

# 信用等级公告

联合 [2015]819 号

淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司：

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 年度淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司公司债券进行了主动评级，确定：

**淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司主体长期信用等级为 AA<sub>pi</sub>，  
评级展望为“稳定”**

**淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司拟发行的 2016 年度淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司公司债券信用等级为 AA<sub>pi</sub>**

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一五年十一月三十日

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>

## 2016 年度淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司 公司债券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA<sub>p</sub>

评级展望：稳定

本次债券信用等级：AA<sub>pi</sub>

本次债券发行额度：12 亿元

本次债券期限：7 年

偿还方式：按年计息，从第 3 年起每年偿还本金的 20%

发行目的：盱眙县棚户区改造工程和补充公司营运资金

评级时间：2015 年 11 月 30 日

财务数据：

| 项目               | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 |
|------------------|--------|--------|--------|
| 资产总额(亿元)         | 33.41  | 38.10  | 58.53  |
| 所有者权益(亿元)        | 23.71  | 26.44  | 34.69  |
| 长期债务(亿元)         | 1.69   | 2.55   | 8.21   |
| 全部债务(亿元)         | 1.75   | 2.91   | 9.80   |
| 营业收入(亿元)         | 2.41   | 3.01   | 3.46   |
| 净利润(亿元)          | 0.89   | 1.05   | 1.11   |
| EBITDA(亿元)       | 1.13   | 1.27   | 1.42   |
| 经营性净现金流(亿元)      | 1.01   | 1.22   | 1.28   |
| 营业利润率(%)         | 22.72  | 13.33  | 19.77  |
| 净资产收益率(%)        | --     | 3.98   | 3.20   |
| 资产负债率(%)         | 29.02  | 30.60  | 40.74  |
| 全部债务资本化比率(%)     | 6.87   | 9.92   | 22.03  |
| 流动比率(倍)          | 347.84 | 353.96 | 319.39 |
| EBITDA 利息倍数(倍)   | 10.47  | 6.53   | 3.09   |
| EBITDA/本次发债额度(倍) | 0.09   | 0.11   | 0.12   |

注：本报告中，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；除特别说明外，均指人民币；本报告中数据如无特别注明均为合并口径。

评级观点

淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司（以下简称“公司”）是盱眙县城市基础设施投资建设的重要主体。联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对公司的评级反映了其在外发展环境良好、盱眙县区域内具有垄断优势以及政府支持力度大等方面所具有的优势。同时联合评级也关注到，公司债务规模的快速增长及其对外部融资依赖程度高等因素对公司整体偿债能力带来的不利影响。

公司拥有较丰富的土地资源和保障房项目储备，未来随着各项目逐步实现收入，公司收入水平有望保持稳定增长。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券设置了提前分期偿付条款，有助于降低集中偿付压力。基于对公司主体长期信用状况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很低。

优势

1. 作为盱眙县城区和开发区重要的基础设施建设及保障房建设主体，公司在区域内具有垄断优势。

2. 公司在股权划拨、资本金注入及财政补贴方面得到政府大力支持。

关注

1. 公司资产中存货占比大，资产流动性较弱，其他应收款给公司资金带来一定资金周转压力，公司整体资产质量一般。

2. 本次债券发行额度较大，募投项目的未来收益受房地产市场波动影响较大，存在一定不确定性。

3. 盱眙县经济稳步增长，依托其良好的交通及物产资源优势，未来经济增长空间较

大。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

张爽

电话：010-85172818

邮箱：zhangs@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淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司提供，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，未因淮安市盱眙城市资产经营有限责任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、评级人员与淮安市盱眙城市资产经营有限责任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，联合评级将对淮安市盱眙城市资产经营有限责任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：

  
  
联合信用评级有限公司





## 一、主体概况

淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司（以下简称“公司”）系经淮安市人民政府下发的《市政府关于组建淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司的批复》（淮政复[2007]第37号）批准，于2008年1月22日成立的国有独资有限责任公司，初始注册资本为1,000万元。经过历次增资后，截至2014年底公司注册资本为53,380万元，盱眙县人民政府为实际控制人。

公司的经营范围包括房地产开发；根据政府授权，经营盱眙县城市有形资产（国有土地、广场、道路、公园、桥梁、绿地、其他国有资产）以及由此衍生的无形资产（冠名权、收费权、设施经营权、广告发布权等）；农业基础设施建设和农业综合开发（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）。

公司本部设置了办公室、财务部、经营部和工程部，共计四个职能部门。截至2014年底，公司纳入合并报表范围内合计9家子公司。

截至2014年底，公司合并资产总额为58.53亿元，所有者权益合计为34.69亿元（其中少数股东权益0.20亿元）；2014年，公司实现营业收入3.46亿元，净利润1.11亿元；经营活动现金流量净额1.28亿元，现金及现金等价物增加额2.25元。

公司注册地址：盱眙县金源北路22号建设局办公大楼二楼；法定代表人：桂军。

## 二、本次债券及募投项目概况

### 1. 本次债券概况

公司计划发行公司债券12亿元（以下简称“本次债券”），期限为7年，并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。

### 2. 本次债券投资项目概况

本次债券募集资金共计12亿元，其中8亿元用于盱眙县2013~2017年棚户区改造二期工程项目（以下简称“募投项目”），4亿元用于补充公司营运资金。在募投项目测算数据方面，本报告后续内容中相关数据及计算均以公司提供的《关于盱眙县2013~2017年棚户区改造二期工程项目可行性研究报告的批复》（盱发改投发【2015】57号）、《淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司关于发行企业债券募投项目之收益测算与可研报告一致性的说明》和《盱眙县住房和城乡建设局关于盱眙县2013~2017年棚户区改造二期工程项目安置房及商业建筑预计售价情况的说明》中相关数据为依据。基于以上，募投项目的可行性研究报告数据可能与本报告内使用数据有所出入，联合评级未来将对此方面内容进行关注。

### 项目整体情况

基于《关于盱眙县2013~2017年棚户区改造二期工程项目可行性研究报告的批复》，募投项目的建设内容主要为安置房，项目总投资额为12.60亿元，其中计划建设安置房2,935套，总建筑面积43.21万平方。募投项目已于2015年7月开工。截至2015年10月31日，募投项目已开工建设安置房，累计投资约1.08亿元，施工进度约为8.57%。



### 项目投资相关文件

盱眙县环保局于2015年1月20日出具了《关于对盱眙县2013~2017年棚户区改造二期工程项目环境影响报告表的批复》(盱环复【2015】5号);盱眙县国土资源局于2015年3月26日出具了《关于盱眙县2013~2017年棚户区改造二期工程项目用地预审意见》(盱国土资预审【2015】21号);盱眙县人民政府于2015年4月8日对该项目出具了《关于盱眙县2013~2017年棚户区改造二期工程项目社会稳定风险评估报告的批复》(盱政复【2015】20号),认定本项目社会稳定风险等级为低风险等级,本项目实施过程中不存在强拆、强建等情况;盱眙县发改委于2015年4月20日出具了《节能登记审查意见》(盱发改工备【2015】20号);盱眙县发改委于2015年5月13日出具了《关于盱眙县2013~2017年棚户区改造二期工程项目可行性研究报告的批复》(盱发改投发【2015】57号);盱眙县住房和城乡建设局2015年6月3日颁发了《建设用地规划许可证》;盱眙县住房和城乡建设局2015年6月20日颁发了《建设工程规划许可证》。

