

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字 [2015] 060 号

泗洪县宏源国有资产经营有限公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司 2014 年以来经营情况及相关行业进行综合分析的基础上，我公司对贵公司及“泗洪县宏源国有资产经营有限公司 2015 年公司债券”的信用状况跟踪评级。经我公司信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望维持稳定，同时维持“泗洪县宏源国有资产经营有限公司 2015 年公司债券”的信用等级为 AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一五年六月二十五日



信用等级公告

东方金诚债跟踪评字 [2015] 060 号

根据跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对泗洪县宏源国有资产经营有限公司及其发行的“泗洪县宏源国有资产经营有限公司 2015 年公司债券”信用状况进行了跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持泗洪县宏源国有资产经营有限公司主体信用等级为 AA，评级展望维持稳定；同时维持“泗洪县宏源国有资产经营有限公司 2015 年公司债券”信用等级为 AA+。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一五年六月二十五日



信用评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与泗洪县宏源国有资产经营有限公司构成委托关系外，东方金诚、评估人员与泗洪县宏源国有资产经营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。
- 东方金诚与评估人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因泗洪县宏源国有资产经营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。
- 本信用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。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由泗洪县宏源国有资产经营有限公司提供，东方金诚不保证引用资料的真实性及完整性。

东方金诚国际信用评估有限公司
2015年6月25日



泗洪县宏源公有资产经营有限公司主体及 “15泗洪债” 2015年度跟踪评级报告

债券概况

债券简称: 15 泗洪债
发行总额: 10 亿元
票面利率: 6.15%
发行日期: 2015 年 3 月 16 日
债券期限: 7 年
偿还方式: 分期偿还本金, 按
年付息
增信措施: 土地使用权抵押

跟踪评级结果

主体信用等级: AA
评级展望: 稳定
债券信用等级: AA+
评级时间: 2015 年 6 月 25 日

上次评级结果

主体信用等级: AA
评级展望: 稳定
债券信用等级: AA+
评级时间: 2014 年 9 月 5 日

评级小组负责人

金大有

评级小组成员

王 磊

邮箱:

dfjc-gy@coamc.com.cn

电话: 010-62299800

传真: 010-65660988

地址: 北京市西城区德胜门外大街
83 号德胜国际中心 B 座 7 层
100088

评级观点

东方金诚认为 2014 年以来宿迁市泗洪县经济保持较快发展, 以酿酒食品和机械制造等为代表的工业经济发展势头良好, 经济实力继续增强; 泗洪县一般公共预算收入保持增长, 获得上级政府财政支持力度仍较大, 财政实力较强; 泗洪县宏源公有资产经营有限公司 (以下简称“宏源公资”或“公司”) 作为泗洪县重要的基础设施建设主体, 继续承担泗洪县保障房建设和土地开发等业务, 保障房建设业务具有较强的区域专营性, 并在资本金注入及财政补贴等方面继续得到当地政府的大力支持。

同时, 东方金诚也关注到, 泗洪县政府性基金收入易受房地产市场波动等因素影响, 未来仍存在一定的不确定性; 公司保障房建设和土地开发整理业务规模较大, 未来仍存在一定的筹资压力; 公司资产中变现能力较弱的存货占比较高, 资产流动性较差。

公司以其合法拥有的评估价值为 260861.14 万元的国有土地使用权为本期债券提供抵押担保, 仍具有一定的增信作用。

东方金诚维持公司的主体信用等级为 AA, 评级展望维持稳定, 维持“15 泗洪债”的信用等级为 AA+。

主要数据和指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额 (万元)	804644.01	937120.55	1255343.68
所有者权益 (万元)	554464.49	590228.13	692455.49
全部债务 (万元)	48332.80	139140.95	186784.00
营业收入 (万元)	66904.69	62092.17	71906.11
利润总额 (万元)	26103.47	19146.50	17364.07
EBITDA (万元)	31149.94	29219.10	29152.56
营业利润率 (%)	29.36	26.33	10.47
净资产收益率 (%)	4.41	2.96	2.39
资产负债率 (%)	31.09	37.02	44.84
全部债务资本化比率 (%)	8.02	19.08	21.24
流动比率 (%)	312.41	326.26	261.64
全部债务/EBITDA (倍)	1.55	4.76	6.41
EBITDA 利息倍数 (倍)	13.46	4.15	3.13
EBITDA/本期债券摊还额 (倍)	1.56	1.46	1.46

注: 表中数据来源于公司 2012 年~2014 年合并财务报表; 本期债券摊还额为本期债券应分期偿还的本金金额, 即 2.00 亿元。

债券概况

债券简称：15 泗洪债
发行总额：10 亿元
票面利率：6.15%
发行日期：2015 年 3 月 16 日
债券期限：7 年
偿还方式：分期偿还本金，按
年付息
增信措施：土地使用权抵押

跟踪评级结果

主体信用等级：AA
评级展望：稳定
债券信用等级：AA+
评级时间：2015 年 6 月 25 日

上次评级结果

主体信用等级：AA
评级展望：稳定
债券信用等级：AA+
评级时间：2014 年 9 月 5 日

评级小组负责人

金大有

评级小组成员

王 磊

邮箱：

dfjc-gy@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街
83 号德胜国际中心 B 座 7 层
100088

优势

- 2014 年以来宿迁市泗洪县经济保持较快发展，以酿酒食品和机械制造等为代表的工业经济发展势头良好，经济实力继续增强；
- 泗洪县一般公共预算收入保持增长，获得上级政府财政支持力度仍较大，财政实力较强；
- 公司作为泗洪县重要的基础设施建设主体，继续承担泗洪县保障房建设和土地开发等业务，保障房建设业务具有较强的区域专营性；
- 公司在资本金注入及财政补贴等方面继续得到当地政府的大力支持；
- 公司以其合法拥有的评估价值为 260861.14 万元的国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，仍具有一定的增信作用。

关注

- 泗洪县政府性基金收入易受房地产市场波动等因素影响，未来仍存在一定的不确定性；
- 公司保障房建设和土地开发整理业务规模较大，未来仍存在一定的筹资压力；
- 公司资产中变现能力较弱的存货占比较高，资产流动性较差。

跟踪评级原因

2015 年泗洪县宏源国有资产经营有限公司公司债券（以下简称“本期债券”或“15 泗洪债”）于 2015 年 3 月 16 日发行。根据相关监管要求及“15 泗洪债”的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）根据泗洪县宏源国有资产经营有限公司（以下简称“宏源公资”或“公司”）提供的相关经营与财务数据以及公开资料，进行本次定期跟踪评级。

主体概况

宏源公资成立于 2000 年 12 月 27 日，初始注册资本为 3660 万元人民币，原始股东为泗洪县国有资产管理委员会和泗洪县财政局国债服务部。经过多次增资和股权变更，截至 2014 年末，公司注册资本和实收资本均为 214000 万元，泗洪县人民政府（以下简称“泗洪县政府”）持有公司 100% 股权，为公司实际控制人。跟踪期内，公司股权结构未发生变化。

公司是泗洪县重要的基础设施建设主体，主要负责泗洪县保障房建设和土地开发等业务。

截至 2014 年末，公司纳入合并范围的一级子公司共有 10 家，包括 7 家全资子公司和 3 家控股子公司。与 2013 年末相比，2014 年末公司合并范围新增 3 家子公司（泗洪县宏聚华商贸有限公司、泗洪宏远水利工程有限公司和泗洪县宏鑫物业管理有限公司），全部为新投资设立的全资子公司；此外，根据泗洪县政府相关文件，泗洪县政府将泗洪县洪泽湖生态资源开发有限公司（以下简称“洪生开发”）和泗洪县鑫隆资金担保有限公司（以下简称“鑫隆担保”）无偿划出。

