4 月 25 日

主要财务数据:

发行人

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	69.48	81.20	123.49
所有者权益 (亿元)	50.84	52.42	64.48
长期债务 (亿元)	6.87	12.03	38.82
全部债务 (亿元)	8.32	15.13	44.28
营业收入 (亿元)	6.99	6.04	7.64
净利润 (亿元)	1.90	1.58	2.00
EBITDA (亿元)	2.86	2.59	3.69
经营性净现金流 (亿元)	-22.17	-4.23	-17.30
营业利润率 (%)	19.31	19.82	24.98
净资产收益率 (%)	5.59	3.05	3.43
资产负债率 (%)	26.82	35.45	47.78
全部债务资本化比率 (%)	14.07	22.40	40.71
流动比率 (倍)	4.01	4.08	4.62
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.34	0.17	0.08
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.23	0.21	0.29

担保方-中国投融资担保股份有限公司

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	98.43	106.58	104.06
所有者权益 (亿元)	63.86	62.39	57.27
营业收入 (亿元)	12.26	14.78	13.83
净利润 (亿元)	3.19	1.32	6.03
资产负债率 (%)	44.96	41.46	35.12

注: 1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径; 2、报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 3、报告中涉及货币内容除特别说明外, 均指人民币。4、调整后全部债务计入了长期应付款中的“抵押担保债权”和“回租物品转让”; 应付票据不支付利息, 已从全部债务中剔除。

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对新沂市交通投资有限公司 (以下简称“公司”或“新沂交投”) 的评级反映了其在区位优势、政府支持、经营多样性等方面的优势, 公司项目获取和收入来源较为稳定。同时联合评级也注意到 2015 年新沂市财政总收入下滑、公司其他应收款对资金占用大、盈利能力有待提升等因素对公司信用水平带来的不利影响。

新沂市经济的发展为公司各经营版块提供了良好的外部环境, 公司未来收入规模和利润水平有望提升。同时考虑到公司获得政府的稳定支持将对公司整体偿债能力形成良好支撑, 联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

中国投融资担保股份有限公司 (以下简称“中投融”) 是以信用担保为主营业务的全国性专业担保机构, 经联合评级评定, 确定中投融主体长期信用等级为“AAA”, 评级展望为“稳定”。本次债券由中投融提供无条件不可撤销的连带责任保证担保, 显著提升了本次债券本息偿还的安全性。另外, 本次债券设置了分期偿付条款, 有助于降低本次债券的集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本次债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 新沂市近年来经济平稳发展, 产业结构逐步优化, 政府债务率较低, 公司经营外部环境良好。

2. 公司作为新沂市重要的交通基础设施和水利工程建设主体之一, 在资本金注入、财政补贴、公路收费权划拨等多方面均获得了新沂市政府的大力支持。

3. 中投融为本次债券提供无条件不可撤销连带责任保证担保显著地提升了本次债券本息偿还的安全性；本次债券设置分期偿还条款，降低了未来集中偿付压力。

关注

1. 新沂市2015年政府基金收入受宏观环境及政策影响大幅下滑，财政总收入同比减少。

2. 公司整体盈利能力弱，利润总额对政府补助依赖性强。

3. 公司资产中存货、在建工程占比较大，资产流动性较弱；代建回款时间具有不确定性，其他应收款对资金形成一定占用。

4. 公司经营活动现金流净额持续为负，收付实现质量一般，对外部资金有较大依赖。

5. 公司受限的土地使用权和货币资金规模较大，占比较高。

分析师

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

李 聪

电话：010-85172818

邮箱：lic@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由新沂市交通投资有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因新沂市交通投资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。联合评级、评级人员与新沂市交通投资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。

本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。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对新沂市交通投资有限公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

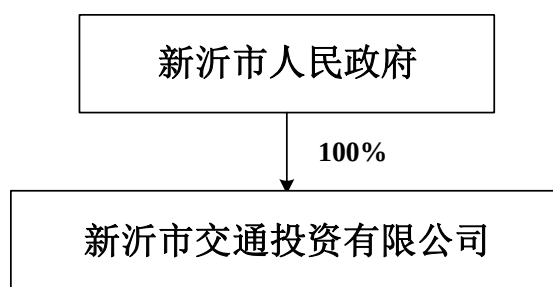
分析师：



一、主体概况

新沂市交通投资有限公司（以下简称“公司”或“新沂交投”）于2010年3月成立，公司申请登记的注册资本为10,000万元，由新沂市人民政府于设立后两年内缴足，全部以货币形式出资。2012年11月，经新沂市人民政府批复《关于新沂市交通投资有限公司债转股增加注册资本的批复》，公司增加注册资本23,000万元至人民币33,000万元。2013年12月，根据股东会决定和修改后的章程规定，公司申请增加注册资本27,000万元，全部由新沂市人民政府以货币出资，变更后注册资本增至人民币60,000万元。2015年12月，根据股东会决定和修改后的章程规定，公司申请增加实收资本90,000万元，全部由新沂市人民政府以货币出资。截至2015年底，公司注册资本为150,000万元，新沂市人民政府持股100%，故实际控制人为新沂市人民政府。

图1 截至2015年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围包括：房地产开发、销售；对交通工程、水利工程、市政工程、农村基础设施项目投资；农业资源综合开发；建筑材料销售。

截至2015年底，公司本部下设产业发展部、工程技术部、财务审计部、综合服务部、人力资源部等5个职能部门。纳入公司合并范围的一级子公司10个，其中9个为全资子公司。

截至2015年底，公司资产合计123.49亿元，负债合计59.00亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计64.48亿元，其中归属于母公司所有者权益64.43亿元；2015年，公司合并口径实现营业收入7.64亿元，实现净利润（含少数股东损益）2.00亿元，其中归属于母公司所有者净利润2.00亿元；经营活动产生的现金流量净额-17.30亿元，现金及现金等价物净增加额7.75亿元。

公司注册地址：江苏省新沂市钟吾南路交通大楼第五层；法定代表人：黄永浩。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“新沂市交通投资有限公司2017年公司债券”（以下简称“本次债券”），发行规模为12.5亿元，期限为7年。本次债券设置本金提前偿付条款，即在债券存续期的第3、4、5、6、7个计息年度末按20%的比例等额偿还本金。当期利息随本金一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，到期兑付款项自兑付日起不另计利息。

本次债券由中投融提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合评级评定，确定中投融主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金12.5亿元，其中12亿元计划投资于新沂快递物流园项目和新沂电子商务

产业园项目，0.5亿元用于补充运营资金：

表1 本次债券项目建设情况（单位：万元，%）

项目名称	投资总额	拟使用债券资金	募集资金占项目投资总额比例
新沂快递物流园项目	89,593.50	60,000.00	66.97
新沂电子商务产业园	86,816.50	60,000.00	69.11
合计	176,410.00	120,000.00	68.02

资料来源：项目可研报告

3. 本次债券投资项目概况

本次债券募投项目包括新沂快递物流园项目和新沂电子商务产业园项目。两个项目由中铁建港航局集团勘察设计院有限公司出具了《新沂快递物流园项目工程可行性研究报告》和《新沂电子商务产业园项目工程可行性研究报告》（以下简称《可研报告》）。

（1）项目建设内容

新沂快递物流园项目

新沂快递物流园项目规划有商贸物流区（商务楼）、仓储配送中心、管理辅助区、智能配车区等四大功能区块，以构建一个综合性、服务性的大型现代化快递产业平台。项目建设综合楼7栋、配送用房3栋、仓库4个、管理辅助用房1栋、食堂及宿舍楼用房1栋、消防水池1个、机修厂地1个。

项目在新沂市经济开发区人民西路与天津路交汇的东北侧，建设单位收购原南越家具和海富织造厂新建快递物流园，占地124,500平方米，约186.7亩土地。园内总建筑面积290,675平方米，总建筑占地面积50,075平方米，建筑密度40.2%，容积率2.33，绿化率28.2%。

项目总投资为89,593.5万元，其中工程费用71,399.5万元、其他费用9,279.5万元、预备费4,641.0万元、建设期利息4,273.5万元。

新沂电子商务产业园项目

新沂电子商务产业园项目由商贸区（办公楼）、管理辅助区（平台建设和维护）、高端智能化仓储物流区等区域组成的综合性电子商务产业化项目。项目包括办公楼3栋、配送用房2栋、仓库5个、管理辅助用房1栋、食堂1栋、宿舍楼1栋、消防水池1个、机修厂地1个。

项目位于新沂市经济开发区北京西路北侧，建设单位收购原杰盛纺织及其东侧预留工业用地用于建设电子商务产业园，占地103,416平方米，约155.1亩。园内总建筑面积298,912平方米，占地面积51,406平方米，建筑密度49.7%，容积率2.89，绿化率20.1%。

项目总投资为86,816.5万元，其中工程费用69,002.8万元，其他费用9,055.0万元，预备费4,485.2万元，建设期利息4,273.5万元。

（2）项目整体批复情况

新沂快递物流园项目

截至2016年5月底，项目已取得新沂市环境保护局出具的《关于新沂市交通投资有限公司新沂快递物流园项目环境影响报告表审批意见》；新沂市国土资源局出具的《关于新沂市交通投资有限公司建设新沂快递物流园项目的用地预审意见》；新沂市发展改革与经济委员会出具的《新沂市发改经济委关于新沂市交通投资有限公司新沂快递物流园项目核准的批复》和《固定资产投资节能登记表》；新沂市规划局出具的《关于新沂快递物流园项目的选址意见》；新沂市维护稳定工作领导小组办公室出具的《江苏省社会稳定风险评估评审表（试行）》。

新沂电子商务产业园项目

截至2016年5月底，项目已取得新沂市环境保护局出具的《关于新沂市交通投资有限公司新沂电子商务产业园项目环境影响报告表审批意见》；新沂市国土资源局出具的《关于新沂市交通投资有限公司建设新沂电子商务产业园项目的用地预审意见》；新沂市发展改革与经济委员会出具的《新沂市发改经济委关于新沂市交通投资有限公司新沂电子商务产业园项目核准的批复》和《固定资产投资节能登记表》；新沂市规划局出具的《关于新沂电子商务产业园项目的选址意见》；新沂市维护稳定工作领导小组办公室出具的《江苏省社会稳定风险评估评审表（试行）》。

