

信用等级公告

联合[2016]1005 号

禹州市投资总公司：

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 2016 年城市停车场建设专项债券进行了主动评级，确定：

禹州市投资总公司主体长期信用等级为 AA_{pi} ，评级展望为“稳定”
禹州市投资总公司拟发行的 2016 年城市停车场建设专项债券信用等级为 AA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：一

二零一六年八月十四日

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>

禹州市投资总公司

2016年城市停车场建设专项债券主动评级报告

主体长期信用等级: AA_{Pr}

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA_{Pr}

发行规模: 12.80 亿元

债券期限: 5+5 年

偿还方式: 在本期债券存续期的第 3~6 年末, 每年分别偿付本期债券发行总额的 10%, 在存续期的第 7~10 年末, 每年分别偿付发行总额的 15%; 同时附加第 5 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

发行目的: 全部用于禹州市中心城区地下停车场建设项目

评级时间: 2016 年 8 月 4 日

主要财务数据:

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 6 月
资产总额(亿元)	53.19	57.76	60.39	135.81
所有者权益(亿元)	42.90	50.91	52.94	81.24
长期债务(亿元)	1.27	1.03	0.74	40.31
全部债务(亿元)	1.27	1.03	0.74	42.51
营业收入(亿元)	3.95	4.00	5.11	3.53
净利润(亿元)	0.57	2.25	1.81	-0.03
EBITDA(亿元)	0.76	2.70	2.05	--
经营性净现金流(亿元)	0.13	-4.98	-1.55	-0.69
营业利润率(%)	11.08	29.48	8.58	8.42
净资产收益率(%)	1.32	4.42	3.42	-0.04
资产负债率(%)	19.35	11.86	12.34	40.18
全部债务资本化比率(%)	2.88	1.98	1.37	34.35
流动比率(倍)	5.42	9.32	8.49	9.12
EBITDA/全部债务(倍)	0.60	2.62	2.78	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.06	0.21	0.16	--

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。

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对禹州市投资总公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为禹州市重要的土地开发经营和基础设施的投资建设主体, 在政府支持方面具有显著优势, 区域垄断地位突出。同时, 联合评级也关注到公司整体盈利水平较低、存货规模较大、资产流动性较弱等因素给公司信用基本面带来的不利影响。

近年来禹州市经济较为稳定, 城市基础设施建设发展前景良好, 未来随着区域内城镇化的进一步发展, 公司的各项业务规模有望持续扩大。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

优势

1. 禹州市近年来地方可控财力整体呈上升趋势, 地方政府债务水平较低, 为公司发展提供了良好的外部环境。

2. 公司作为禹州市重要的土地开发经营和基础设施的投资建设主体, 在项目储备、资产划拨、资本金注入和政府补贴等方面获得了禹州市政府持续而有力支持。

3. 禹州市财政局将本期债券募投项目的补贴资金共 7.7 亿元纳入相应各年度的财政预算, 有利于本期债券本息的按时偿付。

关注

1. 公司项目资金支出对财政资金的拨付及其他单位的往来拆借款依赖较高; 公司应收政府部门款项规模较大, 政府对公司基础设施建设业务拨款的效率或将对公司资金周转产生一定影响。

2. 公司资产中土地使用权规模较大, 资

产流动性较弱，公司整体资产质量一般。

3. 本期债券发行规模较大，对现有债务具有很大影响；公司经营活动现金流与 EBITDA 对本期债券保障能力较弱，同时本期债券募投项目经营性收入受区域经济环境等因素的影响较大，项目相关预测较为乐观，且各募投项目的竣工时间可能发生变化，项目相关预期收益的实现的规模和时点具有一定的不确定性。

4. 如果在本期债券存续期第 5 年末投资人选择行使回售权回售全部债券，则存续期间募投项目累计收入无法覆盖债券存续期间的本息金额。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

赵 哲

电话：010-85172818

邮箱：zhaoz@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禹州市投资总公司提供，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，未因禹州市投资总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、评级人员与禹州市投资总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，联合评级将对禹州市投资总公司主体及本期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：

联合信用评级有限公司



一、主体概况

禹州市投资总公司（以下简称“公司”）原名禹州市财务开发公司，系禹州市财政局根据禹州市编制委员会出具的禹编（1989）02号文件出资设立，公司于1991年10月经禹州市工商行政管理局批准成立，为全民所有制企业；公司成立时注册资本20万元，由禹州市财政局以货币出资。

2000年3月，禹州市财政局出资增加注册资本，注册资本由20万元增加到400万元。

2006年4月，根据禹州市人民政府《关于将禹州市财务开发公司更名为禹州市开发投资公司的通知》（禹政[2006]24号）文件的规定，公司名称由禹州市财务开发公司变更为禹州市开发投资公司。

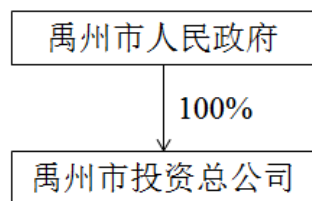
2006年5月，根据禹州市人民政府《关于变更部分单位国有资产出资人的通知》（禹政[2006]25号）文件和禹州市财政局《关于将禹州市钧瓷研究所等单位国有资产划拨到市开发投资公司的批复》（禹财[2006]11号）文件的规定，禹州市财政局向公司增加注册资本3.96亿元，增资后公司注册资本为4.00亿元。

2009年7月，根据禹州市人民政府《关于加强融资平台建设的意见》（禹政[2009]71号）文件的规定，公司名称由禹州市开发投资公司变更为禹州市投资总公司。

2014年12月，根据禹州市人民政府《关于置换禹州市投资总公司公益性资产的批复》（禹政文[2014]102号）文件的规定，将禹州市诸城镇北沈村30.75万平方米商住用地注入公司，用于置换根据禹政[2006]25号文件和禹财[2006]11号文件注入公司的国有资产。

2014年12月，根据禹州市人民政府《关于变更禹州市投资总公司主管单位的通知》（禹政[2014]29号）文件的规定，禹州市投资总公司的主管单位由禹州市财政局变更为禹州市人民政府。截至2016年6月底，公司注册资本4.00亿元，股东为禹州市人民政府，持股比例100%。

图1 截至2016年6月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围包括：对城镇基础设施的投资、运营与管理；对新农村建设的投资、运营与管理；房屋租赁；房地产开发；交通建设管理；向本市工业、商业、公用事业投资；土地开发与经营。

截至2016年6月底，公司设办公室、财务计划部、固定资产管理部、基建工程部和投融资部共5个职能部门；拥有3家子公司；拥有在职员工20人。

截至2015年底，公司资产总额为60.39亿元，所有者权益为52.94亿元，全部归属于母公司。2015年，公司实现营业收入5.11亿元，净利润1.88亿元，全部归属于母公司；经营活动产生的现金流量净额-1.55亿元，现金及现金等价物增加额-0.42亿元。

截至2016年6月底，公司资产总计135.81亿元，所有者权益81.24亿元，全部归属于母公司。2016年1~6月，公司实现营业收入3.53亿元，净利润-298.11万元，全部归属于母公司；经营活

动产生现金流量净额-0.69 亿元，现金及现金等价物增加额 25.08 亿元。

公司注册地址：禹州市人民防空大楼三楼；法定代表人：王英坤。

二、本期公司债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于 2016 年发行额度为 12.80 亿元的专项债券（以下简称“本期债券”），发行期限为 10 年，并拟于债券存续期第 3~6 年末分别偿付 10% 本金，于债券存续期第 7~10 年末分别偿付 15% 本金。本期债券同时附加第 5 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，在本期债券存续期的第五年末，公司可选择上调或下调本期债券票面年利率 0 至 300 个基点（含本数），调整后债券票面年利率为债券存续期前五年票面年利率加上上调基点或减去下调基点，在债券存续期后五年固定不变。投资者有权在本期债券存续期的第五年末选择是否将持有的全部或部分本期债券按面值回售给公司。本期债券为固定利率债券，单利按年计息，不计复利。

本期债券无担保。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金共 12.80 亿元，全部用于禹州市中心城区地下停车场建设项目。

表 1 本期债券募集资金投向（单位：万元，%）

项目名称	投资总额	拟使用债券资金	募集资金占项目总投资比例
禹州市中心城区地下停车场建设项目	235,478	128,000	54.59

资料来源：公司提供

（1）项目概况

本期债券募投项目总用地面积 1,524,260 平方米（约 2,286.39 亩），总建筑面积 532,836 平方米；共建设停车场 37 个，停车位 15,175 个，快速充电桩 3,032 个。该项目建设地址位于禹州市中心城区。详细建设内容与规模见下表：

表 2 禹州市中心城区地下停车场规划一览表

序号	项目名称	位置	占地面积 (平方米)	建筑面积 (平方米)	停车位 (辆)	充电桩 (个)	备注
1	西区高中停车场	振兴路以西、北环路以南	25,000	13,500	385	77	--
2	夏都中学停车场	禹王大道以北、互助街以南、夏都中学运动场下	25,000	13,500	385	77	--
3	原市人民医院停车场	颍河以南、健康路以北	8,500	5,000	140	28	--
4	现第二高级中学停车场	前进路以西、健康路以南、第二高级中学运动场下	9,000	8,500	240	48	--
5	人民广场停车场	颍河大街以西、市文化宫以南	6,500	10,000	285	55	地下两层
6	友谊广场停车场	钧州大街以东、陈家坊街以北	3,000	5,000	140	28	地下两层
7	颍川二中停车场	药城路以西、迎宾路以北	10,000	18,000	510	102	地下两层
8	东关村居委会停车场	药城路以西、滨河路以北、现东关居委会院内	7,000	5,000	140	28	地下两层
9	中华药城停车场	府东路以西、药城交易大厅以东、原晒场	5,000	8,500	240	48	地下两层