表 1：截至 2014 年末公司纳入合并报表的全资、控股一级子公司情况

单位：万元、%

公司全称	公司简称	经营范围	注册资本	持股比例
泗洪县城市建设投资经营有限责任公司	城投公司	城市基础设施及公用市政设施投资建设	40000	100.00
泗洪县盛达咨询担保有限公司	盛达担保	贷款担保	50210	99.83
泗洪县康达农村经济发展有限公司	康达发展	土地整治、农村基础设施建设、水利工程	30000	100.00
泗洪县宏源国际大酒店有限公司	宏源国际	中餐、住宿	6050	100.00
宿迁金龙水利建设工程有限公司	金龙水利	水利水电建筑施工、市政工程施工	20641	87.21
泗洪县大禹投资有限公司	大禹投资	商业投资、市政工程	20000	40.00 ¹
泗洪县惠民养老产业投资发展有限公司	惠民养老	房地产开发、养老产业投资管理服务	1000	100.00
泗洪县宏聚华商贸有限公司	泗洪商贸	建筑材料、机械设备销售、咨询服务	1000	100.00
泗洪宏远水利工程有限公司	宏远水利	水利水电、市政建设工程、销售水利设备	20000	100.00

¹ 2012 年末，公司投资设立大禹投资，持有其 40% 股权；2013 年末，公司投资设立金龙水利建设公司，并持有其 87.21% 股权，而金龙水利持有大禹投资 30% 股权。故 2013 年末，公司享有大禹投资的表决权 66.16%，因此大禹投资纳入了公司合并范围。

泗洪县宏鑫物业管理有限公司	宏鑫物业	房屋租赁	50	100.00
---------------	------	------	----	--------

资料来源：审计报告，东方金诚整理

募集资金使用情况

“15 泗洪债”于 2015 年 3 月 16 日发行，为 10 亿元 7 年期的附息式固定利率企业债券，票面年利率为 6.15%。截至 2015 年 5 月末，募集资金使用情况见表 2。

表 2：2015 年 5 月末本期债券募集资金使用情况

单位：万元

项目	项目投资额	拟使用募集资金	已投入募集资金
黄山丽景苑小区保障性住房项目	155161	60000	4200
山河佳苑碧桂园保障性住房项目	120000	40000	2913
合计	275161	100000	7113

资料来源：公司提供，东方金诚整理

宏观经济与政策环境

宏观经济

根据国家统计局初步核算，2015 年 1 季度我国实现国内生产总值(GDP)140667 亿元；按可比价格计算，1 季度 GDP 同比增长 7.0%，增速创 2009 年 1 季度以来新低。总体来看，中国宏观经济增长继续放缓，面临一定的下行压力。

分产业看，国内经济结构仍处于深层次调整过程中，部分行业需求下降、产能过剩、经济效益下滑等问题较为突出，产业转型和升级压力较大。2015 年 1 季度，第一产业及第二产业增加值同比增速分别较上年同期回落 0.3 和 0.9 个百分点，第三产业增加值同比增速较上年同期增长 0.1 个百分点；全国规模以上工业增加值同比增长 6.4%，增幅较上年同期回落 2.3 个百分点。2015 年 3 月，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 4.6%，已持续 37 个月同比负增长。2015 年 3 月，全社会完成发电量 4511 亿千瓦时，同比下降 3.7%，发电量创 2008 年以来新低。

2015 年 1 季度，国内市场销售表现稳定，社会消费品零售总额同比名义增长 10.6%，但外贸出口情况仍不容乐观，进出口总额同比下降 6.0%。2015 年 1 季度，全国固定资产投资（不含农户）及房地产开发投资同比名义增长 13.5%和 8.5%，增幅分别较上年同期回落 4.1 个百分点和 8.3 个百分点，投资对经济增长的拉动作用继续减弱。

政策环境

在“稳增长、调结构、促改革”的经济发展思路下，2015 年以来，中央政府继续推进棚户区改造、铁路等基础设施建设、结构性减税和扩大财政支出等措施，加大了财政政策实施力度。

2015 年 1 季度，国务院加快推进新型城镇化建设，提出了将江苏、安徽两省和宁波等 62 个城市（镇）列为国家新型城镇化综合试点地区。同时，“一带一路”

的发展战略进入全面推进阶段，发改委、外交部和商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，明确了基础设施互联互通为“一带一路”建设的优先发展领域。另外，国家各部委还加大了对房地产市场健康发展的支持，相继出台了公积金贷款首付金额调整、个人转让 2 年以上住房免征营业税等相关政策。

近一年多来，国际大宗商品价格持续走弱，国内需求总体偏弱，通货紧缩预期有所上升。2015 年 3 月末，广义货币(M2)余额 127.53 万亿元，同比增长 11.6%，狭义货币(M1)余额 33.72 万亿元，同比增长 2.9%，同比增速均有所下降。2015 年 3 月，我国居民消费价格总水平(CPI)同比增长 1.4%，涨幅较 2013 年同期回落 1.0 个百分点。2015 年 2 月 5 日，中国人民银行下调了金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并通过定向降低准备金率等措施加大了对小微企业、“三农”以及重大水利工程建设的支持力度。此外，中国人民银行还于 2015 年 3 月 1 日分别下调了金融机构一年期存款和贷款基准利率各 0.25 个百分点，货币政策有所放松。

综合分析，预计 2015 年中国政府将继续加大财政政策的实施力度，货币政策稳中偏松，宏观经济增长有望企稳筑底、保持在合理的运行区间。

行业及区域经济环境

行业分析

城市基础设施是城市正常运行和健康发展的物质基础，对于改善人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率、推进城镇化具有重要作用。

改革开放以来，我国基础设施建设规模及城镇化水平不断提高。2014 年末我国常住人口城镇化率已达 54.77%，但仍低于发达国家 80%的平均水平，也低于人均收入与我国相近的发展中国家 60%的平均水平。2014 年 3 月，国家发改委发布《国家新型城镇化规划（2014-2020）》，对推进农业转移人口市民化、优化城镇布局和形态、提高城市可持续发展能力、推动城乡一体化发展、改革完善城镇化发展体制机制等方面进行了中长期系统规划。预计，未来新型城镇化的推进将进一步加大对供水、供气、电力、通信、公共交通、棚户区改造等与民生密切相关的基础设施建设需求。

城市基础设施建设资金需求巨大，近年来我国地方政府设立的融资平台公司在城市基础设施建设过程中发挥了重要作用。2014 年 10 月国务院印发的《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》剥离了融资平台公司的政府融资功能，采取由省、自治区、直辖市政府发行地方政府一般债券或专项债券的方式满足地方政府资金需求。另外，城市基础设施建设等具有一定收益的公益性事业项目将推广政府与社会资本合作的模式，由投资者或特别目的公司通过举借银行贷款、企业债、项目收益债、资产证券化等市场化融资方式满足建设资金需求。根据财政部《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》，融资平台的在建项目将优先采取公私合作模式推进。预计未来一段时期内，融资平台公司将逐步转型，项目收益债等市场化融资方式将成为城市基础设施建设的重要融资方式。