### 资金偿还来源

本次债券的偿债资金主要来自于募投项目开发所实现的收入。根据预测,募投项目未来预计能够产生的收入 16.64 亿元,可完全覆盖本次债券 12 亿元的发行规模。但考虑到募投项目目前处于在建状态,募投项目如期完工以及其未来收入实现情况尚不可确定,因此募投项目产生收入的时间与本次债券偿付利息及分期偿还本金的时点可能有一定出入,出现错配情况。联合评级未来将持续关注募投项目具体的建设进展以及收入实现情况。

## 三、行业及区域环境

### 1. 行业分析

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。

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,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。

## 2. 中国基础设施建设发展展望

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 年全年,全国固定资产投资总额(不含农户)完成 50.20 万亿元,比上年名义增长 15.7%,扣除价格因素,实际增长 15.1%。在固定资产投资(不含农户)中,第一产业投资 11983 亿元,比上年增长 33.9%;第二产业投资 208107 亿元,增长 13.2%;第三产业投资 281915 亿元,



增长 16.8%。

截至 2014 年底，中国城镇化率为 54.77%，较上年提高 1.07 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，逐步形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。

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。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。

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。

### 3. 区域经济和财政实力

公司是盱眙县重要的基础设施建设及保障房建设主体，主要从事盱眙县城区和开发区基础设施建设、保障房建设和国有资产经营管理。公司的经营发展主要取决于盱眙县经济水平、财政实力以及未来发展规划。

#### 盱眙县经济概况

盱眙县位于江苏省西部，淮安市南端；东与金湖县、安徽省天长市相邻，南、西分别与安徽省来安县和明光市交界，北与洪泽县、泗洪县接壤，是江苏北部五市到省城南京的必经之地，也是苏北地区对接苏南的交通要塞、承接长三角地区经济辐射的前沿阵地，有“苏北门户”之称。水陆路网完善，交通十分便捷，已融入南京 1 小时经济圈，距省内其他大中城市路程都在 2 小时左右，形成四通八达的交通网，成为苏北地区重要的交通中转枢纽。盱眙县境内另有县道 19 条、乡道 12 条、专用道 5 条，淮河大桥是全国最大油管、公路两用桥；淮河盱眙段 1994 年 6 月被定为省管三级航道，总长 37 公里；支线航道 10 条，总长 143.92 公里。2007 年 12 月，淮河盱眙港建成并投入使用。淮河三桥工程是省“撤渡建桥”项目，项目于 2012 年 6 月正式开工建设。

盱眙县物产资源较丰富。境内矿产资源潜在经济总值居江苏省县级第四位，包括凹凸棒粘土、石灰石、玄武岩；盱眙县旅游资源较丰富，其中明祖陵为国家 AAAA 级景区。

据初步核算，2014 年，全年实现地区生产总值 293.5 亿元，增长 12.5%；第一产业增加值为 48.42 亿元，增长 3.2%；第二产业增加值为 118.86 亿元，增长 11.3%；第三产业增加值为 122.76 亿元，增长 14.2%。全县人均地区生产总值为 44,714 元。三次产业结构为 16.7:41.0:42.3；全市完成固定资产投资 260.08 亿元，增长 28%，其中在库项目投资完成额 202.25 亿元，同比增长 34.2%，占全部投资的 77.76%。截至 2014 年底，全市规模以上工业企业实现增加值 731.49 亿元，增长 23.8%；其中 73 户高新技术企业实现产值 193.25 亿元，增长 36.2%，占规模工业产值的比重达到 26.4%。

总体看，近年来盱眙县经济稳步增长，依托其良好的交通及物产资源优势，未来经济增长空间较大。

### 盱眙县财政实力和地方债务余额

2014年，盱眙县实现财政收入63.85亿元，较2013年增长5.45%。公共财政预算收入完成30.77亿元，同比增长13.43%。全县完成税收总额25.25亿元，同比增长11.96%。

根据盱眙县财政局提供的数据，2012~2014年，盱眙县分别实现地方一般预算收入23.15亿元、27.13亿元和30.77亿元，其中2014年盱眙县地方一般预算收入、转移支付和税收返还收入、国有土地使用权出让收入分别占48.20%、29.74%和22.07%。2014年盱眙县地方一般预算收入的30.77亿元中有82.06%来自于税收收入。国有土地使用权出让金14.09亿元，是盱眙县地方财力的重要部分。

总体看，盱眙县财政实力处于波动下滑状态，系受国有土地使用权出让收入的波动下滑的影响，而其构成中占主要部分的一般预算收入稳定性较好，对整体财政实力形成较好支撑。

表1 2012~2014年盱眙县财政收入情况（单位：万元、%）

| 科目            | 2012年   | 2013年   | 2014年   | 复合增长率  | 2014年各项占比 |
|---------------|---------|---------|---------|--------|-----------|
| 一般预算本级收入      | 231,523 | 271,299 | 307,731 | 15.29  | 48.20     |
| 其中：税收收入       | 180,071 | 225,541 | 252,512 | 18.42  | 39.55     |
| 非税收入          | 51,452  | 45,758  | 55,219  | 3.60   | 8.65      |
| 转移支付和税收返还收入   | 167,757 | 170,294 | 189,874 | 6.39   | 29.74     |
| 其中：一般性转移支付收入  | 47,742  | 59,810  | 72,253  | 23.02  | 11.32     |
| 专项转移支付收入      | 111,124 | 101,854 | 108,817 | -1.04  | 17.04     |
| 税收返还收入        | 8,891   | 8,630   | 8,804   | -0.49  | 1.38      |
| 国有土地使用权出让收入   | 262,818 | 163,875 | 140,885 | -26.78 | 22.07     |
| 其中：国有土地使用权出让金 | 248,552 | 155,184 | 134,516 | -26.43 | 21.07     |
| 国有土地收益基金      | 13,361  | 8,240   | 6,101   | -32.43 | 0.96      |
| 农业土地开发资金      | 905     | 451     | 268     | -45.58 | 0.04      |
| 新增建设用地有偿使用费   | 0       | 0       | 0       | 0.00   | 0.00      |
| 预算外财政专户收入     | 0       | 0       | 0       | 0.00   | 0.00      |
| 地方综合财力        | 662,098 | 605,468 | 638,490 | -1.80  | 100.00    |

资料来源：盱眙县财政局

截至2014年底，盱眙县地方债务余额26.08亿元，其中直接债务为25.27亿元，金融机构借款和债券融资是形成债务的主要因素。2014年盱眙县债务率为39.81%，处于一般水平。