（3）资金筹措与经济效益

新沂快递物流园项目

项目总投资89,593.5万元，项目资金全部自筹，其中银行贷款或债券融资60,000万元。其余投资29,593.5万元使用自有资金，全部作为资本金，占总投资的33.03%。根据可研报告，项目总收入29.00亿元（本次债券存续期内收入14.20亿元）。项目收入来自综合楼区域的招商出租收入及仓储配送中心的出租收入。其中综合楼区域可供出租面积219,035平方米，租金以3.4元/平方米·天计算；可用于出租的仓库面积66,000平方米，以租金1.0元/平方米/天计算，扣除开发建设投资及运营成本，项目总利润为19.88亿元（本次债券存续期总利润8.98亿元），所得税后利润为14.91亿元（本次债券存续期所得税后利润6.74亿元）。

新沂电子商务产业园项目

项目总投资 86,816.5 万元，项目资金全部自筹，其中银行贷款或债券融资 60,000 万元。其余投资 26,816.5 万元使用自有资金，全部作为资本金，占总投资的 30.89%。根据可研报告，项目总收入 29.43 亿元（本次债券存续期内收入 14.41 亿元）。项目收入来自租金收入及高端智能化仓储物流收入、B2B 平台收入和管理费收入。其中①租金收入及高端智能化仓储物流收入：电子商务综合楼区域以出租的形式招商，可供出租面积 159,640 平方米，租金 4.1 元/平方米/天。仓库租金收入：可用于出租的仓库 137,500 平方米，租金 1.1 元/平方米/天。②B2B 平台相关收入：会员费 2,000 元/年，客户来源主要包括电子商务网商商会会员 200 家，项目投产后第一年按达产 80%估算，于第四年达产，达产期为 40 万元/年。广告费：包括弹出广告、漂浮广告、BANNER 广告、文字广告等多种表现形式，是 B2B 电子商务网站的主要收入，广告费正常年收入 35 万元。竞价排名：企业为了促进产品的销售，都希望在 B2B 网站的信息搜索中将自己的排名靠前，而网站在确保信息准确的基础上，根据会员交费的不同对排名顺序作相应的调整，竞价排名正常年收入 32 万元。线下服务等收入 13 万元。③管理费：电商园物业管理费用，管理面积 88,302 平方米，按 4 元/平方米/月收取管理费。扣除开发建设投资及运营成本，项目总利润为 20.51 亿元（本次债券存续期总利润 9.30 亿元），所得税后利润为 15.38 亿元（本次债券存续期所得税后利润 6.98 亿元）。

（4）项目建设进度

新沂快递物流园项目和新沂电子商务产业园项目预计建设期为2年，第3年起逐步投产，运营期10年，计算期共计12年。

截至2016年5月底，新沂快递物流园和新沂电子商务产业园用地手续正在办理。

上述项目完成后，将推动新沂市城镇化的有序发展，提高居民生活质量，对促进新沂市国民经济的发展具有积极意义。

三、行业分析

公司业务以工程施工业务为主，属于城市基础设施建设行业。

1. 行业概况

城市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物质基础，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，全国各地城建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。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

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]2,050 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。

总体看，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。

3. 未来发展

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。

2015 年，全年全社会固定资产投资 562,000 亿元，比上年增长 9.8%，扣除价格因素，实际增长 11.8%。其中，固定资产投资（不含农户）551,590 亿元，增长 10.0%。东部地区投资 232,107 亿元，比上年增长 12.4%；中部地区投资 143,118 亿元，增长 15.2%；西部地区投资 140,416 亿元，增长 8.7%；东北地区投资 40,806 亿元，下降 11.1%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资 15,561 亿元，比上年增长 31.8%；第二产业投资 224,090 亿元，增长 8.0%；第三产业投资 311,939 亿元，增长 10.6%。基础设施投资 101,271 亿元，增长 17.2%，占固定资产投资（不含农户）的比重为 18.4%。

截至 2015 年底，中国城镇化率为 53.10%，较上年提高 1.33 个百分点，未来中国城镇化率

仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

总体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

4. 区域经济

(1) 新沂市概况

新沂市位于江苏省北部，苏鲁两省交界处。是沿东陇海线产业带中心节点城市，全市总面积 1,616 平方公里，其中可耕地面积 8.01 万公顷，水面积 4.12 万公顷，下辖 13 个镇、4 个街道办事处、1 个经济开发区（江苏新沂经济开发区）和 1 个南北共建工业园区（无锡-新沂工业园），总人口 103.2 万，其中城区人口 36 万。新沂是华东重要的交通枢纽之一。陇海铁路、胶新铁路、新长铁路在此交汇，京沪高速、连霍高速、新扬高速，205 国道、323、249 省道在这里融合，徐连客运专线（高铁）即将开工建设。新沂经济社会保持了平稳较快发展，2015 年，新沂市在“2015 年全国百强县市排行榜”中的排位为第 69 位。

新沂市矿产资源比较丰富，其特征是以变质岩地区非金属矿及砂矿为主，埋藏条件好，储量较大，交通方便，采选容易，部分矿产储量较大。现已发现的矿种有 18 种，已开发利用的矿产有天然石英砂、建筑用黄砂、建筑用花岗岩、水晶、矿泉水、砖瓦粘土、硅石、钾钠长石等。

新沂工业基础较好，初步形成了“精细化工、纺织服装、绿色食品、机械冶金、资源加工”等五大产业板块，“新能源、新材料、新医药、新环保、服务外包”等五大新兴产业加快集聚。恒盛化肥、花厅酒业是江苏最大的化肥生产企业和酒精生产企业之一，利民化工、蓝丰生化，在全国农药行业排名在前 50 名以内。斯尔克化纤、科倍服饰等 30 多家企业形成了纺织服装产业集群，斯尔克差别化纤维技术国际领先。

2015 年，文登区生产总值 716 亿元，“十二五”期间年均增长 10.4%；固定资产投资 589 亿元，年均增长 20.7%；社会消费品零售总额 310 亿元，年均增长 13.9%；城镇居民人均可支配收入、农民人均可支配收入分别达到 34,554 元和 17,574 元，年均分别增长 10.2% 和 13.6%；城镇登记失业率控制在 1.4% 以下；民生支出占财政支出比重由 75% 提高到 87%。

从经济发展特点来看，近年来，文登区产业建设步伐加快，经济结构加快优化，三次产业更趋协调，山东半岛蓝色经济区也为文登招商引资提供了良好的外部环境，地区经济快速稳定发展。

(2) 新沂市政府财力及债务

根据《2015 年新沂市国民经济和社会发展统计公报》，2015 年，新沂市实现地区生产总值 507.63 亿元，按可比价格计算同比增长 10.6%。其中第一产业实现增加值 61.93 亿元，同比增长 2.8%；第二产业实现增加值 212.35 亿元，同比增长 11.9%；第三产业实现增加值 233.35 亿元，同比增长 11.1%。三次产业比例为 12.2：41.8：46.0。2015 年完成固定资产投资 473.69 亿元，同比增长 22.6%；其中：规模以上工业完成投资 320.34 亿元，同比增长 23.2%；服务业固定资产投资 153.35 亿元，同比增长 22.2%；房地产业完成投资 41.02 亿元，同比增长 17.2%。城乡居民人

均可支配收入17,100元，同比增长9.3%；农村居民人均可支配收入13,281元，同比增长9.4%。

2013~2015年，新沂市地方财政总收入为83.25亿元、156.14亿元和77.20亿元，复合下降3.7%，政府基金性收入大幅减少。

从财政收入结构来看，一般预算收入作为最稳定的财政收入来源，近年来持续增长，2015年实现一般预算收入51.33亿元；基金收入波动较大，年均复合下降24.85%，2015年实现基金收入18.75亿元，同比大幅下降81.38%。

表2 新沂市财政收入情况（单位：亿元）

项目	2013年	2014年	2015年
地方公共财政预算收入	39.62	45.82	51.33
其中：税收收入	33.98	39.33	43.56
政府性基金收入	33.20	100.68	18.75
其中：国有土地使用权出让收入	32.28	99.73	18.50

资料来源：联合评级整理

政府债务方面，截至2015年底，新沂市政府债务余额30.00亿元，全部为直接债务。截至2015年底，新沂市政府债务率为29.65%，债务水平较低。

表3 截至2015年底新沂市政府债务构成（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）地方一般预算收入	513,316	（一）直接债务余额	299,990
1. 税收收入	435,595	1. 国际金融组织贷款	
2. 非税收入	77,721	（1）世界银行贷款	
（二）转移支付和税收返还收入	297,562	（2）其他国际金融组织贷款	
1. 一般性转移支付收入	155,851	2. 国债转贷资金	1,027
2. 专项转移支付收入	128,263	3. 农业综合开发借款	
3. 税收返还收入	13,448	4. 解决地方金融风险专项借款	
（三）国有土地使用权出让收入	184,964	5. 国内金融机构借款	98,910
1. 国有土地使用权出让金	177,654	（1）政府直接借款	37,660
2. 国有土地收益基金	9,239	（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	61,250
3. 农业土地开发资金	830	6. 债券融资	188,500
4. 新增建设用地有偿使用费	-2,759.00	（1）中央代发地方政府债券	118,500
（四）预算外财政专户收入	9,147	（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	70,000
		7. 拖欠工资和工程款	526
		8. 其他	11,028
		（二）担保债务余额	0
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	1,004,989	地方政府债务余额=（一）+（二）*50%	299,990
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%			29.65%

资料来源：新沂市财政局

总体看，新沂市经济保持较快发展，地方公共预算收入持续增长，但政府性基金收入受土地市场行情影响大。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司系国有独资企业，新沂市人民政府为公司出资人和实际控制人，出资比例占公司实收资本的 100%。截至 2015 年底，新沂市仅存在 2 家规模较大的城投类企业，除公司外，另有新沂市城市投资发展有限公司（以下简称“新沂城投”）。新沂城投主要进行安置房建设、管廊建设、土地整理、自来水供应等业务。公司主要负责交通基础设施和水利工程建设。项目类型上有所分工，不存在竞争关系，故公司为新沂市唯一规模较大的承载交通基础设施及水利基础设施的建设维护的主体，总体看公司竞争力较强。