10	商贸大世界停车场	商贸中街以北、9号街至8号街之间	4,000	3,500	100	20	--
11	颍河北侧停车场（1）	颍川大路以西、颍北大道以南	30,000	28,000	800	180	地下两层
12	颍河北侧停车场（2）	颍川大路以东、颍北大道以南	30,000	28,000	800	160	地下两层
13	北区新市人民医院停车场	轩辕大路以东	170,000	37,635	1,075	215	--
14	市法院停车场	禹王大道以北、柏山路以东	12,000	5,335	150	30	--
15	市中心医院停车场	禹王大道以北、朱寨路以西	8,000	12,135	345	69	地坑式 地下三层
16	商务中心停车场	禹王大道以北	62,360	6,100	170	34	--
17	广电中心东停车场	禹王大道以南、朱寨路以东	11,000	9,635	275	55	地下两层
18	东区实验小学停车场	颍川大路以东	90,000	37,500	1,070	214	地下两层
19	东区汽车站停车场	禹王大道以南、轩辕大路以东	63,700	14,600	417	83	地下两层
20	市老体育中心停车场	颍河大街以西、滨河路以南、市体育场运动场下	52,400	18,000	514	102	--
21	原职业中专停车场	颍河大街以西、华夏大道以北、原职业中专运动场下	16,000	15,000	428	85	--
22	双语幼儿园停车场	阳翟大道以北、画圣路以西	4,600	4,000	114	22	--
23	市委党校停车场	颍北大道以北	14,000	12,600	360	72	地下两层
24	陶瓷学院停车场	学府南路以南、药城路以东	140,000	16,173	460	92	--
25	禹州高中停车场	北环路以南、学府南路以北	168,000	21,000	600	120	--
26	高铁站站前停车场	吕不韦路以西、高铁站前广场地下	125,000	43,173	1,230	246	--
27	褚河邻里中心停车场	东西一街以南、南北大街以西	78,000	7,000	200	40	--
28	电信大楼停车场	禹王大道以北、夏都路以南	2,300	3,750	105	20	地下两层
29	卫校停车场	商贸中路以南、府东路以东	4,300	7,000	200	40	地下两层
30	寨子小学停车场	商贸中路以南、颍川大路以西	3,500	5,700	160	32	地下两层
31	市第一高级中学停车场	文卫路以东、钧台路以北	19,000	17,250	490	98	--
32	老法院停车场	钧州大街以东、东大街以北	76,700	17,250	490	98	地下两层
33	禹亳铁路停车场	画圣路与禹亳铁路交叉口东南角	98,400	17,000	485	97	地下两层
34	植物园西门停车场	植物园西门北侧	25,000	8,500	242	49	--
35	吴湾遗址公园停车场	顺河路以北、颍河以南	32,000	10,000	285	57	--
36	南水北调北侧停车场	画圣路与轩辕大道交叉口南侧	45,000	19,000	545	91	--
37	新公安局停车场	轩辕大道与行政南路交叉口东南角	40,000	21,000	600	120	--
合计			1,524,260	532,836	15,175	3,032	--

资料来源：公司提供

该项目估算总投资23.55亿元，资金来源为外部融资和企业自筹，其中，拟使用债券资金12.80亿元。募投项目建设工期2年，2016年计划实施共计8个停车场项目，其中商务中心停车场与老体育场停车场计划8月底开工、东区实验小学停车场与禹州市公安局地下停车场计划9月底开工、广电中心停车场与中华药城停车场计划10月底开工、人民广场停车场与友谊广场停车场计划12月底

开工。截至2016年7月底，商务中心广场及地下停车场建设项目与老体育场地下停车场两个项目已完成招标工作，其它6个项目规划设计均已完成，正在进行工程招投标。剩余29个停车场项目计划于2017年全面开工建设。

（2）项目审批情况

该建设项目已获得有权部门的批准，具体批复情况如下表所示：

表3 本期债券募投项目获得相关批复情况

文件名称	文号	发文机关	印发时间
《关于禹州市中心城区地下停车场建设项目可行性研究报告的批复》	禹发改城乡[2015]19号	禹州市发展和改革委员会	2015年11月9日
《关于禹州市中心城区地下停车场建设项目用地的审查意见》	禹土资函[2015]165号	禹州市国土资源局	2015年11月2日
《关于禹州市中心城区地下停车场建设项目环境环保批复意见》	禹环评[2015]3001号	禹州市环境保护局	2015年11月4日
《建设项目选址意见书》	选字第411081201500003A号	禹州市城乡规划局	2015年11月2日
《禹州市固定资产投资节能审查意见表》	禹发改环资[2015]3号	禹州市发展和改革委员会	--
《关于禹州市中心城区地下停车场建设项目社会稳定风险评估报备情况》	禹稳备[2015]1号	中共禹州市委维护稳定领导小组办公室	2015年12月10日

资料来源：公司提供

（3）项目必要性

随着禹州市经济的快速发展，人民群众生活水平和生活质量得到很大的提高。近年来，私家车拥有量每年以两位数增长，相关数据显示，截至目前，禹州市机动车保有量已经达到98,694辆(不含摩托车、机动三轮车)；近五年，全市机动车从49,216辆增长到98,694万辆，平均增长幅度在20%以上。其中出租车达到592辆，中心城区小型汽车26,418辆，占全市机动车的27.37%。据禹州市车辆动态流量监测，夜间592辆出租车50%左右处于流动状态，26,418辆小型汽车中有10%左右处于流动状态，约有2.4万辆需要夜间泊车。根据交警部门的停车场普查数据，禹州市城区内标准停车场、小区配建车位、车库、商业区地下停车场等停车位不足1万个。据此计算，有近1.4万辆车没有停车场可以停靠。

（4）项目收益

根据中元国际投资咨询中心有限公司出具的《禹州市中心城区地下停车场建设项目可行性研究报告》，本期债券募投项目初步拟定建设期2年，经营基年为项目建设起第3年，第3年按90%投入试运营，自第4年起开始满负荷经营。该项目的营运期收入主要包括停车场停车费收入和充电桩充电费用（项目收益预测详见本报告：“十、本期债券偿债能力分析-偿债资金来源”部分）

整体看，本期债券募投项目用于平衡成本的收入主要来自项目经营收入及财政补贴。假设本期债券于2016年发行。债券存续期（2016年至2025年）内，根据《可行性研究报告》预测，该项目能够实现合计收入约32.56亿元，能够覆盖项目投入。

联合评级也关注到，项目预期收益依赖于项目运营后的实际的停车费率、充电费率及相应的使用率，项目收益受经济形势和区域经济环境等因素的影响较大。考虑到项目相关预测较为乐观，且各募投项目的竣工时间可能发生变化，项目收益的规模和时点具有一定的不确定性。同时，本期债券附加第5年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，如果在本期债券存续期第5年末投资人选择行使回售权回售全部债券，则存续期间项目累计收入无法覆盖债券存续期间的本息金额。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 总额 67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代¹，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%，增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5,930 亿美元，较上年大幅增长 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及一带一路项目的逐步落地，外贸形势略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入 15.22 万亿元，较上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，较上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13% 以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

¹ 指全国居民消费价格总水平（CPI）处在 1%~2% 的时期

四、行业分析

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，全国各地区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]2050 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 2016 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。

整体看，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. 中国基础设施建设发展展望

国家加快投融资体制改革，放宽市场准入，新的市场主体大量涌现，激发了民间投资活力，其中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，较上年增长 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，较上年增长 10.0%。东部地区投资 232,107 亿元，较上年增长 12.4%；中部地区投资 143,118 亿元，较上年增长 15.2%；西部地区投资 140,416 亿元，较上年增长 8.7%；东北地区投资 40,806 亿元，较上年下降 11.1%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资 15,561 亿元，较上年增长 31.8%；第二产业投资 224,090 亿元，较上年增长 8.0%；第三产业投资 311,939 亿元，较上年增长 10.6%。基础设施投资 101,271 亿元，增较上年长 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。

整体看，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。

五、区域经济概况

公司作为禹州市重要的土地开发经营和基础设施的投资建设主体，禹州市的经济水平、财政实力以及未来发展规划对公司发展有较大影响。

1. 区域概况

禹州市位于河南省中部，是中原城市群南缘的中心城市，地处伏牛山余脉与豫东平原的过渡地带，颍河自西至东横贯全境。禹州市被誉为华夏第一都，以钧瓷文化、大禹文化、中医药文化著称。禹州市辖 26 个乡镇（办），面积 1,500 平方公里，人口 126 万。1988 年撤县建市，为省辖县级市，是河南省 26 个城镇化重点发展县（市）、47 个扩权县（市）和 10 个文化改革发展试验区之一。

2. 区域经济和财政实力

跟踪期内，禹州市经济总量有所下降。根据禹州市 2015 年国民经济和社会发展统计公报显示，初步核算，禹州市 2015 年全市实现生产总值 512.38 亿元，2014 年为 515.71 亿元。其中，第一产业增加值 30.23 亿元；第二产业增加值 298.25 亿元；第三产业增加值 183.90 亿元，2014 年分别为 32.44 亿元、368.86 亿元和 114.41 亿元。产业结构为由去年的 6.3:71.5:22.2 调整为 5.9:58.2:35.9。2015 年禹州市实现规模以上工业增加值 340.5 亿元；固定资产投资（不含农户）516.93 亿元；全市居民人均可支配收入 18,420 元。

表 4 禹州市财政状况（单位：万元）

科目	2013 年	2014 年	2015 年
一般预算收入	270,369	300,167	320,609
税收收入	173,507	196,074	218,142
非税收入	96,862	104,093	102,467
基金收入	134,596	79,394	62,815
土地出让金	128,456	72,943	57,154
其他	6,140	6,451	5,661
上级补助收入	196,246	211,187	239,384
返还性收入	9,227	9,319	8,978
一般转移支付	107,814	118,113	139,316
专项转移支付	79,205	83,755	8,978
预算外财政专户资金	4,145	3,608	2,964