表2 2012~2014年盱眙县地方政府债务余额及综合财力情况（单位：万元）

| 地方债务（截至2014年底）      | 金额      | 地方财力（2014年度）  | 金额      |
|---------------------|---------|---------------|---------|
| 直接债务余额              | 252,674 | 地方一般预算收入      | 307,731 |
| 其中：外国政府贷款           |         | ①税收收入         | 252,512 |
| 国际金融组织贷款            |         | ②非税收入         | 55,219  |
| ①世界银行贷款             |         | 转移支付和税收返还收入   | 189,874 |
| ②亚洲开发银行贷款           |         | ①一般性转移支付收入    | 72,253  |
| ③国际农业发展基金会贷款        |         | ②专项转移支付收入     | 108,817 |
| ④其他国际金融组织贷款         |         | ③税收返还收入       | 8,804   |
| 国债转贷资金              |         | 国有土地使用权出让收入   | 140,885 |
| 农业综合开发借款            | 22,759  | 其中：国有土地使用权出让金 | 134,516 |
| 解决地方金融风险专项借款        |         | 国有土地收益基金      | 6,101   |
| 国内金融机构借款            | 186,364 | 农业土地开发资金      | 268     |
| ①政府直接借款             |         | 新增建设用地有偿使用费   |         |
| ②由财政承担偿还责任的融资平台公司借款 | 186,364 | 预算外财政专户收入     |         |
| 债券融资                | 27,000  |               |         |
| ①中央代发地方政府债券         | 27,000  |               |         |
| ②由财政承担偿还责任的融资平台债券融资 |         |               |         |
| 粮食企业亏损挂账            | 9,661   |               |         |
| 向单位、个人借款            | 6,828   |               |         |



|                            |         |                        |         |
|----------------------------|---------|------------------------|---------|
| 拖欠工资和工程款                   | 62      |                        |         |
| 其他                         |         |                        |         |
| 担保债务余额                     | 3,000   |                        |         |
| ①政府担保的外国政府贷款               |         |                        |         |
| 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             |         |                        |         |
| ④政府担保的融资平台债券融资             |         |                        |         |
| ⑤政府担保向单位、个人借款              | 3,000   |                        |         |
| ⑥其他                        |         |                        |         |
| 地方政府债务余额=（一）+（二）×50%       | 254,174 | 地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四） | 638,490 |
| 债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100% |         |                        | 39.81%  |

资料来源：盱眙县财政局

总体来看，近年来盱眙县财力波动中有所下降，但地方政府债务负担整体可控。

#### 四、基础素质分析

##### 1. 规模与竞争力

公司是由盱眙县人民政府设立的国有独资企业，截至 2014 年底，公司注册资本 5.34 亿元，盱眙县人民政府是公司唯一出资人和实际控制人。公司从事基础设施建设、房地产二级开发和商品销售等业务，业务范围涵盖盱眙县城区及盱眙县经济技术开发区。近年来，自淮安市盱眙经济开发有限公司（以下简称“盱眙经发”）和盱眙交通旅游产业控股有限公司（以下简称“盱眙交通”）相继划入公司后，公司业务范围有所扩展，并增加商品贸易、担保业务和物业模块的收入，公司成为盱眙县范围内基础设施建设及保障房建设的重要主体之一。

##### 2. 人员素质

截至 2014 年底，公司有高级管理人员共 2 人，其中总经理 1 人，财务总监 1 人。

公司董事长兼总经理桂军，男，1974 年 2 月出生。历任水冲港乡团委书记，河桥镇党委组织委员，盱城镇副镇长。

公司董事钱世宁，女，1972 年 8 月出生。历任公司办事员，公司办公室副主任。

公司董事骈军，男，1971 年 5 月出生。历任公司办事员，公司开发科科长、资产部部长。

截至 2014 年底，公司在职员工共计 193 人。从教育程度看，本科及以上 76 人，占 39.38%；大专 97 人，占 50.26%；高中中专 20 人，占 10.36%。从年龄看，50 岁以上 26 人，占 13.47%；30~50 岁 136 人，占 70.47%；30 岁以下 31 人，占 16.06%。

总体来看，公司高管人员具有一定的管理经验，公司员工结构合理，能够满足公司日常工作需要。

##### 3. 外部环境

公司是盱眙县重要的基础设施建设及保障房建设主体，盱眙县政府在资产划拨和政府补贴方面给予公司以较大力度的支持。

##### 资产划拨

2011 年 12 月 28 日，根据盱眙县人民政府 2011 年 181 号文和 46 号文通知，盱眙县政府将盱眙交通旅游产业控股有限公司 100% 的股权无偿划拨给公司。2013 年 12 月 28 日，根据盱眙县人民政府 2013 年 173 号文，盱眙县政府将淮安市盱眙经济开发有限公司 100% 的股权无偿划拨给公



司。

#### 政府补贴

为支持公司建设，盱眙县财政局给予公司一系列财政补贴款。最近三年公司分别获得基础设施建设财政补贴0.70亿元、1.00亿元和1.18亿元。

总体看，盱眙县政府在资本金注入、资产划拨和财政补贴方面给予了公司较大力度的支持。

### 五、管理分析

#### 1. 治理结构

公司为国有独资企业，淮安市盱眙县财政局代表股东盱眙县人民政府对公司履行出资人职责，公司不设股东会。

公司设董事会，成员为3人，其中董事长1人，董事2人，其中职工董事1人。董事每届任期不得超过三年，任期届满，可连选连任。公司设监事会，监事会成员6人，其中职工监事2人。监事任期每届3年，任期届满，可连选连任。公司设总经理1名，由董事长担任并对董事会负责。

总体来看，公司法人治理结构较为完善。

#### 2. 管理体制

公司是盱眙县基础设施建设重要主体，公司为规范公司运作，设置了办公室、财务部、经营部和工程部等若干职能部门，同时，公司制定了一系列管理制度，主要体现在工程管理、财务管理和经营管理等方面。

工程项目管理方面，公司明确了工程部工作职责，并制定工程管理制度，从工程报批、招投标、工程计量支付、工程质量及安全管理等方面对公司工程立项、招标、造价、建设、验收等环节的工作流程进行规范。

财务管理方面，公司制定了财务管理制度、财务审批办法、项目资金管理办法、现金管理制度等，形成适应公司发展的决策机制、执行机制和监督机制，确保公司经营管理财务目标的实现。

经营管理方面，公司明确经营部工作职责，从企业经营计划及方案制定、经营活动定期分析、协议签订等方面建立合理制度，并制定有形资产、无形资产管理制度，确保公司业务有序开展。

总体看，公司设置了较合理的组织架构，法人治理结构符合国有独资企业特点，组织机构健全、管理方法科学、管理制度较规范。

### 六、经营分析

#### 1. 经营概况

公司主营业务收入由五部分组成，其中以城市基础设施委托建设及经济园区开发建设等业务实现的工程施工收入为主，以房产销售、商品销售、担保业务等收入为辅。2012~2014年，公司实现主营业务收入分别为2.41亿元、3.01亿元和3.46亿元。

工程施工收入为公司收入的主要组成部分，2014年该板块实现收入1.68亿元，较2013年有所下滑。房产销售收入为公司第二大收入来源，2012~2014年该板块收入成波动减少态势，分别实现收入2.41亿元、0.66亿元和1.57亿元。2014年，由于新增子公司的影响，公司合并范围内新增商品销售、担保和物业收入，新增部分收入占比较小。