总体来看，随着新型城镇化战略的稳步推进，城市基础设施建设投资规模将保

持快速增长,项目收益债等市场化融资方式将在满足城市基础设施建设资金需求方面发挥重要作用。

地区经济

1. 宿迁市

2014 年,宿迁市经济保持增长,经济实力仍然很强。2014 年宿迁市实现地区生产总值 1930.68 亿元,同比增长 10.8%。分产业来看,2014 年宿迁市第一产业增加值 251.65 亿元,同比增长 3.5%;第二产业增加值为 933.56 亿元,同比增长 12.6%;第三产业增加值为 745.48 亿元,同比增长 11.0%。2014 年宿迁市三次产业结构调整为 13.0:48.4:38.6。

表 3: 2012 年~2014 年宿迁市主要经济指标

单位: 亿元

项目	2012 年	2013 年	2014 年
地区生产总值	1516.77	1706.28	1930.68
GDP 增速 (%)	13.00	12.50	10.80
三次产业结构	15.1:47.0:37.9	13.8:47.8:38.4	13.0:48.4:38.6
人均地区生产总值(元)	31717	35484	39964
规模以上工业增加值	571.93	740.23	847.56
固定资产投资	1025.56	1290.75	1559.22
社会消费品零售总额	388.23	442.43	497.96

资料来源: 2012 年~2014 年宿迁市国民经济和社会发展统计公报, 东方金诚整理

2014 年宿迁市工业经济持续发展,工业经济仍以酿酒食品、纺织服装、木材加工和装备制造业等为主导产业,高新技术产业快速发展。2014 年宿迁市实现规模以上工业增加值为 847.56 亿元,较 2013 年增长 14.5%;其中,规模以上工业企业实现主营业务收入 3330.55 亿元,比上年增长 13.2%。2014 年,装备制造业实现产值 633.74 亿元,同比增长 27.1%,对全市工业产值的贡献率达 28.8%,拉动全市工业产值增长 4.6 个百分点。高新技术产业方面,2014 年宿迁市高新技术企业实现产值 683.72 亿元,同比增长 20.1%;高新技术企业产值占规模以上工业总量的 19.9%,占比较 2013 年提高 0.7 个百分点。

2014 年宿迁市第三产业仍以交通运输和旅游为主导产业,继续保持较快增长。交通运输方面,2014 年宿迁市完成客运量 10356 万人,较 2013 年增长 4.7%;完成货运量 8379 万吨,同比增长 6.3%。旅游方面,2014 年宿迁市 4A 级景区新增 2 个达 6 个,3A 级景区新增 3 个达 17 个,洪泽湖湿地公园和三台山森林公园获批省级生态旅游示范区;全年接待国内游客 1348.6 万人次,较 2013 年增长 34.5%;实现旅游总收入 145.70 亿元,较 2013 年增长 44.7%。

2014 年宿迁市完成固定资产投资 1559.22 亿元,较 2013 年增长 20.8%。同期,宿迁市社会消费品零售总额为 497.96 亿元,同比增长 12.6%。

总体来看,2014 年宿迁市经济保持较快增长,经济实力仍然很强。

2. 泗洪县

2014 年以来,泗洪县经济继续快速发展,经济实力有所增强。2014 年泗洪县实现地区生产总值 326.98 亿元,较 2013 年增长 10.7%,增速较 2013 年下降 1.80

个百分点；同期，泗洪县人均生产总值达 36150 元。分产业来看，第一产业实现增加值 52.81 亿元，同比增长 4.8%；第二产业增加值为 138.4 亿元，同比增长 12.1%；第三产业增加值为 135.77 亿元，同比增长 12.0%。2014 年泗洪县三次产业结构由 2013 年的 16.5：43.2：40.2 调整为 16.2：42.3：41.5。

表 4：2012 年～2014 年泗洪县主要经济指标

单位：亿元

项目	2012 年	2013 年	2014 年
地区生产总值	263.63	300.30	326.98
GDP 增速 (%)	12.8	12.5	10.7
三次产业结构	18.7：42.0：39.3	16.5：43.2：40.2	16.2：42.3：41.5
规模以上工业总产值	320.52	499.93	567.92
规模以上工业增加值	85.05	124.47	141.27
固定资产投资	160.65	226.39	281.88
社会消费品零售总额	65.24	74.04	-

资料来源：2012 年～2014 年泗洪县国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

2014 年泗洪县工业经济继续发展，仍以酿酒食品、纺织服装、塑膜材料、电子信息和机械制造为主导产业。2014 年泗洪县实现规模以上工业总产值 567.92 亿元，较 2013 年增长 13.6%；规模以上工业增加值为 141.27 亿元，同比增长 13.5%；全县规模以上工业企业实现主营业务收入 591.94 亿元，同比增长 13.5%。

2014 年，泗洪县完成固定资产投资 281.88 亿元，同比增长 24.0%。分产业来看，第一产业投资额 0.04 亿元，较 2013 年下降 70.3%；第二产业投资额 194.27 亿元，同比增长 23.1%；第三产业投资额为 87.57 亿元，同比增长 28.0%。

总体来看，2014 年以来泗洪县经济保持较快发展，形成了酿酒食品、电子电器和机械制造等主导产业，经济实力较强。

财政状况

根据《江苏省政府关于实行省直管县财政管理体制改革的意见》苏政发(2007)29 号文件，从 2007 年起，泗洪县财政体制由市财政管理改为省财政直接管理。

财政收入

随着泗洪县经济的持续发展，泗洪县财政收入继续增加，财政实力有所增强。2014 年，泗洪县实现财政收入²为 99.39 亿元，同比增长 16.14%，增速较 2013 年下降 11.08 个百分点。泗洪县财政收入仍以政府性基金收入和上级补助收入为主，二者在财政收入中占比分别为 37.86%和 33.89%，占比较 2013 年分别增加 7.02 个百分点和-0.66 个百分点。

² 财政收入=一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入+财政专户收入。

表 5：2012 年～2014 年泗洪县财政收入情况

单位：亿元

项目	2012 年	2013 年	2014 年
一般公共预算收入	24.14	29.62	28.01
其中：税收收入	16.64	22.46	23.79
非税收入	7.50	7.15	4.22
政府性基金收入	17.25	26.39	37.63
上级补助收入	25.89	29.57	33.68
其中：返还性收入	2.53	2.45	2.50
一般性转移	10.77	13.08	11.18
专项转移支付	12.59	14.04	20.01 ³
财政资金专户收入	0.00	0.00	0.07
财政收入	67.27	85.58	99.39

资料来源：泗洪县财政局，东方金诚整理

2014 年泗洪县一般公共预算收入为 28.01 亿元，同比下降 5.44%；其中税收收入为 23.79 亿元，同比增长 5.92%，占一般公共预算收入的比例为 84.93%，占比仍较高。

2014 年泗洪县政府性基金收入为 37.63 亿元，同比增长 42.59%，主要是国有土地使用权出让收入大幅增长所致。但以土地出让收入为主的政府性基金收入易受房地产市场波动等因素影响，未来存在一定的不确定性。

2014 年，泗洪县上级补助收入为 33.68 亿元，同比增长 13.90%，占财政收入的比例为 33.89%。

财政支出

2014 年泗洪县财政支出⁴为 101.07 亿元，同比增长 16.63%，仍以一般公共预算支出和政府性基金支出为主。其中，一般公共预算支出为 57.97 亿元，同比增长 3.72%。其中，一般公共服务、教育、社会保障和就业、医疗卫生等刚性支出⁵在一般公共预算支出中占比为 54.01%，占比仍较高。2014 年，泗洪县政府性基金支出为 39.05 亿元，同比增长 42.88%。

