信 用 等 级 公 告

联合[2018]007 号

宿迁市城市建设投资（集团）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 2017 年度第二期宿迁市城市建设投资（集团）有限公司公司债券进行了主动评级，确定：

宿迁市城市建设投资（集团）有限公司主体长期信用等级为 $AA+_{pi}$，评级展望为“稳定”

宿迁市城市建设投资（集团）有限公司拟发行的 2017 年度第二期宿迁市城市建设投资（集团）有限公司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

评级总监：

二零一八年 一月 三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

2017年第二期宿迁市城市建设投资（集团）有限公司公司债券主动评级报告

本期债券信用等级： AA^{+}_{pi}

公司主体长期信用等级： AA^{+}_{pi}

评级展望： 稳定

本期债券发行规模： 4亿元

本期债券期限： 7年

还本付息方式： 按年付息，存续期第3~7个计息年度末每年偿还20%本金

募集资金用途： 其中1.60亿元用于补充公司营运资金，2.40亿元用于募投项目建设

评级时间： 2018年1月3日

主要财务数据

项目	2014年	2015年	2016年
资产总额（亿元）	175.47	208.91	234.39
所有者权益（亿元）	85.98	87.11	88.36
长期债务（亿元）	32.50	69.05	87.12
全部债务（亿元）	64.89	92.77	119.28
营业收入（亿元）	6.41	6.66	6.23
净利润（亿元）	1.28	1.13	0.88
EBITDA（亿元）	1.51	1.47	1.20
经营性净现金流（亿元）	-5.49	-21.48	-6.42
营业利润率（%）	-4.54	12.09	-5.14
净资产收益率（%）	1.49	1.30	1.01
资产负债率（%）	51.00	58.30	62.30
全部债务资本化比率（%）	43.01	51.57	57.45
流动比率（倍）	2.99	3.85	3.73
EBITDA全部债务比（倍）	0.02	0.02	0.01
EBITDA利息倍数（倍）	32.77	3.10	7.89
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.38	0.37	0.30

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3、报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币；4、长期应付款计入长期债务，其他流动负债中的短期融资券和其他应付款中的有息负债部分已计入短期债务；5、由于公司未提供2013年审计报告，故2014年部分数据无法计算。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对宿迁市城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“宿迁城投”或“公司”）的评级反应了公司作为宿迁市从事城市基础设施和保障房建设的主要经营实体之一，在区域竞争、政府支持等方面具有显著优势。同时，联合评级也关注到公司债务规模上升、应收类款项对资金形成占用、整体盈利能力偏弱等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

近年来，宿迁市经济稳步发展，经济和地方财政实力持续提升，为公司提供了良好的外部环境。随着宿迁市城市化程度的不断提高及公司在建项目的陆续完工与结算，公司收入规模有望持续增长，有助于提升公司经营规模和抗风险能力。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

公司经营活动现金流入量及募投项目预算收益对本期债券覆盖能力均较好。此外，本期公司债券设置了分期偿还条款，将在一定程度上降低债券本息的集中偿付压力。

基于公司主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1．近年来，宿迁市经济持续发展，财政实力稳步增强，为公司提供了良好的发展环境。

2．国家对保障性住房政策支持力度大，公司作为宿迁市重要保障房建设主体，行业优势突出。

3．宿迁市政府对公司支持力度较大，近年来通过资产划拨、资金划转和财政补贴等方式，有效提升了公司实力。

4．本期债券募投项目预算收益对本期债

券具备覆盖能力；分期偿还条款有效降低了集中偿付压力。

关注

1．近年来，公司投资性支出规模较大，有息债务负担加重。

2．公司应收类款项规模大，对资金形成占用；公司面临一定的短期支付压力。

3．受公司对外资金拆借规模快速扩大影响，公司经营性净现金流持续净流出。

4．公司于 2015 年收购宿迁市国际体育会展中心有限公司，该公司尚未产生收入，未来经营模式存在不确定性。

5．本期债券的募投项目收益与其本金偿付时点存在不匹配性，且预期收入的实现受房地产行业调控及当地经济发展状况影响大。

分析师

高　鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

王素平

电话：010-85172818

邮箱：wangsp@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迁市城市建设投资（集团）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，未因宿迁市城市建设投资（集团）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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。联合评级、评级人员与兴义市信恒城市建设投资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对宿迁市城市建设投资（集团）有限公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

宿迁市城市建设投资（集团）有限公司（以下简称“公司”或“宿迁城投”）系宿迁市人民政府出资设立的国有独资公司，成立于2001年9月5日，初始注册资本12,742.46万元，经过宿迁市人民政府对公司多次增资，截至2017年6月底，公司注册资本和实收资本均为32.40亿元，宿迁市人民政府为公司唯一股东和实际控制人。

公司经营范围：经营管理政府授权范围内的国有资产，承担政府发包或委托并由财政资金投资的市政公用设施建设，投资、经营有收益权的市政公用设施，投资经营与市政公用设施相关的土地开发、房地产综合开发业务，土地整理开发，法律、法规许可的其他业务。

截至2016年底，公司下设综合部、财务审计部、工程建设部、融资部、资产经营部和招标采购部和总工办六部一室（见附件1）；公司拥有全资子公司7家，控股子公司1家。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 234.39 亿元，负债合计 146.02 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 88.36 亿元，归属于母公司所有者权益 87.72 亿元。2016 年，公司实现营业收入 6.23 亿元，净利润（含少数股东损益）0.88 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.90 亿元；经营活动产生的现金流量净额-6.42 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.44 亿元。

公司注册地址：江苏省宿迁市洪泽湖路 140 号（建设大厦内）；法定代表人：单成武。

二、本期债券概况

1．本期债券概况

公司已于 2017 年 1 月 11 日获得国家发展改革委发行公司债券核准的批复（发改企业债券【2017】17 号），同意公司发行公司债券不超过 10.00 亿元，并已于 2017 年 7 月 11 日发行第一期（17 宿迁城投 01/17 宿迁 01），发行额度 3.00 亿元。本期拟发行 2017 年第二期（以下简称“本期债券”），发行额度 4.00 亿元，期限 7 年。本期债券采用分期偿还本金方式，自债券发行后第 3 年起，每年按照债券发行总额 20%的比例偿还债券本金。本期债券为固定利率，按年计息。

本期债券无担保。

2．本期债券投资项目概况

本期债券募集资金总额为 4.00 亿元，分别用于隆城世嘉建设项目、隆城丹郡建设项目及补充公司营运资金。

表 1　本期债券募集资金用途概况（单位：亿元、%）

募集资金用途	项目总投资	拟使用募集资金	拟使用资金占项目投资额比例
隆城世嘉建设项目	8.08	1.20	14.85
隆城丹郡建设项目	12.84	1.20	9.35
补充营运资金	--	1.60	--
合计	--	**4.00**	--

资料来源：本期债券募集说明书

（1）隆城世嘉建设项目

隆城世嘉建设项目位于宿迁市老城区，北至卫生路、南至项王路、东至黄河南路、西至饮马堤路，建设内容包括拆迁补偿、安置住宅、配套公建用房等建设，以及总图（含道路广场、绿化

景观）、给排水、供电、通信、燃气等基础设施建设。

该项目总用地面积为 49,158.30 平方米（折合约 73.74 亩）；规划建筑总面积约为 168,621.30 平方米，其中住宅 122,082.50 平方米，合计配套商业设施 14,547.10 平方米，地下建筑面积 30,005.70 平方米，同时配套公建建筑面积为 1,986.00 平方米。

该项目已获得有关部门的批准，具体批复情况如下表所示。

表 2　隆城世嘉建设项目获得相关批复情况

发文机关	批文名称	批文编号	发文日期	主要内容
宿迁市发展改革委	《市发展改革委关于隆城世嘉项目核准的批复》	宿发改投资发[2014]108 号	2014 年 4 月 29 日	同意项目核准申请,并对项目建设规模与内容、总投资、资金来源等事项作出核准性批复。
宿迁市发展改革委	《市发展改革委关于调整隆城世嘉建设项目建设单位和投资额的批复》	宿发改投资发[2014]323 号	2014 年 12 月 15 日	同意项目建设单位调整，同意项目投资额度调整。
宿迁市环境保护局	《关于对宿迁市城市建设投资有限公司宿迁市隆城世嘉小区保障性住房项目环境影响报告书的批复》	宿环建管[2013]45 号	2013 年 12 月 25 日	同意项目环境影响报告书所载内容，准予项目实施，并对实施过程中应采取的环保措施作出了详细规定。
宿迁市规划局	关于隆城世嘉建设项目《建设用地规划许可证》	地字第 321300201410008	2014 年 5 月 4 日	项目建设用地符合城乡规划要求。
宿迁市规划局	关于隆城世嘉建设项目《建设工程规划许可证》	建字第 321300201410056	2014 年 11 月 7 日	项目建设工程符合城乡规划要求。
宿迁市住房和城乡建设局	关于隆城世嘉建设项目《建筑工程施工许可证》	编号 321300020150025、321300020150026	2015 年 4 月 22 日	项目符合建筑工程施工条件。
宿迁市人民政府、宿迁市国土资源局	关于隆城世嘉建设项目《土地使用权证》	宿国用（2015）第 12920 号	2015 年 7 月 14 日	--

资料来源：公司提供

注：隆城世嘉项目前期编制项目申请报告时未计入拆迁安置费用，宿发改投资发[2014]323 号同意隆城世嘉建设项目总投资额由 50,015.60 万元调整为 80,818.72 万元。

根据项目可研报告，商业用房、地下车库均按照宿迁城区普通商品性住房市场价格出售。商业用房销售价格为 20,000 元/平方米，地下车库价格为 60,000 元/个。宿城区人民政府针对棚户区改造地块住户颁布了相应的补偿安置方案，住户可以选择隆城世嘉建设项目进行异地安置，安置住房价格为 4,150 元/平方米，超出居住安置面积的市场价格约为 6,300 元/平方米。隆城世嘉建设项目总收入为 86,284.87 万元，收入和现金流均较好。