从近三年毛利率情况来看，2012~2014 年，公司主营业务的毛利率分别为 28.43%、17.55% 和 24.12%，毛利率波动下降的原因系房产开发业务的占比波动下降导致。工程施工收入由于其计提固定费率的模式，其毛利率处于平稳状态。

表 3 2012~2014 年公司主营业务收入情况（单位：万元，%）

| 项目   | 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     |
| 工程施工 | -         | -      | -     | 23,487.78 | 78.13  | 13.04 | 16,805.03 | 49.09  | 13.04   |
| 房产销售 | 24,072.29 | 100.00 | 28.43 | 6,576.16  | 21.87  | 33.65 | 15,687.50 | 45.82  | 37.06   |
| 商品销售 | -         | -      | -     | -         | -      | -     | 1,422.57  | 4.16   | 1.57    |
| 担保收入 | -         | -      | -     | -         | -      | -     | 298.50    | 0.87   | 100.00  |
| 物业收入 | -         | -      | -     | -         | -      | -     | 22.64     | 0.07   | -293.40 |
| 合计   | 24,072.29 | 100.00 | 28.43 | 30,063.94 | 100.00 | 17.55 | 34,236.24 | 100.00 | 24.12   |

资料来源：公司提供

总体看，公司主营业务收入逐年上升，其中工程施工收入占比最高；房地产销售收入呈波动减少态势，需关注公司房产销售收入变动情况。公司主营业务毛利率波动下降，营力能力一般。

## 2. 经营模式

从工程施工上看，公司作为盱眙县城市基础设施建设主体之一，公司及公司子公司盱眙经发和盱眙交通等主体与盱眙县人民政府（以下简称“县政府”）签订委托代建协议，按照协议约定由公司负责办理与施工建设相关的各项审批手续、组织协调拆迁安置工作，与各设计、施工、监理等单位摊派并签订各类承包合同并支付承包费，筹集并管理项目资金。待工程建设完毕后，由县政府根据审计决算确定的实际投入金额加成 15.00% 向公司支付委托建设管理费的方式回购。账务核算方面，公司项目建设成本反映在资产负债表中“存货—开发成本”科目。截至 2014 年底公司相关项目总计 7.17 亿元，其中以万顷良田改造工程（已投资 11,145.37 万元）和奥体游泳馆（已投资 6,565.14 万元）等项目为主。

表 4 截至 2014 年底公司重大在建工程情况（单位：万元）

| 项目         | 计划总投资     | 截至 2014 年底已投资 | 2015 年计划投资 | 2016 年计划投资 |
|------------|-----------|---------------|------------|------------|
| 洪武大道建设项目   | 1,300.00  | 1,256.36      | 已完工，未决算    | 已完工，未决算    |
| 金源南路嘉喜大道   | 1,800.00  | 1,701.00      | 已完工，未决算    | 已完工，未决算    |
| 新六路及东延扩建工程 | 7,000.00  | 6,589.10      | 已完工，未决算    | 已完工，未决算    |
| 奥体游泳馆      | 6,800.00  | 6,565.14      | 已完工，未决算    | 已完工，未决算    |
| 万顷良田改造工程   | 12,000.00 | 11,145.37     | 已完工，未决算    | 已完工，未决算    |
| 燕山路改造      | 900.00    | 800.84        | 已完工，未决算    | 已完工，未决算    |
| 二环路整治项目    | 1,400.00  | 1,334.75      | 已完工，未决算    | 已完工，未决算    |
| 淮河南路改造工程   | 1,500.00  | 1,401.00      | 已完工，未决算    | 已完工，未决算    |
| 新八路        | 1,100.00  | 1,000.72      | 已完工，未决算    | 已完工，未决算    |
| 合计         | 33,800.00 | 31,794.28     | --         | --         |

资料来源：公司提供



表5 截至目前公司未来拟建项目（单位：万元）

| 项目            | 代建主体 | 计划总投资  | 计划工期 |
|---------------|------|--------|------|
| 盱眙县实验小学三分校新校区 | 城资公司 | 15,000 | 2年   |

资料来源：公司提供

从房产销售上看，公司及其子公司盱眙经发和盱眙都梁新农村建设有限公司承担盱眙县内商业地产及保障房等项目的开发工作，并实现房产销售收入。2012~2014 年公司房产销售收入分别为 2.41 亿元、0.66 亿元和 1.57 亿元，成波动减少态势，需关注公司房产销售收入波动情况。

账务核算方面，公司项目建设成本分别反映在资产负债表“存货-开发产品”和“现金流买商品、接受劳务支付的现金”科目，公司保障房开发销售收入和商品房销售反映在“主营业务收入-房产销售”中。

截至 2014 年底，公司在建保障房主要包括中央御景园项目和宣化人家项目，总投资合计 7.50 亿元，已投资金额 3.44 亿元，公司在建保障房项目未来仍需投入 4.06 亿元。

表6 截至 2014 年底公司在建房产项目情况（单位：万元，%）

| 项目名称  | 项目类型 | 总投资       | 截至 2014 年底已投资 | 2015 年计划投资 | 2016 年计划投资 | 计划完工时间  | 预售进度 |
|-------|------|-----------|---------------|------------|------------|---------|------|
| 中央御景园 | 住宅   | 50,000.00 | 22,185.23     | 13,000.00  | 14,814.77  | 2016.10 | 85   |
| 宣化人家  | 保障房  | 25,000.00 | 12,252.74     | 7,000.00   | 5,747.26   | 2016.12 | 75   |
| 合计    | --   | 75,000.00 | 34,437.97     | 20,000.00  | 20,562.03  | --      | --   |

资料来源：公司提供

除工程施工和房产销售外，公司另有商品销售业务、担保业务和物业收入三类，但该三类收入规模相比工程施工和房产销售均很小，对公司整体影响不大。

公司商品销售业务主要由全资子公司盱眙经发贸易有限公司负责，该公司于2014年纳入合并范围。2014年，公司商品销售业务实现收入1,422.57万元。

公司担保收入业务主要由全资子公司盱眙经发担保有限公司负责，该公司于2014年纳入合并范围。2014年，公司担保收入业务实现收入298.50万元。

公司物业业务主要由全资子公司盱眙城投物业服务有限公司和盱眙新区物业服务有限公司负责，上述公司均于2014年纳入合并范围。2014年，公司物业业务实现收入22.64万元。

总体看，公司目前主营业务以工程施工和房产销售为主，由于工程建设完毕后，由县政府以委托建设管理费的方式回购，公司对外融资压力较小，但经营业务比较单一。

### 3. 经营效率

从运营效率指标看，2012~2014 年，应收账款周转次数逐年上升，分别为 0 次、2.23 次、2.47 次，但仍处于较低水平；存货周转次数有所下降，分别为 0.23 次、0.15 次、0.11 次；总资产周转次数呈下降趋势，分别为 0.14 次、0.08 次、0.07 次，处较低水平。