资料来源：禹州市财政局

近年来禹州市一般预算收入持续增长，2015 年禹州市地方财政一般预算收入 32.06 亿元，较

上年增长 6.80%，全年完成各项地方税收收入 21.81 亿元，增长 11.22%，地方税收收入占地方财政一般预算收入的比重为 68.03%。但 2013~2015 年该市土地出让金收入持续下降，2015 年该市土地出让金收入为 5.72 亿元。

表 5 截至 2015 年底禹州市地方政府债务及综合财力情况（单位：万元）

地方财力（2015 年）	金额	地方债务（截至 2015 年底）	金额
（一）地方一般预算收入	320,609	（一）直接债务余额	143,285
1、税收收入	218,142	1、外国政府贷款	552
2、非税收入	102,467	2、国际金融组织贷款	910
（二）转移支付和税收返还收入	239,384	3、国债转贷贷款	38
1、一般性转移支付收入	139,316	4、解决地方金融风险专项借款	
2、专项转移支付收入	91,090	5、国内金融机构借款	102,119
3、税收返还收入	8,978	（1）政府直接借款	102,119
（三）国有土地使用权出让收入	59,573	（2）由政府承担偿还责任的融资平台公司借款	
1、国有土地使用权出让金	57,154	4、债券融资（中央代发地方政府债券）	9,110
2、国有土地收益基金	1,299	5、其他	30,556
3、农业土地开发资金	1,120	（二）担保债务余额	-
4、新增建设用地有偿使用费		1、政府担保的国内金融机构借款	
（四）预算外财政专户收入	2,964	2、政府担保的融资平台债券融资	
		（三）或有债务	38,310
		地方政府债务余额=（一）+（二）×50%+（三）×50%	162,440
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	622,530		
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%			26.09%

资料来源：禹州市财政局

截至 2015 年底，禹州市地方政府债务余额 16.24 亿元，其中直接债务余额为 14.33 亿元。结合 2015 年禹州市综合财力测算，禹州市政府债务率 26.09%，债务水平较低。

总体看，禹州市近年来经济总量有所下降，地方可控财力整体呈上升趋势。禹州市地方可控财力构成以一般预算收入和上级补助收入为主，其中地方税收收入占比偏低，基金收入持续下降，财政稳定性较弱。

六、基础素质分析

1. 产权结构

截至 2015 年底，公司注册资本 4 亿元，公司为全民所有制企业，禹州市人民政府是公司的唯一出资人和实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

公司是禹州市重要的国有资产和公用事业运营主体，主要从事土地开发经营和基础设施的投资建设等业务，承接禹州市绝大部分基础设施建设项目，在区域内具有垄断地位。

截至 2015 年底，公司资产总额为 60.39 亿元，所有者权益为 52.94 亿元，全部归属于母公司。2015 年，公司实现营业收入 5.11 亿元，利润总额 1.88 亿元。

截至 2016 年 6 月底，公司资产总计 135.81 亿元，所有者权益 81.24 亿元，全部归属于母公司。

2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 3.53 亿元，利润总额 33.74 万元。截至 2016 年 6 月底，公司拥有三家子公司，合计注册资本 62,000 万元，企业资产与收入规模均有大幅提升。

3. 人员素质

目前公司高管人员 5 名，包括总经理 1 名，副总经理 3 名，财务总监 1 名。

公司总经理王英坤先生，1968 年 8 月出生，本科学历。历任禹州市政府法制办主任、禹州市政府办副主任等职务；现任公司总经理。

截至 2015 年底，公司共有在职员工 20 人，学历方面，除 2 人为大专文凭外，其余均拥有本科文凭；人员年龄平均为 35 岁。

总体看，公司员工整体素质较高，高管人员具有政府工作背景，高管人员和员工素质能基本满足目前日常经营管理需要。

4. 政府支持

作为禹州市重要的土地开发经营和基础设施的投资建设主体，公司在资本金注入、资产划拨、财政补贴、债务偿还以及资产置换等多方面得到禹州市人民政府的大力支持。

（1）资本金注入

公司于 1991 年成立，初始注册资本 20 万元，系禹州市财政局根据禹州市编制委员会出具的禹编（1989）02 号文件以货币形式出资设立。

2000 年 3 月 22 日，禹州市财政局出资增加注册资本，注册资本由 20 万元增加到 400 万元。

2006 年 5 月 10 日，根据禹州市人民政府《关于变更部分单位国有资产出资人的通知》（禹政[2006]25 号）文件和禹州市财政局《关于将禹州市钧瓷研究所等单位国有资产划拨到市开发投资公司的批复》（禹财[2006]11 号）文件的规定，禹州市财政局向公司增加注册资本 3.96 亿元，增资后公司注册资本为 4.00 亿元。

2015 年公司获得许昌市国资委以及禹州市财政局分别拨入的资本金 2,132.97 万元以及 28.90 万元。

2016 年 1~6 月，根据禹州市人民政府相关文件，禹州市国资委向公司拨入资本金 2.40 亿元，计入资本公积。

（2）资产划拨

2011 年和 2013 年，根据禹州市人民政府《关于向禹州市投资总公司注入国有土地使用权的通知》（禹政文[2011]55 号、禹政文[2013]86 号），禹州市人民政府分别于 2011 年和 2013 年向禹州市投资总公司注入土地使用权 1,152,965.45 平方米和 418,032.26 平方米，土地规划用途全部为商住或者商服，分别按评估价格 20.16 亿元和 15.31 亿元，并计入资本公积。

2014 年，根据禹州市人民政府《关于将国有房地产权注入禹州市投资总公司的通知》（禹政文[2014]3 号），禹州市人民政府于 2014 年将三处房产及两处土地使用权划转入公司，增加公司资本公积 5.63 亿元。根据利安达会计师事务所出具的《禹州市投资总公司 2014 年资产构成明细》，上述划入土地性质均为出让用地。

2016 年 1~6 月，禹州市人民政府将河南神垕古镇发展有限公司和禹州市新型城镇化建设开发有限公司的股权划转至本公司名下，总额为 26.23 亿元，计入资本公积。

（3）财政补贴

2012~2015 年，根据禹州市财政局《关于下达基础设施建设业务专项财政补贴的通知》，（禹财预[2012]41 号、禹财预[2013]46 号、[2014]19 号、[2015]35 和 37 号），禹州市财政局分别于

2012~2015 年向公司补贴资金 1.19 亿元、0.30 亿元、1.50 亿元以及 1.60 亿元，计入营业外收入并体现在收到其他与经营活动有关的现金。2016 年，公司获得政府补助 36.00 万元，计入营业外收入并体现在其他与经营活动有关的现金。

（4）债务偿还

2012~2013 年，根据禹州市财政局《关于偿还禹州市水利局债务的通知》（禹财预[2012]22 号、禹财预[2013]2 号），禹州市财政局分别于 2012 年和 2013 年代公司偿还向水利局借入的资金 0.02 万元和 0.03 万元。根据《禹州市人民政府关于同意市投资总公司呆坏账的批复》（禹政文[2010]68 号），禹州市人民政府同意公司将长期挂账的债权共计 1.23 亿元、债务共计 0.22 亿元转入市财政局进行核算，由市财政局行使相关债权、承担相关债务。

（5）资产置换

2014 年，根据禹州市人民政府《关于置换禹州市投资总公司公益性资产的批复》（禹政文[2014]102 号），禹州市人民政府同意将褚河镇北沈村 307,539.704 平方米规划用地（商住用地）注入公司，用于置换根据《关于变更部分单位国有资产出资人的通知》（禹政[2006]25 号文件）和《关于将禹州市钧瓷研究所等单位国有资产划拨到市开发投资公司的批复》（禹财[2006]11 号文件）注入公司的国有资产。2006 年上述资产注入时评估价为 4.31 亿元，其中 3.96 亿元计入实收资本，0.35 亿元计入资本公积，此次注入商住用地经北京亚太联华资产评估有限公司进行评估，并出具了亚评报字[2014]154 号评估报告，评估值为 4.39 亿元，其中 3.96 亿元计入实收资本，0.43 亿元计入资本公积。

总体看，公司近年来在资本金注入、资产划拨和财政补贴等方面得到了禹州市人民政府的有力支持，较大程度提升了公司的整体实力和可持续发展能力。

七、管理分析

1. 法人治理结构

公司是禹州市人民政府依据《中华人民共和国全民所有制工业企业法》、《中华人民共和国企业登记管理条例》设立的，以投资禹州市工业、商业、公用事业和城市基础设施等领域的重点项目为主要任务的全民所有制企业。禹州市人民政府是公司的唯一出资人和实际控制人。

公司实行总经理负责制，总经理为公司法定代表人，由禹州市人民政府任命。总经理领导企业的经营管理工作。

2. 管理水平

为加强公司内部管理，规范运作，公司设立了办公室、财务计划部、固定资产管理部、基建工程部和投融资部等 5 个职能部门。

公司设立办公室，主要负责公司内部的综合协调，对外联系与沟通；组织公司年度工作总结和工作计划、研究制定公司发展战略、督促相关部室制度公司年度及中长期投融资计划和还款计划；汇总制定公司年度业务计划、考核公司业务部室目标计划的完成情况；建立健全公司风险管理流程；负责公司各项规章制度的制订与落实；负责员工培训、负责公司固定资产的统一管理工作。

公司设立财务计划部，主要负责履行财务计划管理职责、参与公司重大经营活动、建立科学规范的财务管理制度和会计核算制度、负责编制公司年度经营计划和经营指标、合理测算有关经

营的财务数据、编制公司年度财务计划、拟定公司各项财务控制指标、积极盘活公司各方面的营运资金等工作。

公司设立固定资产管理部，主要负责公司资产的经营管理、拟订调整优化固定资产配置方案；保障公司固定资产安全与完整、提高固定资产使用效益；负责公司国有资产的产权登记；负责公司国有资产保值增值；负责配合相关建设项目的资产划拨移交；协同公司财务等部门做好公司国有资产的处置、固定资产报损报废的审查，批报及资产核销等工作。