隆城世嘉建设项目总投资估算为 80,818.72 万元，拟使用本期债券募集资金 9,000.00 万元，拟使用募集资金占项目总投资比例的 11.14%。该项目已于 2014 年 6 月动工，建设周期 2 年，截至 2017 年 11 月底，该项目累计投资 7.03 亿元。

（2）隆城丹郡建设项目

隆城丹郡建设项目位于宿迁市老城区，东至幸福路、南至八一路、西至黄河路、北至环城北路，交通便利，地理位置优越。该项目由住宅楼、商业及与之配套的辅助用房组成，项目集居住、休闲娱乐于一体。

该项目利用土地面积合计约为 12.80 公顷；规划建筑总面积约为 355,169.07 平方米，其中住宅 249,786.03 平方米、配套商业面积 22,610.43 平方米，地下建筑面积 72,150.86 平方米，辅助用房建筑面积 10,621.75 平方米。本项目分两期建设，一期部分建筑面积 180,000.00 平方米，二期

部分建筑面积 175,169.07 平方米。

隆城丹郡项目已获得有关部门的批准，具体批复情况如下表所示。

表 3　隆城丹郡建设项目获得相关批复情况

发文机关	批文名称	批文编号	发文日期	主要内容
宿迁市发展改革委	《市发展改革委关于核准宿迁市隆城置业有限公司隆城丹郡建设项目的批复》	宿发改投资发[2013]316 号	2013 年 8 月 23 日	同意项目立项申请,并对项目建设规模与内容、总投资、资金来源等事项作出核准性批复。
宿迁市发展改革委	《市发展改革委关于宿迁市隆城置业有限公司隆城丹郡建设项目合理用能评估报告书的审查意见》	宿发改能审[2013]第 004 号	2013 年 1 月 29 日	项目设计方案符合节能设计要求。
宿迁市环境保护局	《关于对宿迁市隆城置业有限公司隆城丹郡建设项目环境影响报告书的批复》	宿环建管[2013]27 号	2013 年 8 月 23 日	同意项目环境影响报告书所载内容，准予项目实施，并对实施过程中应采取的环保措施作出了详细规定。
宿迁市规划局	关于隆城丹郡建设项目《建设用地规划许可证》	地字第 321300201310030	2013 年 8 月 23 日	项目建设用地符合城乡规划要求。
宿迁市规划局	关于隆城丹郡建设项目《建设工程规划许可证》	建字第 321300201410032	2014 年 5 月 15 日	项目建设工程符合城乡规划要求。
宿迁市住房和城乡建设局	关于隆城丹郡建设项目《建筑工程施工许可证》	编号 321300020140087	2014 年 8 月 19 日	项目符合建筑工程施工条件。
宿迁市人民政府、宿迁市国土资源局	关于隆城丹郡建设项目《土地使用权证》	宿国用（2013）第 15753 号	2013 年 8 月 18 日	--

资料来源：公司提供

隆城丹郡项目总投资估算 128,365.36 万元，其中工程费用 56,653.00 万元，工程建设其他费用 65,599.30 万元（含土地费用 61,513.44 万元），建设周期 4 年，已于 2013 年 10 月动工。截至 2017 年 11 月底，该项目累计投资 11.11 亿元。

根据项目可研报告，本项目计算期 7 年，其中：建设期 4 年，2017 年起对外销售商品房。宿城区人民政府针对该棚户区改造地块住户颁布了相应的补偿安置方案，住户可以选择隆城丹郡建设项目进行异地安置，安置住房价格为 4,050 元/平方米。隆城丹郡建设项目收入合计为 151,749.95 万元。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，我国 GDP 实际增速为 6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现 2.0%的温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至

51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017 年 1~9 月，我国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下，2017 年前三季度，我国国内生产总值（GDP）增速分别为 6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI 稳中有升，PPI 和 PPIRM 保持平稳增长；就业水平相对稳定。

2017 年 1~9 月，我国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好；工业生产有所加快，工业结构进一步优化，工业企业利润保持快速增长；服务业持续快速增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）继续提升，产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓，高技术制造业投资增速加快。2017 年 1~9 月，我国固定资产投资（不含农户）45.8 万亿元，同比增长 7.5%（实际增速 2.2%），增速较 1~6 月（8.6%）和上年同期（8.2%）均有所放缓。具体来看，房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速（8.1%）继续放缓，但较上年同期仍有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础建设投资增速（15.9%）较 1~6 月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化。此外，民间投资增速（6.0%）较 1~6 月有所放缓，民间投资信心仍略显不足，但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展 PPP 模式适用范围等鼓励措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快。2017 年 1~9 月，我国社会消费品零售总额 26.3 万亿元，同比增长 10.4%，增速与 1~6 月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9 月，全国居民人均可支配收入 19,342 元，同比增长 9.1%（实际增速 7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017 年 1~9 月，我国货物贸易进出口总值 20.3 万亿元，同比增加 16.6%，但增速较 1~6 月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在 10%以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为我国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对我国经济产生影响。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、

汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内我国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，我国经济增速短期内或将继续放缓，预计 2017 年全年经济增速将在 6.8%左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

总体看，整体宏观环境稳中向好增长，但外部环境的不确定性对我国总体宏观环境仍有一定风险。

四、行业及区域经济环境

1．基础设施建设行业分析

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地区城市建设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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。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政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，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，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

（3）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合评级认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合评级也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

2．区域经济

（1）经济概况

宿迁市是 1996 年经国务院批准设立的地级市，地处江苏省北部，全市总面积 8,555 平方公里，人口 580 万。下辖沭阳县、泗阳县、泗洪县、宿豫区、宿城区和宿迁经济技术开发区、市湖滨新区、苏州宿迁工业园区、市软件与服务外包产业园、市洋河新区、市项王故里景区，共 102 个乡（镇）、13 个街道办事处，1,461 个村（居）委会。宿迁位于新兴的淮海经济区的中心区域，东临

中国八大港口之一连云港，西接全国交通枢纽徐州市，京杭大运河纵贯南北，京沪、宁宿徐、徐宿淮盐高速、宿新高速建成通车，新长铁路、205 国道穿境而过，宿淮铁路、省道 344 加快推进。西距徐州观音国际机场 60 公里，北离连云港白塔埠机场 100 公里，东到淮安涟水机场 130 公里，空港优势明显，交通便利。

近年来，伴随江苏省经济的高速增长，宿迁城市化进程不断加快。根据《宿迁市 2016 年国民经济和社会发展统计公报》显示，2016 年全市实现地区生产总值 2,351.12 亿元，较上年增长 9.10%，比全省增速快 1.30 个百分点。其中第一产业增加值 275.23 亿元，增长 2.00%；第二产业增加值 1,140.37 亿元，增长 10.10%；第三产业增加值 935.52 亿元，增长 10.20%。三次产业结构调整为 11.7：48.5：39.8，其中一产比重较上年下降 0.40 个百分点，二产比重较上年持平，三产比重较上年提高 0.40 个百分点。人均 GDP 达 48,309.00 元，按平均汇率达 7,275.00 美元。

2016 年，宿迁市全市工业经济稳步发展，质量和效益明显提高。全部工业增加值比上年增长 10.60%。规模以上工业企业实现产值 4,313.56 亿元，较上年增长 13.00%。经济效益稳步提升。全市规模以上工业企业实现主营业务收入 4,077.11 亿元，较上年增长 11.00%；实现利润总额 403.28 亿元，较上年增长 11.60%。全市固定资产投资完成 2,059.58 亿元，较上年增长 12.00%。一、二、三产业投资分别完成 26.38 亿元、1,330.76 亿元和 702.44 亿元，较上年分别增长 1.20 倍、8.3%和 17.4%。三次产业投资分别占投资总量的 1.30%、64.60%和 34.10%。民间投资仍是主力，完成 1,599.60 亿元，占全部投资的 77.70%。

总体看，近年来宿迁市经济持续快速发展，工业总产值、固定资产投资稳定增长，这些有利条件均为宿迁市基础设施建设、招商引资和产业布局奠定了良好的外部环境。

（2）财政实力

公司是宿迁市人民政府批准设立从事宿迁城市基础设施建设的重要主体，宿迁市政府的财政实力在一定程度上决定着公司的实力。

2014~2016 年，宿迁市地方财政可控财力逐年上升，分别为 495.62 亿元、502.89 元和 531.98 亿元。从收入结构看，2014~2016 年宿迁市一般预算收入占可控财力的比重相对稳定，分别为 42.39%、46.86%和 44.75%。一般预算收入中税收收入近三年分别为 180.69 亿元、196.95 亿元和 186.27 亿元，税收收入波动增长且占一般预算收入比重较大，反映了宿迁市一般预算收入的质量较好。2014~2016 年，宿迁市获得上级补助收入分别为 163.18 亿元、178.05 亿元和 201.68 亿元，补助力度逐年增强，在一定程度上增强了宿迁市可控财力。宿迁市政府性基金收入主要为国有土地使用权出让收入，受土地行情影响，近三年呈现出波动下降趋势，2016 年为 92.22 亿元，但仍为地方综合财力的重要组成部分。

表 4　2014~2016 年宿迁市财政收入数据 （单位：万元、%）

科目	2014 年	2015 年	2016 年
一般预算收入	2,100,975	2,356,711	2,380,788
其中：税收收入	1,806,883	1,969,518	1,862,679
非税收入	294,092	387,193	518,109
基金收入	1,144,364	803,329	922,150
其中：国有土地使用权出让金	1,053,520	720,730	847,764
其他	90,844	82,599	74,386
上级补助收入	1,631,800	1,780,548	2,016,824
其中：税收返还性收入	103,343	104,335	279,294

一般性转移支付	839,176	1,040,419	1,098,361
专项转移支付	689,281	635,794	639,169
预算外财政专户资金	79,065	88,296	--
地方可控财力	**4,956,204**	**5,028,884**	**5,319,762**