总体看，随着公司业务规模和资产规模的持续增长，公司经营效率存在一定程度下滑。

### 4. 经营关注

公司房产项目不断开发推进，公司存货规模较大，存在一定的去库存压力

近三年，公司房产开发项目逐年增多，截至 2014 年底，公司存货账面价值为 27.84 元，公司

房产项目主要集中在淮安市盱眙县，而进入 2015 年以来，淮安市房地产市场调整仍在持续，公司存在一定的去库存压力。

### 政策风险

由于公司自身属于地方政府投融资平台，自身的净利润过于依赖于政府的补助行为，若未来国家及当地政策发生转变，来源于政府补助的金额面临不可持续风险，可能会对公司的整体盈利能力产生较大影响。

### 5. 未来发展

截至目前，公司重大在建工程均已建设完毕待决算，尚有投资计划的项目仅为本次债券募投项目。截至2015年11月10日，本次债券募投项目已投资1.08亿元（计划总投资18.27亿元），未来尚需投资17.19亿元。项目未来投资规模较大并将对公司形成一定的外部融资压力。

未来，公司业务将向保障性住房建设倾斜，符合淮安市的总体规划，不仅极大改善区域内拆迁安置户和中低收入居民的居住质量，而且还将改善投资环境，具有良好的社会效益、环境效益。

总体看，公司重大在建工程均已建设完毕待决算，尚有投资计划的项目仅为本次债券募投项目，但本次募投项目尚需投资规模较大，未来公司存在一定外融资压力。

## 七、财务分析

### 1. 财务状况

公司提供了 2012~2014 年经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计的三年连审审计报告，并出具了标准无保留意见的审计结论。

从报表合并范围来看，2011 年，公司获得盱眙县政府无偿划拨的盱眙交通旅游产业控股有限公司的 100%股权，纳入公司合并范围；2013 年和 2014 年，公司分别投资设立新增合并范围子公司盱眙都梁新农村建设有限公司（持股比例：100%）和盱眙城投物业服务有限公司（持股比例：100%）；2014 年，公司获得盱眙县政府无偿划拨的淮安市盱眙经济开发有限公司的 100%股权，纳入合并范围；同期，公司将经发公司的子公司包括盱眙新区物业服务有限公司（持股比例：100%）、江苏宁淮产业园有限公司（持股比例：62.96%）、盱眙经发担保有限公司（持股比例：100%）和盱眙经发贸易有限公司（持股比例：100%）纳入合并范围。报告期内纳入合并范围的新增公司资产及净资产规模较小，对财务数据可比性影响较小。

截至2014年底，公司合并资产总额为58.53亿元，所有者权益合计为34.69亿元（其中少数股东权益0.20亿元）。2014年，公司实现营业收入3.46亿元，利润总额1.19亿元。

### 2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产总额快速增长，复合增长 32.36%，主要是存货、其他应收款、货币资金以及固定资产增长所致。截至 2014 年底为 58.53 亿元，其中流动资产占 85.30%，非流动资产占 14.70%，资产结构以流动资产为主。

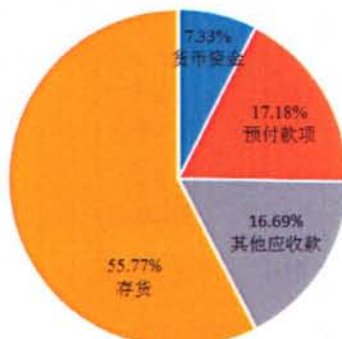
#### 流动资产

2012~2014 年，公司流动资产快速增长，复合增长 33.90%，截至 2014 年底为 49.93 亿元，其中货币资金占 7.33%，预付款项占 17.18%，其他应收款占 16.69%，存货占 55.77%，如下图所



示。

图 1 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，公司货币资金快速增长，复合增长 107.86%，截至 2014 年底为 3.66 亿元，其中银行存款占 69.40%，其他货币资金占 29.10%，以及少量库存现金构成。

2014 年公司应收账款为 1.45 亿元，较上年小幅增长 7.51%，其中金额较大款项分别为应收盱眙财政局 0.75 亿元和盱眙经发建筑安装有限公司 0.62 亿元的工程款以及应收江苏联升汽车部件有限公司 0.21 亿元货款构成；账龄在 1 年以内的应收账款占比 97.08%，综合账龄较短。

2012~2014 年，公司预付款项不断增长，复合增长 14.48%，截至 2014 年底为 8.58 亿元，其中工程款占比较大，分别是预付凯翔集团有限公司盱眙洪武家园项目部（1.00 亿元）、盱眙县淮河三桥工程建设指挥部（0.84 亿元）、铁山寺景区公路工程指挥部（0.45 亿元）、浙江精工世纪建设工程有限公司（0.45 亿元）和自然人寿铁均（0.32 亿元）。

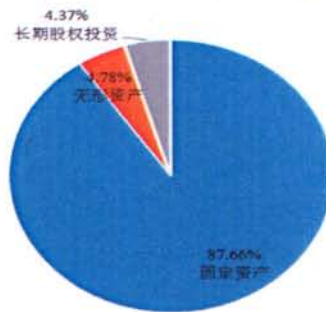
2012~2014 年，公司其他应收款快速增长，复合增长 24.75%，截至 2014 年底为 8.33 亿元，其中公司其他应收款账龄在 1 年以内的占比为 91.83%，1~2 年的为 2.60%，综合账龄较短，公司计提坏账准备 0.33 亿元坏账准备，计提比例 3.91%。

2012~2014 年，公司存货快速增长，复合增长 36.82%，截至 2014 年底为 27.84 亿元，其中开发成本占比较大，主要由万顷良田改造工程和华洋钢管北侧地块等项目成本 7.17 亿元以及待开发土地使用权 17.19 亿元构成。

#### 非流动资产

2012~2014，公司非流动资产快速增长，复合增长 24.35%，截至 2014 年底为 8.60 亿元，其中固定资产占 87.66%，无形资产占 4.78%，长期股权投资占 4.37%。

图 2 截至 2014 年末公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2013~2014 年，公司长期股权投资分别为 0.19 元和 0.38 亿元，公司 2012 年没有长期股权投资，2014 年底，公司长期股权投资较 2013 年底增长系公司新增对盱眙县雨花工业园投资有限公司股权投资 0.20 亿元（持股比例为 40.00%）所致。

2012~2014 年，公司固定资产快速增长，复合增长 17.59%，截至 2014 年底为 7.54 亿元，其中公司固定资产增长 1.99 亿元主要为因并入经发公司新增山水大厦 1.38 亿元。截至 2014 年底，公司固定资产中有 6.16 亿元用于抵押。

2012~2014 年，公司无形资产快速增长，复合增长 100.81%，截至 2014 年底为 0.41 亿元，其中受土地使用权增长影响较大。

总体看，随着代建项目持续推进，公司资产规模保持稳定增长趋势，资产结构以流动资产为主；流动资产中应收款项对公司资金形成占用，存货占比大且变现期限较长，资产流动性较弱，整体资产质量一般。

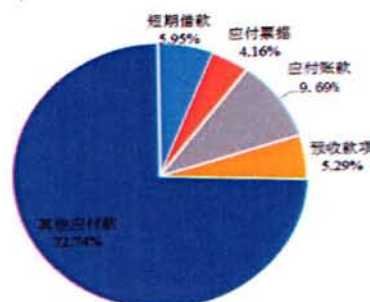
### 3. 负债及所有者权益

2012~2014 年，公司负债总额快速增长，复合增长 56.81%，主要是其他应付款和长期借款增长所致；截至 2014 年底，公司负债总额合计 23.84 亿元，其中流动负债占 65.56%，非流动负债占 34.44%，流动负债占比较高。

