

信用等级公告

联合[2015]823 号

宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司 2016 年度 18.70 亿元公司债券进行了主动评级，确定：

宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”

宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司拟发行的宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司 2016 年度 18.70 亿元公司债券信用等级为 AA₊_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一五年九月十六日

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

电话：010-85171818

传真：010-85171273

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

宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司

2016年度18.70亿元公司债券主动评级报告

本次公司债券信用等级：AA+_{pi}

公司主体信用等级：AA_{pi}

评级展望：稳定

担保方主体长期信用等级：AA+_{pi}

本次发行规模：18.70 亿元

债券期限：7 年

还本付息方式：按年付息，存续期第 3、4、5、6、7 年末分别偿付 20% 本次债券本金

担保方式：中国投融资担保有限公司为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

评级时间：2015 年 9 月 16 日

主要财务数据：

发行人：宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	184.26	274.17	302.78
所有者权益(亿元)	107.06	166.22	174.42
长期债务(亿元)	48.94	56.36	69.84
全部债务(亿元)*	49.39	59.98	79.21
主营业务收入(亿元)	7.36	10.16	12.54
净利润(亿元)	4.98	7.69	7.43
EBITDA(亿元)	5.16	8.01	8.27
经营性净现金流(亿元)	10.89	4.06	19.89
主营业务利润率(%)	18.92	33.98	50.14
净资产收益率(%)	4.66	5.63	4.36
资产负债率(%)	41.90	39.34	42.21
全部债务资本化比率(%)	31.57	26.50	31.16
流动比率	4.49	3.14	2.91
EBITDA 全部债务比	0.10	0.13	0.10
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.28	0.43	0.44

担保方：中国投融资担保有限公司

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	95.76	98.43	106.58
所有者权益合计(亿元)	54.51	57.27	62.39
营业收入(亿元)	7.78	8.89	8.22
净利润(亿元)	1.32	3.19	3.04
资产负债率(%)	43.07	41.82	41.46

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3、长期应付款中融资租赁费计入长期债务和全部债务。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司（以下简称“公司”或“宿州城投”）的评级反映了其作为宿州市主要的市级城市基础设施建设主体，在资本金及资产注入、项目回购和财政补贴等方面得到宿州市政府的大力支持。同时，联合评级也关注到公司自身盈利能力偏弱、基建项目支出规模大以及部分项目回购安排尚未明确等因素对公司信用水平带来的不利影响。

宿州市经济持续快速增长，城市基础设施建设发展空间较大，获取政府支持持续稳定，有利于公司的经营规模和盈利能力进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券募投项目设置分期偿还条款，一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力。中国投融资担保有限公司为本次债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，其担保实力强，可有效增强本次债券的偿付保障能力。

基于对公司主体长期信用状况、本次债券偿还能力和担保方担保实力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 宿州市经济及财政实力持续增强，为公司的发展创造了良好的外部环境。
2. 公司是宿州市主要的城市基础设施建设主体，在资本金及资产注入、财政补贴等方面得到宿州市政府的大力支持。
3. 公司拥有充足的土地资产，未来有望获得持续的土地出让收入。
4. 中国投融资担保有限公司对本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，可有效增强本次债券的偿付保障能力。

关注

1. 公司投资与经营主要取决于政府决策，经营市场化程度低、自身盈利能力偏弱。
2. 公司负责建设的市政基础设施项目中有较大额度尚未明确回购安排，资金回笼存在一定不确定性。
3. 公司基建项目投资规模较大，对外融资需求较多。
4. 公司存货和在建工程占资产比重较大，整体资产流动性较弱。
5. 公司对外担保规模较大，存在或有负债风险。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

程家女

电话：010-85172818

邮箱：chengjn@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宿州市城市建设投资集团（控股）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，未因宿州市城市建设投资集团（控股）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、评级人员与宿州市城市建设投资集团（控股）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，联合评级将对宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司主体及本次债券的信用等级重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司（以下简称“公司”或“宿州城投”），原名为宿州市建设投资有限责任公司，系由宿州市人民政府办公室宿政办秘[2002]13 号文批准，由宿州市公路管理局、宿州市城南污水处理厂和宿州市燃气有限公司作为出资人成立的有限责任公司，于 2002 年 4 月在宿州市工商行政管理局登记注册，初始注册资本为 2 亿元人民币。

2007 年 12 月，根据宿州市人民政府《关于宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司规范经营有关问题的通知》（宿政秘[2007]118 号），规范了公司的治理结构，对公司的性质、定位和承担的职能进行了明确。对公司的性质界定为直属市政府领导并经市政府授权经营的国有独资公司，同时将公司定位为：市政府经营城市的载体、城市基础设施建设的主体、城市建设资金运作的主渠道。2008 年 8 月，宿州市公路管理局、宿州市城南污水处理厂和宿州市燃气有限公司分别与宿州市人民政府签署《股份转让协议》，将各自持有的公司股权全部转让给宿州市人民政府，同时，宿州市政府对增加注册资本 8.84 亿元，变更后公司注册资本为 10.84 亿元，由宿州市人民政府全额出资。

2013 年 12 月，为进一步壮大宿州市建设投资有限责任公司实力，提高公司城市基础设施投资经营能力，根据宿州市人民政府《宿州市人民政府关于同意划转宿州市埇桥区建设投资有限责任公司股权的批复》（宿政秘[2013]139 号）文件精神，宿州市人民政府对宿州市建设投资有限责任公司实施重组，将宿州市埇桥区建设投资有限责任公司 100% 股权划拨至宿州市建设投资有限责任公司。

根据《宿州市人民政府关于组建宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司的批复》（宿政秘[2013]92 号）及《宿州市人民政府关于任免李鹏程工作职务的通知》（宿政人[2015]13 号）文件精神，公司名称由“宿州市建设投资有限责任公司”变更为“宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司”。

公司经营范围：城市基础设施、公共事业项目投资、融资、运营，市政府授权的国有资产经营管理和资本运作，土地整理及综合开发，房地产开发，标准化厂房、保障性住房项目的投资、建设、运营，公路收费项目经营管理，广告传媒，建筑材料经营，政府授权的其他业务（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2014 年底，公司下设办公室、财务部、资产管理部、投资发展部和工程管理部共 5 个职能部门，纳入合并范围子公司共 9 家。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 302.78 亿元，负债合计 127.81 亿元，所有者权益 174.97 亿元。2014 年，公司实现营业收入 12.86 亿元，净利润 7.43 亿元，经营活动产生的现金流量净额 19.89 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.97 亿元。

公司注册地址：宿州市银河一路建委大厦；法定代表人：李鹏程。

二、本次公司债券概况

1. 本次债券概况

公司计划于 2016 年发行额度为 18.70 亿元的公司债券（以下简称“本次债券”），发行期限为 7 年，并拟于债券存续期第 3~7 年末分别偿付 20% 本金。本次债券为固定利率债券，单利按年计息，不计复利。

本次债券由中国投融资担保有限公司（以下简称“中投保”）提供全额无条件不可撤销连带

责任保证。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金总额为18.70亿元，其中9.70元拟用于宿州市棚户区改造二期工程，1.90亿元拟用于宿州市棚户区改造纺织路安置区项目，7.10亿元拟用于补充流动资金。

表1 本次债券募投项目一览（单位：亿元、%）

项目名称	投资总额	拟使用债券资金	募集资金占项目总投资比例
宿州市棚户区改造二期工程	16.32	9.70	59.44
宿州市棚户区改造纺织路安置区项目	3.19	1.90	59.56
补充流动资金	--	7.10	--
合计	--	18.70	--

资料来源：公司提供

宿州市棚户区改造二期工程

（1）项目建设内容

宿州市棚户区改造二期工程计划新建棚户区改造馨云大市场 and 馨云南路两个安置小区。馨云大市场安置小区项目规划总用地面积112,081平方米，总建筑面积390,816平方米，其中：住宅建筑面积232,941平方米，配套公建设施建筑面积101,079平方米，地下建筑面积56,796平方米，安置户数2,354户。馨云南路安置小区项目规划总用地面积60,796平方米，总建筑面积212,062平方米，其中：住宅建筑面积150,375平方米，配套公建设施建筑面积20,573平方米，地下建筑面积41,114平方米，安置户数1,526户。

（2）项目审批情况

该项目已获得宿州市国土资源局《关于宿州市棚户区改造馨云大市场安置区项目建设用地的预审意见》（宿国土资函[2014]19号）、《关于宿州市棚户区改造馨云南路安置区项目建设用地的预审意见》（宿国土资函[2014]20号）；宿州市环境保护局《宿州市环保局关于宿州市棚户区改造二期工程环境影响报告书的批复》（宿环建函[2014]17号）；宿州市发展和改革委员会《宿州市发展改革委关于宿州市棚户区改造二期工程可行性研究报告的批复》（宿发改投资[2014]58号）、《宿州市发展改革委关于宿州市棚户区改造二期建设项目节能评估报告的审查意见》（宿发改环资[2014]54号）；宿州市城乡规划局《中华人民共和国建设项目选址意见书》（项目名称为“棚户区改造馨云大市场”，选字第341301201400004号）、《中华人民共和国建设项目选址意见书》（项目名称为“棚户区改造馨云南路安置小区”，选字第341301201400003号）；宿州市人民政府《宿州市人民政府关于宿州市棚户区改造二期建设工程项目社会稳定风险评估报告的批复》（宿政秘[2014]192号）等批复文件。

（3）项目建设进度

馨云南路安置小区项目于2014年12月开工，部分主体工程已开始施工，截至2015年6月底，已投资2.55亿元，占总投资的比例为15.63%；馨云大市场安置小区项目于2014年4月开工建设，部分住宅楼已开始施工，截至2015年6月底，已投资4.12亿元，占总投资的25.25%。项目总体预计于2017年1月完工。

宿州市棚户区改造纺织路安置区项目

（1）项目建设内容

宿州市棚户区改造纺织路安置区建设工程项目规划总用地面积28,739平方米，总建筑面积

134,060平方米，其中：住宅建筑面积102,900平方米，配套公建设施建筑面积11,270平方米，地下建筑面积19,890平方米，安置户数1,021户。

（2）项目审批情况

该项目已获得土地证编号为宿州国用（2013）第20139030号的相关土地证；宿州市环境保护局《关于宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司宿州市棚户区改造纺织路安置区建设工程项目环境影响报告书的批复》（环建函[2012]67号）；宿州市发展和改革委员会《宿州市发展改革委关于宿州市棚户区改造宿州市棚户区改造纺织路安置区项目可行性研究报告的批复》（宿发改投资[2012]530号）、《宿州市发展改革委关于宿州市棚户区改造纺织路安置区建设工程项目节能评估报告的审查意见》（宿发改环资[2012]529号）；宿州市城乡规划局《中华人民共和国建设项目选址意见书》（项目名称为“纺织路安置区”，选字第341301201200022号）；宿州市人民政府《宿州市人民政府关于宿州市棚户区改造纺织路安置区项目社会稳定风险评估报告的批复》（宿政秘[2012]215号）等批复文件。