资料来源：宿迁市财政局

总体来看，受土地行情影响，宿迁市地方基金收入波动较大，但近年来宿迁市区域经济的快速发展为财政收入提供了较好的税源基础，一般预算收入增长较快；同时，上级政府补助力度逐年增强，在一定程度上增强了宿迁市可控财力。

（3）地方政府债务

宿迁市地方政府债务由直接债务和担保债务构成。截至 2016 年底，宿迁市政府直接债务余额 401.98 亿元，担保债务为 0.04 亿元，地方债务率（债务率=地方政府债务余额÷地方综合财力）为 75.57%，较上年的 71.94%有所上升，总体债务水平较高。

五、基础素质分析

1．人员素质

公司现有高层管理人员共 6 人，其中董事长和总经理各 1 名。

公司董事长、党委书记单成武先生，大学学历；曾任江苏省淮阴市泗阳县王集轧花厂技术员、车间主任，江苏省淮阴市泗阳县经贸委科员、科长，宿迁市经委、经贸委生产科副科长、营销管理科科长、电力能源处处长、工商业投资处处长，宿迁市产业发展集团有限公司党委副书记、总经理，宿迁市同创信用担保有限公司董事长，江苏洋河酒厂股份有限公司副总经理，江苏双沟酒业股份有限公司副总经理；2015 年 11 月起任公司董事长、党委书记。

公司总经理孙恩杰先生，1973 年生，研究生学历；曾任中铁三局上海（华海）工程公司技术员、质检员、质检室主任，宿迁市高速公路建设指挥部助理工程师、工程师，宿迁市高速公路建设指挥部计划科负责人、副科长，宿迁市铁路建设办公室规划工程处副处长，宿迁市交通运输局党委委员、总工程师，宿迁市铁路建设办公室副主任；2017 年 5 月起任公司总经理。

截至 2017 年 6 月底，公司（合并口径）共有员工 122 人，其中本科及以上学历人员 55.74%，大专学历人员占 38.52%；从年龄结构看，35 岁及以下人员占 68.85%，35~45 岁员工占 23.77%，45 岁及以上人员占 7.38%。

总体看，公司人员文化素质较高，年龄结构合理；公司高管文化素质高，管理经验与政府工作经验丰富，有助于公司业务经营发展。

2．政府支持

公司作为宿迁市政府城市基础设施和保障房建设的重要主体，得到了宿迁市政府在资产划拨、资金拨付等方面的支持。

（1）资本金与资产注入

为了增强公司资本实力，近年来宿迁市政府通过资产划拨和资金拨付等方式增加公司注册资本。2012 年，根据宿财综（2012）12 号文，宿迁市财政局将 2012 年 1~7 月拨付资金中 10.40 亿元用于增加公司注册资本。

除了增加公司注册资本外，宿迁市政府还通过资产划拨和资金拨付等增加公司资本公积。2013年，根据宿迁市财政局宿财综[2013]号文件，宿迁市人民政府拨付资金 17.32 亿元（“收到其他与筹资活动有关的现金”科目体现）作为政府资本性投入，计入资本公积。2014 年，根据宿迁市财政局《关于明确宿迁市城市建设投资有限公司相关财务处理原则的通知》，宿迁市人民政府拨付资金 25.01 亿元（“收到其他与筹资活动有关的现金”科目体现）作为政府资本性投入，计入资本公积。

（2）财政补贴

公司的棚户区改造等保障性住房建设获得较大规模的中央及江苏省和宿迁市政府的财政补贴。2014~2016 年，公司收到棚户区改造资金、保障房建设补贴、公租房示范项目奖励、财政贴息等（计入“营业外收入-政府补贴”科目）资金分别为 1.90 亿元、0.82 亿元和 1.68 亿元。2017 年 1~6 月，公司尚未收到财政补贴。

（3）偿债准备金

为保障市级政府性债务的及时偿还，当地政府建立了偿债准备金制度。

根据《市政府办公室关于印发宿迁市市级政府偿债准备金管理暂行办法的通知》（宿政办发【2012】117 号文），经市政府批准建立偿债准备金，用于偿还政府性债务或临时垫付政府债务资金缺口的专项资金，按照“专款专用、专户核算、严格程序、滚存使用”的原则，开设独立账户，独立管理和运作，任何单位和个人不得挪作他用。偿债准备金主要来源：预算内财力安排；预算内超收财力安排；当年政府非税收入统筹部分的 50%；当年国有资本经营收入的 50%；当年国有土地出让毛收入的 3%；专项收入的超收部分适当安排用于偿债准备金等。

总体看，宿迁市政府在资产注入、资金拨付、财政补贴等方面给予公司的支持力度大，为公司经营发展提供了有力保障。

六、管理分析

1．法人治理结构

公司根据《公司法》、《企业国有资产监督管理暂行条例》及其他法律法规要求规范公司运作，建立了相应的治理结构。公司不设股东会，设有董事会、监事会。

董事会是公司的权力机构和决策机构，由 3 名董事组成。董事每届任期 3 年，可以连任。董事会设董事长 1 名，副董事长 1 名，由出资人在董事会中指定。

监事会由 5 名监事组成，监事每届任期 3 年。监事会设监事会主席 1 名，由出资人在监事会成员中指定。

公司设总经理 1 名，公司高级管理人员由董事会聘任或解聘，对董事会负责，每届任期不超过聘任其为高级管理人员的董事会任期。总经理对董事会负责，负责主持公司的日常生产经营管理工作，提请董事会聘任或者解聘公司副总经理、总工程师和财务总监等高级管理人员等。

总体看，公司法人治理结构健全，有利于公司规范经营和不断发展。

2．管理制度

为规范公司运作，完善公司投融资功能，确保国有资产保值增值，公司明确了各部门职责，并制定了一系列管理制度，从财务管理、资金管理、资产管理、投融资管理、工程管理、人力资源等方面加强了对公司的管理。

（1）财务管理制度

财务审核与审批方面，公司制定了《财务管理制度》，实行总经理审批制度，即由主管财务的总经理审批。公司建立了审核审批制度，对于已经发生的费用支出，在审批前应由部门负责人签署证明意见，由财务负责人审核签字，然后报主管总经理审批。原始凭证复核必须严格按照财政部《会计基础工作规范》的有关规定要求进行，对不符合要求的原始凭证，会计人员不得受理。原始凭证必须有经办人、证明人签字。借款借据，必须在出纳人员监督下制作，由部门负责人签字证明，并经总经理签批后方可办理借款。

内审方面，公司建立内部审计机构，实行《公司内部审计制度》。内部审计机构对公司及全资企业、控股企业以及分支机构的经营管理活动进行审计监督，并定期提交内部审计报告。

（2）工程建设管理制度

公司对建设工程资金严格执行预算管理制度，制定了《工程资金管理办法》。工程开工前，工程处应将项目批准文件、预算、合同、施工进度计划等资料报公司财务部，财务人员应尽快熟悉工程项目情况，以便加强资金的筹集、调度、控制和管理。严格执行工程资金拨付审批程序，各项工程款、材料款及有关费用的支付，先经工程部经办人和负责人根据合同、协议、工程质量、工程进度签核确认后，由财务部审核，报主管财务总经理审批。各项工程资金的拨付，均必须有合法、规范、有效的原始凭据，并一律经过银行转帐支付；数额较小不足转帐起点的，经财务部门负责人批准并签署意见后，方可支付现金。

（3）资金管理制度

项目现金的管理方面，会计人员要严格执行人民银行颁布的《现金管理暂行条例》，根据公司实际需要，合理核定现金的库存限额，超出限额部分要及时送存银行。严禁白条抵库和任意挪用现金，日记帐必须日清月结，并与库存现金相核对，发现不符要及时查明原因。公司的一切现金收付都必须有合法的原始凭证。

银行存款的管理方面，出纳人员要随时掌握银行存款的余额，不准签发空头支票，不准将银行帐户出借给任何单位和个人办理结算或套取现金。月末要做好与银行的对帐工作，并编制银行存款余额调节表，对未达帐项作出说明。

（4）人力资源制度

在员工招聘上，公司各部门及子公司上报人员需求计划，由办公室统一编制招聘计划，经公司党支委会研究后，报市国资委批准后实施。

人事考核上，考核实行岗位差别制，即试用期职工采取试用考核制；职工（包括主管、主办、办事员）采取每3个月考核制；中层管理人员（部门经理（主任）、部门副经理（副主任））采取每6个月考核制。董事长、总经理和副总经理的考核由董事会决定。

总体看，公司法人治理结构相对完善，注重资金监管、层级管理和制度约束相结合的方法，制定了较为合理的管理体制，可以保证项目有效实施。

七、经营分析

1．经营概况

公司目前主要从事城市基础设施建设、旧城改造、保障房建设、天然气销售以及混凝土的生产销售业务，是宿迁市从事城市基础设施建设的重要经营主体之一，负责市内城市基础设施建设

的投融资和建设工作。2014~2016 年，公司营业收入相对稳定，三年分别实现 6.41 亿元、6.66 亿元和 6.23 亿元；公司实现净利润分别为 1.28 亿元、1.13 亿元和 0.88 亿元，年均复合下降 16.97%，主要系费用增长以及收入下降所致。

从营业收入结构看，公司收入主要来自保障房销售收入。其中，公司连续三年未形成基础建设收入，主要系公司建设的市政基础设施建设项目尚未完工结算所致。近三年，公司保障房销售分别实现收入 5.35 亿元、6.10 亿元和 5.73 亿元。公司商品销售收入主要来自混凝土销售，主要销售对象为公司的保障房项目，近三年该项收入快速持续下降，主要系负责商品销售的子公司宿迁市景城建材有限公司于 2015 年 9 月被拆迁，公司该业务转型为“采购+销售”的模式形式运营，之后在 2016 年该项业务完全关停所致。公司天然气销售业务系 2016 年新增业务，实现销售收入 0.37 亿元；公司其他收入规模较小，主要为房屋租赁收入、工程代建收入和物业费收入。