#### 流动负债

2012~2014 年，公司流动负债快速增长，复合增长 39.74%，主要是其他应付款增长所致；截至 2014 年底，公司流动负债总额合计 15.63 亿元，其中短期借款占 5.95%、应付票据占 4.16%、应付账款占 9.69%、预收款项占 5.29%、其他应付款占 72.74%。

图 3 截至 2014 年末公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告



2012~2014 年, 公司短期借款快速增长, 复合增长 293.70%, 主要为信用借款和担保借款的增长所致; 截至 2014 年底, 公司短期借款总额合计 0.93 亿元。

2012~2014 年, 公司应付账款快速增长, 复合增长 234.51%, 主要是应付建设公司的工程款增长所致; 截至 2014 年底, 公司应付账款总额合计 1.51 亿元, 其中应付账款主要由应付江苏高基建设有限公司 0.39 亿元、浙江中企建设集团 0.30 亿元和江苏昇和塑业有限公司 0.16 亿元的工程款构成。

2012~2014 年, 公司预收款项下降, 下降 21.10%, 主要是公司安置房项目预售款, 随着安置房销售确认收入, 预售款项呈波动下降趋势所致; 截至 2014 年底, 公司预收款项总额合计 0.83 亿元, 其中预收款项主要由中央御景园预收房款 0.81 亿元和盱眙五洲国际置业有限公司 150.00 万元构成。

2012~2014 年, 公司其他应付款快速增长, 复合增长 34.26%; 截至 2014 年底, 公司其他应付款总额合计 11.37 亿元, 其中公司其他应付款主要由应付盱眙县财政局 2.72 亿元、江苏章氏企业管理有限公司 0.56 亿元、盱眙通达公路工程有限公司 0.25 亿元、盱眙县人民医院 0.25 亿元和盱眙县天源水务投资有限公司 0.25 亿元构成。

2014 年底, 公司新增其他流动负债 401.69 元, 主要为担保赔偿准备和未到期责任准备款项。

2012~2014 年, 公司非流动负债快速增长, 复合增长 120.41%; 截至 2014 年底, 公司非流动负债总额合计 8.21 亿元, 全部为长期借款, 其中长期借款主要由信用借款 0.44 亿元、担保借款 2.29 亿元和抵押借款 5.49 亿元构成。

2012~2014 年, 公司全部债务快速增长, 主要是长期债务增长所致, 复合增长 136.64%; 截至 2014 年底, 公司全部债务总额合计 9.80 亿元, 其中, 短期债务占 16.22%、长期债务占 83.78%。

总体看, 近年来受保障房和城市基础设施项目投入的加大, 公司整体债务负担有所加重, 但处于可控水平。

#### 所有者权益

2012~2014 年, 公司所有者权益快速增长, 复合增长 20.94%, 主要是资本公积的快速增长所致; 截至 2014 年底, 公司所有者权益总额合计 34.69 亿元, 其中, 实收资本占 15.48%、资本公积占 76.00%、盈余公积占 0.86%、未分配利润占 7.67%, 归属于母公司所有者权益占 99.44%、少数股东权益占 0.56%。

2012~2014 年, 公司资本公积快速增长, 复合增长 22.03%, 主要是政府拨入的资本性投入及资产划拨所致; 截至 2014 年底, 公司资本公积总额合计 26.21 亿元。2013 年, 根据盱眙县财政局 2013 年 46 号文通知, 盱眙县财政局划拨 669.52 万元作为资本金注入公司, 盱眙县财政局划拨 1.61 亿元作为资本金注入公司子公司交投公司; 2014 年, 根据盱眙县财政局亿元作为资本金注入公司。2013 年 12 月 28 日, 根据盱眙县财政局 2013 年 181 号文和 46 号文通知, 盱眙县政府将盱眙交通旅游产业控股有限公司和淮安市盱眙经济开发有限公司 100% 的股权无偿划拨给公司。

总体看, 随着盱眙县政府的持续的资金注入投入和无偿划拨资产, 公司所有者权益快速增长, 所有者权益稳定性较好。

#### 4. 盈利能力

2012~2014 年, 公司营业收入快速增长, 复合增长 19.92%, 主要是根据完工进度确认工程建设收入以及商品销售、担保收入和物业收入的增长所致; 截至 2014 年底, 公司实现营业收入 3.46



亿元。

2012~2014年，公司营业成本快速增长，复合增长22.81%，主要是保障房项目和工程建设成本增长所致；截至2014年底，公司营业成本总额合计2.60亿元。

2012~2014年，公司期间费用波动增长，复合增长19.46%；截至2014年底，公司期间费用总额合计0.38亿元，2014年底，期间费用占营业收入的比重波动下降，占比为11.12%。

2012~2014年，公司营业外收入快速增长，复合增长28.78%，主要是公司获得盱眙县政府的基础设施建设补助，财政拨款所致；截至2014年底，公司营业外收入总额合计1.18亿元。

2012~2014年，公司利润总额稳步增长，复合增长12.36%，主要是营业外收入中的财政补助增长所致；截至2014年底，公司利润总额合计1.19亿元。

从盈利指标看，近三年公司营业利润率分别为22.72%、13.33%和19.77%，呈波动递减趋势；2014年，公司长期债务大幅上涨，公司总资本收益率有所下降，2013~2014年分别为3.58%和2.50%；2014年，由于股东增资，所有者权益增速大于净利润增速，公司净资产收益率有所下降，2013~2014年分别为3.98%和3.20%。

总体看，因公司利润来源主要为营业外收入中的政府基础设施建设补助，公司整体盈利能力弱。

#### 5. 现金流

2012~2014年，公司经营活动现金流入分别为7.57亿元、6.77亿元和11.14亿元，复合增长21.31%，公司经营活动现金流入主要为销售商品、提供劳务收到的现金和收到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分别为2.47亿元、1.72亿元和2.78亿元，现金收入比分别为102.72%、57.25%和80.35%，2013年收入实现比大幅下降主要系2012年收入为房地产收入，都收到了销售款，2013年~2014年收入中含代建收入，该部分收入未全额收到款项所致。2012~2014年，收到其他与经营活动有关的现金分别为5.10亿元、5.05亿元和8.36亿元，主要为付现费用及往来款构成。经营活动现金流出方面，2012~2014年支出分别为6.56亿元、5.55亿元和9.86亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金；2012~2014年，公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为4.84亿元、4.03亿元和7.35亿元，主要为保障房项目和工程施工项目的开发成本支出。2012~2014年，公司支付其他与经营活动有关的现金分别为1.56亿元、1.46亿元和2.31亿元，主要为往来款。2012~2014年，公司经营活动现金流量净额分别为1.01亿元、1.22亿元和1.28亿元。

从投资活动来看，公司近三年投资活动现金流入规模较小，2012~2014年，公司投资活动现金流出分别为1.01亿元、0.49亿元和2.96亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金。同期，投资活动产生的现金流量净额分别为1.01亿元、0.49亿元和2.96亿元，均呈现净流出状态。