（3）项目建设进度

该项目于2013年11月开工建设，预计于2015年5月完工¹。由于相关手续进程较慢，导致其工程进度较慢，截至2015年6月底，该项目已完成设计和部分楼层主体施工，项目已投资1.2亿元，占项目总投资的37.62%。

三、行业分析

公司主营业务为城市基础设施开发建设，受地区经济实力和财政实力影响较大，并与城市基础设施建设和城市发展规划密切相关。

1. 行业概况

城市基础设施建设包括机场、火车、地铁、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、加强区域交流与合作等有着积极的作用，一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

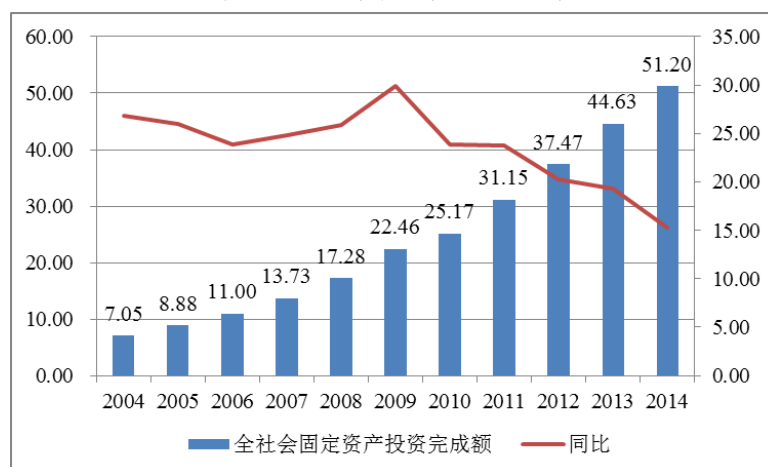
中国是全球最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速地发展。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

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，2014年，全国固定资产投资总额完成51.20万亿元，同比增速15.30%，较上年减少4.00个百分点。具体到基础设施相关领域的投资方面，近年来基础设施相关领域建设越来越受到重视，投资规模不断增长，2014年城镇交通运输、仓储和邮政业完成固定资产投资4.29万亿元，比上年增长18.06%；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资2.28

¹ 该预计时间来自可研报告。

万亿元，比上年增长 16.28%；水利、环境和公共设施管理业完成固定资产投资 4.62 万亿元，比上年增长 22.73%，均保持近年来较高水平。

图 1 2004~2014 年全社会固定资产投资完成额（单位：万亿元、%）

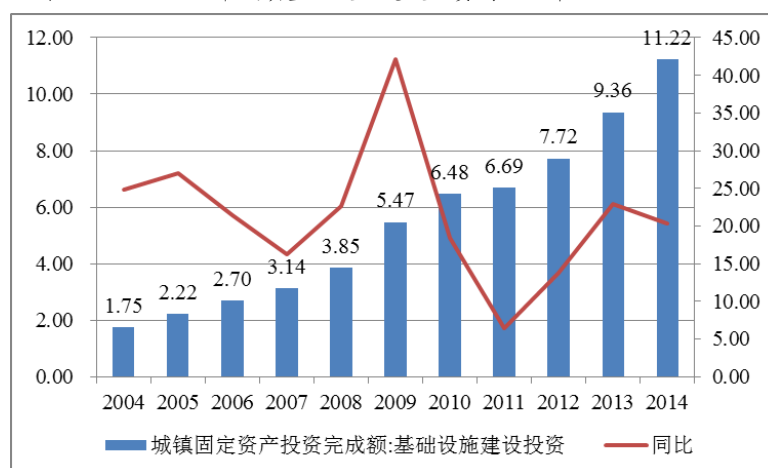


资料来源：Wind 资讯

作为周期性行业，城市基础设施建设行业的发展受宏观经济形势影响较大，其中固定资产投资直接驱动着行业增长。受欧债危机和国内需求不足影响，我国经济调整压力加大，经济增长率自 2012 年来首次“破八”，全社会固定资产投资增速继续下降，根据国家统计局《2014 年国民经济和社会发展统计公报》数据，2014 年中国全社会固定资产投资较上年增长 15.30%，增速进一步放缓。

受全社会固定资产投资增速下降影响，2011 年国内城市基础设施建设行业增速大幅下降，但 2012 年以来在保障房、水利建设等基础设施建设的投资支持下，城市基础设施建设行业整体保持了较高的增速。2014 年，全国基础设施建设行业累计完成投资 11.22 万亿元，同比累计增长了 20.29%，增速较上年同期下降 2.68 个百分点，但行业投资总额达到一个新的高点。

图 2 2004~2014 年城镇基础设施投资建设情况（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

中国目前正处于城镇化高速发展阶段，城镇化率从 1978 年的 17.9% 增长到 2014 年的 54.77%，以年均增长 1.02 个百分点的速度稳步提高，截至 2014 年底，中国城镇化率达到 54.77%，较上年提高 1.04 个百分点。

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。虽然中国城市基础设施建设发展迅速，但其整体水平还相对落后。另外，城市化进程的不断推进也对城市基础设施的完善程度提出了更高的要求。在这样的背景之下，市政公共事业将迎来一个大规模的建设期，与之相配套的水利水电、能源交通、环保市政等基础设施建设工程也将加快建设步伐。

2. 行业政策

近年来，我国愈发重视城市基础设施建设。十八大报告指出要推动城乡发展一体化，通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐步缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣。同时还加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系。

2013年9月，国务院印发的《关于加强城市基础设施建设的意见》（以下简称“意见”）作为改革开放以来国务院首次就城市基础设施建设发表的政策，具有标志性意义。意见强调了城市基础设施的质量，同时明确了六项重点任务：加强城市供水、污水、雨水、燃气、供热、通信等各类地下管网建设和改造；加强城市排水防涝防洪设施建设，解决城市积水内涝问题；加强城市污水和生活垃圾处理设施建设；加强城市道路交通基础设施建设；加强城市电网建设，推进城市电网智能化；加强生态园林建设。此外意见还明确地方政府要确保对城市基础设施建设的资金投入力度；要进一步推进投融资体制和运营机制改革，建立政府与市场合理分工的城市基础设施投融资体制。

2014年9月，在推进新型城镇化建设试点工作座谈会中，李克强总理再次重申，推进新型城镇化建设要加快基础设施建设，同时在“十三五”时期重点向中西部倾斜。

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：明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；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；新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43号文》及《351号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015年5月15日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

总体看，近年来政策加大对城市基础设施建设的支持力度，着重强调了城乡一体化、高质量、合理市场分工以及中西部地区的建设发展。在地方政府性债务管理方面，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. 行业关注

流动资金压力大

城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收周期长、投资收益的间接性等特点，因此地方政府投融资平台通常高负债运营，并面临着较大的流动资金压力。

代建项目回收结算周期长、受当地政府财政收支影响大

代理政府建设的基础设施，往往受到当地政府的财政状况的影响，工程款结算周期较长，工程回购不及时，大大制约工程施工企业、工程管理企业的发展，进而影响工程进度。

经济效益不显著

城市基础设施建设项目的社会效益和环境效益一般高于经济效益，行业通常受到政府的统一规划和管理，实施主体一般为政府授权的经营实体，并通过财政拨款、补贴等方式支持行业发展，地区人口、经济发展、财政实力及政府支持力度等因素对行业景象较大。

4. 行业发展

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在较高水平。2014 年，全国固定资产投资总额 50.20 万亿元，比上年名义增长 15.70%。2014 年全年新开工项目计划总投资 40.65 万亿元，较 2013 年增长 13.6%；施工项目计划总投资 96.88 亿元，同比增长 11.1%。2015 年，全国固定资产投资总额 55.16 万亿元，同比增长 10%，增速较 2014 年回落 5.70 个百分点。

截至 2014 年末，中国城镇化率为 54.77%，较上年提高 1.07 个百分点，但距发达国家仍有较大差距，未来中国城镇化率仍有很大上升空间。十八大报告指出要推动城乡发展一体化，通过加大统筹城乡发展力度，增强农村发展活力，从而逐渐缩小城乡差距，促进城乡共同繁荣；加快完善城乡发展一体化体制机制，着力在城乡规划、基础设施、公共服务等方面推进一体化，促进城乡要素平等交换和公共资源均衡配置，形成以工促农、以城带乡、工农互惠、城乡一体的新型工农、城乡关系、城镇化建设将可能成为经济方面的施政重点及十八大后中国经济增长的动力。

总体看，受益于城市化进程的进一步推进，我国基础设施继续保持高速发展，但增速有所回落。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是宿州市人民政府授权经营的国有独资公司，是宿州市最主要的基础设施建设主体及土地一级开发主体，主要负责管理组织和实施政策性投资建设基建项目、土地整理开发、市政府授权的国有资产的管理及省道 101、303 宿州市过境公路经营管理。与宿州市其他政府投融资平台企业相比，公司在业务类型、实际业务规模等方面均处于突出的领先地位。自成立以来，先后建设了宿州市一、二期路网工程、火车站广场和陀河景观带等公园、广场以及运粮河水系治理、高开路工程、拂晓大道北延工程、宿蒙游园工程、人民北路工程、洪河路工程、三角洲公园工程、银河一路工程、纺织中路工程、南坪路工程、淮海南路工程及其他市政工程、高铁站前广场工程、

迎宾公园工程、纺织西路西段工程、两高“泗许高速工程、京沪高铁”连接线工程和龙城路工程等工程项目。

2013 年根据相关文件，宿州市埇桥区建投公司 100%股权无偿划转给公司。按照宿州市政府的统一规划，宿州市将逐步将其他市区级投融资平台企业的相关职能及资产注入公司进行统一管理，公司在宿州市城市建设领域的垄断优势将进一步增强。

2. 人员素质

公司董事长兼总经理李鹏程，男，1965 年出生，本科学历。历任砀山县财政局农税股任会计，中国银行宿州分行营业部任会计主任、零售部主任、风险信贷部主任，中国银行砀山支行任副行长、行长，宿州经济开发区任社会事业局副局长、局长、党政办主任，兼任金海街道办事处党工委书记，同时负责社会事业局工作，宿马现代产业园任党工委委员、管委会副主任，宿州市教育发展投资有限责任公司任董事长兼总经理。现任公司董事长兼总经理。

公司监事会主席韩维礼，男，1963 年出生，本科学历。历任宿县政府办公室秘书、科长，宿县地区行署办公室秘书、科长，宿州市政府办公室科长、办公室副主任，宿州市政府副秘书长兼市应急管理办公室主任，宿州市政府副秘书长，萧县县委副书记，萧县人民政府县长。现任宿州市财政局党组书记、局长，兼任公司监事会主席。现任公司监事会主席。