³ 包含地震灾后恢复重建补助收入 16.04 亿元。

⁴ 财政支出=公共财政预算支出+政府性基金支出+上解上级支出+财政专户资金支出。

⁵ 刚性支出包括一般公共服务、教育、社会保障和就业、医疗卫生 4 项支出。

表 6：2012 年～2014 年泗洪县财政支出情况

单位：亿元

项目	2012 年	2013 年	2014 年
一般公共预算支出	48.80	55.89	57.97
其中：一般公共服务	2.86	3.25	2.91
教育	12.32	12.42	15.85
社会保障和就业	13.22	18.32	6.91
医疗卫生	3.52	4.04	5.64
政府性基金支出	17.78	27.33	39.05
上解上级支出	3.36	3.44	3.98
财政专户支出	0.00	0.00	0.07
财政支出	69.94	86.66	101.07

资料来源：泗洪县财政局，东方金诚整理

2014 年，泗洪县的地方财政自给率为 48.32%，地方公共财政预算收支平衡能力仍较弱。

政府债务

2014 年末，泗洪县地方政府债务余额为 36.12 亿元，同比增加 13.57 亿元。其中直接债务 36.10 亿元，同比增加 13.63 亿元；担保债务 0.04 亿元，较 2013 年末略有下降。2014 年泗洪县地方综合财力为 99.74 亿元，债务率为 36.22%，债务率较 2013 年增长 9.87 个百分点。

表 7：2014 年泗洪县政府债务余额及综合财力情况

单位：万元

地方政府债务	2014 年末	地方综合财力	2014 年
(一) 直接债务余额	361005	(一) 地方公共财政预算收入	280079
1、外国政府贷款	0	1、税收收入	237892
2、国际金融组织贷款	0	2、非税收入	42187
3、国债转贷资金	30000	(二) 转移支付和税收返还收入	336842
4、农业综合开发借款	0	(三) 国有土地使用权出让收入	348800
5、解决地方金融风险专项借款	0	1、国有土地使用权出让金	349736
6、国内金融机构借款	166866	2、国有土地收益基金	17771
7、债券融资	0	3、农业土地开发资金	1447
8、向单位和个人借款	3600	4、新增建设用地有偿使用费	-2446
9、拖欠工资和工程款	128266	(四) 预算外财政专户收入	31658
10、其他	32273		
(二) 担保债务余额	430		
1、政府担保的国内金融机构借款	430		
地方政府债务余额= (一) + (二)	361220	地方综合财力= (一) + (二) + (三) + (四)	997379
*50%			
债务率= (地方政府债务余额/地方综合财力) *100%			36.22%

资料来源：泗洪县财政局，东方金诚整理

总体来看，2014 年泗洪县公共财政预算收入保持增长，获得上级政府财政支

持力度仍较大，财政实力有所增强；但东方金诚也关注到，泗洪县政府性基金收入的增长易受房地产市场波动等因素影响，未来仍存在一定的不确定性。

业务运营

经营概况

跟踪期内，公司仍然是泗洪县重要的基础设施项目建设主体，继续负责泗洪县保障房建设和土地开发整理等业务。

2014 年，公司实现营业收入 7.19 亿元，同比增长 15.81%。由于公司 2014 年土地开发整理业务未确认收入，公司当年收入结构发生一定改变。2014 年公司营业收入主要来源于保障房销售和担保业务，在营业收入中占比分别为 85.85%和 8.30%。

表 8：2012 年~2014 年公司营业收入、毛利润和毛利率情况

单位：万元、%

项目	2012 年		2013 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	66904.69	100.00	62092.17	100.00	71906.11	100.00
土地开发	-	-	9773.33	15.74	0.00	0.00
保障房销售	62359.21	93.21	44779.42	72.12	61732.72	85.85
工程施工 ⁶	-	-	1710.19	2.75	1454.53	2.02
担保业务	1750.06	2.62	2914.69	4.69	5968.02	8.30
旅游服务	555.71	0.83	833.37	1.34	0.00	0.00
其他	2239.72	3.35	2081.17	3.35	2750.84	3.83
毛利润	25248.08	100.00	19405.90	100.00	12666.06	100.00
土地开发	-	-	5929.37	30.55	0.00	0.00
保障房销售	20800.70	82.39	7782.81	40.11	3839.35	30.31
工程施工	-	-	55.02	0.28	177.86	1.40
担保业务	1750.06	6.93	2914.69	15.02	5968.02	47.12
旅游服务	479.33	1.90	649.02	3.34	0.00	0.00
其他	2217.99	8.78	2074.98	10.69	2680.84	21.17
毛利率		37.74		31.25		17.61
土地开发		-		60.67		-
保障房销售		33.36		17.38		6.22
工程施工		-		3.22		12.23
担保业务		100.00		100.00		100.00
旅游服务		86.26		77.88		-
其他		99.03		99.70		97.46

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

2014 年公司实现毛利润 1.27 亿元，较 2013 年下降 34.73%，主要来源于保障

⁶ 工程施工收入主要来源于子公司金龙水利，金龙水利为 2012 年成立的，故 2011 年和 2012 年无收入。

房销售业务和担保业务。同期，公司毛利率为 17.61%，同比下降 13.64 个百分点，主要是由于公司毛利率水平较高的土地开发整理业务未确认收入所致。

总体来看，跟踪期内，2014 年公司营业收入增长较快，公司收入和毛利润主要来源于保障房销售和担保业务，土地开发整理业务未实现收入。

保障房建设

跟踪期内，公司经泗洪县政府授权，继续承担了泗洪县全部的保障房项目建设业务，业务具有较强的区域专营性。

公司的保障房业务包括城市棚户区危旧房改造安置住房、限价房、经济适用房和公租房项目，以安置房为主。公司保障房建设用地来源于划拨用地和公司通过招拍挂程序摘牌的地块，保障房建设资金来源主要为自筹、拆迁款、泗洪县财政局的补贴款以及配套土地出让金净收益。

公司保障房项目建设完成后由公司负责销售，存在两种销售模式。第一种模式为直接向拆迁户交付安置房，该种模式下，在建设初期拆迁户向公司预交部分定金，在保障房全部建设完成及办理过户手续时由拆迁户缴纳剩余房款；第二种销售模式为公司将完工的房产全部交由住建局，由泗洪县政府统一安排过户给拆迁户，公司直接与泗洪县财政局结算。公司在收到拆迁户或财政局的全部结算金额后确认保障房销售收入，同时结转保障房成本。

截至 2014 年末，公司已完工的保障房项目主要为黄河花园、杉鑫小区、红星花园、兴康花园、高庄花园等，建筑总面积 143.37 万平方米，完成总投资额 72.49 亿元，建设户数 23638 套；2014 年，公司实现保障房销售收入 6.17 亿元，同比增加 37.79%，毛利率为 6.22%。

表 9：截至 2014 年末公司已完工保障房项目情况

项目名称	面积（平方米）	总投资额（万元）	户数（套）	建设周期（年）
黄河花园	91307	25708	1465	36
杉鑫小区	144500	32400	1774	44
红星花园	150333	39655	1756	26
红星花园西区	253333	95000	2704	24
兴康花园	127467	55581	1989	36
高庄花园	150000	110200	4304	35
山河佳苑	109733	91171	2150	35
山河佳苑碧桂园	152000	120000	2771	37
黄山丽景苑	255067	155161	4725	54
合计	1433740	724876	23638	-