毛利率方面，受业务性质影响，公司保障房销售业务在 2014 年和 2016 年处于亏损状态，但 2015 年该项业务毛利率为 17.60%，主要系该年度宿迁市政府允许公司开展保障房配套设施中的商铺销售业务，同时本期结转的隆城颐和小区土地成本低，促使保障房业务盈利能力大幅提升所致。公司商品销售业务毛利率在 2014~2015 年较为稳定，2016 年因业务停顿转为亏损状态。整体看，受保障房业务成本波动影响，公司综合毛利率波动较大，2014~2016 年分别为 0.34%、17.59%和 0.69%。

表 5　2014~2016 年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
保障房销售	53,471.50	83.43	-3.85	60,978.54	91.61	17.60	57,251.68	91.83	-1.78
商品销售	9,463.80	14.77	13.31	5,109.33	7.68	13.10	73.08	0.12	-166.45
天然气销售	--	--	--	--	--	--	3,656.49	5.87	9.37
其他	1,158.35	1.80	87.62	478.12	0.71	64.02	1,362.39	2.18	90.22
合计	**64,093.65**	**100.00**	**0.34**	**66,565.99**	**100.00**	**17.59**	**62,343.64**	**100.00**	**0.69**

资料来源：公司提供

总体看，近三年公司收入波动下降，保障房销售收入为公司收入主要来源，商品销售及天然气销售业务收入对公司收入形成补充。

2．业务分析

（1）基础设施建设

公司是宿迁市城市基础设施建设的融资和建设主体，主要从事宿迁市城市基础设施的建设工作，具体工作由本部负责实施。

宿迁市人民政府委托宿迁市财政局与公司签订总承包协议。根据协议，公司每年度按照完工项目的成本加成 15%与宿迁市财政局进行项目结算，根据结算报告确认基础设施建设收入。

公司已按总承包协议约定的要求，先后承担了宿迁市多项大型市政工程，如宿迁市海关国检综合楼（总投资 14,638.01 万元）、市体育运动学校综合训练馆（总投资 2,913.99 万元）、市府新区商务写字楼（总投资 35,326.14 万元）等市级政府投资建设项目的集中建设。2014~2016 年，公司无基础设施建设收入，主要系公司大部分基础设施建设项目处于施工阶段，同时部分已完工项目受财政结算进度滞后影响未能确认收入所致。

表 6　截至 2017 年 6 月底公司主要在建城市基础设施项目建设情况（单位：万元）

项目名称	开工时间	预计竣工时间	计划总投资	截至 2017 年 6 月底累计投资额	施工进度	投资计划		
						2017 年 7~12 月	2018 年	2019 年
宿迁市档案馆	2013.03	2014.08	11,000.00	11,000.00	竣工验收	11,000.00	--	--
民兵武器装备仓库	2014.02	2016.01	5,074.00	5,074.00	竣工验收	4,971.28	--	--
马陵中学迁建工程	2013.01	2014.09	34,295.00	34,295.00	竣工验收	34,000.00	295.00	--
广播发射塔	2013.1	无法预计	33,893.00	33,893.00	停工	5,216.33	--	--
宿迁市法院审判综合楼	2015.02	2016.12	1,400.00	1,400.00	竣工验收	1,063.22	--	--
苏州银行宿迁分行综合楼	2014.1	2016.08	9,500.00	9,500.00	竣工	9,220.15	--	--
建设银行宿迁分行综合楼	2014.1	2017.05	9,500.00	9,500.00	完工	9,241.67	--	--
花鸟市场	2016.9	2018.9	66,000.00	66,000.00	正在进行桩基工程	56,542.17	--	--
隆城紫竹苑	2016.5	2018.5	77,692,.82	77,692.82	所有楼栋已完工	34,332.15	20,000.00	15,000.00
宿迁市区至泗洪天然气高压管道	2016.1	2017.6	12,000.00	12,000.00	管道部分已完工，场站正在建设	3,884.89	3,000.00	3,000.00
永阳城市综合体	2016.12	2018.12	21,600.00	21,600.00	正在进行地平	5,407.13	7,000.00	7,000.00
宿迁市古黄河生态体育公园配套体育设施扩建工程	2016.3	2017.12.31	1,040.00	1,040.00	主体施工	475.14	300.00	264.86
宿迁隆城物流中心一期	2013.12	2018.12	110,000.00	110,000.00	主体施工	104,378.14	3,000.00	2,621.86
宿迁隆城物流中心二期	2014.6	2019.6	80,000.00	80,000.00	主体施工	72,510.49	4,000.00	3,000.00
幸福生活广场	2013.7	无法预计	48,596.60	48,596.60	停工	9,714.33	--	--
宿迁学院附属学校	2012.3	2014.3	20,000.00	20,000.00	竣工验收	21,333.05	--	--
古黄河风光公园	2012.6	2014.6	13,000.00	13,000.00	完工	12,742.46	--	257.54
运河休闲公园	2012.12	2015.6	49,000.00	49,000.00	完工	48,123.55	876.45	--
隆城商业广场	2014.6	2018.6	380,000.00	380,000.00	主体封顶	375,237.14	2,000.00	1,000.00
隆城翠湾	2013.7	无法预计	60,000.00	60,000.00	主体封顶	51,103.66	3,000.00	3,000.00
隆城鑫府	2013.7	无法预计	20,000.00	20,000.00	主体封顶	18,685.01	500.00	500.00
科技馆，展览馆和体育管	2012.09	2018.6	230,000.00	230,000.00	展览馆竣工验收，科技馆完工，体育馆正在进行钢结构施工	145,261.74	19,000.00	15,000.00
古黄河水景公园天之水会所、游客中心、康体中心	2013.6	2016.6	5,000.00	5,000.00	竣工验收	4,113.24	--	--
合计	--	--	**1,298,591.42**	**1,298,591.42**	--	**1,038,556.94**	**62,971.45**	**50,644.26**

资料来源：公司提供

表 7　截至 2017 年 6 月底公司主要拟建城市基础设施项目建设情况（单位：万元）

项目名称	预计开工时间	预计竣工时间	计划总投资	投资计划		
				2017 年 7~12 月	2018 年	2019 年
国际汽车城	2017.08	2020.08	200,000	--	--	40,000

资料来源：公司提供

截至 2017 年 6 月底，公司在建城市基础设施建设项目 23 项，计划总投资 129.86 亿元，截至 2017 年 6 月底已完成投资 103.86 亿元（在公司“存货-开发成本”及“在建工程”科目中体现）。拟建基础设施方面，截至 2017 年 6 月底，公司主要拟建城市基础设施建设项目为国际汽车城，计划总投资 20.00 亿元。公司基建项目未来投资规模较大，存在较强的对外融资需求。

总体看，公司承建项目较多，近三年公司基础设施建设业务因施工进度及财政结算滞后影响对收入确认产生了一定影响，且对公司资金形成了很大占用，联合评级将持续关注公司该项业务回款情况。

（2）保障房建设与销售

公司保障房业务由公司本部和下属全资子公司隆城置业有限公司（以下简称“隆城置业”）负责运营。公司承建的危旧棚户区改造、限价商品房按照安置标准对原棚户区居民进行安置，剩余的少量房源基本上按照安置标准出售给宿迁市宿城区房屋征收管理办公室和宿迁市房地产管理处。

根据市政府安排，市级危旧片区改造及保障房、安置房项目全部由公司投资建设，具体操作模式为：①由公司摘牌取得土地使用权，市政府将土地出让金实行“先缴后返”原则，公司首先通过自有资金、财政拆借等方式筹集资金（财政拆借资金计入“其他应付款”），收到出让金返还后冲减“其他应付款”，相应增加“资本公积”科目。②相关建设规费免收或减半收取；③拆迁工作由市国土储备中心及征收办实施，公司提供的安置房部分用于拆迁户安置工作，其余由政府回购。

根据 2008 年 9 月 30 日与宿迁市人民政府签订的《宿迁市投资建设与转让收购（BT）模式投资建设项目总承包协议书》（以下简称“总承包协议”）约定，公司只有待建设项目完工后，才能将结算报告报送宿迁市财政局结算，并以财政局核准的结算报告为依据确认基础设施业务收入。公司保障房销售收入主要来自：①按照安置标准对原棚户区居民安置的收入；②由宿迁市宿城区房屋征收管理办公室和宿迁市房地产管理处按照安置标准对剩余的少量房源进行回购产生的收入；③保障房配套设施的销售收入。

表 8　公司近年来保障房经营情况（单位：万平方米、万元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
开工面积	25.35	12.24	--	--
竣工面积	17.72	30.28	--	--
销售面积	11.33	14.53	12.25	6.49
确认收入	53,471.50	60,978.54	57,251.68	32,778.07

资料来源：公司提供

保障房建设方面，2014~2016 年，公司安置房累计新开工 37.59 万平方米，累计竣工 48.00 万平方米。截至 2016 年底，公司保障房开发成本为 29.04 亿元，在公司存货中体现。受保障房竣工面积波动影响，公司保障房销售面积和收入均有波动。2014~2016 年公司保障房确认收入分别为

5.35 亿元、6.10 亿元和 5.73 亿元。2017 年 1~6 月，公司保障房业务实现收入 3.28 亿元。

由于棚户区改造等保障性住房的业务性质，导致公司保障房销售一直处于亏损或微利状态。2015 年，公司保障房业务实现收入 6.10 亿元，同时毛利率由负转正，较上年末大幅上升 21.45 个百分点，主要系政府允许公司开展保障房配套设施中的商铺销售业务所致，同时本期结转的隆城颐和小区土地成本低，促使保障房业务盈利能力大幅提升；2016 年，公司保障房业务实现收入 5.73 亿元，同时毛利率大幅下降，主要系本期结转的保障房住宅占比较大所致，促使保障房业务盈利能力大幅下滑。