公司财务总监冯国强，男，1975 年出生，本科学历，高级会计师。历任宿州市埇桥区东二铺小学主管会计、工会主席，宿州市统计局综合科员，宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司财务部部长。现任公司财务总监。

截至 2014 年底，公司在职人员共 35 人。从文化程度来看，本科以上学历的 22 人占 62.85%，大专学历 11 人占 31.42%，其他学历 2 人占 5.71%；从年龄分布来看，30 岁以下的 12 人占 34.28%，30~50 岁的 21 人占 60.0%，其他年龄 2 人占 5.71%。

总体看，公司高管人员大多具有政府工作经历，有助于公司开展日常工作，员工构成基本能满足日常经营管理需要。

3. 政府支持

作为宿州市政府主要的城市基础设施建设主体，公司在资产注入、财政补贴、项目回购和资金支持等方面得到政府的大力支持。

资产注入

2012~2014 年政府未对公司注入土地资产，2013 年公司以摘牌方式花费 31.74 亿元购得 74.70 万平方米土地，根据《关于向宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司注资的通知》（宿财资[2013]179 号）文件，政府已于 2013 年 11 月向公司注资 33.71 亿元，计入资本公积科目。

2013 年，根据宿州市埇桥区人民政府《关于向宿州市埇桥区建设投资有限责任公司注资的通知》（宿埇政秘[2014]12 号），由宿州市埇桥区财政局货币化分批注入资本金，相应增加公司资本公积 1.27 亿元。

项目回购

根据公司与宿州市人民政府签订的《回购协议》，市财政局每年年末对公司建设的市政工程项目进行验收审核，并由市人民政府负责回购。2013 年，市人民政府回购该协议项下共计 13 个项目，包含利息和其他费用的项目成本共计 1.37 亿元，结算价款共计 1.49 亿元，收益为 8.5%，计入主营业务中的基础设施建设收入。

2013 年公司开展宿州市棚户区改造工程及宿州市棚户区改造拂晓安置区建设工程发

行 15 亿元公司债（“13 宿建投债”），并与宿州市政府签订《投资建设与转让收购（BT）协议书》，根据协议此两个募投项目建设投资额为 26.39 亿元，市政府从 2013 年开始持续 7 年每年支付 4.53 亿元固定金额回购该两项工程，回购总金额为 31.71 亿元。就该协议的执行情况来看，宿州市政府于 2014 年 10 月底将 2013~2014 年回购总额 9.06 亿元支付至公司账户。

财政补贴及相关资金支持

根据宿州市人民代表大会常务委员会《宿州市人大常委会关于批准宿州市人民政府〈关于将对宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司的财政补贴资金纳入年度财政预算的议案〉》（宿人常[2009]27 号），从 2009 年至 2016 年每年从财政预算中安排 2 亿元资金，作为对公司的补贴资金，并将该资金列入年度财政预算。公司将每年实际收到的财政补贴款计入补贴收入；根据宿州市埇桥区财政局宿财字[2014]12 号《关于向宿州市埇桥区建设投资有限责任公司拨付政府补贴的通知》，2014 年 4 月，公司收到返还契税 0.66 亿元，计入补贴收入；根据宿州市埇桥区财政局宿财字[2014]66 号《关于向宿州市埇桥区建设投资有限责任公司拨付政府补贴的通知》，2014 年 11 月，收到返还契税 0.24 亿元计入补贴收。2012~2014 年，公司分别收到政府补贴 3.47 亿元、2.61 和 1.30 亿元，体现在公司利润表中的补贴收入科目中。政府部门对公司的补贴支持，一定程度上减轻了公司的资金压力。

除常规政府补贴外，公司还收到来自政府部门的大额往来款，款项体现在公司预收账款科目及收到其他与筹资活动有关的现金中。该类款项以拆借款形式注入公司，将在未来视情况逐步确认为财政补贴或冲抵市政基础设施工程回购款。

另外，公司在宿州市招商引资过程中，根据市政府的统一安排，部分招商企业先行垫资用于土地开发费用，一定程度减轻了公司的筹资压力，相关垫资体现在公司其他应付款科目中。2014 年底合计 6.70 亿元。

总体看，宿州市政府在资产注入、财政补贴及资金平衡方面均出台了相关政策对公司进行支持，公司作为宿州市最主要的城市建设主体，未来有望获取宿州市政府稳定持续的外部支持。

4. 外部环境

作为宿州市政府主要的城市基础设施建设主体，公司的经营发展受宿州市经济实力的影响较大。

区位优势

宿州市位于安徽省最北部，黄淮海平原南端，与苏、鲁、豫 3 省 11 个市县接壤，是淮海经济协作区的核心城市之一，也是安徽省距离出海口最近的城市。宿州市现辖砀山县、萧县、灵璧县、泗县、埇桥区和一个省级经济技术开发区，全市总面积 9,787 平方公里，耕地面积 773 万亩，总人口 626.06 万人。

宿州区位优势、交通便利，宿州市是贯通华东、华南、华中、华北地区的重要交通枢纽，秦汉时就已经成为“舟车会聚、九州通衢”之地。辖区内铁路、公路、水路交通十分便捷，京沪、陇海铁路，连霍、合徐高速公路纵横贯穿，京沪高速铁路、泗许高速公路和正在修建的宿淮铁路也从境内穿过。此外，宿州市区域内有浍河、新汴河、沱河、萧滩新河等河流，主要航线由宿州港经洪泽湖至长江中下游各港口城市，经大运河至江、浙、沪等地，或经淮河到淮河沿岸各港口城市。

宿州境内平原广袤，资源丰富，名产众多。宿州素有果海粮仓之称，是全国著名的商品粮基地，也拥有全国最大的连片水果产区。现已探明煤储量约 60 亿吨，石油达 20 亿吨，煤气层 3,000

多亿立方米，大理石 4,000 万立方米。砀山酥梨、萧县葡萄、符离集烧鸡、灵璧奇石、宿州乐石砚等驰名中外。

区域经济

据《宿州市 2014 年国民经济和社会发展统计公报》，经初步核算，宿州市全年生产总值 1,126.07 亿元，按可比价格计算，增长 9.7%。分产业看，第一产业增加值 269.95 亿元，增长 5.2%；第二产业增加值 474.60 亿元，增长 11.1%；第三产业增加值 381.52 亿元，增长 10.8%。三次产业结构比为 24.0：42.1：33.9。

2014 年宿州市实现全部工业增加值 420.75 亿元，比上年增长 11.4%。其中，规模以上工业增加值 336.01 亿元，同比增长 11.8%。全年战略性新兴产业产值 79.6 亿元，同比增长 19.7%。

2014 年宿州市人均生产总值 20,630 元（折合 3,358 美元），比上年增加 1,862 元。全社会劳动生产率 30,767 元/人，比上年增加 2,638 元/人。

表 2 2012~2014 年安徽省各地级市 GDP 排名情况（单位：亿元）

名称	2012 年	2013 年	2014 年
合肥市	4,164.34	4,672.90	5,157.97
芜湖市	1,873.63	2,099.53	2,307.90
安庆市	1,359.70	1,418.20	1,554.30
马鞍山	1,232.00	1,293.00	1,357.41
滁州市	970.70	1,086.10	1,184.80
阜阳市	962.50	1,062.50	1,146.10
宿州市	914.95	1,014.30	1,126.07
蚌埠市	890.22	1,007.90	1,108.44
六安市	918.20	1,010.30	1,086.30
宣城市	757.50	842.80	912.50
亳州市	715.66	791.10	850.50
淮南市	781.80	819.40	789.30
淮北市	620.50	703.70	747.50
铜陵市	621.30	680.60	716.30
黄山市	424.90	470.30	507.20
池州市	417.40	462.20	503.70

资料来源：2012~2013 年数据来自 wind 资讯，2014 年数据来自各地级市国民经济和社会发展统计公报

固定资产投资和城市基础设施建设

2014 年，宿州市全年固定资产投资 945.8 亿元，比上年增长 22.3%。其中一、二、三产投资分别增长 55.0%、23.7%和 18.9%。全市亿元以上工业项目 174 个，比上年增加 65 个。全年工业投资 532.2 亿元，增长 22.1%。民间投资 742.2 亿元，占全市固定资产投资的比重为 78.5%，比上年提高 5.8 个百分点。全年固定资产投资到位资金 1,034.1 亿元，增长 28.1%。其中，自筹资金增长 21.2%。全年房地产开发投资 182.33 亿元，增长 28.0%。年末商品房销售面积 484.1 万平方米，增长 15.2%；商品房销售额 181.07 亿元，增长 21.4%。

截至 2014 年末，宿州全市全年重点项目建设加快。冠军建材一期、国口酒业、尚荣服饰、安特生物酒精二期、鸿丰生物等工业项目投产，合百大农产品物流中心二期等服务业项目竣工。宿淮铁路客运、徐明高速建成通车，宿淮铁路蒿沟站开工，济祁高速、郑徐客运专线、宿灵泗、宿萧砀快速通道、国道 206 改线等项目加快建设，宿州民航机场列入长江经济带综合立体交通走廊规划。主城区、砀山、灵璧 3 座垃圾焚烧发电，阳光电源埇桥解集光伏发电等项目开工建设，协

和萧县官山、埇桥符离风电项目并网发电。新汴河治理、淮水北调、中小河流治理、农田水利基本建设等重点水利工程快速推进。

总体看，近年来宿州市经济总量持续增长，固定资产投资加速，伴随着产业结构调整的进一步完善，城市经济将加速发展。

财政实力

2014 年宿州市全口径财政收入 114.34 亿元，比上年增长 14.0%，其中地方财政收入 76.94 亿元，比上年增长 16.0%。全部财政收入中，税收收入 91.07 亿元，增长 13.1%；非税收收入 23.27 亿元，增长 17.6%。

宿州市全年财政支出 247.4 亿元，比上年增长 11.3%，其中民生支出 206.4 亿元，占财政支出的 83.4%，增长 13.6%。从重点支出项目看，教育支出增长 7.1%，农林水支出增长 10.8%，医疗卫生和计划生育支出增长 6.1%，社会保障和就业支出增长 11.0%。

2014 年，宿州市本级地方一般预算收入 48.93 亿元，其中税收收入 35.87 亿元，非税收入 13.06 亿元；转移支付和税收返还收入 61.44 亿元，其中一般性转移支付 31.74 亿元，专项转移支付 28.56 亿元，税收返还收入 1.14 亿元；政府性基金收入 104.85 亿元；预算外财政专户收入 3.39 亿元。全市综合财力为 218.61 亿元。