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

近年来，泗洪县保障房建设规模不断增加，公司保障房建设项目大幅增长。截至 2014 年末，公司重点在建保障房项目总面积为 103.67 万平方米，预计建设户数为 7661 套，预计总投资额为 23.42 亿元，已累计完成投资额 13.67 亿元，未来仍需要投入 9.75 亿元，面临一定的筹资压力。

表 10：截至 2014 年末公司重点在建保障房项目情况

项目名称	面积 (万平方米)	总投资额 (万元)	累计投资额 (万元)	建设周期 (月)	预计户数 (套)
高庄花园（一期）	29.2	75000	54863	40	1456
山河佳苑（二期一标段）	6.6	10182	6643	30	534
山河佳苑·碧桂园（在建）	23.68	54965	35560	38	1636
红星花园·荷花园（一期）	11.18	22850	7140	26	1080
黄山丽景苑（东区）	14.28	36769	16900	26	1262
杉鑫小区（二期）	11.5	22000	6869	20	1174
兴康花园（二期）	7.23	12400	8700	24	519
合计	103.67	234166	136675	-	7661

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

总体来看，公司的保障房建设业务具有较强的区域专营性，保障房业务收入是公司的主要收入来源。同时，东方金诚也关注到，公司保障房建设规模较大，公司未来面临一定的筹资压力。

土地开发

公司作为泗洪县重要的基础设施建设主体，经泗洪县政府授权，继续承担规划范围内的土地开发整理业务，业务范围包括土地出让和土地一级开发整理。

公司持有的国有土地使用权主要是通过股东投入、无偿划拨和招拍挂方式获得。2014 年 8 月，根据泗洪县政府的相关文件，泗洪县政府授权公司对泗洪县城区总面积约为 157.23 万平方米（合 2358.5 亩，见下表）国有土地进行开发整理。土地开发整理完成后，交由泗洪县政府相关部门通过招拍挂出让并扣除相关税费后返还至公司，公司将其收到的土地出让金返还款确认为开发整理收入，同时结转土地开发整理成本。2014 年公司没有收到土地出让金返还，因此未确认土地开发整理业务收入。

截至 2014 年末，公司可供出让地为 157.23 万平方米，未来待开发整理完成后较提高公司土地开发整理业务盈利水平，未来发展潜力较大。但公司土地开发整理业务易受房地产市场波动影响，未来存在一定的不确定性。

表 11：2014 年 8 月公司获得授权进行整理的待开发土地情况

单位：亩、万元/亩

地块名称	位置	面积	预计出让均价
A-01-1	黄山路东侧、分金亭路南侧、濉河北侧、武夷山路西侧	239.0	105
A-02-1	黄山路东侧、长江路南侧、分金亭东路北侧、武夷山路西侧	414.4	105
A-03-1	旗杆路东侧、长江路南侧、洪泽湖大街北侧、黄山路西侧	166.6	105
A-04-1	青阳北路东侧、长江路南侧、洪泽湖大街北侧、旗杆路西侧	192.9	105
B-01-1	嵩山路东侧、居民区南侧、濉河北侧、建设北路西侧	41.9	90
B-02-1	衡山北路东侧、长江西路南侧、濉河北侧、嵩山路西侧	300.1	90
B-04-1	泰山北路东侧、居民区南侧、濉河北侧、衡山北路西侧	165.1	90
C-01-1	罗卜里路东侧、顺河路南侧、泗河西大街北侧、电厂巷西侧	93.3	115
C-02-1	罗卜里路东侧、顺河路南侧、泗河西大街北侧、电厂巷西侧	34.8	115
C-03-1	居民区东侧、顺河路南侧、泗河西大街北侧、衡山北路西侧	136.0	115
D-01-1	濉河东侧、居民区南侧、S121 北侧、开发大道西侧	321.8	100
D-02-1	开发大道东侧、健康路南侧、山河路北侧、衡山南路西侧	123.2	100
D-03-1	濉河东侧、S121 南侧、黄河路北侧、开发大道西侧	129.4	100
合计		2358.5	102

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

总体来看，公司可供出让的土地规模较大，土地开发整理业务具有较大发展潜力。同时，东方金城关注到，2014 年公司未实现土地开发整理收入，土地开发整理受房地产市场波动等因素影响较大，未来业务收入具有一定的不稳定性。

政府支持

公司作为泗洪县重要的基础设施建设主体，继续得到泗洪县政府在资本金注入和财政补贴等方面的有力支持。

2014 年，根据洪政发[2014]72 号文，公司将泗洪县政府代三级子公司泗洪县新农村建设投资有限公司缴纳的土地出让金及相关契税 3.08 亿元确认为资本公积。

财政补贴方面，2014 年公司获得财政补贴 2.53 亿元。

考虑到未来公司将继续在泗洪县保障房建设和土地开发整理业务中发挥重要作用，预计公司将继续获得泗洪县政府的有力支持。

企业管理

产权结构

截至 2014 年末，公司注册资本和实收资本均为 214000 万元，泗洪县政府持有公司 100%股权，为公司实际控制人，较 2013 年末未发生变化。

治理结构

公司不设股东会，由股东履行出资人职责。公司设立了包括董事会、监事会和总经理在内的法人治理结构。

董事会由 5 名董事成员组成，其中职工董事 1 名。除职工董事由职工代表大会

选举产生外，其他董事均由股东按有关程序委派。董事会设董事长一人，为公司法定代表人。

监事会由 5 名监事组成，其中 2 名成员由职工代表大会选举产生，其余 3 名成员由股东按有关程序派出。监事会设主席一名，由股东在监事成员中指定。

公司设总经理一名，总经理人选由股东提议，经规定程序批准后，由董事会聘任或解聘。总经理对董事会负责，根据公司章程的规定和董事会授权，履行相应的职责。总经理办公会为公司日常经营活动的决策机构，审议公司日常经营事项及重大经营决策。

管理水平

公司构建了“三部一室”的组织结构，分别为资产管理部、财务部、综合管理部 and 办公室。

公司建立了《公司财务管理制度》、《投融资管理制度》和《公司资产管理制度》等各项内控管理制度。财务方面，由公司董事会和总经理负责公司资金调配、成本核算和财务管理工作。投融资方面，公司根据相关法律法规，建立了对公司内部投、融资及资产项目的管理决策（包括对内投资、对外投资、对外融资、重大资产重组及对外担保等事项）和投融资体系。

综合看来，公司建立了必要的治理架构和内部组织结构，管理制度较为健全；2014 年公司治理结构和组织架构均未发生变化。

财务分析

财务质量

公司提供了 2014 年合并财务报表，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2014 年度财务报表进行了审计并出具了标准无保留意见的审计报告。跟踪期内，公司未变更会计师事务所。

截至 2014 年末，公司纳入合并范围的一级子公司共有 10 家，包括 7 家全资子公司和 3 家控股子公司。与 2013 年末相比，2014 年末公司合并范围新增 3 家全资子公司，同时减少 2 家子公司。

资产构成与资产质量

2014 年末，公司资产总额为 125.53 亿元，较 2013 年末增长 33.96%。其中，流动资产 119.93 亿元，占资产总额的比重为 95.54%，公司资产仍以流动资产为主。