2. 人员素质

截至 2015 年底，公司本部高管人员包括董事长和总经理各 1 人。

公司董事长马林先生，1965 年出生，硕士研究生学历；历任新沂市人民政府办公室副主任，新沂市新安镇镇长，中共新沂市委组织部副部长，新沂市交通运输局局长；现任新沂市人民政府副市长，兼任公司董事长（未领取薪酬）。

公司总经理黄永浩先生，1965 年出生，大学专科学历；历任新沂市化肥厂团总支书记，新沂市高流镇副镇长、党委副书记，新沂市草桥镇副书记、镇长、党委书记；现任新沂市交通运输局局长，兼任公司总经理、法定代表人（未领取薪酬）。

截至 2015 年底，公司共有员工 52 人。从年龄结构来看，30 岁以下 25 人；30~50 岁 18 人；50 岁以上 9 人。从学历结构来看，本科及以上学历 18 人，大专学历 32 人，大专以下学历 2 人。

总体来看，公司高层管理人员拥有多年政府部门工作经历，管理经验丰富；公司员工年龄结构和学历素质能够满足日常运营需要。

3. 政府支持

公司作为新沂市交通基础建设的主体单位，在资本金注入、财政补贴、一级公路收费权等方面得到新沂市政府的大力支持。

（1）资本金注入

公司成立时申请登记的注册资本为 10,000 万元，由新沂市人民政府于公司设立后两年内缴足。截止 2010 年 3 月 2 日，公司收到首次缴纳的实收资本为人民币 5,000 万元，全部以货币出资。该次出资已经新沂市正泰会计师事务所有限公司出具验资报告核实。截止 2010 年 3 月 12 日，公司收到第二期出资 5,000 万元，全部以货币出资。该次出资已经新沂市正泰会计师事务所有限公司出具验资报告审验。

2012 年 11 月 27 日，经新沂市人民政府《关于新沂市交通投资有限公司债转股增加注册资本的批复》的批复，公司增加注册资本 23,000 万元，变更后注册资本增至人民币 33,000 万元。该次增资已经徐州华兴会计师事务所有限公司出具验资报告审验。

2013 年 12 月 19 日，根据股东会决定和修改后的章程规定，公司申请增加注册资本 27,000 万元，全部由新沂市人民政府以货币出资，变更后注册资本增至人民币 60,000 万元。该次出资已经新沂市正泰会计师事务所有限公司出具验资报告审验。

2015 年 12 月，根据股东决定和修改后的章程规定，公司申请增加实收资本 90,000 万元，全部由新沂市人民政府以货币出资，变更后注册资本与实收资本增至人民币 150,000 万元。该次出资已经新沂市正泰会计师事务所有限公司出具验资报告审验。

（2）财政补贴

2013~2015年，公司收到财政补贴分别为2.15亿元、2.42亿元和2.06亿元，计入“营业外收入”，2015年主要项目包括交通基础设施扶持资金0.87亿元、水利设施扶持资金0.60亿元和景点扶持补贴收入0.51亿元和少量旅游业引导资金、财政补助油贴等。2015年，公司子公司新沂马陵山旅游发展有限公司收到新沂市人民政府景区开发建设资金1.06亿元，计入资本公积。

（3）一级公路收费权

根据新政交[2015]59号文件，新沂市交通运输局将205国道新沂段25.845公里收费公路划转至公司。经苏华评报字[2015]第075号，评估价值为36,465.99万元，计入“固定资产”，冲减应收新沂财政局往来款36,465.99万元。根据新政交[2015]74号文件，新沂市交通运输局同意承担205国道新沂段的维护、保养；同意道路寿命终止时，承担重建工作；同意公司针对205国道新沂段不计提折旧。另根据苏政复[2014]77号文件，江苏省政府同意延长205国道新沂等收费站收费期限至2019年。通行费由执收机构收取后，上交财政后将相关部分划拨给公司，作为公司的收入。2015年，公司确认205国道收费收入4,107.69万元。

总体看，新沂市政府对公司的各项政策支持持续稳定，是公司可持续发展的重要保障。

五、管理分析

1. 治理结构

公司属国有独资公司，出资人为新沂市政府，产权关系清晰。公司建立了由出资人（股东）、董事会、监事会和管理层分立的治理结构及经营、决策、监督相互制衡的管理机制；按照《公司法》等法律法规要求规范运作，严格执行《公司章程》等规章制度。

公司出资人（股东）为新沂市政府，负责制定公司的经营方针、投资计划，审定批准董事会报告、监事会报告、利润分配方案、财务预算决算等，并对公司债券、增加或减少股本以及公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决定。

公司董事会由7名成员组成，其中5人由出资人委派，2人由公司职工代表大会选举产生，董事会负责制定公司利润分配方案、财务预算决算，以及公司的基本管理制度。董事会设董事长1人，副董事长1人，由出资人从董事会成员中指定，董事任期三年，任期届满可连任。

公司监事会由5名成员组成，其中3人由出资人委派，2人由公司职工代表大会选举产生，监事会负责对公司财务、及董事和高管人员行为进行监察。监事会设主席一人，由全体监事过半数选举产生，监事任期三年，任期届满可连任。

公司设总经理（法定代表人）1人，由董事会聘任或解聘，总经理就公司的生产和经营管理对董事会负责，重大决策事项由公司董事会决定。

总体看，公司法人治理结构较为完善，形成了集中控制、分级管理、责权分明的管理机制。

2. 管理体制

公司根据自身的实际情况，建立了与业务性质和规模相适应的内部管理机构，整体管理架构由5个部门组成：产业发展部、工程技术部、财务审计部、综合服务部和人力资源部。公司制定了相应的规章制度，对各部门作了明确分工，各部门负责人由公司按照规定的程序任免。

人力资源方面，公司建立了较为完善的绩效考核体系，员工的聘用、提升、考核和任免均按照公司的文件制度和相关程序执行。员工培训方面，公司通过对生产员工和中层管理人员进行定期和不定期培训，提高员工的综合素质。

财务管理控制方面，公司按照国家《会计法》等有关会计法律法规的规定，建立了较为完善的财务管理制度，公司按照程序对融资授信、资金管控等进行严格的内部审批，并规定了相应的审批权限，实施有效控制管理。

工程项目管理方面，公司依照财政部《企业内部会计控制规范—工程项目（试行）》和《企业内部控制具体规范-工程项目》（征求意见稿）等有关规定，建立了完善的工程项目授权审批制度、明确项目管理、施工、竣工决算与资产转交内控要求。公司指定了规范化的资金计划管理和决算预算文件制度体系，年度资本预算由财务部汇总后须报预算管理领导组审议，后经股东大会审核后提交股东大会审批。

总体看，公司内部管理体制可以满足目前公司的经营和发展需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要业务板块包括新沂市城市交通基础设施及水利基础设施的建设维护、一级公路收费、公交和出租车运营、旅游、住宿餐饮、物流运输等。2013~2015 年，公司营业收入波动中增长，分别为 6.99 亿元、6.04 亿元和 7.64 亿元，波动主要系 2014 年水利工程收入大幅下降、2015 年水利工程收入增长和 205 国道收费权划入新增国道收费收入所致。

目前，公司收入占比较大的板块包括交通投资、水利工程和过路费收入。交通投资收入系公司实施交通基础设施建设工程取得的收入。水利工程项目由子公司新沂市河海建筑工程公司（以下简称“河海建筑”）实施，以工程招投标形式参与水利工程施工。国道收费收入全部来自 205 国道收缴的通行费。另外，公交与出租收入稳定，国内旅游和住宿餐饮服务收入稳定的增长，对公司的收入形成一定补充。

从毛利率来看，2014 年交通投资收入毛利率下降，系公司近年来发展壮大，随着在建项目的增多，公司自筹融资规模增加，相关资本化利息及费用支出增加所致；2014 年以来水利工程项目利润率较高，毛利率比较稳定；国内旅游毛利率保持在 85%以上，主要系导游人员工资在管理费用中核算所致；公交出租车业务毛利率较高，主要系公司的车辆已超出折旧期限、且部分人员工资在管理费用中核算所致；2015 年公交出租收入毛利率下降主要系维修费用增加导致。205 国道收取过路费所发生成本计入期间费用，故毛利率计为 100%。

表 4 2013~2015 年公司营业收入占比及毛利率情况（单位：万元，%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
交通投资	45,736.33	65.46	23.27	46,525.36	77.07	18.92	45,556.97	59.65	18.69
水利工程	21,863.24	31.29	15.21	11,094.84	18.38	28.23	22,952.91	30.05	28.68
公交与出租车	1,758.06	2.52	75.64	1,829.47	3.03	68.47	1,883.59	2.47	38.72
国内旅游	440.83	0.63	98.27	682.19	1.13	89.27	669.56	0.88	86.05
住宿餐饮服务	45.45	0.07	41.47	222.80	0.37	50.49	376.42	0.49	53.94
物流运输	11.58	0.02	75.59	--	--	--	93.17	0.12	99.65
205 国道收费	--	--	--	--	--	--	4,107.69	5.38	100.00
其他	13.87	0.02	82.26	14.14	0.02	92.93	732.14	0.96	85.01
合计	69,869.35	100.00	22.57	60,368.81	100.00	23.06	76,372.46	100.00	28.06

资料来源：公司提供

2. 交通投资业务

新沂交投是新沂市交通基础设施投融资建设的最重要主体，其交通基础设施建设业务主要依托地方政府项目开展，在当地具有经营垄断地位，受政策支持力度较大。交通投资收入系公司实施交通基础设施建设工程取得的收入，采取委托代建模式与新沂市财政局或各乡镇政府签订协议。投资回收方式主要分政府回购及土地置换两种模式进行。