公司设立基建工程部，主要负责开展投资机会评估论证项目策划工作，进行项目储备，建立公司项目管理数据库；组织实施建设项目的可行性研究；负责公司范围内的建设项目前期工作咨询和管理；参与对工程项目的管理、监管，保证项目的顺利正常进行；负责工程项目的资料收集、整理、汇编；参与工程建设项目的招投标工作，代表公司准备好各种合同文本；负责公司投资的城市基础设施、社会事业等公益性建设项目和公司直接投资的其他项目的投资管理等工作。

公司设立投融资部，主要负责根据公司的年度计划，寻找、筛选投融资项目，对投融资项目在成本、收益和风险等方面实施评估、测算和分析，为投融资决策提供依据；投融资项目的前期调研、测算及投资项目的管理；配合金融机构开展贷前调查、贷中审查、贷后核查，配合银行对项目贷款资金的监督检查；投资项目的设备、材料、工程质量、工程建设全过程管理，及时掌握项目建设、运营进度并提出资金拨付意见；投资项目的工程进展情况核查；协助公司财务部门做好筹措资金科学合理的分配、使用和偿还等工作。

总体看，公司部门结构较为合理，现代化的法人治理结构仍有待完善

八、经营分析

1. 经营概况

公司是禹州市重要的土地开发经营和基础设施的投资建设主体，主要从事土地开发经营和项目建设业务。

2013~2015 年，公司营业收入不断上升，分别为 3.95 亿元、4.00 亿元和 5.11 亿元，年均复合增长率为 13.76%。从收入构成看，公司项目建设收入总额及占比均波动上升，2015 年实现收入 5.10 亿元，占营业收入的 99.64%。由于公司与禹州市人民政府签订的委托代建合作协议中约定了公司将获得代建投资总额的 10%作为项目收益，公司项目建设业务板块毛利率较为稳定。2015 年公司没有进行土地相关业务，未确认相关收入。2015 年，公司租金收入毛利率为-41.51%，主要是由于所收当期房产租金小于当期房产计提折旧额所致。

2016 年 1~6 月，公司营业收入 3.53 亿元，全部为项目建设收入，毛利率为 8.73%，较 2015 年有所下降，系成本与收入确认时点不一致所致。

表6 2013~2015年公司营业收入构成情况（单位：万元，%）

项目	2013年			2014年			2015年			2016年1~6月	
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	毛利率
项目建设收入	35,673.07	90.27	9.09	20,154.21	50.38	9.09	50,958.18	99.64	9.09	35,348.41	8.73
土地开发与经营收入	3,846.00	9.73	35.39	19,836.00	49.58	52.61	-	-	-	-	-
租金收入	-	-	--	15.17	0.04	-39.56	182.00	0.36	-41.51	-	-
合计	39,519.07	100.00	11.65	40,005.38	100.00	30.65	51,140.18	100.00	8.91	35,348.41	8.73

资料来源：审计报告

总的看，近三年，公司收入规模稳定增长，主要以项目建设收入为主且毛利率较稳定。

2. 项目建设业务

公司作为禹州市项目建设的重要投融资主体，主要承担了禹州市钧官窑址博物馆、禹神快速通道工程、标准化厂房工程、颍北大道S103/S237线排水工程、实验学校等项目的投资建设任务。

2012~2015年，公司与禹州市人民政府签订建设移交协议（2012年及以前）或委托代建协议，约定公司作为委托代建项目的投资主体。公司每年根据工程施工进度以及合同金额确认工程成本，并根据代建协议的约定，按照工程成本加成10%作为工程代建的收入。按照协议禹州市人民政府将从工程竣工验收并经审计及确认委托代建投资总额之日起开始回购，按照分期付款的方式，每年向公司支付当年的委托代建项目回购款，实际付款情况受当地政府财政情况影响，与协议约定有较大差别。

表7 2013~2016年6月公司代建工程投资支出（单位：万元）

内容	2013年	2014年	2015年	16年1~6月
当年工程代建投资支出	1,690.41	100,055.16	22,714.10	6,728.65
当年工程代建投资成本	32,430.06	18,322.01	46,325.61	32,134.92
当年确认收入	35,673.07	20,154.21	50,958.18	35,348.41
当年收到的工程代建回款金额	--	49,960.67	12,190.73	6,044.00

资料来源：公司提供

2013~2015年，公司分别确认工程代建收入 3.57 亿元、2.02 亿元和 5.10 亿元。2013 年公司未收到工程代建回款；2014~2015 年公司分别收到工程代建回款 5.00 亿元和 1.22 亿元。截至 2015 年底，公司尚有 4.47 亿元工程收入未收到回款。2016 年 1~6 月，公司确认工程代建收入 3.53 亿元，收到工程代建回款 0.60 亿元。

表8 2013~2016年6月确认工程代建收入项目明细（单位：万元）

时间	项目名称	项目收入	合计收入
2013年	标准化厂房工程（产业集聚区）	6,150.51	35,673.07
	阳翟大道	6,101.08	
	许禹快速	4,933.16	
	党校综合楼	5,588.33	
	颍北大道西延伸段	3,933.81	
	植物园南路工程	5,598.13	
	阳翟大道东延伸段	3,368.05	
	标准化厂房工程（产业集聚区）	6,150.51	
2014年	颍北大道 S103/S237 线排水工程	13,037.27	20,154.21
	实验学校	7,116.94	
2015年	阳翟大道南侧景观绿化	2,574.80	50,958.18
	北区高中西路	1,735.01	
	北区高中南路	1,068.91	
	许禹快速通道（吴湾-高速路口）	2,650.00	

2016年1~6月	阳翟大道北侧景观绿化	2,316.64	
	许禹快速通道（东高速口-许昌县）	768.04	
	禹神快速通道	1,108.79	
	北区高中项目	37,673.22	
	振兴路北延伸段	1,062.77	
	禹州市市区水系联通一期工程	3,140.50	35,348.41
	禹州市引调水应急工程	1,018.93	
	禹州市北区高中项目	26,758.36	
	污水处理厂项目	1,684.74	
	标准化厂房项目	2,745.88	

资料来源：公司提供

总体上看，由于受项目代建协议约定的回款时间影响，公司项目建设业务的收入确认时间与收到回款时间存在一定时滞性。

3. 土地经营与开发业务

公司与禹州市人民政府签订《土地一级开发协议》，共同负责尹庄村、十里村、金坡村和朱坡村四个行政村，汽车城项目，以及政府储备用地等项目的土地一级开发整理项目，由公司负责土地的征迁、平整。土地出让成交后，由财政局向公司支付成交价的 60%作为土地开发回报。

2013 年和 2014 年，公司开发土地实现出让的面积分别为 118.71 亩与 438.15 亩，根据出让价款的 60%确认的土地开发收入分别为 0.38 亿元和 1.98 亿元，2015 年公司没有确认相关土地开发收入。公司于 2014 年收到土地出让金返还 1.21 亿元，在“销售商品、提供劳务收到的现金”科目反映，2015 年未收到回款。2013~2015 年，公司共计收到土地出让金 1.21 亿元，因受当地政府财政情况影响，回款到位情况较差。截至 2015 年底，公司正在整理的土地面积为 2,849.53 亩。

表 9 2013~2015 年土地整理情况（单位：万元）

内容	2013 年	2014 年	2015 年
土地整理投资支出	--	27,099.67	--
土地整理投资成本	2,484.86	9,399.67	--
土地出让面积（亩）	118.71	438.15	--
确认土地开发收入	3,846.00	19,836.00	--
土地出让金返还	0.00	12,146.00	--

资料来源：公司提供

4. 在建项目

公司目前主要在建的代建项目共 8 个，总投资约为 17.04 亿元。截至 2015 年底，公司主要在建项目已完成投资 6.55 亿元，尚需投资约 10.49 亿元。公司主要在建项目均为公益性或半公益性项目，考虑到业务模式以及回款质量，未来公司将面临一定的外部融资需求。

而本期债券募投项目则为具有一定盈利性的经营项目，与公司以往业务模式存在差异。考虑到拟建的募投项目未来资本性支出，未来公司将面临更大的债务负担。

表 10 2016 年 6 月底公司主要在建的代建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	截至 2016 年 6 月底 已完成投资
寨子村城中村改造项目	66,091.31	22,876.00
轩辕大道（北环路-南环路）改建工程	13,478.02	13,479.03
广电文化中心	17,484.53	10,735.85
轩辕大道绿化提升工程	6,607.90	5,782.23
汽车城项目	8,000.00	6,095.21
第一水厂及城区供水管网改扩建工程	31,500.00	3,200.00
振兴路北延伸段项目	2,872.00	2,270.18
白沙水厂供水项目	24,400.00	1,030.95
合计	170,433.76	65,469.44

资料来源：公司提供

5. 未来发展

根据《禹州市城市总体规划》，禹州市将通过多种资本运作方式，快速推进城市建设步伐，将禹州市建设成为服务体系完备、城市布局合理、基础设施完善、生态环境良好、社会高度文明的新型城镇。为加快发展，提升公司竞争力，公司将采取以下举措。

（1）扩大融资规模，优化融资结构

公司一方面继续与各商业银行保持密切的业务合作关系，巩固银企关系，合理规划融资方案，扩大融资规模；另一方面拓宽和丰富融资渠道，调整、完善、优化自身融资结构。

（2）整合公司经营性资产

针对目前公司的资产状况，公司计划采用存量资产调整和增量资产注入两种方式整合公司资产。对于存量资产中的盈利能力低下的经营性资产，通过处置、变卖、引入合作者等方式盘活资产。另外，增量资产将采用两种模式，一是货币资金注入方式，按照公司的未来发展战略需要，每年配合一定的货币资金满足公司的战略发展；二是选择政府投资并具备盈利能力的项目，由公司独立融资、运作和管理，必要时引入战略合作伙伴共同开发。通过上述两种方式的增量资产注入，为未来公司的发展奠定坚实的基础。