1. 流动资产

2014 年末，公司流动资产为 119.93 亿元，较 2013 年末增长 41.33%。公司流动资产仍主要是由存货、其他应收款和货币资金构成，三者合计占流动资产的比例为 99.67%。

2014 年末公司存货为 95.12 亿元，在流动资产中占比为 79.32%。公司存货仍以变现能力较弱的土地使用权、保障房建设开发成本为主。2014 年末公司拟开发土地为 68.42 亿元，在存货中占比为 71.92%，为公司持有的土地使用权；开发成本

为 19.61 亿元，在存货中占比为 20.61%，为公司保障房建设成本。总体来看，公司变现能力较弱的存货在总资产中占比很高，资产流动性很弱。

2014 年末，公司其他应收款为 16.86 亿元，在流动资产中占比为 14.06%，主要为公司因保障房建设等业务产生的与政府部门和其他单位的往来款。2014 年末，公司其他应收款前五名欠款单位分别为泗洪县苏展实业有限公司、泗洪县园林绿化管理所、泗洪县人民政府金融工作办公室、江苏聚德纺织科技有限公司、泗洪县开发区管委会，合计占比为 35.02%。从账龄结构来看，2014 年末公司其他应收款账龄在 1 年以内的占比为 32.37%，1~2 年的占比 18.48%，2~3 年的占比 22.44%，3 年以上的占比 26.71%，公司其他应收款未计提坏账准备。公司其他应收款存在一定的流动性风险。

2014 年末，公司货币资金为 7.55 亿元，同比增长 10.39%，在流动资产中占比为 6.30%。

2. 非流动资产

2014 年末，公司非流动资产为 5.60 亿元，在总资产中占比为 4.46%。公司非流动资产较 2013 年末减少 3.25 亿元，同比下降 36.72%，主要是由于洪生开发公司的划出使得洪泽湖湿地基础设施建设项目调出公司报表引起。2014 年公司非流动资产结构受此影响调整为以可供出售金融资产和投资性房地产为主。2014 年末公司可供出售金融资产 1.07 亿元，在非流动资产中占比为 19.04%；投资性房地产为 3.13 亿元，较 2013 年末基本持平，在非流动资产中占比为 55.85%，为公司获得泗洪县政府无偿划拨的房产。

总体来看，公司资产仍以流动资产为主，流动资产中变现能力较弱的其他应收款和存货占比仍很大，资产流动性仍较差；此外，跟踪期内，受子公司划出影响，公司非流动资产结构有所变动，但整体来看对公司资产影响不大。

资本结构

1. 所有者权益

2014 年末公司所有者权益为 69.25 亿元，同比增长 17.32%。其中，实收资本为 21.40 亿元，较 2013 年末增加 7.10 亿元；资本公积为 38.37 亿元，占所有者权益的 55.41%，主要为划拨子公司股权、国有土地使用权和房地产所致；未分配利润为 7.64 亿元，在所有者权益中占比为 11.04%。

2. 负债

2014 年末，公司负债总额为 56.29 亿元，同比增长 62.27%。其中，流动负债为 45.84 亿元，同比增长 76.24%，在负债总额中占比为 81.44%，占比较 2013 年末提高 6.46 个百分点。跟踪期内，公司负债结构仍以流动负债为主，但负债规模增幅较大。

2014 年末公司流动负债主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债和短期借款为主，三者合计在流动负债中占比为 90.54%。

2014 年末公司短期借款 3.06 亿元，较 2013 年末增加 0.91 亿元，在流动负债中占比为 6.68%。

2014 年，公司其他应付款为 34.21 亿元，较 2013 年末增加 100.45%。公司其他应付款主要为公司因土地开发整理业务和保障房建设业务与泗洪县财政局、泗洪

县人民政府金融工作办公室、泗洪县土地收购储备交易中心、泗洪县苏泰实业有限公司和洪生开发等产生的往来款，2014 年公司其他应付款前五名对象合计为 11.03 亿元。

2014 年末公司一年内到期的非流动负债为 4.23 亿元，同比增长 63.95%，在流动负债中占比为 9.23%，占比较 2013 年末持平。其中，抵押借款 2.87 亿元，抵押保证借款 1.36 亿元。

跟踪期内，公司非流动负债仍全部为长期借款。截至 2014 年末，公司长期借款为 10.45 亿元，同比增长 20.39%。

2014 年末公司全部债务为 18.68 亿元，同比增长 34.24%；在负债总额中占比为 33.18%，占比较 2013 年末下降 6.93 个百分点。其中，短期有息债务为 8.23 亿元，为短期借款和一年内到期的非流动负债；长期有息债务为 10.45 亿元，全部为长期借款。

2014 年末，公司资产负债率为 44.84%，较 2013 年末增加 7.82 个百分点；同期，公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 13.11%和 21.24%，较 2013 年末分别增加 0.29 个百分点和 2.16 个百分点。

2014 年末公司债务规模仍不大，但本期债券于 2015 年 3 月发行后，以 2014 年末数据为基准，如不考虑其他因素，公司全部债务增至 28.68 亿元，资产负债率上升至 48.91%，全部债务资本化比率为 29.29%。未来随着公司保障房建设业务和土地开发整理业务的继续推进，预计公司未来有息债务规模将进一步上升。

3. 对外担保

截至 2014 年末，除子公司盛达担保公司的担保业务外，公司无对外担保。

总体来看，跟踪期内，公司负债总额有所增加，其债务结构仍以流动负债为主；未来随着公司保障房建设和土地开发等项目的推进，预计公司有息债务规模将进一步上升。

盈利能力

2014 年，公司营业收入为 7.19 亿元，同比增长 15.81%；期间费用为 1.42 亿元，占营业收入的 19.80%，较 2013 年下降 3.93 个百分点。同期，公司利润总额为 1.74 亿元，其中收到的政府补助为 2.53 亿元，公司利润总额对财政补贴的依赖程度仍很大。

2014 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.94%和 2.39%，分别较 2013 年下降 0.42 个百分点和 0.48 个百分点，公司盈利能力仍较弱。

总体来看，公司利润对政府财政补贴依赖依然较大，盈利能力仍然较弱。

现金流

2014 年，公司经营活动现金流入为 36.64 亿元，同比增长 98.84%，主要为公司保障房销售和往来款等形成的现金流入；经营活动现金流出为 36.24 亿元，较 2013 年增长 106.22%，主要为公司支付的项目工程款、土地开发成本以及与泗洪县财政局和其他公司往来款所形成的现金流出；公司经营性净现金流为 0.40 亿元。公司经营性现金流对土地出让金返还款、保障房销售和往来款依赖较大，未来存在一定的不确定性。

2014 年，公司投资活动现金流入为 1.10 亿元，较 2013 年增加 0.97 亿元；同期，投资活动现金流出为 1.14 亿元，同比增长 13.30%，全部为购建固定资产等非流动性资产所支付的现金；投资活动净现金流为-0.04 亿元。

2014 年，公司筹资活动现金流入为 9.35 亿元，较 2013 年下降 41.71%，全部为公司以银行借款筹得资金形成的现金流入；筹资活动现金流出为 9.81 亿元，同比下降 44.32%，主要用来偿还债务和银行借款本金和相应利息；筹资性净现金流为-0.46 亿元。