回购模式下公司与新沂市政府签订回购协议，项目前期由公司负责融资建设，建成后公司根据与新沂市人民政府签订的委托代建合同，由新沂市政府以实际建设成本加成本约20%~25%（不同项目根据具体项目加成比例核算，个别项目可略高于该比例），一次或分次进行回购，回购期一般在三年以内。截至2015年底，公司已完成古镇大道、205国道新沂改线等多个交通基建政府回购项目，投资总额达24.15亿元，收到回购款18.97亿元，预计总回购款29.71亿元。在建项目4个，包括S505铁路下穿改造工程、X308堰窑线改建工程、新沂市农村公路提档升级工程和新沂市新戴河改扩建工程，预计总投资20.09亿元，已投资3.40亿元；拟建项目3个，包括新长铁路平交道口改立交工程、S425省道建设工程、S344省道建设工程，预计总投资16.36亿元。2016年在建拟建项目拟投资共9.78亿元。截至2015年底公司交通基础建设建成及在建项目情况见表6。

除回购模式外，公司还采取土地置换方式，通过与政府签订土地置换协议，以土地使用权作为村镇交通基础设施建设回报。截至2015年底，公司通过土地置换方式承接棋盘镇迎宾南路等9个项目，预计投资总额3,140万元，已投资2,762万元，获得置换土地账面净值共11,441万元，反映在“无形资产”中。

在代建回购模式下，账务处理方面：公司在项目建设投入款项在“存货-开发成本”科目体现，根据完工进度确认收入并结转成本，未收到的代建款计入“应收账款”，公司收到的代建款体现在“销售商品、提供劳务收到的现金”。在土地置换模式下，公司在项目建设投入款项在“存货-开发成本”科目体现，置换的土地体现在“无形资产”和“资本公积”。

总体看，回购款到位情况受到财政拨付时间影响，具有较大的不确定性，待回收资金对公司资金形成占用。公司在建拟建项目投资需求较大，有一定外部融资压力。

表5 截至2015年底公司已完项目（单位：万元）

项目名称	项目总投资	预期收益	已收到回款
古镇大道	37,000	45,510	32,003
新戴运河“六改四”土方工程	7,000	8,610	8,610
205 国道新沂改线东北段工程	30,000	36,900	36,466
211 县道	700	861	861
249 省道拓宽	39,000	47,970	39,136
环湖路	7,000	8,610	6,027
山水大道工程	10,000	12,300	11,850
大桥西路与 S323 连接线	2,000	2,460	1,722
S505 西北绕城	16,000	19,680	9,840
北沟互通	15,600	19,188	15,620
马陵山互通	5,500	6,765	4,735
唐港路	6,400	7,872	6,691
时集连接线工程	6,400	7,872	3,936
马港作业区疏港公路	725	891	891
开发区神井大道	10,900	13,407	6,704

时集连接线	6,400	7,872	3,936
S268 省道时集至邵店连接线	6,000	7,380	0
S323-S424 连接线工程	5,200	6,396	300
新港路友好桥建设工程	8,000	9,840	0
新戴运河航道“四改二”土方工程	8,000	9,840	395
X308 新邵线改扩建工程	3,000	3,690	0
X203 双高线改扩建工程	2,000	2,460	0
X209 港堰线改扩建工程	1,000	1,230	0
X209 新沂河大桥	6,000	7,380	0
环湖公路 249 省道至毛林桥养护大中修工程	1,285	1,581	0
S505 窑湾镇至大桥西路段绿化补植工程	405	498	0
合计	241,515	297,063	189,724

资料来源：公司提供

表6 截至2015年底公司主要在建拟建项目（单位：万元，%）

项目名称	总投资	已投资	建设期限	回购收益率
在建				
S505 铁路下穿改造工程	6,000	4,325	2014 年 12 月~2016 年 9 月	23
X308 堰窑线改建工程	10,000	150	2016 年 3 月~2016 年 12 月	23
新沂市农村公路提档升级工程	117,751	21,649	2015 年 9 月~2018 年 9 月	31
新沂市新戴河改扩建工程	137,109	7,877.56	2016 年 1 月~2018 年 12 月	27
拟建				
新长铁路平交道口改立交工程	15,000	0.00	2016 年 4 月~2017 年 12 月	23
S425 省道建设工程	22,000	0.00	2016 年 3 月~2016 年 12 月	23
S344 省道建设工程	126,600	0.00	2016 年 12~2018 年 11 月	23
合计	434,460	34,001.56		

资料来源：公司提供

3. 水利工程业务

公司水利工程业务主要由新沂交投下属全资子公司新沂市河海建筑工程公司（以下简称“河海建筑”）负责，河海建筑拥有水利工程施工二级资质，是新沂市水利工程施工建设的重要主体。河海建筑主要以工程招投标的形式参与新沂市水利工程项目，项目实施过程由新沂市水利局、新沂市审计局等部门监管，项目款项按照经审计后的工程合同中约定的标准结算，公司按工程进度确认收入，委托方根据工程进度支付相应工程款项，项目实施过程中由新沂市政府提供部分财政补贴资金，资金压力较小。

近几年，河海建筑承接了新沂市中小河重点县工程、南水北调新沂城市尾水工程等一系列水利工程项目。2013~2015年，河海建筑分别实现营业收入2.19亿元、1.11亿元和2.30亿元，是公司主营业务收入的有力补充。2014年水利工程收入偏低，主要系确认收入的项目量较少。

总体看，公司是新沂市水利工程施工建设的重要主体，但由于水利工程业务发展受政府年度水利工程投入规划影响较大，未来项目规模具有不确定性。

4. 交通运营业务

新沂市公交运营及出租车业务范围辐射新沂市区及周边乡镇，具有绝对垄断优势地位。其中，公交业务由新沂市公共交通公司（以下简称“公交公司”）负责运营，截至2015年底拥有运营线路43条，运营车辆达257辆。出租车业务由子公司新沂苏杭出租汽车有限公司和孙公司

新沂市交通出租车有限公司两家公司负责运营，拥有出租车辆共计282辆，在新沂市具有绝对垄断优势。

2013~2015年，公司交通运营收入分别为1,758.06万元、1,829.47万元和1,883.59万元，业务收入稳步增长，在公司营业收入中占比不大。从盈利能力来看，新沂市政府为了支持新沂市公共交通运营发展，在2013~2015年期间给予公司燃油补贴共901.08万元，反映在“营业外收入”。总体看，公交和出租车业务收入比较稳定，利润主要依靠政府补贴。

一级公路收费

根据新政交[2015]59号文件，新沂市交通运输局将205国道新沂段25.845公里收费公路划转至公司。经苏华评报字[2015]第075号，评估价值为36,465.99万元，计入“固定资产”，冲减新沂市财政局往来款36,465.99万元。根据新政交[2015]74号文件，新沂市交通运输局同意承担205国道新沂段的维护、保养；同意道路寿命终止时，承担重建工作；同意公司针对205国道新沂段不计提折旧。另根据苏政复[2014]77号文件，江苏省政府同意延长205国道新沂等收费站收费期限至2019年。通行费由执收机构收取后，上交财政后将相关部分划拨给公司，作为公司的收入（其中不包含加油站等附属设施的经营收入）。

表7 2013~2015年205国道新沂段通行量

	2013年	2014年	2015年
通行量：客车（万辆）	94.40	94.21	118.31
通行量：货车（万辆）	135.44	183.20	365.75
合计（万辆）	229.83	277.42	484.06
通行费（万元）	4,310.56	5,563.25	7,689.86

资料来源：公司提供、联合评级整理。

近三年205国道通行量逐年增加，特别是货车通行量增加趋势比较明显。2015年客车各车型通行量118.31万辆，较上年增幅25.58%；货车各车型通行量365万辆，较上年增幅99.64%。2013~2015年，205国道新沂段收取的通行费持续增长，分别为4,310.56万元、5,563.25万元和7,689.86万元。2015年，由财政局返还给公司确认的205国道收费收入4,107.69万元，占总收缴通行费的53.42%。

总体看，公司所管辖国道车辆通行量逐年增加，公司通行费收入逐年增长。

5. 其他业务

综合物流方面，截至2015年底公司在建的综合运营项目有新沂市港口物流园、公路港物流园、小型通用机场以及高铁站周边商业区项目。

新沂交投负责项目前期的投融资和建设，并在项目建成后负责进行运营管理，以获得政府补贴、收取园区管理费和租金的方式进行投资回收。公司综合物流项目总投资合计28.40亿元，已投资6.29亿元，尚需投资22.11亿元，后续投资需求较大。其中新沂市港口物流园项目总占地1,620亩，建成后为大型现代化综合物流港口、现代物流中心以及物流交易电商平台为一体的大型综合物流园区。公路物流园占地500亩，建成后为集物流、办公、仓储、电子信息平台、配套商业功能于一体的大型综合物流园区。

具体项目建设及投资信息见下表：

表8 截至2015年底公司综合物流类项目建设情况（单位：亿元）

项目名称	项目周期	总投资	已投资
港口物流园项目	2013年12月~2016年12月	124,491	49,698
公路港物流园	2014年1月~2018年12月	120,000	12,250
小型通用机场	2015年9月~2017年9月	20,000	189
新沂公交停车场	2016年3月~2016年12月	12,000	0
新沂西区公交枢纽站	2016年3月~2016年12月	3,500	800
合计		283,991	62,937

资料来源：公司提供

国内旅游方面，公司旅游业务由其下属子公司新沂市马陵山旅游发展有限公司（以下简称“马陵山旅游”）和新沂市骆马湖旅游发展有限公司（以下简称“骆马湖旅游”）运营，分别负责新沂市马陵山景区和新沂市窑湾古镇的开发和管理维护工作，子公司实行财务独立管理。窑湾古镇预计2016年建成，总投资15.85亿元、已投资进度为75%；马陵山景区总投资3.30亿元，已投资2.50亿元，预计于2016年建设完毕。2013~2015年公司旅游业务收入分别为440.83万元、682.19万元和669.56万元，预计未来随着马陵山景区和窑湾古镇景区建成后，公司业务更加多元化，提升公司盈利能力起到了积极的作用。