筹资活动方面，2012~2014年，筹资活动现金流入波动幅度较大，三年分别为6.01亿元、1.84亿元和7.78亿元，主要为银行借款收到的现金，分别为1.90亿元、1.77亿元和6.16亿元。同期，吸收投资收到的现金分别为4.11亿元、669.52万元和1.62亿元，主要为盱眙县财政局注入公司资本金；同期，公司筹资活动现金流出分别为5.37亿元、2.87亿元和3.85亿元，主要为偿还银行借款及利息支出以及支付其他与筹资活动有关的现金。2012~2014年，公司筹资活动现金流量净额分别为0.64亿元、-1.03亿元和3.92亿元。

总体看，随着近两年工程施工项目收入占比增大，政府回购工程施工项目的回购款未全部到



账，公司经营活动获现能力大幅下降，在保持工程投资规模较大的情况下，公司对政府的资本金划拨及银行借款依赖程度较强。公司自营业务规模较小，投资活动现金规模较小。

#### 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，由于公司流动资产占比较高，公司流动比率和速动比率较高，2012~2014年，公司流动比率和速动比率波动中有所下降，三年平均值分别为335.45%和146.52%，2014年分别为319.39%和141.28%；同期，公司经营性现金流流动负债比平均值为10.64%，2014年为8.17%。考虑到短期债务规模小，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2012~2014年，得益于公司利润总额的不断增长，公司EBITDA年均复合增长11.96%。2014年公司EBITDA为1.42亿元，其中折旧占比15.41%、摊销占比1.07%、利润总额占比83.52%。2012~2014年，公司EBITDA利息倍数分别为10.47倍、6.53倍、3.09倍，公司EBITDA对利息的覆盖程度较好；公司EBITDA全部债务比分别为0.65倍、0.44倍、0.14倍，公司EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。考虑到公司是盱眙县基础设施建设唯一的建设主体，政府在资金划拨、资本金注入、财政补贴等方面给予公司持续支持。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至2015年9月底，公司未获得银行授信，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2014年底，公司合并口径对外担保余额合计5.82亿元（其中包含盱眙经发担保有限公司2.60亿元的担保余额），担保比率为16.78%，被担保企业合计86家（其中69家由盱眙经发担保有限公司担保）。剔除盱眙经发担保有限公司的对外担保余额后，公司剩余对外担保余额2.22亿元，担保比率为6.40%，担保比率较小。

总体看，基于对公司自身经营和财务状况，以及盱眙县经济发展及财力水平的综合分析，并考虑到盱眙县政府在资产划拨和财政补贴等方面的支持，公司整体抗风险能力较强。

### 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12亿元，占2014年底公司长期债务、全部债务和负债总额的比重分别为146.16%、122.45%和50.33%，对公司现有债务影响很大。

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40.74%、22.03%和19.14%，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50.82%、38.59%和36.82%，公司债务负担将有所加重。

#### 2. 本次债券偿还能力分析

2012~2014年，公司EBITDA持续上升，分别为1.13亿元、1.27亿元和1.42亿元，分别是本次债券的0.09倍、0.11倍和0.12倍；EBITDA对本次债券覆盖水平很低。本次债券设置了提前偿还本金安排，在债券存续期的第3、4、5、6、7年年末偿还本金2.40亿元，EBITDA分别为每年待偿还额的0.47倍、0.53倍和0.59倍。

2012~2014年，公司经营活动现金流入量分别为本次债券的0.63倍、0.56倍和0.93倍，为每年待偿还额的3.15倍、2.82倍和4.64倍；公司经营活动现金流量净额为本次债券的0.08倍、0.10倍和0.11倍，为每年待偿还额的0.42倍、0.51倍和0.53倍，对本次债券保障能力弱。

### 3. 本次债券偿债来源

本次债券的偿债资金主要来源于募集资金投资项目的收益。募投项目现金流入包括安置房销售收入、商铺以及地下停车场销售收入。

根据相关文件，盱眙县 2013~2017 年棚户区改造二期工程项目总投资 12.60 亿元，该项目建成后，预计可实现项目总收入 16.64 亿元，主要包括：安置房 30.06 万平方米，每平方米售价预计不低于 3,000.00 元，销售收入预计为 9.02 亿元；商业建筑中，商铺 5.96 万平方米，每平方米售价预计不低于 12,000.00 元，销售收入预计为 7.14 亿元；地下停车场 1,600 个，每个销售价格不低于 30,000 元，销售收入预计 0.48 亿元。

本次债券的偿债资金主要来源于募投项目的收益。项目自身收入 16.64 亿元，可以覆盖可行性研究报告批复中所测算的项目总成本（为本次债券募集资金的 1.32 倍），募投项目的收益对本次债券本金覆盖能力尚可。但考虑到募投项目目前处于在建状态，募投项目如期完工以及其未来收入实现情况尚不可确定，因此募投项目产生收入的时间与本次债券偿付利息及分期偿还本金的时点可能有一定出入，出现错配情况。联合评级未来将持续关注募投项目具体的建设进展以及收入实现情况。

总体看，公司经营活动现金流入量对本次债券每年待偿还额保障能力尚可。

## 九、债权保护条款分析

上海浦东发展银行盱眙支行与公司签署《淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司公司债券偿债资金专户监管协议》，作为本次债券的监管银行。公司在监管银行处开设偿债专户，由监管银行对公司的偿债专户进行监管。公司还本付息资金将按计划进入偿债专户，偿债资金将来源于公司日常生产经营所产生的现金收入，并以公司的日常营运资金为保障。

本次债券存续期间，在本次债券的付息日或兑付日前七个工作日之前，公司将本年度确定的还本付息金额向偿债账户中划入偿债资金。

为维护全体债券持有人的合法权益，公司聘请中国民族证券有限责任公司担任本次债券的债权代理人，并签署了《2015 年淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司公司债券债权代理协议》，债券投资者认购、受让或持有本次债券的，均表示债券投资者认可该等安排。在债券存续期内，债权代理人将代理债券持有人监督公司经营状况、募集资金使用状况，代理债券持有人与公司之间的谈判、诉讼事务及债券持有人会议授权的其他事务。