2014 年公司期末现金及现金等价物净增加额为-966.97 万元，同比增加 14945.34 万元，波动仍较大。

总体来看，公司经营性现金流对土地出让金返还款、保障房销售款和往来款依赖较大，未来存在一定的不确定性；考虑到公司在建保障房建设和土地开发整理等业务投资金额较大，公司未来面临一定的筹资压力。

偿债能力

2014 年末，公司流动比率和速动比率分别为 261.64%和 54.12%，同比下降 64.62 个百分点和 34.59 个百分点，公司资产以流动资产为主，但流动资产中变现能力较差的其他应收款和存货占比仍很大，资产流动性仍然较差。从长期偿债能力指标来看，2014 年末，公司长期债务资本化比率为 13.11%，较 2013 年上升 0.29 个百分点；全部债务/EBITDA 为 6.41 倍。公司经营性现金流对保障房销售款、土地出让返还款和往来款依赖较大，未来存在一定的不确定性。

根据本期债券本金分期偿还条款，公司将在 2018 年~2022 年分别按照债券发行总额 20%的比例即 2.00 亿元偿还本期债券本金。若公司在本期债券存续期内无其他新增债务，则各年到期债务情况见下表。

表 12：截至 2014 年末本期债券和公司现有债务本金到期偿还期限分布

单位：万元

债务到期时间	本期债券本金到期偿还金额	现有债务本金到期偿还金额	合计
2015 年	-	82284	82284
2016 年	-	18200	18200
2017 年	-	51900	51900
2018 年	20000	4000	24000
2019 年	20000	15400	35400
2020 年	20000	-	20000
2021 年	20000	-	20000
2022 年	20000	-	20000
2023 年及以后	-	15000	15000
合计	100000	186784	286784

资料来源：公司提供，东方金诚整理

总体来看，尽管公司资产及现金流对债务的保障程度较差，但考虑到公司是泗洪县重要的基础设施建设主体，主营业务具有较强的区域专营性，政府对公司支持力度很大，东方金诚认为公司的偿债能力仍然很强。

过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2015 年 5 月 27 日，公司无不良类贷款；“15 泗洪债”于 2015 年 3 月 16 日发行，截至本报告出具日，公司应付债券尚未开始还本付息。

抗风险能力

基于对泗洪县地区经济和财政实力、泗洪县政府对公司的有力支持以及公司自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力仍然很强。

增信措施

公司以其合法拥有的 16 宗评估价值为 260861.14 万元的国有土地使用权为本期债券提供抵押担保。

担保范围

担保范围包括本期债券的本金和利息及违约金、损害赔偿金以及为实现抵押权而发生的全部合理费用（包括但不限于律师费、诉讼费、担保费等）和支出。

担保效力

公司用于本期债券抵押的 16 宗土地使用权的登记面积合计 83.25 万平方米，土地用途为商业、住宅。根据北京国融兴华资产评估有限责任公司出具的《土地评估报告》（国融兴华评报字[2014]第 530003 号），评估价值为 260861.14 万元，对本期债券募集资金覆盖倍数为 2.61 倍。抵押物的基本情况如下表所示。

表 13：用于抵押的土地使用权基本情况

单位：平方米、万元

土地证编号	宗地位置	土地权属性质	面积	评估价值
洪国用(2014)第 5900 号	嵩山北路西侧	商住用地	64067.00	14886.50
洪国用(2014)第 5898 号	嵩山北路东侧	商住用地	39733.00	10317.57
洪国用(2014)第 5787 号	高速公路东侧	商住用地	55333.00	14558.11
洪国用(2014)第 5786 号	波西登西侧	商住用地	46800.00	12313.08
洪国用(2014)第 5790 号	山河西路北侧	商住用地	46800.00	12313.08
洪国用(2014)第 5783 号	山河西路北侧	商住用地	42800.00	11260.68
洪国用(2014)第 5785 号	高速公路西侧	商住用地	15533.00	4086.73
洪国用(2014)第 5789 号	体育路西侧	商住用地	49733.00	17103.18
洪国用(2014)第 5788 号	体育路东侧	商住用地	21400.00	7359.46
洪国用(2014)第 5782 号	青阳北路西侧	商业用地	61933.00	22915.21
洪国用(2014)第 2999 号	泗洪县淮河路南侧、人民北路东侧	商住用地	13359.60	4201.59
洪国用(2014)第 2605 号	泗洪县广场西路东侧	商业用地	20867.00	6562.67
洪国用(2014)第 2647 号	泗洪县小楼居委会黄山路西侧	商业用地	46666.00	14657.79

洪国用（2014）第 3006 号	泗洪县长江路北侧	商业用地	11315.30	3564.32
洪国用（2014）第 2624 号	泗洪县山河路南侧、体育路西侧	商业用地	160605.00	64964.72
洪国用（2014）第 2620 号	泗洪县洋青路东侧、淮河路南侧	综合用地	144767.00	39796.45
合计		-	832486.30	260861.14

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司用于抵押的 16 宗土地使用权均是公开摘牌的商业用地，位于泗洪县主城区范围内，临近崇山北路、淮河路、长江路、体育路等多条市区主干道，交通较为便利，并达到了“五通一平”⁷的开发水平。近年来，泗洪县经济保持快速增长，带动了当地房地产市场不断发展。随着泗洪县城镇化速度将进一步加快，未来泗洪县房地产和土地市场价格大幅下降的可能性较小。

根据抵押资产监管协议，在本期债券存续期内，抵押资产的价值与本期债券未偿还本金加上一年利息之和的比率（以下简称“抵押比率”）不得低于 1.5 倍。当抵押比率低于 1.5 倍时，经本期债券持有人会议同意追加抵押资产后，泗洪公资应在约定时间内制作《追加抵押资产清单》并追加抵押资产，追加的抵押资产应按照《抵押资产监管协议》的规定进行价值评估和抵押登记。

总体来看，公司以其合法拥有的评估总价值为 260861.14 万元的 16 宗土地使用权为按期足额清偿本期债券全部本息提供抵押担保，仍具有一定的增信作用。

结论

2014 年以来宿迁市泗洪县经济保持较快发展，以酿酒食品和机械制造等为代表的工业经济发展势头良好，经济实力继续增强；泗洪县一般公共预算收入保持增长，获得上级政府财政支持力度仍较大，财政实力较强；公司作为泗洪县重要的基础设施建设主体，继续承担泗洪县保障房建设和土地开发等业务，保障房建设业务具有较强的区域专营性，并在资本金注入及财政补贴等方面继续得到当地政府的大力支持。

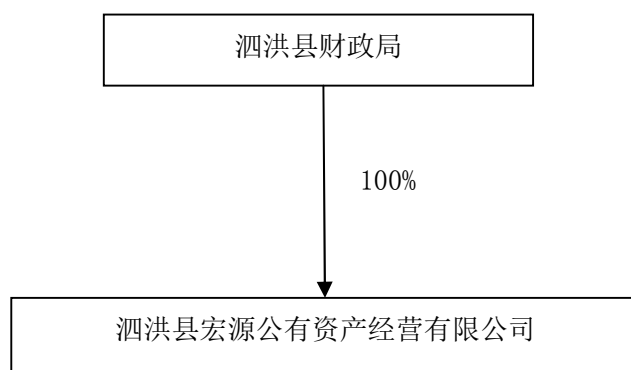
同时，东方金诚也关注到，泗洪县政府性基金收入易受房地产市场波动等因素影响，未来仍存在一定的不确定性；公司保障房建设和土地开发整理业务规模较大，未来仍存在一定的筹资压力；公司资产中变现能力较弱的存货占比较高，资产流动性较差。