总体看，公司形成了以交通基础设施及水利工程建设为主，以物流、旅游等交通周边产业为补充的多元化发展格局，公司项目和收入来源较为稳定。

6. 经营关注

政府基金业务受宏观经济影响较大

受宏观环境及政策影响，新沂市近年来政府基金收入大幅下滑，财政总收入同比减少，政府基建投资规模可能受到影响，若此趋势未来持续可能会间接影响到公司的代建业务。

公司部分业务回款较慢

受建筑行业整体行业特点的影响，公司代建业务回款时间不确定性较大，形成的其他应收款对公司的资金形成一定占用。

7. 经营效率

2014~2015年，公司应收账款周转次数分别为0.46次和0.51次，呈上升态势，主要系公司营业收入增长所致；公司存货周转次数分别为0.20次和0.22次，公司总资产周转率分别为0.08次和0.07次，变化幅度不大。总体看公司经营效率一般。

8. 未来发展

在新沂交投的运营下，新沂市“三园一区”平台建设快速推进，平台推动了“电商+物流+仓储”模式的稳步发展，为新沂市打造“物流天下，枢纽新沂”奠定了稳固基础。其中公路港物流园一期占地180亩，总投资1.80亿元，通过平台承载和政策吸引，可整合全市160多家运输企业集聚发展，目前招商运营团队已入驻，着力打造临沂（全国物流之都）分储基地、苏北区域物流集散中心。

交通基础设施建设发展上，新戴运河“四改二”已建成通航，实现与京杭运河无缝对接，2,000吨级船舶直接通江达海；新沂港二期年底投入使用，全市港口吞吐能力将突破1,200万吨。港口腹地招商顺利，与北京瑞图、江苏三工科技两家公司签订正式合作协议，项目即将奠基开工建设。

依托徐连专线，新沂高铁商务区规划已委托日本日建、深圳鑫中建等设计院编制，按照站城一体化理念，依托高铁站，配套客运、公交和出租换乘站，形成无缝隙换乘的综合客运枢纽。同时发展电子商务、智能物流等互联网+产业，高标准打造2,500亩高铁商圈核心区及4平方公里拓展区。

围绕通用机场建设，规划打造10平方公里的航空产业园。目前园区规划正由北京航空航天大学编制，园区功能主要定位于航空货运、飞行培训、飞机托管维修、临空产业、农业科技旅游等5个方面，打造新沂高新技术产业园。

目前，新沂交通事业向产业转型发展的模式与省厅主要领导思想高度一致。部分发展理念纳入省交通“十三五”发展规划。

总体看，随着未来新沂市交通及水利基础建设的不断发展，物流、电商等附属行业的不断壮大，公司作为新沂市交通基础设施的建设单位，以及物流、电商等平台的建设和运营管理主体，项目来源将大幅度增加，收入来源得到了可靠保障，公司盈利能力将进一步增强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2013~2015年的合并财务报告，天衡会计师事务所（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的审计结论。公司采用最新会计准则编制财务报表。

截至2015年底，公司共有一级子公司10家，二级子公司10家。新沂市美妆电子商务有限公司2014年纳入合并范围；2015年2家一级子公司新沂市快递物流园有限责任公司、新沂市公路港物流有限公司以及2家二级子公司新沂窑湾古镇电子商务有限公司、新沂市公共交通修理有限公司纳入报表合并范围。四家新合并子公司中，新沂市公路港物流有限公司尚处筹建状态，其余三家均为2015年新设立公司，上述四家公司经营规模小。公司近三年报表合并范围变动较小，公司财务数据可比性强。

截至2015年底，公司资产合计123.49亿元，负债合计59.00亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计64.48亿元，其中归属于母公司所有者权益64.43亿元；2015年，公司合并口径实现营业收入7.64亿元，实现净利润（含少数股东权益）2.00亿元，其中归属于母公司所有者净利润2.00亿元；经营活动产生的现金流量净额-17.30亿元，现金及现金等价物净增加额7.75亿元。

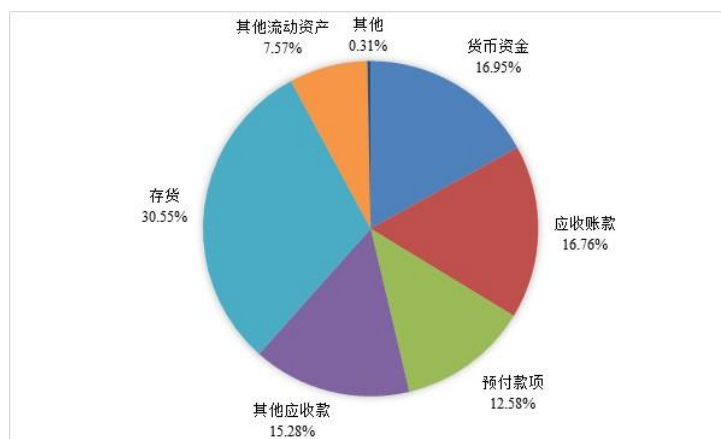
2. 资产

2013~2015年，公司资产总额逐年增长，年均复合增长33.31%，主要系公司货币资金、预付款项和固定资产的大幅增长所致。截至2015年底，公司资产合计123.49亿元，较年初增长52.07%，主要系流动资产增长所致；其中，公司流动资产占比74.14%，非流动资产占比25.86%，公司资产以流动资产为主。

流动资产

2013~2015年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长41.73%，主要系货币资金、预付款项、其他应收款和存货的增长所致。截至2015年底，公司流动资产合计91.56亿元，以货币资金（占16.95%）、应收账款（占比16.76%）、预付款项（占比12.58%）、其他应收款（15.28%）、存货（占比30.55%）和其他流动资产（占比7.57%）为主。

图 2 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长178.61%，主要系公司2015年公开发行企业债和非公开发行公司债所致。截至2015年底，公司货币资金合计15.52亿元，其中71.19%为银行存款，28.76%为其他货币资金，另有少量的现金；其他货币资金为申请取得银行承兑汇票而缴纳的保证金和已质押的定期存单，受限货币资金总额为4.46亿元，占比28.74%，受限资金规模较大。

2013~2015年，公司应收账款逐年增长，年均复合增长16.75%，主要系应收工程款逐年增长所致。截至2015年底，公司应收账款15.34亿元，其中91.52%为应收新沂市财政局的回购款，账龄在1到4年，其余款项主要为应收新沂市中小河流治理工程建设处白马河项目部等单位的工程款，账龄为1~3年。公司已按照账龄分析法针对部分应收账款计提坏账准备，应收账款中“其他组合”内容主要是应收新沂市财政局、新沂市公路建设指挥部的款项，坏账风险极小，所以不计提坏账准备。

2013~2015年，公司预付款项波动增长，年均复合增长66.98%，主要系预付工程款逐年增长所致。截至2015年底，公司预付款项11.52亿元，主要为预付新沂市农村公路通达工程建设领导小组、江苏龙湖建设有限公司等单位的工程款。

2013~2015年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长64.07%，主要系往来款逐年增长所致。截至2015年底，公司其他应收款为13.99亿元。从欠款客户集中度来看，截至2015年底，公司欠款金额前五名客户合计欠款总额为7.46亿元，占其他应收款总额的52.07%，集中度较高。公司其他应收款以与新沂市财政局、新沂市农村公路通达工程建设领导小组、新沂市水利局等新沂市政府机构间的往来款为主，不能偿还风险小，公司针对此类项目不计提坏账准备。公司依账龄分析法计提坏账准备3,302.04万元。

表 9 截至 2015 年底公司其他应收款金额前 5 名单位情况（单位：万元，%）

单位名称	金额	比例	性质
新沂市财政局	27,087.93	18.91	往来款
新沂市农村公路通达工程建设领导小组	15,583.00	10.88	往来款
新沂市水利局	13,479.60	9.41	往来款
新沂市交通局	9,627.00	6.72	往来款
天缘水利工程有限公司	8,800.00	6.14	往来款
合计	74,577.53	52.07	--

资料来源：审计报告

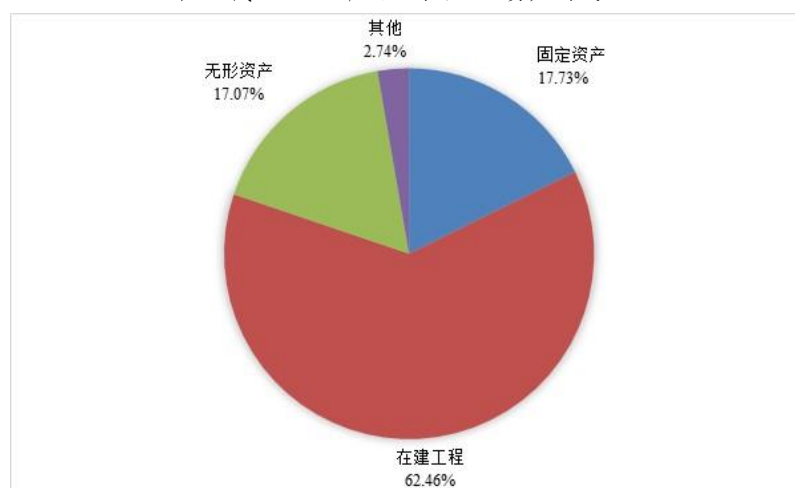
2013~2015年，公司存货逐年增长，年均复合增长10.88%，主要系项目推进，开发成本增加所致。截至2015年底，公司存货合计27.97亿元，主要为土地使用权和项目开发成本。公司存货未计提跌价准备。其中因借款抵押而受限的土地使用权18.31亿元，占存货中土地使用权的80.03%。

2013~2015年，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长894.65%，主要系公司购买的短期收益理财产品增长所致，截至2015年底，公司其他流动资产为6.93亿元，主要由短期理财产品（占比99.99%）构成。

非流动资产

2013~2015年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长15.58%，截至2015年底为31.93亿元，较年初增长29.94%，主要系固定资产增长所致。以在建工程（占62.46%）、固定资产（占17.73%）和无形资产（占17.07%）为主。