（3）强化项目资金的管理，提高资金效率

根据禹州市的经济发展战略、产业政策的总体要求，公司将适时调整政府基础设施投资结构和资金投向，将有限的资金优先安排功能性项目；同时坚持集约化经营方向，提升专业化管理运作水平，提高资金使用的效率和效益，保持持续筹资能力。

整体看，公司战略结合自身发展历史和当前行业环境，能够支持公司的可持续发展。

九、财务分析

1. 财务概况

公司2013~2016年6月财务报表经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的审计报告。

2013~2015年，公司无纳入合并范围的子公司，合并范围无变化。2016年1~6月，合并范围内新增了三家子公司，其中禹州市交运投资有限责任公司为公司新设立，禹州市新型城镇化建设开发有限公司以及河南神垕古镇发展有限公司为政府无偿划入，公司合并范围有所扩大，但主营业务变化不大，财务数据可比性较强。

截至 2015 年底，公司资产总额为 60.39 亿元，所有者权益为 52.94 亿元，全部归属于母公司。2015 年，公司实现营业收入 5.11 亿元，净利润 1.88 亿元，全部归属于母公司；经营活动产生的现金流量净额-1.55 亿元，现金及现金等价物增加额-0.42 亿元。

截至 2016 年 6 月底，公司资产总计 135.81 亿元，所有者权益 81.24 亿元，全部归属于母公司。2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 3.53 亿元，净利润-298.11 万元，全部归属于母公司；经营活动产生现金流量净额-0.69 亿元，现金及现金等价物增加额 25.08 亿元。

2. 资产质量

2013~2015 年底，公司资产总额有所增长，年均复合增长 6.55%，主要由于存货和应收账款的增长，截至 2015 年底为 60.39 亿元，较年初增长 4.56%。从资产构成看，流动资产所占比率高，截至 2015 年底，公司流动资产占 93.74%，非流动资产占 6.26%。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产有所增长，年均复合增长 7.98%。截至 2015 年底，公司流动资产 56.99 亿元，较年初增长 5.05%，主要是由于应收账款的增长导致。公司流动资产主要由存货（占比 78.95%）和应收账款（占比 19.36%）构成

2013~2015 年，公司货币资金波动增长，截至 2015 年底为 0.14 亿元，较年初下降 75.46%，全部为银行存款。公司无使用受限的货币资金。

2013~2015 年，公司应收账款波动增长，年均复合增长 8.07%，主要由于土地开发经营和项目代建业务收入的确认与回款之间存在一定时滞性所致。截至 2015 年底，公司应收账款 8.46 亿元，应收禹州市财政局的款项占 99.84%。公司应收账款中账龄全部在 1 年以内。总体看，公司应收账款的欠款单位绝大部分为应收政府部门款项，发生坏账的可能性小，且综合账龄较短，应收账款整体风险较低。

2013~2015 年，公司其他应收款总额快速下降，年均复合变动率为 37.05%。截至 2015 年底，公司其他应收款账面余额 0.83 亿元，主要系公司与禹州市文广传媒有限公司、禹州市财政局、禹州市中医院、禹州市第三高级中学以及禹州市夏都柔性铸管有限公司等单位的往来款；按账龄分析组合计提坏账准备的其他应收款 0.57 亿元，从账龄结构看，其中 1 年以内的占 85.93%、1~2 年的占 14.07%，共计提坏账准备 0.03 亿元。综合看，其他应收款综合账龄较短，坏账准备计提合理。

表 11 截至 2015 年底公司前五名其他应收款情况（单位：亿元，%）

单位名称	金额	账龄	占比
禹州市文广传媒有限公司	0.32	1 年以内	38.46
禹州市财政局	0.28	1 年以内	34.34
禹州市中医院	0.08	1 年以内	9.24
禹州市第三高级中学	0.07	1 年以内	8.62
禹州市夏都柔性铸管有限公司	0.06	1-2 年	6.84
合计	0.80	--	97.50

资料来源：审计报告

2013~2015 年，公司存货波动中有所增加，年均复合增长 6.78%，截至 2015 年底，公司存货 45.01 亿元，较年初下降 4.99%。从存货结构看，开发成本 3.12 亿元，占 6.93%，主要由公司在建的基础设施项目构成；存货中土地使用权占 93.07%，系禹州市人民政府划转注入公司拟用于开发的土地使用权。截至 2015 年底，公司存货中的土地使用权无抵押。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产规模不断下降，年均复合下降 11.22%。截至 2015 年底，公司非流动资产 3.40 亿元，其中投资性房地产占比 19.93%，固定资产占比 39.96%，无形资产占比 39.86%。

截至 2015 年底，公司投资性房地产为 0.68 亿元，其中房屋建筑物 0.34 亿元，土地使用权 0.34 亿元。

2013~2015 年，公司固定资产波动增长，截至 2015 年底，公司固定资产 1.36 亿元，主要为房屋及建筑物，占比 99.93%。

截至 2015 年底，公司无形资产为 1.36 亿元，全部为 2014 年新增的土地使用权。存货中的土地使用权主要用于公司的经营开发，无形资产中的土地使用权系公司出租或自用。

2016 年 1~6 月，公司资产总额快速增长，较 2015 年底增长 124.87%，主要来自于因合并范围发生变动导致的货币资金、应收账款、其他应收款以及存货的增长。其中流动资产占比 95.70%。公司货币资金 26.42 亿元，较 2015 年底增长 19,144.31%，主要为银行存款，增长主要来自于 2016 年发行债券获得资金及新纳入子公司并入的资金，受限资金 1.20 亿元；应收账款 10.93 亿元，较 2015 年底增长 29.21%，其中应收政府部门款项占比 99.82%；其他应收款 17.61 亿元，较 2015 年底增长 2,033.63%，主要来自于对禹州市财政局的 16.90 亿元往来款项；存货 73.45 亿元，较 2015 年底增长 63.24%，主要新增开发成本（参见表 10 公司主要在建的代建项目情况）以及划入子公司带来的土地使用权，其中受限土地使用权合计 25.18 亿元，受限资产比率为 34.28%。

总体看，公司资产主要以流动资产为主，其中存货中土地使用权规模较大，且应收政府部门款项规模较大。2016 年 1~6 月因合并范围内新纳入三家子公司，公司资产规模大幅增长。但公司资产流动性仍较弱，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

2013~2015 年，公司负债波动中有所下降，年均复合下降 14.89%，主要系公司应付账款以及长期借款减少所致。截至 2015 年底，公司负债合计 7.45 亿元，主要由其他应付款和长期借款构成。从其结构看，公司负债总额中流动负债占比较高，2015 年底占比 90.20%，

2013~2015 年，公司流动负债波动中有所下降，年均复合下降 13.71%，截至 2015 年底，公司流动负债 6.72 亿元，主要为其他应付款，公司流动负债同比增加 0.90 亿元。

2013~2015 年，公司应付账款波动减少，年均复合下降 75.32%。截至 2015 年底，公司应付账款 0.54 亿元，同比增加 0.27 亿元。公司的应付账款主要为公司应付禹州市住建局、禹州市园林局、禹州市文化局、禹州市事管局、禹州市郭店镇人民政府等单位的款项。从账龄结构看，1 年以内的占 67.15%、1~2 年占 11.46%、2~3 年占 6.60%，3 年以上的占 14.79%。

公司其他应付款主要为与其他单位的暂借款。2013~2015 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 856.38%。截至 2015 年底，公司其他应付款 5.62 亿元，同比增长 10.61%。从账龄结构看，1 年以内的占 83.11%、1~2 年的占 16.00%、3 年以上的占 0.89%，综合账龄较短。

表 12 截至 2015 年底公司前五名其他应付款情况 (单位: 亿元, %)

单位名称	金额	占比	内容
河南省豫资城乡一体化建设发展有限公司	3.68	65.48	暂借款
禹州市源源热力有限责任公司	0.50	8.90	暂借款
禹州市杏林春医药有限公司	0.50	8.90	暂借款
河南大正房地产开发有限公司	0.50	8.90	暂借款
禹州市中西药采购供应站	0.40	7.12	暂借款
合计	5.58	99.30	

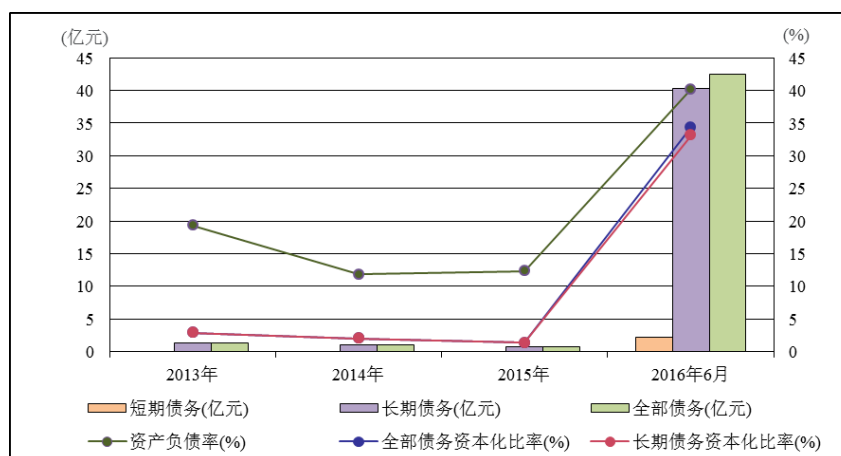
资料来源: 公司审计报告

2013~2015 年, 公司非流动负债全部为长期借款, 年均复合下降 23.81%。截至 2015 年底, 公司长期借款 0.74 亿元, 全部为公司向国家开发银行股份有限公司河南分行的信用借款。