表 3 2012~2014 年宿州市本级财政收入情况（单位：万元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年
一般预算收入	325,280	416,692	489,328
其中：税收收入	242,429	308,828	358,700
非税收入	82,851	107,864	130,628
上级补助收入	491,980	539,597	614,378
其中：税收返还性收入	11,435	11,463	11,376
财力性转移支付收入	243,620	281,288	317,396
专项转移支付收入	236,925	246,846	285,606
政府性基金收入	316,504	762,077	1,048,505
预算外财政专户收入	35,304	35,198	33,878
地方综合财力	1,169,068	1,753,564	2,186,089

资料来源：宿州市财政局

截至 2014 年底，宿州市地方政府债务余额为 125.88 亿元，以政府直接债务为主，债务率（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%）为 57.58%。

表 4 宿州市地方政府债务余额及综合财力统计表（单位：万元）

地方债务（截至 2014 年底）	金额	地方财力（截至 2014 年底）	金额
（一）直接债务余额	1,115,497.95	（一）地方一般预算收入	489,328
1、外国政府贷款		1、税收收入	358,700
2、国际金融组织贷款	163.10	2、非税收入	130,628
3、国债转贷资金	68,275.56	（二）转移支付和税收返还收入	614,378
4、农业综合开发借款		1、一般性转移支付收入	317,396
5、解决地方金融风险专项借款		2、专项转移支付收入	285,606
6、国内金融机构借款	369,348.83	3、税收返还收入	11,376
（1）政府直接借款	13,712	（三）政府性基金收入	1,048,505
（2）由政府承担偿还责任的融资平台公司借款	355,636.83	（四）预算外财政专户收入	33,878
7、债券融资	383,021		

(1) 中央代发地方政府债券	23,021		
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	360,000		
8、粮食企业亏损挂账			
9、向单位、个人借款	208,742.93		
10、拖欠工资和工程款			
11、其他	85,946.54		
(二) 担保债务余额	286,645.85		
1、政府担保的外国政府贷款	8,110.94		
2、政府担保的国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融机构借款	2,100		
4、政府担保的融资平台债券融资	1,400		
5、政府担保想单位、个人借款	2,672.49		
6、其他	272,362.42		
地方政府债务余额=(一)+(二)×50%	1,258,820.88	地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	2,186,089
债务率=(地方政府债务余额/地方综合财力)×100%		57.58%	

资料来源：宿州市财政局

总体看，宿州市经济平稳发展，地方财政实力保持增长，债务负担加重，但总体处于适宜水平。

五、公司管理

1. 治理结构

根据公司章程，宿州市人民政府是公司的唯一出资人。公司不设股东会，由出资人行使股东会职权，出资人享有资产收益并决定公司的重大事项。

公司依法设立董事会，董事会成员为 5 人，设董事长 1 人。董事会成员由出资人委派或更换，职工董事由公司职工代表大会选举产生。董事任期为每届 3 年，任期届满，连派连选可以连任。董事会的职权为：执行市政府的决定，向市政府报告工作；制订公司发展战略规划（经营方针）和年度投资、融资计划；决定授权范围内公司的投资、资本运营及融资方案；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案，制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案；制订公司增加或减少注册资本以及发行公司债券的方案；制订公司合并、分立、解散或者变更公司形式的方案；决定公司内部管理机构设置；制定公司的基本管理制度；制订修改公司章程草案；依法律、行政法规决定公司高级管理人员的聘任、解聘和报酬事项；法律法规规定和出资人授予的其他职权。

公司设监事会，由 3 名监事组成，其中职工监事 2 名，设监事会主席 1 名。监事会成员由出资人委派，职工监事由职工代表大会选举产生，监事会主席由出资人在监事会成员中指定。监事会的职权为：检查公司贯彻执行有关法律、行政法规和规章制度的情况；检查公司财务，查阅公司的财务会计资料及与公司经营管理活动有关的其他资料，验证公司财务会计报告的真实性、合法性；检查公司的经营效益、利润分配、国有资产保值增值、资产运营等情况；检查公司负责人的经营行为，并对其经营管理业绩进行评价，提出奖惩、任免建议；当董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求董事、高级管理人员予以纠正；法律法规和市政府规定的其他职权。

公司设经营管理层，负责公司的日常经营管理。设总经理 1 人，副总经理 2 人。董事会成员

经出资人批准，可兼任总经理、副总经理，副总经理协助总经理工作。总经理、副总经理人选由有任免提议权的机构提议，经规定程序批准后，由董事会聘任或解聘。总经理、副总经理任期三年，经考核合格可续聘。

总体看，公司按照现代企业制度要求建立了规范的法人治理结构，机构设置较为完善，能够满足目前经营管理需要。

2. 管理制度

董事会为公司最高权力机关，公司实行董事会领导下的总经理负责制。公司设立了办公室、财务部、资产管理部、投资发展部和工程管理部等职能部门。

作为宿州市政府基础设施投资建设的主体，公司在资金管理，建设资金拨付等方面制定了内部管理制度，以规范公司内部运作程序。

在资金管理方面，公司制定了宿州市城市建设资金运行管理暂行办法。根据细则，公司明确了城市建设资金的来源，建设市政公用设施项目的资金回收方式，城市建设资金的征收划拨方式和申报要求等管理办法。

公司还对工程建设资金拨付和其他资金支付做出详细规定。在额度方面，工程建设资金拨付应遵照使用计划、项目合同、工程形象进度和审计报告核拨资金。拨付流程为由施工单位按公司规定填写拨款申请表，并附施工合同（第一次拨款）、工程量清单、工程款支付申请书、工程款支付证书、发票等报甲方现场代表、工程部审核，由工程部定期报财务部履行审核程序，经财务部审核后再报分管副总、总经理签批，100 万元以上工程款支付需报财务总监审批。对于其他资金支付，公司认为其他与城市建设有关的征地、拆迁、编制可研、资产评估等业务应根据合同或协议书约定进行支付，市领导签批文件可作为支付依据，拨付流程相对简单即由收款方填写拨款单或申请表，经办处室初审同意后报财务部审批，再由财务部定期报分管副总和总经理审批，100 万元以上的资金拨出需由财务总监审批。

此外，公司还制定了财务稽核制度、费用报销制度、现金管理制度和存款管理制度等一系列制度文件。

总体来看，公司内部管理体系基本建立，能满足公司目前管理活动需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事宿州市基础设施建设，并在宿州市开展土地整理业务。公司基本经营模式为：将城市基础设施建设与土地资源利用开发结合起来，通过土地资源筹融资，利用土地出让收入返还弥补基础设施项目投资资金缺口，实现投资项目的资金平衡。

从收入构成来看，2012~2014 年，公司实现主营业务收入分别为 7.36 亿元、10.16 亿元和 12.54 亿元，主要由土地出让收入构成。2013 年起，宿州市政府开始回购公司代建的市政基础设施项目，公司于 2013 年确认基础设施代建收入 1.66 亿元；2014 年由于市政基础设施没有完工项目，款项放在预收账款中反映，故市政基础设施建设没有收入。2014 年，公司子公司埇桥区建投公司将建设用地置换指标移交给埇桥区人民政府，公司根据移交亩数及每亩单价 12.50 万元，在移交完成并收取款项时确认收入 5.12 亿元。

从毛利率来看，受拆迁成本及出让地块价格差异等因素的影响，公司土地出让毛利率快速增长，2012~2014 年分别为 18.92%、37.21%和 64.33%。市政基础设施方面，根据公司与宿州市政府

签订的回购协议，该类收入毛利率预计将保持稳定。整体看，在土地出让收入毛利率快速增长的带动下，2012~2014 年公司综合毛利率随之增长。

表 5 2012~2014 年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

收入类别	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地出让收入	735,64.51	100.00	18.92	84,915.49	83.62	37.21	67,291.95	53.66	64.33
市政基础设施	--	--	--	16,560.47	16.31	17.16	--	--	--
建设用地置换指标转让	--	--	--	--	--	--	51,231.00	40.85	37.43
其他	--	--	--	77.21	0.08	88.59	6,886.91	5.49	10.19
合计	73,564.51	100.00	18.92	101,553.17	100.00	33.98	125,409.86	100.00	50.37

资料来源：公司审计报告

总体看，近三年公司营业收入和毛利率不断上升，公司盈利能力不断增强。2014 年，公司营业收入主要来源于土地出让后入和建设用地置换指标转让收入，未来随着在建项目的陆续完工，公司收入规模和盈利水平将进一步提升。

2. 基础设施建设

公司作为宿州市城市基础设施建设投融资主体，承担了大量政府公益性项目的建设任务。自成立以来，先后建设了宿州市一、二期路网工程、火车站广场和陀河景观带等公园、广场以及运粮河水系治理、高开路工程、拂晓大道北延工程、宿蒙游园工程、人民北路工程、洪河路工程、三角洲公园工程、银河一路工程、纺织中路工程、南坪路工程、淮海南路工程及其他市政工程、高铁站前广场工程、迎宾公园工程、纺织西路西段工程、两高“泗许高速工程、京沪高铁”连接线工程和龙城路工程等工程项目。

公司项目资金平衡主要来自土地出让收入及公司与相关政府部门的往来款，实际操作中，公司对相关工程先行垫付投资。公司对基础设施建设项目实行委托代建模式，项目累计投资计入在建工程，项目完工后，按照还款需要，市政府分年度列入预算进行回购，并在建设成本的基础上适当给予一定比例（一般为 8.5%）的利润。2013 年，公司首次确认基础设施建设收入，将部分历史费用一次性确认为收入，导致该板块收入和毛利率高于回购协议约定。2014 年，由于没有基础设施建设完工项目，公司没有确认相关收入。

2013 年，宿州市与公司已就宿州市城市棚户区改造工程及宿州市棚户区改造拂晓安置区建设工程签订总额为 31.71 亿元的《投资建设与转让收购（BT）协议书》，根据协议，政府从 2013 年开始持续 7 年每年支付 4.53 亿元固定金额回购该两项工程，截至 2014 年底已拨付 2013~2014 年回购款 9.06 亿元

除上述棚户区改造 BT 协议约定 31.71 亿元回购款外，公司与市人民政府另有签订《回购协议》，该协议涵盖公司部分小规模项目。2013 年，公司实际共收到市政基础设施回购款合计 1.66 亿元，其中的 1.49 亿元为上述《回购协议》项下建设项目回购。截至 2014 年底，公司基础设施建设项目合计 142 个，累计投资额达 117.55 亿元，除“13 宿建投债”募投项目外，其他暂未签订回购协议，联合评级将密切关注其进展情况。

总体看，公司开发项目的主要回购方为宿州市财政局，截至 2014 年底，尚有较大额度未明确回款安排。近年来，宿州市财政局债务负担加重，公司工程结算款回笼存在一定不确定性。