图3 截至2015年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司在建工程波动中有所增长，年均复合增长5.84%，截至2015年底为19.94亿元，包括子公司所承担的众多小规模旅游、水利类项目。

2013~2015年，公司固定资产快速增长，年均增长219.77%，截至2015年底为5.66亿元，主要为205国道、专用设备和房屋建筑物等。公司2015年固定资产大幅增加主要因为根据新政交[2015]59号文件，新沂市交通运输局将205国道新沂段25.845公里收费公路划转为公司，计入“固定资产”。该收费公路不计提折旧。截至2015年底，公司固定资产原值6.33亿元，累计折旧0.67亿元，公司未计提固定资产减值准备，公司固定资产净额为5.66亿元。

2013~2015年，公司无形资产有所增长，年均复合增长6.11%，主要系购入土地使土地使用权增加所致。截至2015年底，公司无形资产净值为5.45亿元，其中包括土地使用权5.45亿元和极少量软件。

公司及子公司受限资产包括存货中土地使用权18.31亿元、无形资产中土地使用权3.29亿元、在建工程中土地使用权12.39亿元、货币资金4.46亿元，合计38.45亿元，占总资产31.14%，占比较大。

总体看，公司资产以流动资产为主。流动资产中应收类款项及存货占比高，且回款时间具有一定不确定性，对公司资金形成较大占用，公司资产流动性一般；资产受限比例较高，公司整体资产质量一般。

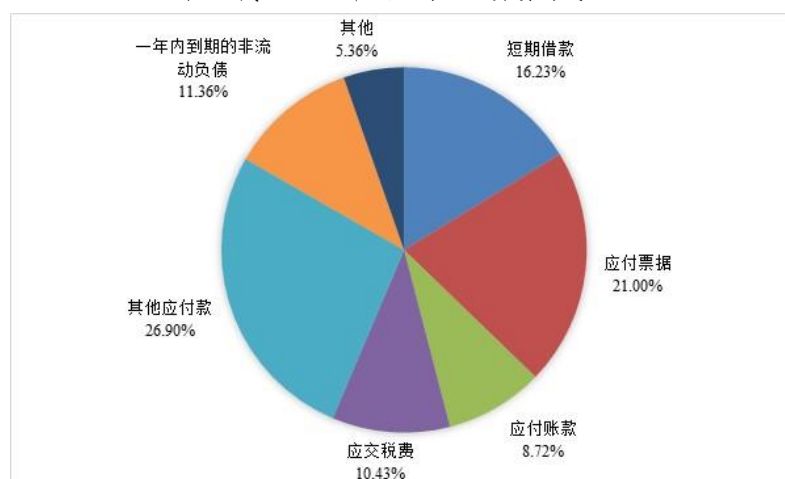
3. 负债及所有者权益

负债

2013~2015年，公司负债总额快速增长，年均复合增长77.93%，主要系非流动负债逐年增长所致。截至2015年底，公司负债总额为59.00亿元，其中流动负债占33.58%，非流动负债占66.42%。公司负债结构以非流动负债为主。

2013~2015年，公司流动负债快速增长，年均复合增长31.99%，主要系应付账款逐年增长所致。截至2015年底，公司流动负债19.81亿元，以短期借款（占比16.23%）、应付票据（占比21.00%）、应交税费（占比10.43%）、其他应付款（占比26.90%）和一年内到期的非流动负债（占比11.36%）为主。

图4 截至2015年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司短期借款快速增长，年均复合增长48.52%。截至2015年底，公司短期借款总额为3.22亿元，较年初增长28.79%，主要系公司经营规模扩大融资需求随之增长所致。主要为公司从江苏银行新沂支行、华夏银行徐州分行、云南国际信托有限公司、中国民生银行徐州分行、西藏信托有限公司和东吴证券有限公司等获取的保证借款、质押借款和抵押借款。

2013~2015年，公司应付票据波动增长，年均复合增长52.07%。截至2015年底，公司应付票据4.16亿元，较上年增长168.69%，主要系当期新增银行承兑汇票所致。

2013~2015年，公司应付账款波动增长，年均复合增长5.74%。截至2015年底，公司应付账款1.73亿元，较年初减少11.03%。从集中度看，应付账款前五名占比38.61%，主要为应付自然人郑子剑、牟春、耿钰的工程款。

2013~2015年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长9.81%，主要为应付山东日照铸福实业有限公司、邳州市水建公司等机构的往来款。截至2015年底，公司其他应付款为5.33亿元，与年初基本持平。从欠款客户集中度来看，公司欠款金额前五名客户合计欠款总额为2.95亿元，占其他应付款总额的55.38%，集中度一般。

表10 2015年度公司其他应付款金额前5名（单位：万元，%）

单位名称	金额	比例	性质
山东日照铸福实业有限公司	7,800.00	14.64	往来款
邳州市水建公司	6,034.00	11.32	往来款
新沂市帝方水利工程有限公司	4,800.00	9.01	往来款

天津市东仕投资发展有限公司	6,268.00	11.76	往来款
新沂市养护工程公司	4,608.76	8.65	设计费
合计	29,510.76	55.38	

资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债为2.25亿元，较上年末增加1.64亿元，主要系一年内到期的长期借款和一年内到期的长期应付款增加所致。公司一年内到期的长期借款主要系公司和部分子公司从中国农业发展银行新沂市支行、中国建设银行新沂支行等机构获取的抵押借款，抵押物均为公司或子公司名下土地。

2013~2015年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长132.29%，主要系应付债券和长期借款增加所致。截至2015年底，公司非流动负债39.19亿元，其中长期借款、应付债券和长期应付款分别占28.94%、63.54%和6.57%。

2013~2015年，公司长期借款快速增长，年均复合增长61.18%。在除去一年内到期的长期借款1.85亿元后，截至2015年底公司长期借款11.34亿元，较年初增长66.89%，主要系抵押借款增长所致。从构成来看，2015年底长期借款包括公司及一、二级子公司从中国农业发展银行新沂市支行、国家开发银行江苏省分行、江苏新沂农村商业银行股份有限公司营业部等金融机构获取的抵押借款9.49亿元，抵押物为公司名下土地；公司一级子公司新沂骆马湖旅游发展有限公司从华夏银行徐州分行获取的抵押+担保借款0.40亿元，抵押物为新沂马陵山旅游发展有限公司名下林权，担保人为新沂市城市投资发展有限公司和新沂市交通投资有限公司；公司从兴业银行徐州分行获取的保证借款3.00亿元，担保人为江苏省信用再担保有限公司；公司一级子公司新沂骆马湖旅游发展有限公司从华夏银行徐州分行营业部获取的担保借款0.30亿元，担保人为新沂市城市投资发展有限公司。

截至2015年底，公司应付债券金额24.90亿元，较2014年底增加23.00亿元，主要源于为公司在2015年2月和12月发行的企业债和非公开公司债。债券金额分别为13.00亿元和10.00亿元，发行期限分别为7年和5年。

2013~2015年，公司长期应付款波动增长，年均复合增长1.50%。截至2015年底公司长期应付款金额为2.58亿元，较年初减少22.66%，系公司在2014年11月分别与中信信托有限责任公司设立的中信民惠23号新沂市交投应收账款流动化信托项目1.33亿元和与华融金融租赁有限责任公司开展的回租物品转让项目1.25亿元。回租物品为港头码头（新沂市港头镇古镇大道西侧面积210,000平方米等物品）。

随着公司对外融资规模扩张，2013~2015年公司有息债务逐年增长，年均复合增长130.66%。截至2015年底，公司全部债务¹为44.28亿元，其中的短期债务和长期债务分别为5.47亿元和38.82亿元，分别占全部债务比重为19.87%和80.13%。公司在2019年有息债务偿付比较集中，需要偿还17.46亿元。由于公司对外融资规模增长较快和资产规模的不断增长，近三年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈逐年增长态势，截至2015年底上述三项指标分别为47.78%、40.71%和37.58%，分别较年初增长了12.33个百分点、18.31个百分点和18.92个百分点，公司债务负担有所加重。

总体看，随着市政交通设施项目的逐步投入，公司对外融资需求较大，债务负担逐年加重。总体来看，公司债务以长期债务为主，整体债务水平尚可。

¹调整后全部债务计入了长期应付款中的“抵押担保债权”和“回租物品转让”；应付票据不支付利息，已从全部债务中剔除。

所有者权益

2013~2015年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长12.62%，主要系实收资本和未分配利润的增加所致。截至2015年底，公司所有者权益64.48亿元，归属于母公司所有者权益为64.42亿元，占比99.91%，其中以实收资本（占23.28%）、资本公积（占62.40%）、未分配利润（占13.08%）为主，实收资本和资本公积占比较高，公司所有者权益稳定性较强。

2013~2015年，公司实收资本快速增长，年均复合增长58.11%。截至2015年底，公司实收资本15.00亿元，较2014年增加9.00亿元，系2015年新沂市人民政府对公司增资所致。

2013~2015年，公司资本公积保持相对稳定，年均复合增长1.35%。截至2015年底，公司资本公积40.20亿元，主要系资本溢价。公司2015年资本公积增长主要因公司一级子公司新沂马陵山旅游发展有限公司收到新沂市人民政府拨付的景区开发建设资金1.06亿元。

2013~2015年，公司未分配利润快速增长，年均复合增长28.90%。截至2015年底，公司未分配利润8.43亿元，主要系归属于母公司所有者的净利润增加所致。

总体看，公司所有者权益不断增长，所有者权益结构较稳定。

4. 盈利能力

公司营业收入主要是来自市政交通设施回购收入和水利工程收入，另有205国道收费业务、公交与出租业务、国内旅游收入等。2013~2015年，公司营业收入波动中有所增长，分别为6.99亿元、6.04亿元和7.64亿元；公司营业成本有所波动，三年年均复合增长0.78%，2015年为5.49亿元。近三年，公司净利润波动增长，2015年为2.00亿元，其中归属与母公司所有者净利润为2.00亿元。