表 9　截至 2017 年 6 月底公司在建保障房项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	开工时间	预计竣工时间	截至 2017 年 6 月底完成投资情况	投资计划		
					2017 年 7~12 月	2018 年	2019 年
隆城世嘉	80,818.72	2014 年 1 月	2016 年 12 月	60,307.52	11,000.00	5,000.00	4,511.20
隆城丹郡	128,365.36	2013 年 1 月	2016 年 12 月	103,105.71	8,200.00	13,000.00	4,059.65
隆城颐和二期	74,400.00	2015 年 1 月	2017 年 12 月	68,325.81	2,000.00	2,000.00	2,074.19
隆城香堤二期	82,000.00	2015 年 1 月	2017 年 12 月	69,174.84	2,000.00	5,000.00	2,074.19
合计	**365,584.08**	--	--	**300,913.88**	**23,200.00**	**25,000.00**	**12,719.23**

资料来源：公司提供

截至 2017 年 6 月底，公司在建的安置房建设项目主要包括隆城颐和二期、隆城世嘉等项目，预计总投资 36.56 亿元，已完成投资 30.09 亿元，2017 年 7~12 月、2018 年和 2019 年分别计划投资 2.32 亿元、2.50 亿元和 1.27 亿元，仍有一定的融资需求。此外，宿迁市政府于 2014 年底决定缩减保障房建设规模，并作为持久性政策，考虑到公司目前在建的保障房规模仍较大，未来几年内保障房建设收入尚可保障。

总体看，公司保障房销售毛利率较低，2016 年结转的保障房较多，且在建中的保障房规模较大，未来几年内保障房建设收入尚可保障。

（3）天然气销售

公司天然气销售业务主要由宿迁市润城管输天然气有限公司（以下简称“润城燃气”）运营，主要经营范围是管道燃气经营及燃气管材销售。公司目前拥有输气管线主要为宿迁市区至沭阳天然气高压管道，输气管线全长约 71km，并配套建设有南蔡门站、汪集阀室、新庄高中压调压站（阀室合建）、刘集高中压调压站（阀室合建）、北丁集高中压调压站（阀室合建）、南部新城高中压调压站（阀室合建）、东部开发区高中压调压站及十字综合站，主要向沭阳县供气，满足当地居民、工业等各类用户的用气需求。

业务模式方面，公司主要经营管输天然气供应，气源类型为 CNG 气源。公司与下游沭阳华润燃气有限公司签订购销合同，年供气量按上游标准，销气价格为 2.39 元/方（含税）。上游主要气源供应商为中国石油天然气有限公司天然气销售东部分公司。目前已与上游公司签订天然气购销合同，期限为 2016 年、2017 年和 2018 年，年合同供应量分别为 4,000 万方、4,500 万方、5,000 万方，购气价格为 2.16 元/方（含税）。

2016 年，公司实现天然气销售收入 3,656.49 万元。毛利率方面，2016 年公司天然气销售业务

毛利率为 9.37%。

总体看，公司经营管输天然气，具有区域能源供应优势。

（4）商品销售

宿迁市景城建材有限公司（下简称“景城公司”）是公司下属全资子公司，2010 年 5 月成立，主要从事商品混凝土的生产、销售业务。

公司生产的混凝土主要供给隆城盘谷工地、隆城丹郡工地、隆城世嘉工地、项里景区和马陵中学等城投公司及子公司开发的项目工地。

2014~2016 年，公司商品销售收入分别为 9,463.80 万元、5,109.33 万元和 73.08 万元。2014 年，公司通过公开招标的形式采购混凝土等原材料，取得一定成本优势，商品销售业务毛利率得以较大幅提升。2015 年以后，公司商品销售收入大幅减少，主要系景城公司于 2015 年 9 月被拆迁，未来公司自身将不再生产混凝土，而采用通过对外采购的形式，然后再对各个工地进行销售所致。2016 年初，公司仍有部分业务收入产生，但后续彻底关停此业务，并计划注销景城公司，目前尚未进行工商注销登记。

总体看，近三年，公司商品销售收入逐年大幅下降，2016 年后关停此业务，未来收入不可持续。

3．未来发展

随着宿迁市整体经济的发展，固定资产投资以及城市基础设施建设将稳定推进，将带动公司城市基础设施建设业务规模的增长。

公司将利用宿迁市近年来发展势头好、速度快的较好的经济环境，加大公司结构调整和资源整合力度，同时通过以下两方面提升综合优势：一方面，公司将通过集团化、规模化和多元化的发展战略，提升自身资产规模，优化资产结构，不断充实自身的资产，实现营业收入的持续增长。围绕自身擅长的建筑领域，积极介入上下游，延伸产业链，取得相应的资质，进一步深化和稳定投融资的结构和规模。另一方面，公司还将推进各子公司的实体化运作，提升运营资质，使公司的主营业务收入更加多元化和实体化，并加强对外投资，提高资产使用效益。

总体看，公司作为宿迁市重要的城市基础设施投资、建设和运营主体，未来伴随宿迁城市规划与建设的加快，公司将面临良好的发展环境。

八、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2014~2016 年合并财务报告经江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。会计政策方面，公司 2014~2016 年均无重要会计估计和政策变更。

合并范围变化方面，2014 年新纳入的宿迁市裕城物业管理有限公司、宿迁市鸿城管输天然气有限公司和宿迁市景云贸易有限公司，均为投资设立；2015 年公司现金收购宿迁市国际体育发展中心有限公司；2016 年公司合并单位新增 2 家，分别为宿迁国际汽车城产业发展有限公司和宿迁市安华庭棚户区改造投资有限公司（以下简称“安华庭公司”），均为公司投资设立。整体看，合并范围的变化对公司影响较小，财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 234.39 亿元，负债合计 146.02 亿元，所有者权益（含少

数股东权益）合计 88.36 亿元，归属于母公司所有者权益 87.72 亿元。2016 年，公司实现营业收入 6.23 亿元，净利润（含少数股东损益）0.88 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.90 亿元；经营活动产生的现金流量净额-6.42 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.44 亿元。

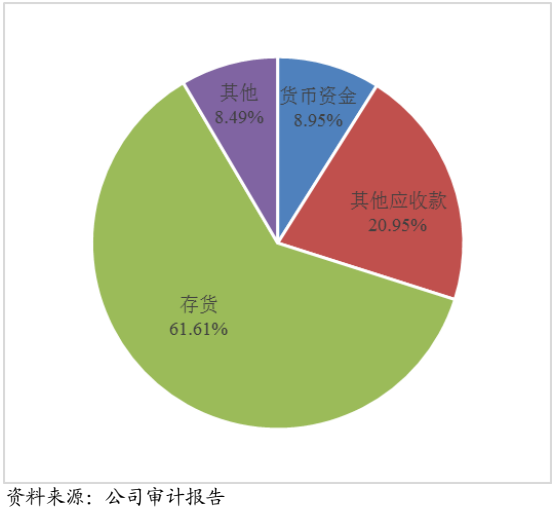
2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长率 15.57%；截至 2016 年底，公司资产总额 234.39 亿元，较年初增长 12.20%，主要来自其他应收款和存货的增长。公司资产以流动资产为主，占比为 93.65%。

（1）流动资产

2014~2016 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 13.50%，主要系其他应收款和存货增长所致；截至 2016 年底，公司流动资产 219.51 亿元，较年初增长 8.17%。公司流动资产主要由货币资金（占 8.95%）、存货（占 61.61%）和其他应收款（占 20.95%）构成。

图 1　截至 2016 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司货币资金不断下降，年均复合下降 11.63%。截至 2016 年底，公司货币资金为 19.65 亿元，较年初下降 2.20%。公司货币资金以银行存款为主（占 97.78%），其他货币资金为 0.44 亿元，主要是银行承兑汇票保证金、保函保证金以及定期存单等。

公司应收账款主要是应收保障房销售款和补贴款，2014~2016 年，公司应收账款规模波动下降，年均复合下降 13.68%。截至 2016 年底，公司应收账款为 10.14 亿元，较年初大幅增长 64.27%，主要系公司应收宿城区房屋征收管理办公室的销售款增加所致。截至 2016 年底，公司共计提坏账准备 29.30 万元，计提比例为 0.03%。公司应收账款按账龄看，1 年以内的占 44.11%，1~2 年的占 21.38%，其余为 2 年以上，综合账龄偏长；从欠款单位看，应收账款前五名客户合计 9.69 亿元，占应收账款总额的 95.50%，主要是应收宿城区房屋征收管理办公室的拆迁安置房销售款（6.02 亿元）和宿迁市财政局的保障房销售补贴款（3.38 亿元），集中度很高。公司欠款单位主要为政府部门，坏账风险小，但回收时间具有一定不确定性。

表 10　截至 2016 年底公司主要应收账款情况（单位：亿元、%）

债务人名称	金额	占比
宿迁市宿城区房屋征收办公室	6.02	59.30
宿迁市市财政局	3.38	33.29
江苏中菀建设有限公司	0.12	1.15
江苏兴洲建设有限公司	0.10	0.99
江苏同兴建设有限公司	0.08	0.77
合计	**9.69**	**95.50**

资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长率为 41.61%，主要为公司与其他公司的往来款和借款。截至 2016 年底，公司其他应收款为 45.99 亿元，较年初增长 7.06%。从账龄分布来看，公司其他应收款余额中 1 年以内占比为 32.78%，1~2 年占比为 50.42%，其余为 2 年以上，综合账龄较短。从欠款单位看，公司其他应收款中前五名占其他应收款总额的比重为 94.94%，集中度很高，考虑到欠款单位主要为政府单位，坏账风险较小，但规模较大，回款时间存在一定不确定性。公司其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用。