3. 土地整理

2013 年之前公司具有土地一级开发职能，土地整理运作模式为：公司组织开展土地的征用、拆迁等工作，负责土地的“四通一平”等配套开发建设，土地整理工作完成后，委托市国土部门以招拍挂方式出让或协议出让，土地出让收入在扣除相关税费后由市财政局财政专户全额拨付给公司。对于返还的时间点，宿州市政府与公司没有明确的书面约定。

2013 年之后，公司失去土地一级开发职能，宿州市土地一级开发统一由宿州市土储中心完成，公司负责代土储中心进行土地一级开发，实际工作流程及内容与 2013 年之前保持一致。截至 2013 年底，公司负责的一级开发的土地已全部出让。截至 2014 年底，公司存货中的土地开发成本为 0.05 亿元。

截至 2014 年底，公司账面土地存货合计 7,979.53 亩，账面价值共计 112.99 亿元，均已办妥土地使用权证。

2012~2014 年，公司通过土储中心出让土地 874.05 亩、1,029.86 亩和 575.25 亩，各年度出让均价分别为 151.84 万元/亩、111.39 万元/亩和 180.42 万元/亩。2014 年土地出让面积较上年大幅减少，主要系宏观经济环境行情下行，公司出让土地减少所致；同时 2014 年土地出让均价 180.42 万元/亩，较上两年有明显提高，主要原因是出让用地地理位置较为优越所致。

表6 2012~2014年公司土地出让情况（通过土储中心）（单位：亩、万元/亩、万元）

年份	出让面积	单价	出让收入	公司收到出让收益返还
2012年	874.05	151.84	132,722.37	73,564.51
2013年	1,029.86	111.39	114,716.68	84,915.49
2014年	575.25	180.42	103,787.55	67,787.70

资料来源：公司提供

在财务处理方面，公司土地整理收入是以财政拨入的实际金额计主营业务收入，由于拨款时点等原因，财政拨款与实际出让土地形成的收益存在一定的差异。

总体看，公司现有土地资产规模大，该部分土地未来出让收益将成为公司重要的收入来源。

4. 经营关注

（1）公司主要负责开发宿州市的城市基础设施领域，投资与经营主要取决于政府决策，经营市场化程度低、自身盈利能力偏弱。

（2）土地整理业务是公司的主营业务之一，该板块与房地产行业息息相关，易受宏观经济及政府规划等外部因素影响。未来，国家有关土地管理政策的变化，可能会影响公司经营稳定性。

（3）市政基础设施项目及土地整理业务的前期资金主要由公司自行筹集，公司面临持续较大的投资支出压力。

（4）公司开发项目的主要回购方为宿州市财政局，截至 2014 年底，尚有较大额度未明确回款安排。近年来，宿州市财政局债务负担加重，公司工程结算款回笼存在一定不确定性。同时，实际收到的土地出让返还收益也存在一定时滞，公司资金运转受财政资金拨付效率影响较大。

5. 未来发展

根据《宿州市国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》，“十二五”期间，宿州市大力实施城镇扩容战略，构建新型城镇体系，城镇化率达到 45%以上。

公司作为地方基础设施建设主体，计划通过整合政府资源、资产，扩大公司规模，未来经营重点在土地（代）整理、旧城改造、安置房建设，开展城市市政、道路、供水、水系治理等公益

性业务，并适度涉及房地产及砂石矿权业务。

未来，作为宿州市最主要的城市基础设施建设主体及土地整理主体，预计公司在代建项目回购、财政补贴等方面将继续获得宿州市政府的大力支持。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012~2014 年三年连审财务报表按照企业会计准则《企业会计制度》编制，已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留审计意见。公司近三年合并财务报表范围有所变化，2013 年公司报表合并范围新增 4 家子公司，分别为：宿州市银通经营投资有限责任公司、宿州市银海传媒有限责任公司、宿州市银鑫建材有限责任公司、宿州市埇桥区建设投资有限公司。2014 年，公司无新纳入合并报表范围的子公司。2013 年度合并范围变化较大，合并范围变动导致公司无形资产、资本公积等科目均有较大增幅。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 302.78 亿元，负债合计 127.81 亿元，所有者权益 174.97 亿元。2014 年，公司实现营业收入 12.86 亿元，净利润 7.43 亿元，经营活动产生的现金流量净额 19.89 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.97 亿元。

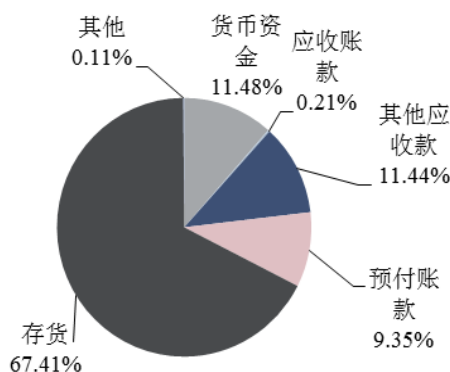
2. 资产质量

2012~2014 年，公司总资产呈快速增长态势，年均复合增长 28.19%。截至 2014 年底，公司资产总额 302.78 亿元，其中流动资产占比 55.36%，非流动资产占比 44.64%。公司资产以流动资产为主。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 14.99%，主要由货币资金、预付款项和其他应收款的快速增长所致。截至 2014 年底，公司流动资产总额 167.63 亿元，主要由货币资金、预付账款、其他应收款和存货构成，如下图所示：

图3 截至2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金呈快速增长态势，年均复合增长率为 35.20%。截至 2014 年底，公司货币资金 19.25 亿元，较年初增长 57.72%，主要系项目回款及银行长期借款增长所致。货币资金以银行存款（占比 92.70%）和其他货币资金（占比 7.29%）为主。其中，受限资金 1.40 亿元（占比 7.27%），全部为担保保证金。

2012~2014 年，公司预付账款波动增长，年均复合增长率 3.88%。截至到 2014 年底，公司预付账款为 15.68 亿元，较年初增长 53.60%，主要为公司预付宿州市埇桥区城乡建设指挥部、宿州市大地房地产开发有限公司、宿州市土地复垦中心等非关联方款项。从账龄来看，1 年以内的占比 50.29%，1~2 年的占比 12.50%，2~3 年的占比 9.98%，3 年以上的占比 27.23%，账龄不长。公司预付账款的对象主要为政府部门，信誉较好，风险较小，故未计提减值准备。公司预付账款前五名合计金额 11.22 亿元，占预付账款余额的 71.56%，具体情况如下表所示：

表7 截至2014年底公司预付账款前五名客户（单位：万元）

单位名称	与公司关系	期末金额	账龄	未结算原因
宿州市埇桥区城乡建设指挥部	非关联方	33,994.52	1 年以内	预付征迁资金
		6,347.03	1-2 年	
		5,773.03	2-3 年	
		7,971.22	3 年以上	
安徽安特食品股份有限公司	非关联方	16,500.00	1 年以内	预付土地款
宿州市大地房地产开发有限公司	非关联方	2,200.00	1 年以内	安置房、廉租房购房款
		3,550.00	1-2 年	
		3,400.00	2-3 年	购房款
		6,889.91	3 年以上	
宿州市土地复垦中心	非关联方	14,000.00	1 年以内	预付土地款
		992.10	2-3 年	
宿州市高新技术产业开发区管委会	非关联方	4,155.42	1 年以内	土地征收费用
		6,430.07	1-2 年	
合计	--	112,203.31	--	--

资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长率 83.26%。截至 2014 年底，公司其他应收款余额为 19.50 亿元，较年初大幅增长 54.39%，主要系公司对非关联方的拆借款。以其他应收款账面余额计算，账龄 1 年以内的占 38.02%，1~2 年占 37.35%，2~3 年的占 5.31%，3 年以上的占 19.32%，账龄较短。截至 2014 年底，公司对其他应收款提取坏账准备 0.33 亿元，计提比例为 1.71%。公司其他应收款前五大客户欠款金额为 15.71 亿元，占其他应收款余额的 80.55%，具体情况如下表所示：

表8 截至 2014 年底公司其他应收款金额前五名客户（单位：万元、%）

欠款客户	金额	占其他应收款总额的比例
宿州市埇桥区财政局	103,878.88	53.26
宿州经济技术开发区管理委员会	17,177.59	8.81
宿州市新区建设投资有限公司	14,970.00	7.68
宿州现代制鞋产业城建设发展有限公司	13,300.00	6.82
市保障性住房经营管理公司	7,760.04	3.98
合计	157,086.50	80.55

资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司存货波动增长，年均复合增长 8.64%。截至 2014 年底，公司存货为 112.99 亿元，较年初减少 10.56%，主要系 2014 年 3 块土地出让所致。存货中，土地储备占 99.27%、商品房占 0.70%。其中，账面价值为 35.73 亿元的土地使用权用于抵押。2014 年底公司未计提存货跌价准备。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产呈逐年快速增长态势，年均复合增长 53.33%。截至 2014 年底，公司非流动资产合计 135.15 亿元，主要由长期股权投资、固定资产和在建工程构成，占比分别为 8.24%、0.94%和 89.93%。

2012~2014 年，公司长期投资呈快速增长态势，年均复合增长 85.33%。截至 2014 年底，公司长期股权投资合计 11.14 亿元，较年初增长 30.06%，主要由于权益法核算下调整宿州马鞍山投资有限责任公司股权投资差额所致。公司长期股权投资主要投资于宿州马鞍山投资有限责任公司、宿州市银通资产经营投资有限责任公司和宿州市高新建设投资有限公司。截至 2014 年底，公司对长期股权投资未提取减值准备。

2012~2014 年，公司固定资产波动中略有下降，年均复合增长率为-4.28%。截至 2014 年底，公司固定资产原值 1.55 亿元，较年初增长 74.90%。公司固定资产构成中主要为房屋建筑物（占 82.82%）、办公设备（占 11.68%），其余为运输工具、机器设备及其他。截至 2014 年底，公司累计计提固定资产折旧 0.29 亿元，未提取减值准备；公司固定资产中有价值 0.84 亿元的房屋及建筑物用于抵押。

2012~2014 年，公司在建工程保持快速增长态势，年均复合增长 54.29%。截至 2014 年底，公司在建工程 121.54 亿元，较年初大幅增长 19.48%，主要是由于拂晓 1、2 号安置区、唐河西路安置区、宿州大外环和汴河路安置区等项目增加投入所致。2014 年底，公司在建工程未发生减值情形，故未计提减值准备。

总体看，公司资产规模保持较快增长，资产结构较为稳定，资产构成以流动资产为主。流动资产中，存货占比最大，且几乎全部为土地资产，使得公司资产流动性较弱，非流动资产中在建工程占比最大，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