2016 年 6 月底, 公司负债合计 54.56 亿元, 其中流动负债占比由 2015 年底的 90.11%降至 26.12%, 公司负债变为以非流动负债为主。公司负债较 2015 年底增长 632.00%。增长较大的科目为短期借款、应付账款、其他应付款、长期借款、应付债券以及长期应付款。其中应付账款主要为公司对各政府部门的未结算款项; 其他应付款为公司对外的暂借款; 长期借款主要为 5.52 亿元保证借款以及 5.54 亿元信用借款; 应付债券为 2016 年新发行的 12.00 亿元“16 禹州债”; 长期应付款主要为 15.74 亿元的融资租赁款以及农发基金、国开基金的专项建设基金投资款共计 2.13 亿元。

在有息债务方面, 2013~2015 年, 公司全部债务持续减少, 分别为 1.27 亿元、1.03 亿元和 0.74 亿元。从债务结构看, 公司有息债务全部由长期债务构成。截至 2015 年底, 公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 1.37%、1.37%和 12.34%。近三年上述指标平均值分别为 1.86%、1.86%和 13.60%。2016 年 6 月底, 公司全部债务 42.51 亿元, 其中长期债务 40.31 亿元。公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 33.16%、34.35%和 40.18%。公司有息债务规模及占比较 2015 年底有大幅提升, 但仍处于适中水平。

图 2 2013 年~2016 年 6 月公司债务状况



资料来源: 审计报告

总体看, 2013~2015 年, 公司负债规模较低, 2016 年以来, 公司负债规模大幅提升, 且主要以长期负债为主, 整体负债水平一般; 2016 年以来, 有息债务规模大幅提升, 有息债务负担加重, 但整体债务负担不重。

所有者权益

2013~2015 年，受益于公司资本公积的持续增长，公司所有者权益不断增长，年均复合增长 11.08%。截至 2015 年底，公司所有者权益合计 52.94 亿元。

2013~2015 年，公司资本公积分别为 36.05 亿元、41.81 亿元和 42.02 亿元，年均复合增长率为 7.97%。2013 年公司资本公积增加 15.38 亿元，其中由禹州市财政局拨入资本金 0.07 亿元，计入资本公积；根据禹州市人民政府出具的《关于向禹州市投资总公司注入国有土地使用权的通知》（豫政文[2013]86 号），禹州市人民政府向公司注入 418,032.06 平方米的土地使用用权，经禹州市颍河地产评估咨询有限公司出具的禹颍土评（2013）第 98 号评估报告，评估价值 15.31 亿元，全部计入资本公积。2014 年公司资本公积增加 5.76 亿元，其中禹州市财政局拨入资本金 0.05 亿元；根据禹州市人民政府 2014 年 2 月 21 日出具的《关于将国有房地产权划注入禹州市投资总公司的通知》（禹政文[2014]3 号），向公司划转房产、土地增加其他资本公积 5.63 亿元；根据禹州市人民政府《关于置换禹州市投资总公司公益性资产的批复》（禹政文[2014]102 号）文件，增加其他资本公积 0.08 亿元。2015 年公司资本公积增加 0.22 亿元，主要为 2015 年 2 月许昌市国资委拨入资本金 2,132.97 万元，2015 年 11 月禹州市财政局国库拨入资本金 28.90 万元。

从所有者权益结构看，截至 2015 年底的公司所有者权益中，实收资本占比 7.56%、资本公积占比 79.37%、盈余公积占比 1.30%、未分配利润占比 11.77%。

2016 年 6 月底，公司所有者权益 81.24 亿元，较 2015 年底增长 53.46%，主要来自于新纳入合并范围的子公司导致的资本公积增加。

总体看，得益于资本公积的增长，公司所有者权益保持持续增长态势。整体上公司所有者权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入持续增长，年复合增长 13.76%，三年分别为 3.49 亿元、4.00 亿元和 5.11 亿元。2013 年，公司营业收入主要来自于项目建设收入，当年公司确认项目建设收入 3.5 亿元，占营业收入的 90.27%。2014 年公司实现营业收入 4.00 亿元，主要是来自项目建设收入及土地开发与经营收入，其中项目建设收入为 2.02 亿元，土地开发与经营收入为 1.98 亿元。2015 年公司的营业收入为 5.11 亿元，其中项目建设收入为 5.10 亿元，2015 年公司的营业收入较 2014 年增长 27.83%。

2013~2015 年，公司营业成本波动增长，三年分别为 3.49 亿元、2.77 亿元和 4.66 亿元，2015 年公司的营业成本较 2014 年增长 67.91%，高于同期营业收入的增幅。

2013~2015 年，公司的营业利润波动增长，三年分别为 0.32 亿元、0.98 亿元和 0.27 亿元。2014 年，受营业收入增幅大于营业成本的影响，营业利润有所增长。2015 年受营业成本增幅大于营业收入增幅的影响，公司的营业利润有所下降。。

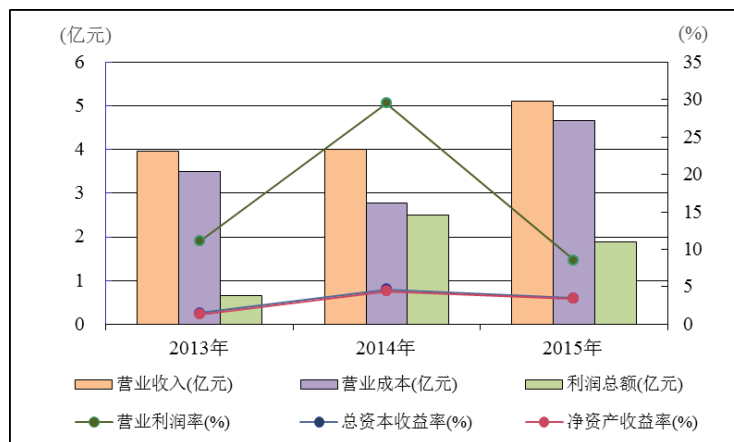
2013~2015 年，公司期间费用分别为 0.11 亿元、0.18 亿元和 0.16 亿元，在主营业务收入中分别占比 2.79%、4.49%和 3.13%，公司期间费用控制水平较好。

2013~2015 年，公司分别获得政府财政补贴 0.33 亿元、1.52 亿元和 1.61 亿元，利润总额分别为 0.66 亿元、2.50 亿元和 1.88 亿元，财政补贴对公司利润总额的贡献较大。

从盈利指标看，2015 年公司没有确认毛利率较高的土地开发业务收入，因此公司营业利润率波动较大，2013~2015 年分别为 11.08%、29.48%和 8.58%，2015 年大幅回落。同时公司总资本收益率和净资产收益率波动较大，2015 年两项指标分别为 3.49%和 3.42%，近三年平均值分别为 3.44%

和3.30%，公司整体盈利能力较弱。

图3 近三年公司盈利状况



资料来源：审计报告

2016年1~6月，公司营业收入3.53亿元，占2015年全年的69.08%；营业利润率为8.42%；较2015年下降0.16个百分点；利润总额和净利润分别为45.97万元和-298.11万元。

总体看，近年来公司收入持续增长，利润规模波动较大，整体盈利能力较弱，财政补贴对公司利润总额的贡献较大。

5. 现金流

从经营活动看，由于土地开发经营和工程代建业务收入确认与收到回款存在一定时滞性，以及投资建设支出不断增大，2013~2015年，公司经营活动产生的现金流量净额波动较大，分别为0.13亿元、-4.98亿元和-1.55亿元。现金流入方面，2013年公司未获得销售商品、提供劳务收到的现金；2014~2015年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为6.21和1.22亿元，主要为收到代建工程回款及土地出让金返还；2013~2015年公司收到的其他与经营活动有关的现金分别为0.30亿元、1.55亿元和1.62亿元，主要系公司收到的政府补贴款、资金占用费收入及存款利息收入。现金流出方面，2013~2015年公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为0.17亿元、12.72亿元和4.39亿元。从收入实现质量方面看，2013~2015年，公司现金收入比分别为0.00%、155.32%和23.84%，现金收入的进度与规模受当地政府根据项目收购协议与公司进行结算的影响大。

从投资活动看，2013~2015年，投资活动产生的现金流量净额分别为-957.53万元、-6.44万元和-2,136.24万元，公司无投资活动现金流入，2015年公司投资活动现金流出主要为投资支付的现金0.22亿元，系公司支付购置河南神火光明房地产资产的预付款。

从筹资活动看，2013~2015年，公司吸收投资收到的现金分别为0.07亿元、0.05亿元和0.22亿元，主要为公司股东对公司进行注资所致。2014~2015年，公司收到其他与筹资活动有关的现金为5.79亿元和1.48亿元，为与其他代收代付款及往来款。2013~2015年，筹资活动现金流出分别为0.39亿元、0.40亿元和0.35亿元，主要为偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金；2013~2015年，筹资活动产生的现金流量净额分别为-0.31亿元、5.45亿元和1.34亿元。

总体看，近年来由于土地开发经营和工程代建业务收入确认与收到回款存在一定时滞性；公司现金收入比受财政资金拨付效率影响较大，公司项目资金支出对财政资金的拨付及其他单位的往来拆解款依赖较高。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015年，随着公司流动资产的快速增长以及流动负债的波动减少，公司流动比率和速动比率快速增长，且处于较高水平，2015年底分别为848.52%和178.59%，上述两项指标近三年的平均值分别为812.34%和145.73%。2013~2015年，公司经营现金流动负债比分别为1.40%、-85.57%和-23.05%。2016年6月底，公司流动比率及速动比率分别为911.94%和396.54%，公司短期偿债能力处于适宜范围。