表 11　截至 2016 年底公司其他应收账款前五大情况（单位：亿元、%）

其他应收款欠款方	余额	占比	性质
江苏西楚旅游文化发展有限公司	21.82	47.43	往来款
宿迁市财政局	13.85	30.12	往来款
宿迁市国有土地上房屋征收办	4.56	9.92	往来款
宿迁市雪枫公园投资建设有限公司	1.78	3.87	往来款
宿迁市宿城区房屋征收办公室	1.66	3.60	往来款
合计	**43.67**	**94.94**	**--**

资料来源：公司审计报告

此外，根据宿迁市人民政府国有资产监督管理委员会于 2015 年 11 月 25 日出具的《关于股权划转有关账务调整的通知》（宿国资发[2015]36 号），宿迁市人民政府将江苏洋河集团有限公司（以下简称“江苏洋河”）旗下的江苏西楚旅游文化发展有限公司（以下简称“西楚旅游”）和宿迁市鼎城建设工程有限公司整体划转至公司；其中，西楚旅游因江苏洋河融资项目的政府回购资金需要分期到位，先将 60%的股权划转至公司，待江苏洋河融资项目的政府回购资金完全到位后，再将剩余的 40%股权划转；截至 2017 年 3 月底，公司尚未对上述公司做出工商变更，因此未被纳入公司合并范围中，且与其往来款规模已达 21.82 亿元，待未来公司将其纳入合并范围后，公司与其往来款会做出相应冲抵，但将其纳入合并范围的时间上存在一定不确定性，联合评级将持续关注。

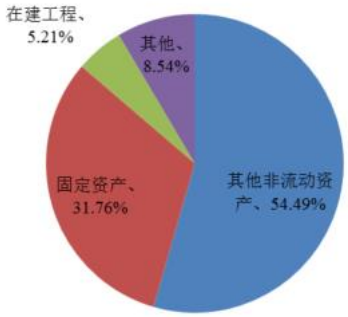
2014~2016 年，随着公司承建拆迁安置房项目投资规模的不断增加，公司存货规模快速增长，年均复合增长 12.02%。截至 2016 年底，公司存货为 135.24 亿元，较年初增长 8.00%，从构成看，公司存货以开发成本（占 95.76%）和开发产品（占 4.21%）为主，其中开发成本主要是基础设施建设项目和保障房项目的开发成本，该部分开发成本中包含用于项目建设的土地使用权；开发产品主要是已完工保障房。此外，公司存货中的土地使用权已用于抵押的部分为 55.99 亿元，存货的受限比率为 41.40%，受限比率一般。

（2）非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 71.23%，截至 2016 年底，公司非流

动资产为 14.87 亿元，较年初增长 148.93%，主要系其他非流动资产增长所致；主要由固定资产（占 31.76%）、其他非流动资产（占 54.49%）和在建工程（占 5.21%）构成。

图 2　截至 2016 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

公司固定资产主要是房屋建筑物、运输设备和机械设备等，2014~2016 年，公司固定资产波动中有所增长，年均复合增长 10.09%。截至 2016 年底，公司固定资产净额为 4.72 亿元，较年初增长 25.52%，主要系其他设备增加所致。从固定资产构成来看，房屋及建筑物占 74.75%，机器设备占 1.04%，其他为运输设备和电子办公设备。整体看，公司固定资产较为稳定，主要为公司自用办公楼，2016 年底公司固定资产成新率为 86.50%。

2014~2016 年，公司在建工程分别为 0.29 亿元、1.33 亿元和 0.78 亿元，年均复合增长 63.67%。截至 2016 年底，公司在建工程为 0.78 亿元，较年初下降 41.86%，主要系其润城燃气管道建设工程完工结转所致。

2016 年，公司新增其他非流动资产 8.10 亿元，全部为棚户区拆迁投资项目。公司于 2016 年新成立全资子公司安华庭公司，该公司通过政府招投标方式获得了宿迁市 2016~2017 年棚改项目，并与宿迁市人民政府签订了《政府购买服务协议》，宿迁市安华庭棚户区改造投资有限公司仅负责棚改拆迁的投资，不负责工程建设，政府依据《政府购买服务协议》将投资款分期拨付，因此在非流动资产科目核算。

总体看，近年公司资产规模增长较快，以流动资产为主；公司流动资产中应收类款项规模较大，对公司形成资金占用，资产质量和流动性一般。

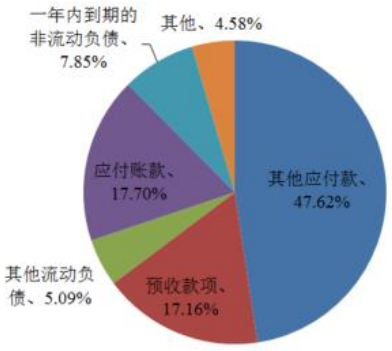
3. 负债及所有者权益

（1）负债

近三年，随着公司城市基础设施建设和保障房建设任务的增加，公司负债规模持续增加，年均复合增长 27.74%。截至 2016 年底，公司负债总额 146.02 亿元，较年初增长 19.89%，主要系非流动负债增加所致。其中流动负债占 40.34%，非流动负债占 59.66%，以非流动负债为主。

2014~2016 年，公司流动负债波动中有所增长，年均复合增长 1.66%，截至 2016 年底为 58.90 亿元。从构成看，公司流动负债以其他应付款（占比 47.62%）、预收款项（占比 17.16%）、其他流动负债（占比 5.09%）、应付账款（占比 17.70%）和一年内到期的非流动负债（占比 7.85%）为主。

图 3　截至 2016 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司短期借款快速下降，年均复合下降 70.67%。截至 2016 年底，公司短期借款为 1.21 亿元，较年初下降 43.12%，主要系公司偿还借款所致，主要由质押借款（占 92.27%）和保证借款（占 7.73%）构成。

2014~2016 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 24.70%。截至 2016 年底，公司应付账款为 10.42 亿元，较年初增长 25.05%，主要系公司 2016 年工程建设增加，应付工程款增加所致。

2014~2016 年，公司预收账款快速增长，年均复合增长 254.95%。截至 2016 年底，公司预收账款为 10.10 亿元，较年初增长 0.45%，主要为公司预收的房屋销售款。按账龄看，1 年以内的占 68.26%，1~2 年的占 31.68%，其余为 2 年以上，账龄较短。

2014~2016 年，公司其他应付款有所波动，年均复合下降 1.79%，主要是借款和往来款。截至 2016 年底，公司其他应付款为 28.05 亿元，较年初增长 11.14%，主要系往来款增加所致。从账龄来看，1 年以内的其他应付款占比为 73.60%、1~2 年占比为 6.89%，其余均在 2 年以上，综合账龄较短。从欠款单位看，其他应付款中前五名占其他应付款总额的 95.52%，集中度很高；此外，公司应付宿迁市融资调度管理中心的往来款 23.32 亿元全部为有息债务。

表 12　截至 2016 年底公司其他应付账款前五名情况（单位：亿元、%）

债务人名称	金额	占比	款项性质
宿迁市融资调度管理中心	23.32	83.13	往来借款
马陵中学	1.61	5.74	往来款
房屋维修资金借款	1.14	4.05	往来借款
宿迁市机关事务所管理局	0.50	1.79	往来款
建设银行代建工程款	0.23	0.80	代建款
合计	**26.79**	**95.52**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司其他流动负债新增 3.00 亿元，主要为公司发行宿迁市城市建设投资(集团)有限公司 2016 年度第一期短期融资券。

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债分别为 1.70 亿元、4.67 亿元和 4.63 亿元，年均复合增长 64.94%。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债为 4.63 亿元，较年初小幅下降 0.86%。

2014~2016 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长率为 63.73%。截至 2016 年底，公司

非流动负债为87.12亿元，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成，分别占75.20%、24.10%和0.70%。

2014~2016年，公司长期借款大幅增长，年均复合增长70.64%。截至2016年底，公司长期借款为65.51亿元，主要由质押借款（占27.29%）、保证借款（占11.11%）和质押并抵押借款（占44.05%）构成。

2014~2016年，公司应付债券规模持续增大，年均复合增长44.91%。截至2016年底，公司应付债券为21.00亿元，为公司发行的公司债券、中期票据及非公开定向债务融资工具。

2014~2016年，公司全部债务分别为64.89亿元、92.77亿元和119.28亿元，年均复合增长35.58%。截至2016年底，公司全部债务为119.28亿元，较年初增长28.58%，主要系长期债务增加所致。其中短期债务32.16亿元，占比26.96%，长期债务87.12亿元，占比73.04%，债务以长期债务为主；从债务指标看，近三年，公司资产负债率分别为51.00%、58.30%和62.30%；全部债务资本化比率分别为43.01%、51.57%和57.45%；长期债务资本化比率分别为27.43%、44.22%和49.65%，公司债务负担有所加重，但仍处于可控水平。

总体看，近年来公司为保障基础设施和保障房的建设导致债务规模持续增加，公司整体债务负担有所上升，考虑到政府给予财政补贴等方面的支持，以及宿迁市政府偿债准备金制度对公司债务的保障作用，公司整体债务负担可控。目前，公司在建保障房建设和基础设施建设投资规模仍然较大，预计公司债务规模仍将呈上升趋势。

（2）所有者权益

近三年，公司所有者权益较为稳定，年均复合增长1.37%，主要来自未分配利润的增加。截至2016年底，公司所有者权益88.36亿元，其中归属于母公司的所有者权益为87.72亿元，较年初增长1.03%，其中资本公积占51.78%、实收资本占36.67%、未分配利润占9.56%，以资本公积和实收资本为主。

总体看，公司所有者权益结构稳定性较好。

4. 盈利能力

2014~2016年，公司营业收入有所波动，三年分别实现6.41亿元、6.66亿元和6.23亿元，年均复合下降1.37%，整体变动不大。从营业收入结构看，公司收入主要来自保障房销售收入和商品销售收入。2014~2016年，公司净利润分别为1.28亿元、1.13亿元和0.88亿元，年均复合下降16.97%，主要系费用有所增长，收入下降所致。