2012~2014 年，随着公司规模扩大，公司负债保持稳定增长态势，年均复合增长 28.67%。截至 2014 年底，公司负债合计 127.81 亿元，较年初增长 18.51%。负债中流动负债合计占比 45.08%，非流动负债合计占比 54.92%，公司负债以非流动负债为主。

2012~2014 年，公司流动负债呈快速增长态势，年均复合增长 42.78%。截至 2014 年底，公司流动负债合计 57.62 亿元，较年初增长 11.95%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，占流动负债的比重分别为 78.48%和 16.25%。

2012~2014 年，公司其他应付款呈快速增长趋势，年均复合增长 41.72%。截至 2014 年底，公司其他应付款余额为 45.22 亿元，较年初增长 50.03%，主要为市财政转来的借款和企业垫资款，其中 6.70 亿元为公司在进行招商引资过程中所预收的由招商企业垫资开发的费用。

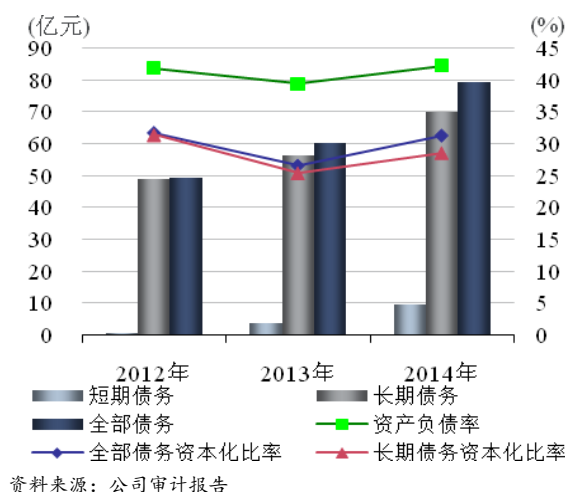
2012~2014 年，公司一年内到期的非流动负债呈快速增长趋势，年均复合增长 356.16%。截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债余额为 9.36 亿元，其中长期借款结转占 72.10%，应付债券占 27.77%。

2012~2014 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 19.76%。截至 2014 年底，公司长期负债合计 70.20 亿元，较年初增长 24.49%。公司长期负债构成中，主要为长期借款（占 48.53%）和应付债券（占 49.15%）。

为了满足公司项目建设的资金需求，公司长期借款一直保持较大规模。2012~2014 年，公司长期借款规模快速增长，年复合增长率 11.02%。截至 2014 年底，公司长期借款 34.07 亿元，较年初增加 69.42%，其中信用借款 0.99 亿元（占 2.91%），抵押借款 21.30 亿元（占 62.51%），质押借款 7.79 亿元（占 22.87%），保证借款 3.99 亿元（占 11.71%）。从还款期限来看，公司需在 2016 年偿还徽商银行股份有限公司埇桥支行、安徽国元信托有限公司和中国农业发展银行宿州市埇桥区支行的借款合计 4.90 亿元，在 2017 年偿还国家开发银行股份有限公司安徽分行、中国农业发展银行宿州埇桥区支行和中航信托股份有限公司的借款合计 9.35 亿元，在 2018 年偿还中国农业发展银行宿州埇桥区支行的借款合计 0.86 亿元，其余借款集中在未来 2019~2024 年偿还。总体看，公司长期借款集中度不高，集中偿付压力不大。

截至 2014 年底，公司应付债券 34.50 亿元，主要为 2009 年、2012 年和 2013 年发行的三次公司债券，债券总规模合计 36 亿元，期限均为 7 年。2016~2020 年，应付债券到期规模较大，公司存在一定的偿付压力。

图 4 2012~2014 年底公司债务指标



2012~2014 年，公司全部有息债务年均复合增长 26.64%。截至 2014 年底，公司全部债务总额为 79.21 亿元，其中短期债务 9.36 亿元（占 11.83%）；长期债务 69.84 亿元（占 89.17%）。从债务指标看，2012~2014 年，公司资产负债率分别为 41.90%、39.34%和 42.21%；长期债务资本化比率分别为 31.57%、25.31%和 28.53%；全部债务资本化比率分别为 31.57%、26.50%和 31.16%。

总体看，公司目前流动负债比重下降，债务负担略有上升，但总体债务负担较轻。随着基础设施建设投入规模逐渐加。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益保持较快增长态势，年均复合增长 27.84%，主要是由于资本公积的大幅增长所致。截至 2014 年底，公司所有者权益合计 174.96 亿元，较年初增长 5.20%。所有者权益构成中，实收资本占 6.21%，资本公积占 75.08%，盈余公积占 1.93%，未分配利润占 16.78%。公司近三年实收资本无变化。

2012 年公司资本公积减少 1.50 亿元，其中根据宿州市人民政府《关于宿州市工业发展投资有限责任公司股权划转有关事项的通知》（宿政秘[2012]43 号），公司持有的中小企业担保公司股权无偿划转相应减少资本公积 0.30 亿元；根据宿州市人民政府办公室 2010 年第 84 号会议纪要和宿州市城市建设投资决策委员会 2010 年第 2 号会议纪要的精神，归还市财政局注资 1.20 亿元。

2013 年资本公积增加 51.47 亿元，其中根据宿州市人民政府《关于同意划转宿州市埇桥区建

设投资有限责任公司股权的批复》（宿政秘[2013]139号），宿州市埇桥区国有资产管理委员会办公室持有的埇桥区建投公司100%股权无偿划转给本公司，相应增加资本公积22.57亿元；根据宿州市财政局《关于向宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司注资的通知》（宿财资[2013]179号），宿州市财政局批划转至公司资本金专户增加资本公积33.71亿元。2013年减少资本公积4.81亿元，系根据宿州市人民政府办公室《关于收回市城投公司收储土地的通知》（宿政办秘[2013]178号），宿州市人民政府办公室收回闲置用地534.32亩，用于市规划局规划市政项目建设，相应减少资本公积。

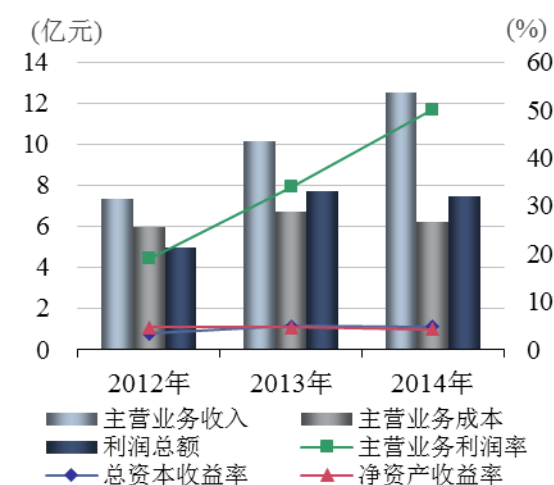
2014年资本公积增加1.27亿元，系根据宿州市埇桥区人民政府《关于向宿州市埇桥区建设投资有限责任公司注资的通知》（宿埇政秘[2014]12号），由宿州市埇桥区财政局货币化分批注入资本金所致。

总体看，公司所有者权益中资本公积占比较大，整体稳定性较好。

4. 盈利能力

2012~2014年，公司主营业务收入呈快速增长态势，年均复合增长30.57%。2014年，公司实现主营业务收入12.54亿元，同比增长23.49%，主要系公司收到的土地出让收入增长和建设用地上置换指标转让收入所致。近三年公司的主营业务成本有所波动，年复合增长率为2.15%，其中2014年为6.22亿元，较上年下降7.16%。2012~2014年，公司营业利润波动增长，年复合增长率95.89%。截至到2014年底，公司营业利润5.35亿元，较上年增长64.18%。

图5 2012~2014年公司盈利指标



资料来源：公司审计报告

从期间费用来看，2012~2014年，公司期间费用（营业费用、财务费用和管理费用）年复合增长率为122.60%。2014年为0.87亿元，同比上升885.03%，主要由于管理费用和财务费用的快速增长所致。公司期间费用主要为管理费用，2012~2014年，公司管理费用分别为0.21亿元、0.08亿元和0.44亿元，2014年同比上升445.76%，主要系固定资产折旧费用较高并计入管理费用所致。2012~2014年，公司财务费用分别为-0.04亿元、0.01亿元和0.40亿元，是由于利息支出增加所致。近三年，公司期间费用占主营业务收入的比重分别为2.40%、0.87%和6.97%。

2012~2014年，公司投资收益波动下降，其中2014年公司实现投资收益0.84亿元，较上年下降54.01%，全部来源于公司长期股权投资所取得的收益。

2012~2014年，公司补贴收入分别位3.47亿元、2.61亿元和1.30亿元，补贴收入的波动对公

司利润总额影响较大。近三年，公司利润总额分别为 4.98 亿元、7.69 亿元和 7.48 亿元。

从盈利指标来看，2012~2014 年，公司主营业务利润率分别为 18.92%、33.98%和 50.37%，呈快速增长趋势。同期，公司总资本收益率和净资产收益率均呈波动下降态势，其中 2014 年分别为 3.25%和 4.36%，同比分别下降 0.77 和 1.27 个百分点。

总体看，公司主营业务收入受土地出让收入和市政设施回购收入增加有所增长，但营业利润率有所上升，但总资本收益率和净资产收益均呈现波动小幅下降，整体盈利能力一般；政府补贴对公司盈利能力影响较大。

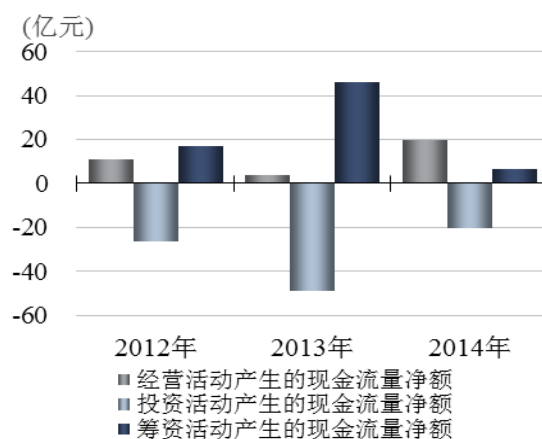
5. 现金流

公司经营活动现金流入主要是销售商品、提供劳务收到的现金和收到的其他与经营活动有关的现金。2012~2014 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金流入呈增长态势，三年年均复合增长率为 26.05%，其中 2014 年为 12.20 亿元；公司收到的其他与经营活动有关的现金呈快速增长态势，三年年均复合增长 35.84%，2014 年为 24.43 亿元，主要为公司收到的 1.31 亿元的补贴收入、收到招商企业垫资开发的款项和财政借款往来款项 23.12 亿元。2012~2014 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金流出与主营业务成本相比规模大，主要是由于 2014 年公司集中摘牌购地所致。2014 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金为 8.75 亿元。近三年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 10.89 亿元、4.06 亿元和 19.89 亿元。近三年，公司现金收入比分别为 104.39%、100.00%和 97.29%。