从期间费用看，公司期间费用主要体现为管理费用和财务费用，近三年公司期间费用逐年增长，年均复合增长26.26%，2015年公司期间费用为1.85亿元，占营业收入的比重为24.16%，期间费用对利润的侵蚀明显，近三年公司费用收入比分别为16.57%、28.21%和24.16%，呈逐年增长态势，公司对期间费用的控制力度有待提高。

2013~2015年，公司营业外收入分别为2.16亿元、2.42亿元和2.06亿元，主要为新沂市政府给予的政府补助，2015年主要项目包括交通基础设施扶持资金0.87亿元、水利设施扶持资金0.60亿元、景点扶持补贴收入0.51亿元和少量旅游业引导资金、电子商务产业发展扶持资金和财政补助油贴等。近三年，公司利润总额分别为2.19亿元、1.70亿元和2.23亿元，营业外收入占利润总额的比例分别为27.01%、37.74%和28.16%，整体看，利润总额对政府补助的依赖程度较高。

从盈利指标情况看，2013~2015年，随着所有者权益、计入财务费用利息支出和有息债务规模增长等综合影响，公司总资本收益率持续下降，总资产报酬率和净资产收益率波动下降，2015年分别为3.57%、3.29%和3.43%。受行业性质影响，公司整体盈利能力弱。

总体看，由于公司从事市政交通设施建设，具有公益性强的经营性质，期间费用占比较高，公司整体盈利能力偏弱，利润总额对政府补贴的依赖性强。

5. 现金流

2013~2015年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为4.24亿元、4.53亿元和4.97亿元，主要为市政交通设施及相关配套工程回购输入。2013~2015年，公司收到其他与经营活动有关的现金波动增长，分别为6.16亿元、35.25亿元和30.99亿元，年均复合增长124.23%，主要是政府补贴款和往来款。近三年，公司经营活动现金流出快速增长，分别为32.57亿元、44.01亿元和53.26亿元。2013~2015年，公司购买商品、接受劳务支付的现金主要为公司所承接的交通设

施建设支出，年均复合下降58.37%，主要原因为部分款项未收到发票，计入收到的其他与经营活动有关的现金。2013~2015年，公司支付其他与经营活动有关的现金快速增长，2015年为49.11亿元，主要为支出的往来款。近三年，公司经营活动产生的现金流量净额为-22.17亿元、-4.23亿元和-17.30亿元。近三年公司现金收入比分别为60.73%、74.97%和65.03%，公司收现质量一般，系回购收入与资金实际到位存在时间差异。

2013~2015年，公司投资活动产生的现金流入规模较小，分别为700.00万元、101.30万元和25.00万元，主要为处置子公司和其他单位收到的现金以及收回投资收到的现金；公司近三年投资活动产生的现金流出量分别为4.35亿元、1.70亿元和2.62亿元，2015年大幅增长主要系公司购建房屋建筑物等固定资产所致。受上述因素影响，2013~2015年公司投资活动现金流量净额分别为-4.28亿元、-1.69亿元和-2.62亿元，流出规模逐年扩大。

2013~2015年，公司筹资活动产生的现金流入以银行借款和发行债券为主。2015年公司吸收投资收到的现金为政府注入的资本金；公司取得借款收到的现金近三年分别为3.59亿元、9.18亿元和10.44亿元；2015年发行债券收到的现金为23.00亿元，为公司公开发行的企业债券和非公开发行的公司债券。近三年，公司筹资活动产生的现金流出以偿还债务和购买理财产品为主，体现在支付其他与筹资活动有关的现金中。近三年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为27.10亿元、7.28亿元和27.67亿元。

总体看，受市政交通设施项目回购资金到位滞后影响，公司经营活动整体收现质量一般，经营活动现金资金净额持续为负；筹资活动规模波动上升，随着公司交通设施建设的进一步推进，未来公司仍有较大的资金需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2013~2015年，受流动资产增速高于流动负债的影响，公司流动比率和速动比率逐年提升，2015年底分别为4.62倍和3.21倍。2013~2015年，公司经营性净现金流持续为负，对短期债务无保障能力，公司经营现金流动负债比分别为-194.89%、-30.50%和-87.31%。总体来看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标分析，2013~2015年公司EBITDA波动上升，分别为2.86亿元、2.59亿元和3.69亿元，2015年的EBITDA由折旧（占比4.29%）、摊销（占比4.22%）、计入财务费用的利息支出（占比31.03%）和利润总额（占比60.46%）构成。随着有息债务规模不断扩张，近三年公司EBITDA全部债务比逐年下降，分别0.34倍、0.17倍和0.08倍。EBITDA对债务的保护能力弱。近三年公司EBITDA利息倍数分别为8.92倍、4.86倍和3.22倍，呈逐年下降态势，能够对利息进行覆盖且处于较高水平，考虑到新沂市政府对公司的支持及对市政交通设施的回购，公司整体长期偿债能力尚可。

截至2015年底，公司对外担保总额为3.53亿元，担保比率5.46%。其中，对徐州市新沂经济技术开发区总公司的担保为1.47亿元，占比较大。该公司为新沂市财政局控股企业，2015年底资产负债率为25.35%，经营正常。公司或有债务风险较小。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（G1032038100056,890Q），截至2016年10月11日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力尚可。

八、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券对公司现有债务的影响

本次债券发行额度为12.50亿元，占截至2015年底公司全部债务的28.23%。本次债券的发行对公司现有债务的影响程度较大。

截至2015年底，公司资产负债率为47.78%、全部债务资本化比率为40.71%、长期债务资本化比率为37.58%，以公司2015年底财务数据为基础，假设募集资金净额为12.5亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，上述指标将分别上升至52.58%、46.82%和44.31%，公司债务负担将加重。

2. 本次债券偿还能力分析

2013~2015年公司EBITDA值分别为2.86亿元、2.59亿元和3.69亿元，分别为本次债券拟发行额度的0.23倍、0.21倍和0.29倍；2013~2015年公司经营活动的现金流入量分别为10.41亿元、39.78亿元和35.96亿元，分别为本次债券拟发行额度的0.83倍、3.18倍和2.88倍；2015年公司经营活动现金流量净额为负，对本次债券本息不具备保障能力。总体看，公司EBITDA及经营活动现金流入量对本次债券拟发行额度保障能力一般。根据本次债券的分期还款安排，本次债券发行后第3~7个计息年度末，每年需偿还债券本金2.50亿元。公司近三年EBITDA、经营活动现金流入量及净流量加权均值分别为3.19亿元、32.00亿元和-14.35亿元，分别为2.50亿元本金的1.28倍、12.80倍和-5.74倍，2015年上述指标分别为1.47倍、14.38倍和-6.92倍。总体看，公司经营活动现金流入量对本次债券分期偿还本金保障能力较好，分期还款条款的设置，有效降低了公司的集中偿付压力，有助于保障本次债券的按期兑付。

本次债券的偿债资金主要来源于公司自身经营收入和募投项目投资收益。据公司提供的《可研报告》，假设本次债券于2017年上半年发行，本次债券前两年项目尚处于建设期，付息来源于公司经营收入，后续本息偿付来源为募投项目的投资收益。

可行性研究报告对本期募投项目经营现金流量预测表编制如下：

表11 本期募投项目经营现金流量预测表（单位：万元，平方米）

项目	合计	开 发 期						
		1	2	3	4	5	6	7
现金流入	286,168	0	0	47,695	59,618	59,618	59,618	59,618
营业收入	286,168	0	0	47,695	59,618	59,618	59,618	59,618
现金流出	206,422	83,932	83,932	7185	7,843	7,843	7,843	7,843
建设投资	167,863	83,932	83,932	0	0	0	0	0
经营成本	29,390	0	0	5,657	5,933	5,933	5,933	5,933
增值税税金及附加	9,168	0	0	1,528	1,910	1,910	1,910	1,910
所得税前净现金流量	79,747	-83,932	-83,932	40,509	51,775	51,775	51,775	51,775

资料来源：联合评级根据可行性研究报告整理

本次债券中用于项目建设的额度为12.00亿元，该部分额度在债券存续期后5年还本付息的资金来源是新沂快递物流园项目和新沂电子商务产业园项目的运营收入，即募投项目中出租收入、B2B平台收入、管理费收入等。募投项目预期收益规模受项目所在地区物流、电子商务行业景气程度影响，未来实现收益情况可能存在一定不确定性。

假定本次债券以票面利率 7.50%来测算，本次债券用于项目建设的额度需偿还的本息合计

为 16.50 亿元。

表12 项目预测现金流对本次债券本息覆盖情况（单位：亿元，倍）

年份	偿还利息	偿还本金	偿还本息合计	现金流入量对本息偿还的覆盖倍数	现金流量净额对本息偿还的覆盖倍数
1	0.90	0	0.90	0.00	-9.33
2	0.90	0	0.90	0.00	-9.33
3	0.90	2.40	3.30	1.45	1.23
4	0.72	2.40	3.12	1.91	1.66
5	0.54	2.40	2.94	2.03	1.76
6	0.36	2.40	2.76	2.16	1.88
7	0.18	2.40	2.58	2.31	2.01
合计	4.50	12	16.5	1.73	0.48

资料来源：联合评级整理

注：1.上表中利息以7.5%年化利率来测算；2.现金流入量、现金流量净额数据取自表9。

（1）本次债券存续期内现金流总额保障分析

根据募投项目经营现金流量预测表测算，本次债券发行期间项目累计经营现金流入量和经营性净现金流量分别是28.62亿元和7.97亿元，对本次债券项目建设使用额度本息合计（16.50亿元）偿还倍数分别是1.73倍和0.48倍，项目累计经营现金流入量对本次债券本息偿还覆盖程度较好。但募投项目的总收益水平受到房地产行业及当地经济的景气程度影响，未来收益的实现情况存在不确定性。

（2）本次债券存续期内现金流分期保障分析

本期募投项目第1~2年自身尚未产生经营收入，当年需偿还利息0.90亿元，主要依靠自有资金支付。2013~2015年公司经营活动现金流入分别为10.41亿元、39.78亿元和35.96亿元，分别为需偿还利息的11.56倍、44.20倍和39.96倍，覆盖能力较强。