2014~2016年，公司期间费用分别为0.34亿元、0.50亿元和0.52亿元，年均复合增长23.69%，期间费用占营业收入比重分别为5.28%、7.45%和8.30%，从期间费用结构看，公司三项费用以管理费用为主；公司将大部分借款利息计入开发成本中，公司财务费用规模整体不大。整体看，公司对期间费用的控制能力有待提高。

2014~2016年，公司利润总额持续下降，分别为1.31亿元、1.13亿元和0.88亿元，主要来自营业外收入。2014~2016年，营业外收入分别为1.96亿元、0.85亿元和1.73亿元，主要为财政补贴，占公司利润总额的比率分别为149.76%、75.24%和196.65%，公司对营业外收入的依赖很大，是公司最核心的利润来源。

从盈利指标看，2014~2016年，公司营业利润率波动较大，三年分别为-4.54%、12.09%和-5.14%，其中2015年较2014年上升16.63个百分点，主要系主营业务成本大幅下降，营业利润增长所致；

总资产报酬率分别为 0.77%、0.67%和 0.47%；总资本收益率分别为 1.30%、0.78%和 0.53%，净资产收益率分别为 1.83%、1.30%和 1.01%，均呈下降趋势，主要系公司营业收入规模下降，同时经营累积、融资规模扩大带动公司总资产和所有者权益均有所上升所致。

总体看，近年来公司营业收入主要来自保障房业务，自身盈利能力较弱，营业外收入对公司利润总额贡献程度较高。

5. 现金流

经营活动方面，公司经营活动现金流入以销售商品、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（主要是收到的财政补贴以及公司与财政局的往来款）为主。2014~2016 年，公司经营活动现金流入波动下降，年均复合下降 3.79%。2016 年公司经营活动现金流入为 9.54 亿元，较上年增长 102.94%，主要系公司收到了政府补贴款和往来款增加所致。经营活动现金流出方面，主要以购买商品、提供劳务支付的现金为主，2014~2016 年波动增长，年均复合增长 0.51%。2016 年为 15.96 亿元，较上年下降 39.05%，主要系与西楚旅游和其他政府部门的往来款减少所致。2014~2016 年，经营活动产生的现金流量净额波动增长，年均复合增长 8.11%，受公司对外资金拆借规模快速扩大，公司经营活动产生的现金净额持续为负，2016 年为-6.42 亿元。获现能力方面，受基础设施建设资金拨付效率以及保障房业务回款相对滞后影响，公司现金收入比处于较低水平，2014~2016 年分别为 83.16%、32.60%和 37.52%，呈波动下降态势，主要系宿迁市财政局和宿迁市土地资产储备投资中心回款较差所致。整体看，公司整体收现质量偏差。

投资活动方面，2014~2016 年，公司投资活动现金流入呈波动下降，年均复合下降 16.79%。2016 年为 0.90 亿元，主要由收回投资收到的现金组成。2014~2016 年，公司投资活动现金流出呈波动下降趋势，年均复合下降 42.16%。2016 年投资活动现金流出 9.86 亿元，较上年增长 268.31%，主要系支付棚户区拆迁款所致。2014~2016 年，公司投资活动现金流净额呈净流出，分别为-28.18 亿元、-2.68 亿元和-8.96 亿元。

从筹资活动来看，2014~2016 年公司筹资活动现金流入量持续下降，分别为 60.18 亿元、45.97 亿元和 39.81 亿元，主要为银行借款、发行债券和其他与筹资活动有关的现金。其中，2014 年，公司通过借款取得的现金为 35.17 亿元，收到的其他与筹资活动有关的现金主要是根据 2014 年宿迁市财政局《关于明确宿迁市城市建设投资有限公司相关财务处理原则的通知》，宿迁市人民政府拨付资金 25.01 亿元作为政府资本性投入；2014~2016 年，公司通过借款取得的现金分别为 35.17 亿元、45.97 亿元和 34.44 亿元。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务、支付其他与筹资活动相关的现金以及分配股利、利润或偿付利息支付的现金，2016 年为 24.88 亿元；其中偿还债务支付的现金为 19.94 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 4.94 亿元。2014~2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 44.15 亿元、19.09 亿元和 14.94 亿元。

总体看，近年来公司经营活动现金流表现一般，收现能力仍较弱；公司在建及拟建项目投资规模较大，对筹资活动的依赖程度较高，存在较大的对外融资需求。

6．偿债能力

从短期偿债能力看，2014~2016 年，公司流动比率分别为 2.99 倍、3.85 倍和 3.73 倍；速动比率分别为 1.10 倍、1.47 倍和 1.43 倍。截至 2016 年底，公司现金类资产（已剔除受限资金）为 19.68 亿元，现金短期债务比为 0.61 倍，现金类资产对短期债务的保障能力一般。整体看，公司短期偿

债能力一般。

从长期偿债能力看，2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 1.51 亿元、1.47 亿元和 1.20 亿元，年均复合下降 10.82%；其中，2016 年 EBITDA 主要由利润总额（占 73.31%）、计入财务费用的利息支出（占 12.67%）和折旧（占 13.77%）所构成。2014~2016 年，EBITDA 全部债务比分别为 0.02 倍、0.02 倍和 0.01 倍，公司 EBITDA 对全部债务的保障能力很弱；EBITDA 利息倍数分别为 32.77 倍、3.10 倍和 7.89 倍，EBITDA 对利息保障能力较强。整体看，公司长期偿债能力较弱。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（公司信用代码：G1032130200017870I），截至 2017 年 12 月 1 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况正常。

截至 2017 年 6 月底，公司对外担保合计 87.23 亿元，为 2016 年底净资产的 98.71%，担保比率很高。公司对外担保对象都是省、市、区级国有投资公司及市政府重点扶持的工业大企业、骨干企业、行业龙头企业和重大项目工程，目前上述企业经营状况正常。其中，公司对江苏省城乡建设投资有限公司（以下简称“省城投”）共计担保余额 76.23 亿元，担保方式为土地抵押担保（22.95 亿元）和应收账款质押担保（53.28 亿元）。

公司于 2013 年 9 月 28 日向国家开发银行申请宿迁市 2013-2017 年棚户区改造一期工程项目（以下简称“棚改项目”）借款，申请贷款额度为 35.00 亿元，贷款期限 12 年，计划分两批次签订借款合同，其中：第一批次 20 亿元，第二批次 15 亿元，公司以自身持有的土地使用权对各批次的贷款进行了抵押担保，抵押物评估价值共计 57.88 亿元。

2014 年 11 月 25 日，江苏省人民政府办公厅下发了《江苏省棚户区（危旧房）改造国家开发银行统贷专项资金管理办法》（苏政办发【2014】101 号），决定成立省城投，并作为国家开发银行贷款统借统还承贷主体。宿迁市人民政府于 2014 年 12 月 12 日发布了《关于将宿迁市 2013-2017 年棚户区改造一期工程项目纳入省级平台的函》，将棚改项目纳入省级平台统贷，并将该项目的贷款借款人由宿迁城投变更为省城投，贷款期限由 12 年调整为 25 年，并重新签订了贷款合同。

2015 年 5 月，省城投与国开行重新签订了第一批次贷款（20 亿元）的银团贷款合同，其中以公司拥有的古黄河两侧地块共计 900.7 亩商住出让土地使用权，重新评估后账面价值为 32.79 亿元。

2015 年 11 月 5 日，由于棚改项目建设投资减少，经省城投批准后，公司将 35 亿元国开行贷款调整 5 亿元用于泗阳县棚改使用，该部分贷款的承贷权利义务主体为泗阳县运河新城投资开发有限公司，公司不负责该部分款项的还本付息。整体看，公司实际担保比率低于账面值，或有负债风险可控。

表 13　截至 2017 年 6 月底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保余额	担保期限
江苏水韵建材有限公司	10,000.00	2015.12.31~2017.12.31
江苏宿迁东升水务工程建设有限公司	10,000.00	2016.1.26~2017.12.14
宿迁市马陵中学	17,000.00	2014.12~2022.10
宿迁市马陵中学	17,000.00	2014.12~2022.10
江苏西楚旅游文化发展有限公司	30,000.00	2014.12.12~2017.12.11
江苏西楚旅游文化发展有限公司	15,000.00	2016.7.16~2017.7.15
宿迁市景城建材有限公司	6,000.00	2017.02.14~2018.02.10/2017.02.27~2018.02.10
江苏西楚旅游文化发展有限公司	5,000.00	2017.01.23~2018.01.10

江苏省城乡建设投资有限公司	229,499.63	2014.6~2039.6
江苏省城乡建设投资有限公司	532,762.85	2014.6~2039.6
合计	**872,262.48**	--

资料来源：公司提供

公司与银行等金融机构建立了良好的合作关系。截至 2017 年 6 月底，公司共获得授信额度总量为 70.31 亿元，已使用 49.48 亿元，尚未使用 20.83 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

总体看，公司债务负担有所加重，整体偿债能力尚可。

九、本期公司债券偿债能力分析

1．本期公司债券对公司现有债务的影响

截至 2016 年底，公司全部债务为 119.28 亿元，本期公司债券拟发行额度为 4.00 亿元，为全部债务的 3.35%，对公司现有债务总额和债务结构影响较小。

截至 2016 年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 62.30%、57.45%和 49.65%，以公司 2016 年底的财务数据为基础，预计本期公司债券发行后，不考虑其他因素，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 62.93%、58.25%和 50.77%，公司债务负担将有所加重。

2．本期公司债券偿还能力分析

以 2016 年的财务数据为基础，公司 EBITDA 为 1.20 亿元，为本期公司债券拟发行额度的 0.30 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度一般；2016 年经营活动产生的现金流入为 9.54 亿元，为本期公司债券发行额度的 2.39 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度较高。