投资活动方面，2012~2014 年，公司投资活动现金流入分别为 1.07 亿元、0.01 亿元和 0.01 亿元；公司投资活动现金流出呈波动下降态势，近三年分别为 27.39 亿元、48.71 亿元和 20.48，主要为公司建设项目等产生的现金流出；近三年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-26.32 亿元、-48.71 亿元和-20.46 亿元。总体看，近年来随着公司业务收入的不断增长和投资活动趋于稳健发展，同时经营性活动产生的现金净流量对投资活动净流出的覆盖情况有所改善，公司对外部融资的依赖性有所减弱。

从筹资活动看，2012~2014 年，公司筹资活动现金流入呈波动增长趋势，三年分别为 20.55 亿元和 74.17 亿元和 24.03 亿元。2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流出构成变化较大，流量波动下降。2012 年，公司筹资活动产生的现金流出主要由公司偿还债务所支付的现金（3.19 亿元、占比 84.17%）和分配股利、利润或偿付利息所支付的现金（0.60 亿元、占比 15.83%）构成；2013 年，公司筹资活动产生的现金流出为偿还债务所支付的现金（14.95 亿元，占比 51.49%）和支付的其他与筹资活动有关的现金（14.08 亿元，占比 48.51%）组成；2014 年，公司筹资活动产生的现金流出主要由偿还债务所支付的现金（15.05 亿元，占比 68.06%）和分配股利、利润或偿付利息所支付的现金（2.44 亿元、占比 13.92%）组成。近三年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 16.76 亿元、45.14 亿元和 6.54 亿元。

图 6 2012~2014 年公司现金流情况



资料来源：公司审计报告

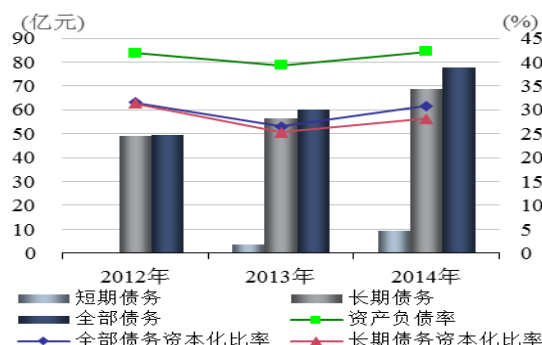
总体看，近年来公司经营性现金净流量快速增长，经营活动获取现金能力较强；投资性支出规模较大，经营性现金净流量对投资活动现金净流出的覆盖投有所改善，公司对外部融资的依赖性有所减弱。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，由于公司流动资产金额较大且占比较高，债务结构中流动负债占比一般，使得公司流动比率处于较高水平，但由于公司流动资产构成中存货占主要部分，所以速动比率较低。2014 年公司流动比率 2.91，较上年同期下降，主要由于流动负债增长所致；速动比率为 0.95，同比有所上升，主要是由于公司流动资产中存货占比下降所致。2012~2014 年，公司经营现金流流动负债比呈波动下降态势，2012~2014 年分别为 38.54%、7.89%和 34.53%，同比上升 26.64 个百分点。综合看，公司短期债务规模将对较小，短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，公司 2012~2014 年 EBITDA 呈上升态势，年均复合增长 26.61%。2014 年，公司 EBITDA 为 8.27 亿元，主要由利润总额（占比 90.50%）构成。近三年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.10 倍、0.13 倍和 0.10 倍，EBITDA 对全部债务保障能力一般。但考虑到公司土地可变现以及在建工程回购等因素，公司对长期债务保障能力尚可。

图 7 2012~2014 年公司债务指标



资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司对外担保总额为 31.05 亿元，担保比率为 17.75%，其中孙公司宿州市融通融资担保有限公司对 263 家中小企业的担保 10.30 亿元。总体看，考虑到担保总额及担保比率较高，存在一定或有负债风险，对公司实际运营有一定影响。

表 9 截至 2014 年底公司对外担保情况（单位：亿元）

公司名称	担保金额
宿州市鸿正服装服饰有限公司等 263 家客户	10.30
安徽省建设投资有限责任公司	5.00
安徽省建设投资有限责任公司	5.00
宿州交通投资集团有限公司	4.00
宿州马鞍山投资有限公司	2.00
宿州市宿马中冶建设发展有限公司	1.20
宿州市埇桥区建设投资有限责任公司	2.00
宿州市土地储备发展中心	1.00
宿州市东区汽车产业发展有限公司	0.25
宿州现代制鞋产业城建设发展有限公司	0.30
合计	31.05

资料来源：公司审计报告

公司与各家银行保持着密切的合作关系，截至 2014 年底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为 112.95 亿元，尚未使用的额度为 38.07 亿元。公司具备较通畅的间接融资渠道。截至 2014 年底，公司无重大应披露的未决诉讼事项。

根据中国人民银行征信系统查询的《企业基本信用信息报告》，截至 2015 年 6 月 10 日，公司有 2 笔未结清的关注类贷款，主要原因为国开行根据其内部信贷资产质量管理原则，将此类贷款认定为关注类。截至目前该 2 笔贷款还本付息正常，未发生拖欠贷款本息的情况。

总体看，宿州市经济及财政实力较强，公司发展面临的外部环境较好；宿州市政府在资本金、购地资金返还、项目回购等方面给予公司大力支持。基于以上分析，联合评级认为，公司整体抗风险能力较强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券对公司目前负债的影响

本次公司债券发行额度为 18.70 亿元，占 2014 年底长期债务和全部债务分别为 26.78%和 23.61%，对公司现有债务结构有一定影响。

截至 2014 年底，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分别为 42.21%、31.16%和 28.53%。以 2014 年底财务报表为基础，不考虑其他因素，预计本次公司债券发行后，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分别上升为 45.74%、35.95%和 33.67%，公司债务负担有所加重。

2. 本次公司债券偿债能力分析

本次债券拟发行额度 18.70 亿元，拟于债券存续期第 3~7 年末分期偿付 20%本金。

2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 5.16 亿元、8.01 亿元和 8.27 亿元，分别为本次债券本金 18.70 亿元的 0.28 倍、0.43 倍和 0.44 倍；2012~2014 年，公司经营活动现金流入量分别为 20.92 亿元、28.75 亿元和 36.63 亿元，分别为本次债券本金的 1.12 倍、1.54 倍和 1.96 倍；同期，公司经营活动净现金流对本次债券全部本金的保障倍数分别为 0.58 倍、0.22 倍和 1.06 倍。公司 EBITDA、经营活动现金流对本次债券全部本金的保障能力尚可。

本次债券设分期偿付条款，拟于债券存续期第 3~7 年末分期偿付 20%本金（3.74 亿元）。以

分期偿付额度测算，2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 5.16 亿元、8.01 亿元和 8.27 亿元，分别为分期偿付额度的 1.38 倍、2.14 倍和 2.21 倍；2012~2014 年，公司经营活动现金流入量分别为 20.92 亿元、28.75 亿元和 36.63 亿元，分别为分期偿付额度的 5.59 倍、7.69 倍和 9.79 倍；同期，公司经营活动净现金流对分期偿付额度的保障倍数分别为 2.91 倍、1.09 倍和 5.32 倍。

总体看，分期偿付的条款设置有效降低了公司的集中偿付压力，公司 EBITDA 及经营活动净现金流对各期偿付额度具备一定的保障能力。

3. 资金偿债来源

本次债券募集资金为 18.70 亿元人民币，拟用的募投项目分别为：宿州市棚户区改造二期建设工程项目、宿州市棚户区改造纺织路安置区建设工程项目，募投项目符合国家产业政策方向。其中：宿州市棚户区改造二期建设工程将新建棚户区改造磬云大市场 and 磬云南路两个安置小区。磬云南路安置小区项目于 2014 年 12 月开工，磬云大市场安置小区项目于 2014 年 4 月开工建设，项目总体预计于 2017 年 1 月完工。该项目配套建设有附属商业门面及地下车库等，项目建成后可以进行出让，按成本加成保守测算，项目将产生不低于 12.35 亿元的收入，具体测算如下：

表 10 宿州市棚户区改造二期建设工程收入测算

项目名称	项目收益来源	面积或个数	出让单价（元）	合计（亿元）
磬云大市场安置区建设工程项目	附属商业门面出让收益	101,079 m ²	8,000	8.09
	地下车位出让收益	1,538 个	60,000	0.92
	剩余安置房出让收益	21,000 m ²	3,600	0.76
	安置户差额购房收益	6,000 m ²	3,200	0.19
磬云南路安置区建设工程项目	附属商业门面出让收益	1,667,560 m ²	8,000	1.33
	地下车位出让收益	763 个	60,000	0.46
	剩余安置房出让收益	13,000 m ²	3,500	0.46
	安置户差额购房收益	4,500 m ²	3,200	0.14
合计				12.35

资料来源：公司提供

宿州市棚户区改造纺织路安置区建设工程项目于 2013 年 11 月开工建设，预计于 2016 年 5 月完工。该项目配套建设有附属商业门面及地下车库等，按成本加成保守测算，项目将产生不低于 1.68 亿元的收入，具体测算如下：

表 11 宿州市棚户区改造纺织路安置区建设工程收入测算

项目名称	项目收益来源	面积或个数	出让单价（元）	合计（亿元）
宿州市棚户区改造纺织路安置区建设工程	附属商业门面出让收益	11,270m ²	8,000	0.90
	地下车位出让收益	636 个	60,000	0.38
	剩余安置房出让收益	8,000 m ²	3,500	0.28
	安置户差额购房收益	3,500 m ²	3,200	0.11
合计				1.68

资料来源：公司提供

总体看，募投项目将获得预计收入 14.03 亿元，不能覆盖项目总投及本次债券本金，剩余资金将通过公司日常经营收入进行补充。同时联合评级关注到，受房地产行业影响，募投项目未来收益具有一定不确定性。

九、债权保护条款分析

1. 第三方担保分析

中投保公司为本次债券提供无条件不可撤销连带责任保证担保。根据《担保函》，中投保同意作为保证人为公司发行本次债券提供担保，担保方式为连带责任担保；担保范围包括本次债券本息，以及违约金、损害赔偿金、实现债券的费用和其他应支付的费用；担保期间为债券存续期及债券到期之日起二年。在债券到期时，如公司不能全部兑付债券本息，中投保主动承担担保责任，将兑付资金划入债券登记托管机构或主承销人指定的账户，以保证本次债券本息的按期全额偿付。