从长期偿债能力指标看，2013~2015年，随着公司利润总额的波动增长，公司EBITDA分别为0.76亿元、2.70亿元和2.05亿元；2013~2015年公司EBITDA/全部债务分别为0.60倍、2.62倍和2.78倍；EBITDA利息倍数分别为7.38倍、17.28倍和32.83倍。2016年6月底，公司全部债务较2015年底增长41.77亿元（57.45倍），其中长期债务增长39.57亿元，主要系合并范围发生变化导致的总体债务规模快速增长。总体看，公司快速增长的债务规模将对长期偿债能力产生一定的影响。

由于收入确认时点不规律等因素，公司长期偿债能力指标暂时不具有可行性，联合评级将持续关注公司盈利能力、债务规模以及偿债能力。

截至2015年底，公司无授信额度。公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2016年6月底，公司对外担保余额6.65亿元，担保比率为8.19%。被担保方以当地国资企业为主，目前经营正常，公司或有负债风险较低。

表 13 截至 2016 年 6 月底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日
禹州市建设投资有限公司	12,000.00	2016.12.
禹州市中医院	14,500.00	2017.7.
禹州市杏林春医药有限公司	5,500.00	2016.10.
禹州市源源热力有限责任公司	5,500.00	2016.9.
禹州市中心医院	7,500.00	2017.1
禹州市人民医院	5,000.00	2017.1
禹州市文广传媒有限公司	3,000.00	2018.1.
禹州市第二人民医院	1,500.00	2017.1.
禹州市第二高级中学	3,000.00	2017.1.
禹州市第一高级中学	3,000.00	2017.1.
禹州市文广传媒有限公司	3,000.00	2017.1.
禹州市职业中等专业学校	3,000.00	2017.1.
合计	66,500.00	--

资料来源：审计报告

根据中国人民银行《企业信用报告》（编号：G1041108100014610E），截至2016年7月18日，公司有已还清的不良类贷款记录2笔²，无其他已结清和未结清的不良或关注类信贷信息。

总体看，基于对公司自身经营和财务状况的考量，综合禹州市经济的持续发展、财政实力的不断增强，以及政府对公司在资产和资金等方面的支持，公司偿债能力较强。

² 根据禹州市开发区农村信用社出具的《关于禹州市投资总公司贷款出现逾期不良——“可疑”记录的说明》，公司贷款卡记录中两笔“可疑”类已结清贷款，分别于2013年12月31日、2013年11月17日已结清。其中第一笔总金额30万元，系公司于2007年申请的一年期流动资金贷款，已于2008年到期按约定偿还，当时由于网络故障导致贷款卡出现逾期不良——“可疑”记录；第二笔总额187万元，系公司与1998年~2000年分5笔申请的贷款，已根据合同约定按时偿还，由于电脑系统录入错误导致公司贷款卡出现逾期不良——“可疑”记录。

十、本期债券偿债能力分析

1. 本期公司债的发行对目前负债的影响

截至 2016 年 6 月底，公司全部债务 42.51 亿元，本期拟发行公司债券 12.80 亿元，是 2016 年 6 月底公司长期债务的 31.75%及全部债务的 30.11%，对公司现有债务水平有一定影响。

以 2016 年 6 月底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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 45.33%、40.51%和 39.53%，分别较发行前提高了 5.15 个百分点、6.16 个百分点和 6.37 个百分点，公司债务负担进一步增加，但仍处于正常水平。

2. 本期债券偿债能力分析

本期债券拟发行额度12.80亿元，拟于债券存续期的第3~6年末每年分别偿付本期债券发行总额的10%，在存续期的第7~10年末每年分别偿付发行总额的15%。

2013~2015年，公司EBITDA分别为0.76亿元、2.70亿元和2.05亿元，分别为本期债券本金12.80亿元的0.06倍、0.21倍、0.16倍；2013~2015年，公司经营活动现金流入量分别为0.30亿元、7.77亿元和2.84亿元，分别为本期债券本金的0.02倍、0.61倍和0.22倍；同期，公司经营活动净现金流分别为0.13亿元、-4.98亿元和-1.55亿元，分别为本期债券本金的0.01倍、-0.39倍及-0.12倍。总体来看，公司EBITDA、经营活动现金流对本期债券全部本金的保障能力弱。

本期债券设置分期偿付条款，拟于债券存续期第3~6年末，每年分别偿付本期债券发行总额的10%（1.28亿元），在存续期的第7~10年末，每年分别偿付发行总额的15%（1.92亿元）。以分期偿付额度测算，2013~2015年，公司EBITDA分别为债券存续期第3~6年末分期偿付额度（1.28亿元）的0.59倍、2.11倍、1.60倍；分别为债券存续期第7~10年末分期偿付额度（1.92亿元）的0.40倍、1.41倍和1.07倍；2013~2015年，公司经营活动现金流入量分别为债券存续期第3~6年末分期偿付额度（1.28亿元）的0.23倍、6.07倍和2.22倍；分别为债券存续期第7~10年末分期偿付额度（1.92亿元）的0.16倍、4.05倍和1.48倍。

根据本期债券发行条款，在本期债券发行第5年末，公司有调整票面利率选择权，投资者同时拥有回售选择权。联合评级关注到，如果投资者选择在本期债券存续期第5年末回售全额本金，以债券利率8.00%测算，在第5年末公司需偿还债券本金10.24亿元及相关利息0.82亿元，合计11.06亿元。

如果投资者选择在本期债券存续期第5年末行使回售权回售全额本金，2013~2015年公司EBITDA分别为第5年末公司需偿还本息总额的0.07倍、0.24倍和0.19倍；2013~2015年公司经营活动现金流入量分别为第5年末公司需偿还本息总额的0.03倍、0.70倍和0.26倍；同期，公司经营活动净现金流分别为第5年末公司需偿还本息总额的0.01倍、-0.45倍和-0.14倍。

总体来看，公司EBITDA、经营活动现金流对本期债券全部本金的保障能力弱。如果投资者选择在本期债券存续期第5年末行使回售权回售全额本金，届时公司将面临较大的偿付压力。

3. 偿债资金来源

本期债券募投项目的未来配套预期收益是本期债券的重要偿债资金来源。

根据中元国际投资咨询中心有限公司出具的《禹州市中心城区地下停车场建设项目可行性研究报告》（以下简称“《可行性研究报告》”），本期债券募投项目建设工期为 2 年，即 2016 年 8 月至 2018 年 8 月，项目总投资为 235,478 万元。资金来源为公司筹措资本金 107,478 万元，

发行债券 128,000 万元。项目偿债来源主要为项目经营收益及财政补贴收入。

项目经营收益方面，根据《可研报告》预测：本项目停车位按平均 4 元/小时、每天取 12 小时计算；充电桩的电费消耗按照实际消耗电费向用户收取，本项目仅计算服务收费，按平均 4 元/小时，每天取 12 小时计算。

每个停车位年营业收入 1.728 万元（4 元/小时×12 小时/天×360 天/年=1.728 万元）。

每个充电桩年营业收入 1.728 万元（4 元/小时×12 小时/天×360 天/年=1.728 万元）

本期债券募投项目共建设停车场 37 个，停车位 15,175 个，快速充电桩 3,032 个。项目正式运营之后，每年可实现收入约 31,462 万元（项目第 3 年为试营期，随着各项目的陆续完工及投入使用，假设营业负荷为正式运营期的 90%，即实现收入 28,316 万元）。

同时，根据 2015 年 11 月 19 日禹州市十四届人大常委会通过的《关于批准发行城市停车场专项债券及项目补贴资金纳入财政预算的决议》（禹人常〔2015〕30 号），禹州市人大常委会同意将本期债券募投项目的补贴资金共 7.7 亿元纳入相应年底的财政预算，由禹州市财政局根据项目建设进度及运营情况，分期拨付给公司。

根据禹州市财政局于 2015 年 11 月 20 日出具的《关于进一步落实禹州市城市停车场建设项目财政补贴事项的通知》，（禹财〔2015〕42 号），禹州市财政局将于 2018 年至 2025 年的 9 月 30 日之前分别向公司拨付补贴不少于 20,000 万元、15,000 万元、12,000 万元、10,000 万元、8,000 万元、6,000 万元、4,000 万元及 2,000 万元。禹州市财政局将上述项目补贴资金合计不少于 77,000 万元按上述实际拨付安排纳入禹州市各年度财政预算。

基于以上预测，本期债券存续期间，禹州市中心城区地下停车场建设项目收入及相应偿还本息情况如下：

表 14 禹州市中心城区地下停车场建设项目未来预计营业收入及本息覆盖程度测算表（单位：万元）

项目	建设期（年）		运营期（年）								合计
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
财政补贴	--	--	20,000	15,000	12,000	10,000	8,000	6,000	4,000	2,000	77,000
营业收入	--	--	28,316	31,462	31,462	31,462	31,462	31,462	31,462	31,462	248,550
每年收入合计	--	--	48,316	46,462	43,462	41,462	39,462	37,462	35,462	33,462	325,550
当年偿付利息	12,800	12,800	12,800	11,520	10,240	8,960	7,680	5,760	3,840	1,920	88,320
当年偿付本金	-	-	16,000	16,000	16,000	16,000	24,000	24,000	24,000	24,000	160,000
本期债券本息和	12,800	12,800	28,800	27,520	26,240	24,960	31,680	29,760	27,840	25,920	248,320
当年覆盖倍数	--	--	1.68	1.69	1.66	1.66	1.25	1.26	1.27	1.29	1.31

资料来源：《可行性研究报告》及联合评级整理

注：本期债券年利率按 8% 测算；假设本期债券于 2016 年发行，相应的财政补贴于 2018 年~2025 年间每年的 9 月 30 日之前向公司拨付。

假设本期债券于 2016 年发行。债券存续期（2016 年至 2025 年）内，根据《可行性研究报告》预测，该项目能够实现合计收入约 32.56 亿元，能够覆盖项目投入，对本期债券本息覆盖倍数为 1.31 倍，覆盖程度尚可。