本期债券设置有分期偿还本金条款，在存续期的第 3 至第 7 年末，分别按照债券发行总额 20%的比例偿还债券本金，即 0.80 亿元。若同时考虑到公司已发行的第一期公司债券“17 宿迁城投 01/17 宿迁 01”，发行额度为 3.00 亿元，则公司前两期公司债券发行总额度将达到 7.00 亿元，公司 2016 年经营活动现金流入量和为前两期发行总额的 1.36 倍，覆盖能力尚可。

3．募投项目收益对本期债券保护能力分析

根据项目可研报告，本期债券募投项目中的隆城世嘉建设项目和隆城丹郡建设项目项目的预算总收入分别为 86,284.87 万元和 151,749.96 万元。假设本期公司债券于 2017 年发行，则其将于 2024 年到期。在本期债券存续期内所有募投项目预算总收入为 23.80 亿元，为用于募投项目的募集资金总额（2.40 亿元）的 9.92 倍，为本期债券发行总额（4.00 亿元）的 5.95 倍，募投项目在存期内的预算收入对本期债券的保障程度较好。此外，本期债券设有分期偿还条款，由于募投项目销售收入集中于前期，与本期债券的本金偿还时点存在不匹配性，届时需调配公司其他日常经营收入进行补足。

表 14　本期募投项目存续期内收益预测和本期债券还本付息情况（单位：万元）

项目名称	债券存续期								合计
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	
隆城世嘉项目									
项目收入	**54,335.70**	**31,949.17**	--	--	--	--	--	--	**86,284.87**
其中：商业用房	18,300.00	10,794.20	--	--	--	--	--	--	**29,094.20**
地下车库	3,744.00	2,190.00	--	--	--	--	--	--	**5,934.00**
居住用房	32,291.70	18,964.97	--	--	--	--	--	--	**51,256.67**
隆城丹郡项目									
项目收入	**63,229.31**	**45,524.99**	**42,995.66**	--	--	--	--	--	**151,749.96**
其中：商业用房	13,023.60	8,682.41	7,235.34	--	--	--	--	--	**28,941.35**
地下车库	9,740.37	6,493.58	5,411.32	--	--	--	--	--	**21,645.27**
居住用房	40,465.34	30,349.00	30,349.00	--	--	--	--	--	**101,163.34**
项目总收入	**117,565.01**	**77,474.16**	**42,995.66**	--	--	--	--	--	**238,034.83**
本期债券本金覆盖情况									
债券本金	--	40,000.00	40,000.00	40,000.00	32,000.00	24,000.00	16,000.00	8,000.00	**40,000.00**
还本金额	--	--	--	8,000.00	8,000.00	8,000.00	8,000.00	8,000.00	**40,000.00**
项目总收入覆盖倍数	--	--	--	--	--	--	--	--	**7.93**

资料来源：项目可研报告、公司提供、联合评级整理。

注：假设本期债券于 2017 年发行，2020 年起开始分期还本。

截至 2017 年 11 月底，隆城丹郡已实现销售收入 60,934.67 万元，隆城世嘉已实现销售收入 66,921.13 万元，与本期债券募投项目收益预测吻合度较高。

整体看，本期债券的发行对现有债务影响较小，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度弱，经营性现金流流入对本期债券的覆盖程度尚可。本期债券预算总收入对本期债券覆盖程度较好。同时考虑到宿迁市政府对公司的支持力度较大，分期偿付的条款设置有效降低了公司的集中偿付压力，公司不能偿付本期债券的风险较低。联合评级同时关注到，本期募投项目的收益与本期债券的偿付时点存在不匹配性，且募投项目预期收益受房地产行业波动和地方经济发展影响大，收入实现存在一定不确定性，联合评级将持续关注。

十、债券保护条款分析

公司与江苏银行股份有限公司宿迁分行（下称“江苏银行宿迁分行”或“监管银行”）签订了《2016 年宿迁市城市建设投资（集团）有限公司公司债券账户及资金监管协议》[1]，公司为在监管银行设立“偿债账户”，用于管理本期债券偿债资金。偿债专户内的资金用于本期债券的本金兑付和支付债券利息以及银行结算费用。在本期债券存续期间，公司应在每年不晚于付息首日与/或兑付首日前第 5 个工作日前将本期债券应付的利息与/或本金付至本协议项下偿债资金专项账户。另外，本期债券设置提前偿还条款，从第 3 个计息年度末开始，按照本期债券总额的 20%的比例等额偿还债券本金，进一步降低投资人的投资风险。

公司将严格按照承诺的投向和投资金额安排使用募集资金，实行专款专用。公司在使用募集资金时，将严格履行申请和审批手续，禁止对公司拥有实际控制权的个人、法人或其他组织及其

[1] 根据企业提供的《关于 2016 年宿迁市城市建设投资（集团）有限公司分期发行及更名的说明》，本期债券名称变更不改变原签订的与本次发行相关的法律文件效力，原签订的相关法律文件对更名后的债券继续具有法律效力。

关联人占用募集资金。

公司将安排财务部牵头成立专门工作小组负责管理本期债券还本付息工作。工作小组自本期债券发行起至付息期或兑付期结束，全面负责利息支付、本金兑付及相关事务，并在需要的情况下继续处理付息或对付期限结束后的有关事宜。

针对未来的财务状况、本期债券自身的特征、募集资金使用项目的特点，公司将进行统一的内部资金规划，有效提高资金使用效率，控制财务风险。并建立一个多层次、互为补充的财务安排，提供充分、可靠的资金来源用于还本付息，并根据实际情况进行调整。

十一、结论

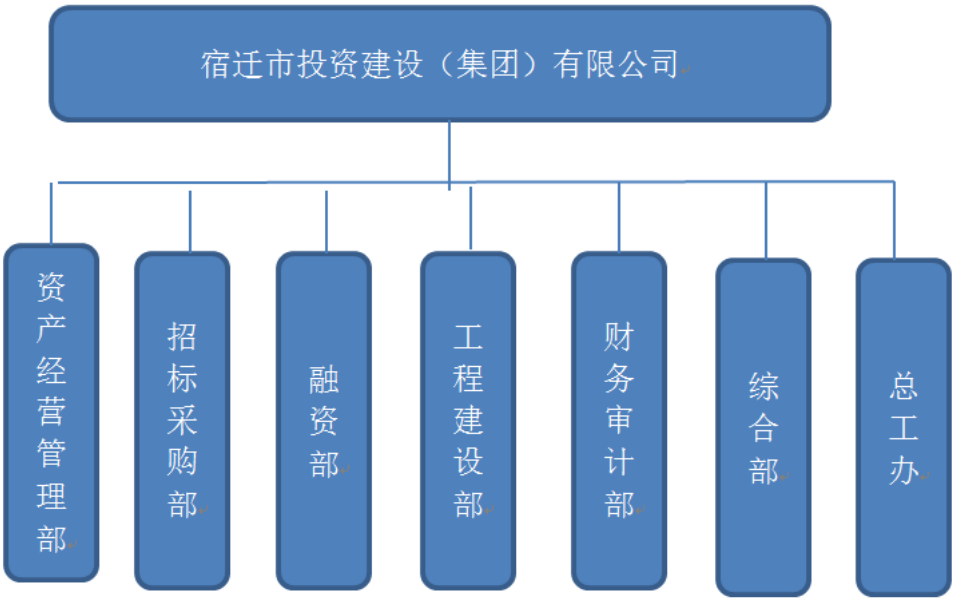
联合评级对宿迁城投的评级反应了公司作为宿迁市从事城市基础设施和保障房建设的主要经营实体之一，在区域竞争、政府支持等方面具有显著优势。同时，联合评级也关注到公司债务规模上升、应收类款项对资金形成占用、整体盈利能力偏弱等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

近年来，宿迁市经济稳步发展，经济和地方财政实力持续提升，为公司提供了良好的外部环境。随着宿迁市城市化程度的不断提高及公司在建项目的陆续完工与结算，公司收入规模有望持续增长，有助于提升公司经营规模和抗风险能力。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

公司经营活动现金流入量及募投项目预算收益对本期债券覆盖能力均较好。此外，本期公司债券设置了分期偿还条款，将在一定程度上降低债券本息的集中偿付压力。

基于公司主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1　宿迁市城市建设投资（集团）有限公司
组织结构图



附件 2　宿迁市城市建设投资（集团）有限公司
主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	175.47	208.91	234.39
所有者权益（亿元）	85.98	87.11	88.36
短期债务（亿元）	32.39	23.73	32.16
长期债务（亿元）	32.50	69.05	87.12
全部债务（亿元）	64.89	92.77	119.28
营业收入（亿元）	6.41	6.66	6.23
净利润（亿元）	1.28	1.13	0.88
EBITDA（亿元）	1.51	1.47	1.20
经营性净现金流（亿元）	-5.49	-21.48	-6.42
应收账款周转次数（次）	--	0.67	0.76
存货周转次数（次）	--	0.05	0.05
总资产周转次数（次）	--	0.03	0.03
现金收入比率（%）	83.16	32.60	37.52
总资本收益率（%）	0.88	0.78	0.53
总资产报酬率（%）	0.78	0.67	0.47
净资产收益率（%）	1.49	1.30	1.01
营业利润率（%）	-4.54	12.09	-5.14
费用收入比（%）	5.28	7.45	8.30
资产负债率（%）	51.00	58.30	62.30
全部债务资本化比率（%）	43.01	51.57	57.45
长期债务资本化比率（%）	27.43	44.22	49.65
EBITDA 利息倍数（倍）	32.77	3.10	7.89
EBITDA 全部债务比（倍）	0.02	0.02	0.01
流动比率（倍）	2.99	3.85	3.73
速动比率（倍）	1.10	1.47	1.43
现金短期债务比（倍）	0.78	0.86	0.61
经营现金流动负债比率（%）	-9.63	-40.72	-10.89
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.38	0.37	0.30

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3、报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币；4、长期应付款计入长期债务，其他流动负债中的短期融资券和其他应付款中的有息负债部分已计入短期债务；5、由于公司未提供 2013 年审计报告，故 2014 年部分数据无法计算。

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=（本次-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本次/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
营业毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权

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。