中投保的前身为中国经济技术投资担保有限公司，是经国务院批准特例试办，于 1993 年 12 月在国家工商行政管理局注册成立的国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。中投保由财政部和原国家经贸委共同发起组建，初始注册资本金 5 亿元，2000 年中投保注册资本增至 6.65 亿元。中投保于 2002 年完成国有企业体制改革，建立了现代企业制度，在开展政策性担保业务的同时，大力推动商业性担保业务的发展。2006 年，为满足业务发展需要，中投保资本金从 6.65 亿元增至 30 亿元，资本实力明显增强，公司更名为中国投资担保有限公司。2010 年 9 月，中投保完成改制与增资，注册资本增至 35.21 亿元。2012 年 9 月，中投保以所有者权益内部结转的方式使注册资本增至 45 亿元，资本稳定性得以增强。截至 2013 年 6 月底，中投保实收资本为 45.00 亿元。2013 年 10 月，中投保更名为中投保公司。目前中投保已与国家开发银行、中国建设银行、招商银行、中信银行、兴业银行、上海银行、北京银行等 19 家银行以及其他金融或投资机构建立了战略合作关系。中投保注重业务创新，逐步形成了品种丰富的担保产品体系，目前开展的担保业务主要包括银行贷款担保、金融产品担保、工程保证担保和诉讼保全担保等。截至 2014 年底，中投保累计担保总额达 2,174 亿元，当年新增担保额 543.10 亿元(含商业性担保业务和政策性担保业务)。截至 2014 年底，中投保资产总额 106.58 亿元，负债总额 44.19 亿元，所有者权益 62.39 亿元。2014 年，中投保实现营业收入 8.22 亿元，其中，担保业务收入 7.86 亿元，实现净利润 1.32 亿元。

经联合评级评定，中投保主体长期信用等级为 AA⁺_{pi}，该信用等级反映了中投保代偿能力很强，投资与担保业务风险管理能力很强，风险很小。中投保公司为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保实力强，在一定程度上提升了本次债券本息偿付的安全性。

同时值得关注的是，近年来中投保资本实力有所增强，但担保规模的快速增长使中投保资本充足性水平持续下降。2012 年下半年以来，中投保钢贸融资担保业务发生大规模代偿。未来三年，中投保将迎来担保项目集中到期高峰，中投保面临流动性压力考验。另一方面，中投保为本次债券提供担保，导致其为单一债项担负额度较大。

2. 偿债资金监管

为了保证本次债券本息的按期足额偿还，公司设立了募集资金专项账户和偿债资金专项账户，并与中国建设银行股份有限公司宿州科技广场支行（以下简称“建行”或“监管银行”）签订了《债券持有人会议规则》、《债权代理协议》、《募集资金使用专项账户监管协议》和《偿债账户监管协议》（以下简称“协议”），由建行对公司经营状况、募集资金使用情况，代理债券持有人与公司之间的谈判、诉讼及债券持有人会议授权的其他事项进行监督。

根据《债券债权代理协议》的约定，监管银行作为本次债券的债权代理人，代理债券持有人行使权力，具体如下：（1）在本次债券存续期限内，依据法律法规、本次债券《募集说明书》、

《债券持有人会议规则》及本协议的规定享有各项权利、承担各项义务。(2) 应为债券持有人的最大利益行事，不得就本次债券与债券持有人存在利益冲突，不得利用作为债权代理人的地位而获得的有关信息为自己或任何其他第三方谋取不正当利益。(3) 指派专人负责本次债券的债权代理事务。(4) 履行《债券持有人会议规则》项下债权代理人的职责和义务，按照本协议、《债券持有人会议规则》的规定召集和主持债券持有人会议。(5) 代表债券持有人监督公司本次债券募集资金的使用。(6) 持续关注公司的资信状况，在出现可能影响债券持有人重大权益的事项时，及时召集债券持有人会议。(7) 在债券存续期内，代表全体债券持有人勤勉处理债券持有人与公司之间的谈判或者诉讼事务。(8) 监督公司的偿债措施。(9) 经债券持有人会议决议，在其授权范围内参与甲方的破产、和解、整顿的法律程序或重组、解散程序。(10) 签署所有与本次债券相关的协议。(11) 履行本协议、本次债券《募集说明书》等约定的债权代理人应当履行的其他义务及执行债券持有人会议授权的其他事务。

根据《募集资金使用专项账户监管协议》公司必须按照《募集说明书》约定的范围运用募集资金使用专户中的资金，募集资金进入专户后，如公司需要运用资金，需要向监管银行发送相应划款指令。指令发出后，公司应及时以电话方式向监管银行确认。监管银行仅对公司提交的指令按照本协议的约定进行表面一致性审查，监管银行不负责审查公司发送指令同时提交的其他文件资料的合法性、真实性、完整性和有效性，公司应当保证上述文件资料合法、真实、完整和有效。

根据《偿债账户监管协议》的规定，(1) 公司应在本次债券的每个还本付息日(T 日)前 10 个工作日按《募集说明书》的规定向偿债账户中划入偿债资金。监管银行应依据本协议的约定保管偿债账户内的资金，并监督公司对该资金只能用于偿还本次债券的本息。(2) 监管银行应根据公司的指令，不晚于 T 日前 2 个工作日(T-2 个工作日)将当期应付本金和利息划转至本次债券登记结算机构指定的账户，并以书面形式通知公司。指令的发送方式为传真方式，公司在发送完毕传真后须向监管银行电话确认。划款指令正本由公司保管，监管银行保管划款指令传真件。当两者不一致时，以监管银行收到的指令传真件为准。(3) 偿债账户内的资金及其孳息仅能根据《募集说明书》及本协议约定用于偿付债券持有人的到期本金及利息。(4) 偿债账户内的资金只能以银行存款或银行协定存款的方式存放，并且仅可用于按期支付本次债券的利息和到期支付本金，不得用于其它任何用途。

十、综合评价

公司是宿州市最主要的城市基础设施建设主体，主要从事宿州市基础设施建设业务。宿州市区域经济实力及财政实力持续增强，为公司的发展提供的良好的外部环境。

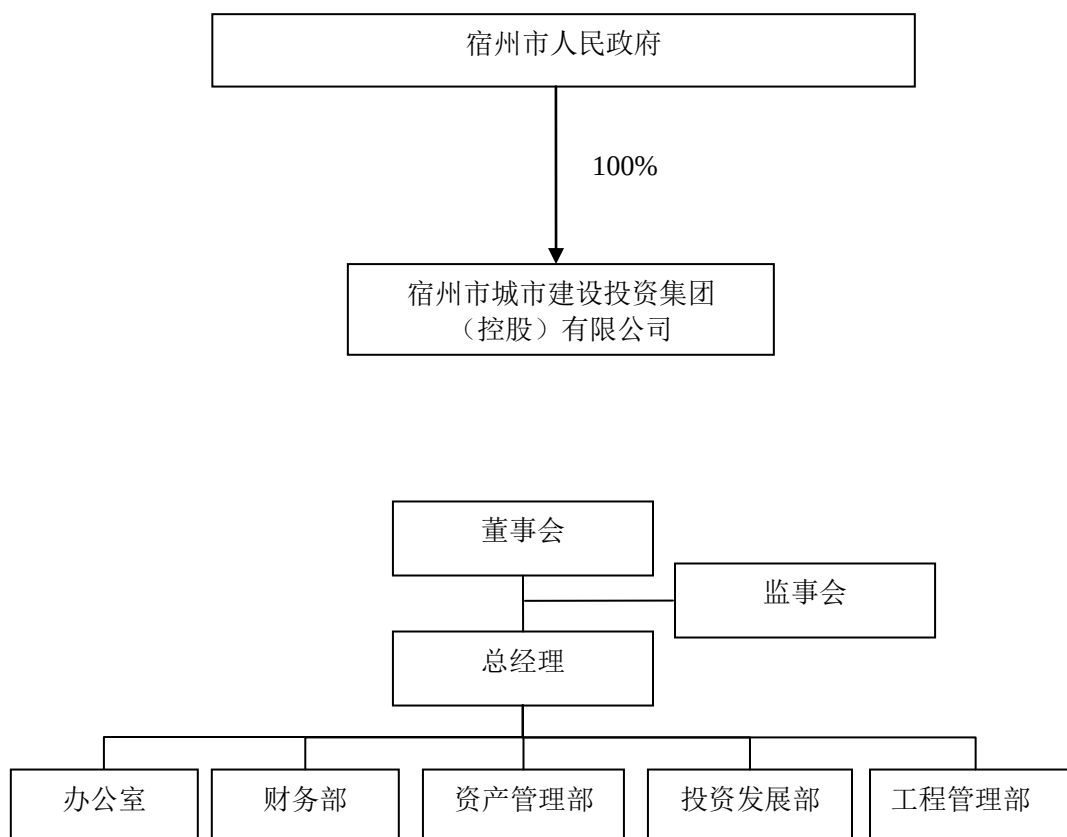
近三年来，公司资产规模及收入规模增长较快。此外，宿州市政府在财政补贴、资产注入、项目回购等方面给予公司大力支持。公司目前债务负担适宜，但未来基建项目投资额较大，公司债务规模短期内可能持续上升。

本次债券设置提前分期偿付条款，一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力。

中投保为本次债券提供无条件不可撤销连带责任保证担保，中投保担保实力很强，其担保有效提升了本次债券的偿付安全性。

综合看，本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 公司股权和组织结构图



附件 2 公司主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额（亿元）	184.26	274.17	302.78
所有者权益（亿元）	107.06	166.22	174.42
短期债务（亿元）	0.45	3.62	9.36
长期债务（亿元）	48.94	56.36	69.84
全部债务（亿元）	49.39	59.98	79.21
主营业务收入（亿元）	7.36	10.16	12.54
净利润（亿元）	4.98	7.69	7.48
EBITDA（亿元）	5.16	8.01	8.27
经营性净现金流（亿元）	10.89	4.06	19.89
应收账款周转次数(次)	4.98	33.49	35.79
存货周转次数（次）	0.06	0.06	0.06
总资产周转次数（次）	0.04	0.05	0.04
现金收入比率（%）	104.39	100.00	97.29
总资本收益率（%）	3.19	4.02	3.25
总资产报酬率（%）	3.45	3.36	2.73
净资产收益率（%）	4.66	5.63	4.36
主营业务利润率（%）	18.92	33.98	50.14
费用收入比（%）	2.30	0.85	6.80
资产负债率（%）	41.90	39.34	42.21
全部债务资本化比率（%）	31.57	26.50	31.16
长期债务资本化比率（%）	31.37	25.31	28.53
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.13	0.10
流动比率（倍）	4.49	3.14	2.91
速动比率（倍）	1.10	0.69	0.95
现金短期债务比（倍）	23.40	3.37	2.06
经营现金流动负债比率（%）	38.54	7.89	34.53
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.28	0.43	0.44

附件 3 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= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/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%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 ×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资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券+融资租赁款+其他非流动负债中金融机构有息借款
 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 4 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。