根据《可行性研究报告》预测，本期债券存续期间，前 2 年项目处于建设期时无法形成收入，需公司利用日常经营收入偿还当年利息，从存续期第三年起，项目预计收入均能覆盖当年本息偿还计划。

联合评级同时关注到，如果投资者选择在本期债券存续期第 5 年末回售全额本金，以债券利率 8.00% 测算，在第 5 年末公司需偿还债券本金 10.24 亿元及相关利息 0.82 亿元，合计 11.06 亿元。在该情况下，本期债券期限可视为 5 年，存续期间（2016 年至 2020 年）本期债券本息合计为 16.58 亿元，

募投项目各项收入总计为13.82亿元，对本期债券本息偿还倍数为0.83倍，无法覆盖本期债券本息偿还。

表 15 第 5 年末回售全额本金情况下，本期债券项目预计营业收入及本息覆盖程度测算表（单位：亿元）

项目	建设期（年）		运营期（年）			合计
	1	2	3	4	5	
财政补贴	--	--	2.00	1.50	1.20	4.70
营业收入	--	--	2.83	3.15	3.15	9.12
每年收入合计	--	--	4.83	4.65	4.35	13.82
当年偿付利息	1.02	1.02	1.02	0.92	0.82	3.78
当年偿付本金	--	--	1.28	1.28	10.24	12.80
本期债券本息和	1.02	1.02	2.30	2.20	11.06	16.58
当年覆盖倍数	--	--	2.10	2.11	0.39	0.83

资料来源：《可行性研究报告》及联合评级整理

注：本期债券年利率按 8% 测算；假设本期债券于 2016 年发行，相应的财政补贴于 2018 年~2025 年间每年的 9 月 30 日之前向公司拨付。

总体上，如果在本期债券存续期第 5 年末的兑付日，投资人选择行使回售权，债券存续期（5 年）累计收入无法覆盖债券存续期间的本息金额。

整体看，本期债券募投项目用于平衡成本的收入主要来自项目经营收入及财政补贴，债券存续期（10 年）内，项目预期合计收入能够覆盖项目投入。

联合评级也关注到，项目预期收益依赖于项目运营后的实际的停车费率、充电费率及相应的使用率，项目收益受经济形势和区域经济环境等因素的影响较大。考虑到项目相关预测较为乐观，且各募投项目的竣工时间可能发生变化，项目收益的规模和时点具有一定的不确定性。同时，如果在本期债券存续期第 5 年末投资人选择行使回售权，则存续期间项目累计收入无法覆盖债券存续期间的本息金额，公司存在较大的集中偿付压力。

十一、债权保障措施

1. 偿债资金监管

公司与中原银行股份有限公司许昌分行（以下简称“监管银行”）签订了债券账户及资金监管协议；设立了募集资金使用专项账户及偿债账户，用于接收募集资金及归集偿债资金，偿付本期债券本息。

根据资金监管协议中约定：公司需将本期债券发行后的募集资金直接划至募集资金使用专项账户；公司应按债券还本付息的有关要求，将还本付息的资金及时划付至偿债账户，以保证按期支付本期债券利息；公司应在本息到期前至少 10 个工作日书面通知监管银行资金划付的金额及时间等要求；在本期债券存续期内，若公司不能按时、足额将应付债券本金及利息划至偿债账户，公司应在付息和本金兑付首日前 90 个工作日通知监管银行，并配合监管银行办理贷款手续；当偿债账户内的资金不足以偿付当前应偿付资金时，监管银行有义务监管偿债账户，不断允许公司自行支配偿债账户的资金。

2. 债券受托管理

公司制定了本期专项债券持有人会议规则，并聘请中原银行股份有限公司许昌分行（以下简称“债权代理人”）作为本期债券全体债券持有人的债权代理人，处理本期债券的相关事务，维

护债券持有人的利益。

根据《禹州市投资总公司城市停车场建设专项债券债权代理协议》，本期债券存续期内，如发生以下重大事项，公司应立即或不得迟于知悉相关事件之日起 2 日内书面报告债权人，债权人应按本协议，《债券持有人会议规则》的规定同债券持有人披露，重大事项包括：预计无法按时、足额偿付债券本息时；订立可能对公司本期债券还本付息产生重大不利影响的重要合同；发生重大亏损或遭受重大损失；减资、合并、分立、解散、申请破产、进入破产程序等；发生重大仲裁、诉讼；拟进行重大债务重组；法律、行政法规或债务主管机关规定的其他情形。

债权人主要权利与义务包括：本期债券未能按期还本付息时，债权人代理本期债券债权人形式债务追偿权；持续关注公司资信状况，在出现可能影响债券持有人重大权益的事项时，公司通知债权人后，债权人应即使召开债券持有人会议；若本期债券本息未按时偿付时，债券持有人有权要求提前偿还本金，债权人有权代表债券持有人向公司追偿。

整体看，公司与中原银行股份有限公司许昌分行签订的资金监管协议及债权代理协议能够有效保证本期债券募集资金按照约定方式使用、保障投资人权益以及顺利进行资金归集和偿付。但同时联合评级也关注到，资金监管协议中未就监管银行披露监管账户内偿债资金余额或通知相关各方的时点及方式进行约定。

十二、结论

公司是禹州市重要的土地开发经营及基础设施的投资建设主体，主营业务以项目建设收入及土地开发经营为主，在项目储备、资产划拨、资本金注入、政府补贴、债务偿还以及资产置换等方面获得了禹州市政府持续而有力支持。

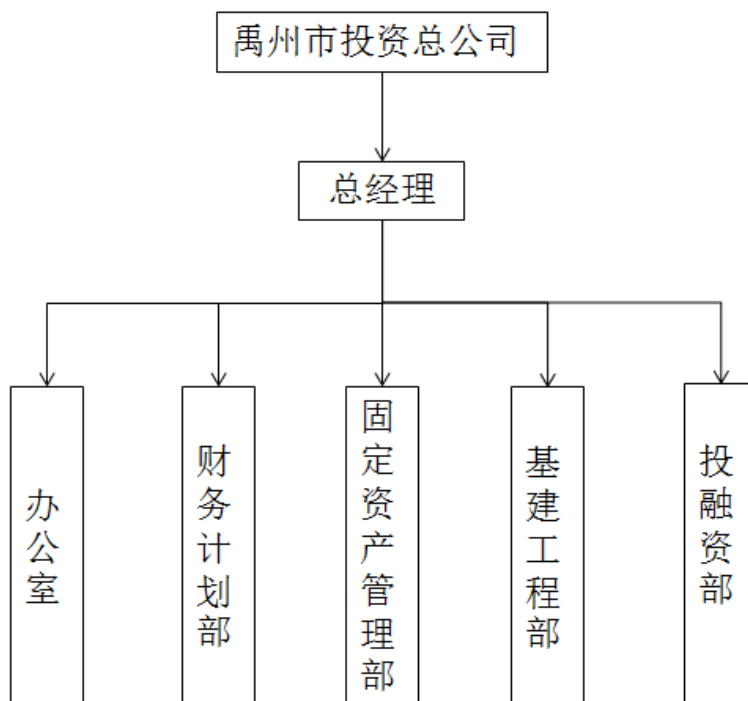
近年公司资产规模保持快速增长，资产构成以流动资产为主，存货规模大，且应收政府部门款项规模较大，公司资产流动性偏弱，整体资产质量一般；公司主营业务盈利水平较弱，财政补贴对公司利润总额贡献较大；公司债务规模较小，整体债务负担轻。

本期债券发行规模较大，对现有债务具有很大影响；公司经营活动现金流与 EBITDA 对本期债券保障能力弱。同时，考虑到项目相关预测较为乐观，且募投项目的竣工时间可能发生变化，项目收益的规模和时点具有一定的不确定性。同时，如果在本期债券存续期第 5 年末投资人选择行使回售权，则存续期间（5 年）项目累计收入无法覆盖债券存续期间的本息金额。

另一方面，债券存续期（10 年）内，本期债券募投项目的预期收益能够覆盖项目投入，对债券本息覆盖程度一般。除前 2 年项目处于建设期时无法形成收入，存续期后续年度所形成收入均能覆盖当年本息偿还计划。

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

附件 1 公司组织结构图



附件 2 禹州市投资总公司

2013 年~2016 年 6 月主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
资产总额（亿元）	53.19	57.76	60.39	135.81
所有者权益（亿元）	42.90	50.91	52.94	81.24
短期债务（亿元）	0.00	0.00	0.00	2.20
长期债务（亿元）	1.27	1.03	0.74	40.31
全部债务（亿元）	1.27	1.03	0.74	42.51
营业收入（亿元）	3.95	4.00	5.11	3.53
净利润（亿元）	0.57	2.25	1.81	-0.03
EBITDA（亿元）	0.76	2.70	2.05	--
经营性净现金流（亿元）	0.13	-4.98	-1.55	-0.69
应收账款周转次数（次）	0.55	0.65	0.76	--
存货周转次数（次）	0.09	0.06	0.10	--
总资产周转次数（次）	0.07	0.07	0.09	--
现金收入比率（%）	0.00	155.32	23.84	31.38
总资本收益率（%）	1.51	4.64	3.49	--
净资产收益率（%）	1.32	4.42	3.42	-0.07
营业利润率（%）	11.08	29.48	8.58	8.42
资产负债率（%）	19.35	11.86	12.34	40.18
全部债务资本化比率（%）	2.88	1.98	1.37	33.16
长期债务资本化比率（%）	2.88	1.98	1.37	34.35
EBITDA 利息倍数（倍）	7.38	17.28	32.83	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.60	2.62	2.78	--
流动比率（倍）	5.42	9.32	8.49	9.12
速动比率（倍）	1.04	1.19	1.79	3.97
经营现金流动负债比率（%）	1.40	-85.57	-23.05	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.06	0.21	0.16	--

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%
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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期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 / 本期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 / 本期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资产+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。