总体看，公司为本次债券设立了偿债专户，并由上海浦东发展银行作为资金监管人对偿债专户进行监管，能够在一定程度上加强本次债券本息偿还的安全性。

## 十、综合评价

公司是盱眙县基础设施建设主体之一，在经营环境和盱眙县政府支持方面具备显著优势。公司所属地区经济发展及城市化进程较快，为公司发展提供了良好的外部经营环境。

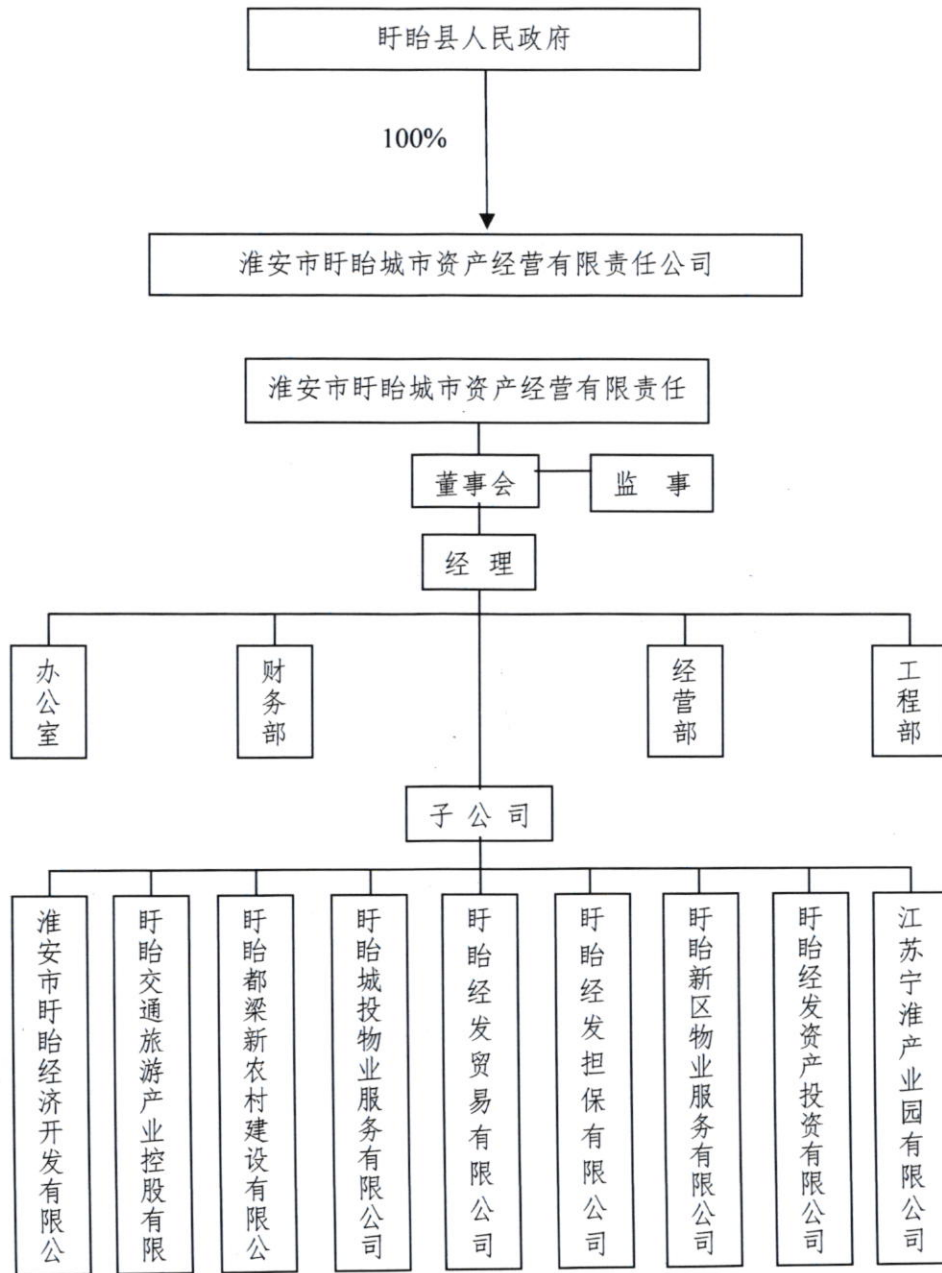
目前，公司资产质量一般，债务负担一般，盈利能力基本稳定。公司目前的经营范围受盱眙县经济环境及政府规划影响；经营活动获现能力较弱，回款周期受政府财政拨付资金效率影响较大。



本次债券期限为 7 年，设置了本金提前分期偿还安排，有利于分散集中偿付压力。本次债券偿债资金来源主要为公司日常经营所产生的收入和募投项目产生的收益。

总体看，本次债券到期不能偿还的风险低。

# 附件 1 淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司 股权结构图及组织结构图





## 附件 2 淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司

### 主要财务指标 (单位：人民币亿元)

| 项目                | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 |
|-------------------|--------|--------|--------|
| 资产总额              | 33.41  | 38.10  | 58.53  |
| 所有者权益             | 23.71  | 26.44  | 34.69  |
| 短期债务              | 0.06   | 0.36   | 1.59   |
| 长期债务              | 1.69   | 2.55   | 8.21   |
| 全部债务              | 1.75   | 2.91   | 9.80   |
| 营业收入              | 2.41   | 3.01   | 3.46   |
| 净利润               | 0.89   | 1.05   | 1.11   |
| EBITDA            | 1.13   | 1.27   | 1.42   |
| 经营性净现金流           | 1.01   | 1.22   | 1.28   |
| 应收账款周转次数 (次)      | --     | 2.23   | 2.47   |
| 存货周转次数 (次)        | --     | 0.15   | 0.11   |
| 总资产周转次数 (次)       | --     | 0.08   | 0.07   |
| 现金收入比率 (%)        | 102.72 | 57.25  | 80.35  |
| 总资本收益率 (%)        | --     | 3.58   | 2.50   |
| 总资产报酬率 (%)        | --     | 0.03   | 0.02   |
| 净资产收益率 (%)        | --     | 3.98   | 3.20   |
| 营业利润率 (%)         | 22.72  | 13.33  | 19.77  |
| 费用收入比 (%)         | 11.20  | 8.78   | 11.12  |
| 资产负债率 (%)         | 29.02  | 30.60  | 40.74  |
| 全部债务资本化比率 (%)     | 6.87   | 9.92   | 22.03  |
| 长期债务资本化比率 (%)     | 6.65   | 8.80   | 19.14  |
| EBITDA 利息倍数 (倍)   | 10.47  | 6.53   | 3.09   |
| EBITDA 全部债务比 (倍)  | 0.65   | 0.44   | 0.14   |
| 流动比率 (倍)          | 347.84 | 353.96 | 319.39 |
| 速动比率 (倍)          | 162.05 | 144.90 | 141.28 |
| 现金短期债务比 (倍)       | 0.49   | 0.48   | 0.76   |
| 经营现金流动负债比率 (%)    | 12.65  | 13.40  | 8.17   |
| EBITDA/本次发债额度 (倍) | 0.09   | 0.11   | 0.12   |

### 附件3 有关计算指标的计算公式

| 指标名称              | 计算公式                                                                                  |
|-------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>       |                                                                                       |
| 年均增长率             | (1) 2年数据: 增长率=(本次-上期)/上期×100%<br>(2) n年数据: 增长率=[(本次/前n年) <sup>1/(n-1)</sup> ]-1]×100% |
| <b>经营效率指标</b>     |                                                                                       |
| 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%                                                              |
| <b>盈利指标</b>       |                                                                                       |
| 总资产收益率            | (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%                                                            |
| <b>财务构成指标</b>     |                                                                                       |
| 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%                                                                       |
| <b>长期偿债能力指标</b>   |                                                                                       |
| 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                                                                      |
| <b>短期偿债能力指标</b>   |                                                                                       |
| 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)                                                       |
| <b>本次公司债券偿债能力</b> |                                                                                       |
| 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 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。