自第3年募投项目自身开始产生现金流入，至第7年本次债券的还本付息资金主要来源于项目自身收入。根据表12，募投项目现金流入量对本次债券本息合计的覆盖倍数介于1.45倍~2.31倍之间，现金流量净额对本次债券本息合计的覆盖倍数介于1.23倍~2.01倍之间，募投项目现金流入量和现金流量净额可以覆盖本次债券分期偿还本息。总体上，各年度本息的实际偿付能力有赖于募投项目收入预期的顺利实现及项目实施主体对项目整体收入的合理调配。

九、债券保障条款分析

本次债券由中投融提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。在本次债券存续期及本次债券到期之日起两年内，如公司不能全部兑付债券本息，中投融应按照不能全部兑付债券本息承担担保责任，将兑付资金划入债券登记托管机构或主承销商指定的账户。

中投融于1993年经国务院批准，由财政部、原国家经贸委发起设立，是以信用担保为主营业务的全国性专业担保机构。初始注册资本5.00亿元人民币，2010年9月2日注册资本增加到35.21亿元，2012年8月6日注册资本增加到45.00亿元。截至2015年12月31日，中投融注册资本为45.00 亿元，实际控制人为国家开发投资公司。

截至 2015 年底，中投融资产总额 104.06 亿元，负债总额 40.20 亿元，所有者权益 63.86 亿元。2015 年，公司实现担保业务收入 7.04 亿元，提取担保合同准备金 0.37 亿元，投资收益 6.65 亿元，实现净利润 6.03 亿元。截至 2015 年末，公司商业性担保余额 1,710.66 亿元。

经联合评级评定，确定中投融主体长期信用等级为 AAA_{pr}，评级展望为稳定。

总体看，中投融为本次债券提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著的增强了债券到期按期兑付的可靠性，为本次债券的还本付息提供了有力的保障。

十、综合评价

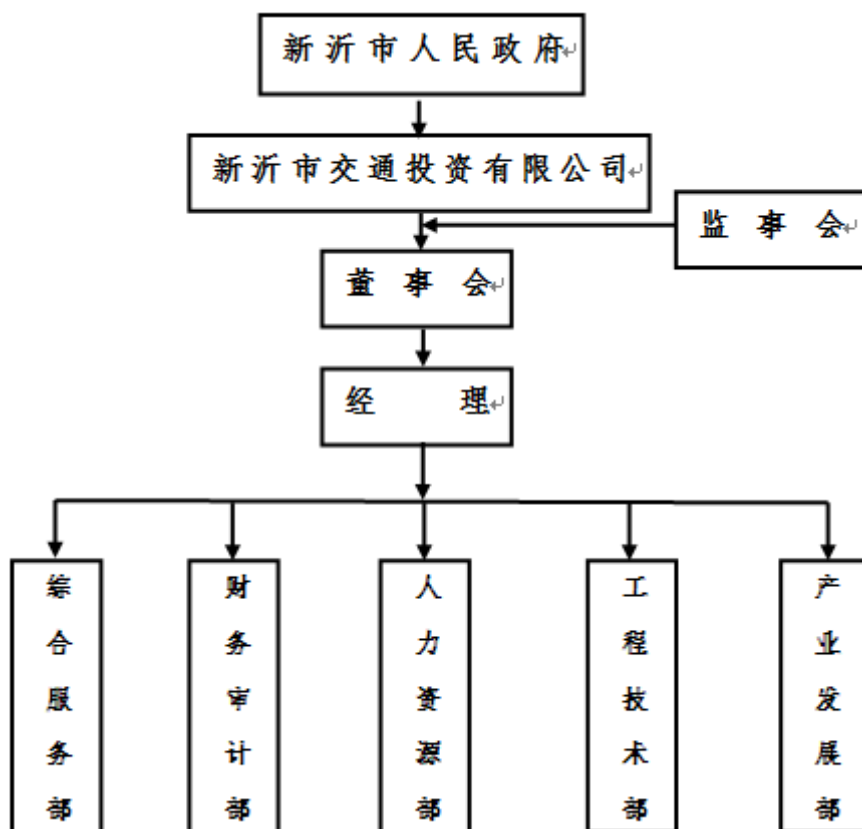
公司在区位优势、政府支持、经营多样性等方面拥有显著优势，且公司项目获取和收入来源较为稳定。同时联合评级也关注到 2015 年新沂市财政总收入下滑、公司其他应收款对资金占用大、盈利能力弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

新沂市经济的稳定发展为公司各经营板块提供了良好的外部环境，公司未来收入规模和利润水平有望继续提升。同时考虑到公司获得政府的稳定支持将对公司整体偿债能力形成良好支撑，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

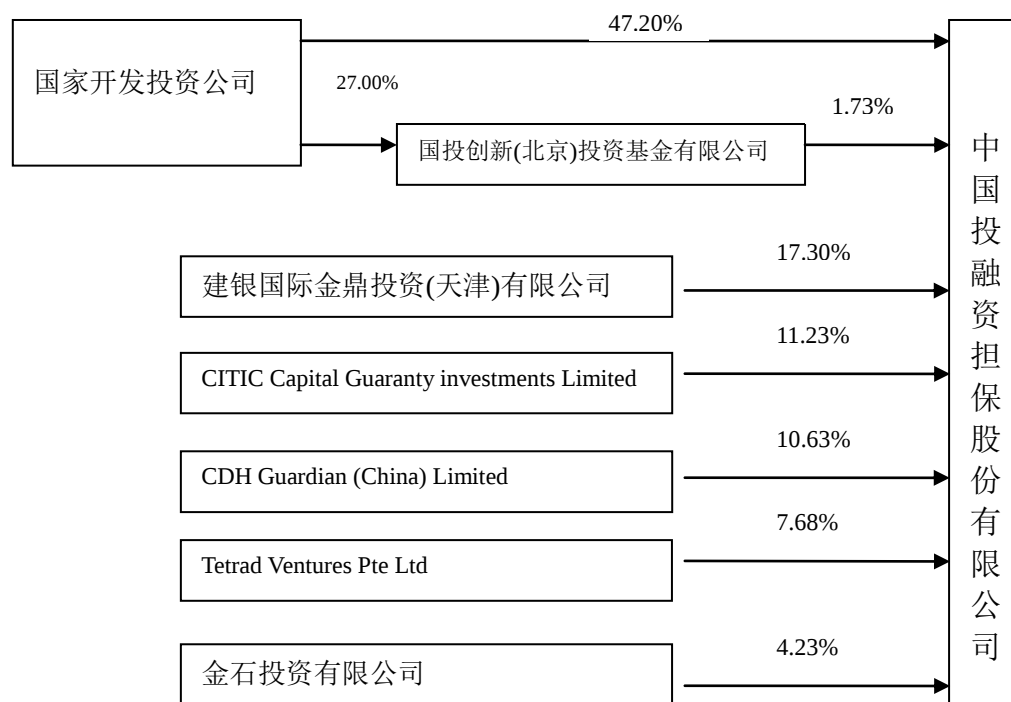
中投融是以信用担保为主营业务的全国性专业担保机构，经联合评级评定，确定中投融主体长期信用等级为“AAA_{pi}”，评级展望为“稳定”。本次债券由中投融提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了本次债券本息偿还的安全性。另外，本次债券设置了分期偿付条款，有助于降低本次债券的集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 新沂市交通投资有限公司
组织结构图



附件 2 中国投融资担保股份有限公司 股权结构图



附件 3 新沂市交通投资有限公司

主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	69.48	81.20	123.49
所有者权益（亿元）	50.84	52.42	64.48
短期债务（亿元）	1.46	3.11	5.47
长期债务（亿元）	6.87	12.03	38.82
全部债务（亿元）	8.32	15.13	44.28
营业收入（亿元）	6.99	6.04	7.64
净利润（亿元）	1.90	1.58	2.00
EBITDA（亿元）	2.86	2.59	3.69
经营性净现金流（亿元）	-22.17	-4.23	-17.30
应收账款周转次数（次）	--	0.46	0.51
存货周转次数（次）	--	0.20	0.22
总资产周转次数（次）	--	0.08	0.07
现金收入比率（%）	60.73	74.97	65.03
总资本收益率（%）	--	3.33	3.57
总资产报酬率（%）	--	2.97	3.29
净资产收益率（%）	5.59	3.05	3.43
营业利润率（%）	19.31	19.82	24.98
费用收入比（%）	16.57	28.21	24.16
资产负债率（%）	26.82	35.45	47.78
全部债务资本化比率（%）	14.07	22.40	40.71
长期债务资本化比率（%）	11.90	18.66	37.58
EBITDA 利息倍数（倍）	8.92	4.86	3.22
EBITDA 全部债务比（倍）	0.34	0.17	0.08
流动比率（倍）	4.01	4.08	4.62
速动比率（倍）	2.01	2.42	3.21
现金短期债务比（倍）	1.49	1.08	2.89
经营现金流动负债比率（%）	-194.89	-30.50	-87.31
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.23	0.21	0.29

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3、报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币。4、全部债务计入了长期应付款中的“抵押担保债权”和“回租物品转让”；应付票据不支付利息，已从全部债务中剔除。

附件 4 中国投融资担保股份有限公司 主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	104.06	106.58	98.43
所有者权益（亿元）	63.86	62.39	57.27
担保余额（亿元）	1,710.66	933.98	967.19
担保业务收入（亿元）	7.04	7.86	6.80
投资收益（亿元）	6.65	6.71	5.36
净利润（亿元）	6.03	1.32	3.19
平均净资产收益率（%）	9.55	2.25	5.71
平均资产收益率（%）	5.73	1.30	3.29
融资性担保放大倍数(倍)	4.45	8.63	6.94
累计担保代偿率（%）	1.35	0.17	0.008

附件 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本次 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次 / 前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	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 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
营业毛利率	(营业收入 - 营业成本) / 营业收入 × 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%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
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 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注： 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据
 长期债务 = 长期借款 + 应付债券
 短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券
 + 一年内到期的非流动负债
 全部债务 = 长期债务 + 短期债务
 EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销
 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 6 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。