公司以其合法拥有的评估价值为 260861.14 万元的国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，仍具有一定的增信作用。

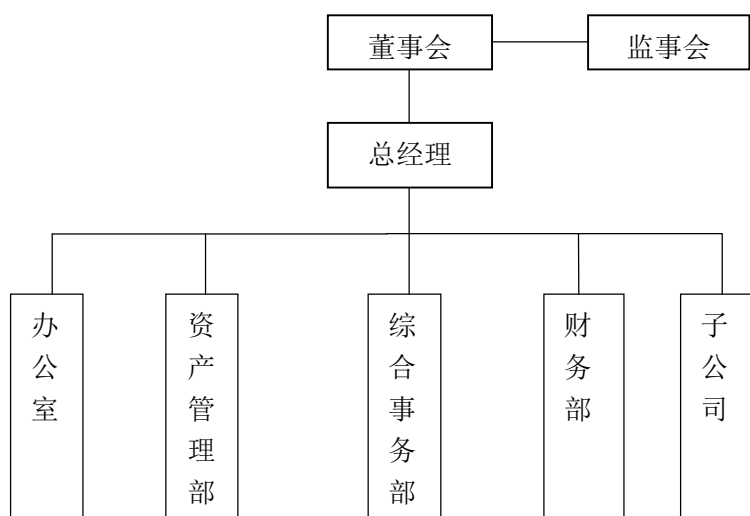
综合分析，东方金诚维持公司的主体信用等级为 AA，评级展望维持稳定，维持“15 泗洪债”的信用等级为 AA+。

⁷ 五通一平是指土地达到通路、通上水、通下水、通电、通讯和场地平整的开发情况。

附件一：截至 2014 年末公司股权结构图



附件二：截至 2014 年末公司组织架构图



附件三：公司合并资产负债表（单位：万元）

项目名称	2012 年末	2013 年末	2014 年末
流动资产：			
货币资金	65022.41	68414.21	75520.89
应收票据	0.00	0.00	0.00
应收账款	152.92	194.09	41.92
预付款项	2761.81	3594.03	3175.62
其它应收款	126488.05	146522.80	168599.97
存货	509956.89	617859.26	951248.49
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	13000.00	12000.00	740.00
流动资产合计	717382.08	848584.39	1199326.88
非流动资产：			
可供出售金融资产	0.00	0.00	10664.80
长期股权投资	18564.80	10664.80	0.00
投资性房地产	35175.53	33221.73	31284.25
固定资产	9974.48	10308.01	8416.28
工程物资	0.00	0.00	0.00
在建工程	10388.72	19058.28	3234.03
无形资产	12474.56	12182.07	0.00
商誉	683.83	3101.27	2417.43
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	87261.93	88536.16	56016.80
资产总计	804644.01	937120.55	1255343.68

附件三：公司合并资产负债表（续表）（单位：万元）

项目名称	2012 年末	2013 年末	2014 年末
流动负债：			
短期借款	19000.00	21500.00	30600.00
应付票据	3982.80	5040.95	9384.00
应付账款	1455.94	2915.03	7313.12
预收款项	29336.82	22447.74	15670.38
应付职工薪酬	99.43	116.61	131.20
应交税费	2995.24	3230.98	4242.83
其他应付款	164373.42	170687.49	342142.60
一年内到期的非流动负债	4800.00	25800.00	42300.00
其他流动负债	3585.87	8353.61	6604.06
流动负债合计	229629.53	260092.42	458388.19
非流动负债：			
长期借款	20550.00	86800.00	104500.00
专项应付款	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	20550.00	86800.00	104500.00
负债合计	250179.53	346892.42	562888.19
所有者权益（或股东权益）：			
实收资本（或股本）	143000.00	143000.00	214000.00
资本公积	369029.85	369026.33	383700.04
盈余公积	77.05	77.05	77.05
未分配利润	42278.01	59814.23	76434.40
归属母公司所有者权益合计	554384.91	571917.62	674211.49
少数股东权益	79.58	18310.52	18244.00
所有者权益合计	554464.49	590228.13	692455.49
负债与所有者权益合计	804644.01	937120.55	1255343.68

附件四：公司合并利润表（单位：万元）

项目名称	2012 年	2013 年	2014 年
一、营业收入	66904.69	62092.17	71906.11
减：营业成本	41656.61	42686.27	59240.04
营业税金及附加	5603.10	3056.97	5133.94
销售费用	2537.41	3335.68	2012.16
管理费用	5074.25	5857.98	5926.06
财务费用	1849.55	5543.03	6301.54
资产减值损失	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	125.00	300.00	0.00
二、营业利润	10308.77	1912.24	-6707.63
加：营业外收入	15864.76	17392.13	25336.03
减：营业外支出	70.05	157.87	1264.33
三、利润总额	26103.47	19146.50	17364.07
减：所得税	1657.52	1665.27	810.42
四、净利润	24445.95	17481.23	16553.65
其中：归属于母公司所有者的净利润	24449.64	17536.23	16620.16
少数股东损益	-3.68	-55.00	-66.51

附件五：公司合并现金流量表（单位：万元）

项目名称	2012 年	2013 年	2014 年
一、经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金	66849.58	55161.92	62258.45
收到的税费返还	0.00	1348.74	2182.96
收到的其他与经营活动有关的现金	85057.96	127776.58	301989.40
经营活动现金流入小计	151907.54	184287.23	366430.81
购买商品、接受劳务支付的现金	81202.23	148897.44	281895.37
支付给职工以及为职工支付的现金	609.51	838.56	486.00
支付的各项税费	6984.06	5385.59	6438.58
支付的其他与经营活动有关的现金	20767.48	20634.74	73624.57
经营活动现金流出小计	109563.28	175756.32	362444.52
经营活动产生的现金流量净额	42344.26	8530.91	3986.29
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金	0.00	1000.00	11000.00
取得投资收益所收到的现金	125.00	300.00	0.00
投资活动现金流入小计	125.00	1300.00	11000.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	17984.89	9920.40	3361.96
投资所支付的现金	22645.00	100.00	240.00
支付的其他与投资有关的现金	0.00	0.00	7750.79
投资活动现金流出小计	40629.89	10020.40	11352.75
投资活动产生的现金流量净额	-40504.89	-8720.40	-352.75
三、筹资活动产生的现金流			
吸收投资所收到的现金	52500.00	24000.00	0.00
取得借款所收到的现金	44350.00	136450.00	93500.00
收到的其他筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	96850.00	160450.00	93500.00
偿还债务所支付的现金	12740.00	46700.00	40520.40
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	2313.59	5582.89	9316.94
支付其他与筹资活动有关的现金	71200.00	123889.93	48263.17
筹资活动现金流出小计	86253.59	176172.82	98100.51
筹资活动产生的现金流量净额	10596.41	-15722.82	-4600.51
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	12435.77	-15912.31	-966.97

附件六：公司合并现金流量表附表（单位：万元）

项目名称	2012 年	2013 年	2014 年
1、净利润	24445.95	17481.23	16553.65
计提的资产减值准备	0.00	0.00	0.00
固定资产折旧	2628.05	2708.80	2471.54
无形资产摊销	104.83	319.79	0.00
长期待摊费用摊销	0.00	0.00	0.00
待摊费用的减少	0.00	0.00	0.00
预提费用的增加	0.00	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.00	0.00	0.00
固定资产报废损失	0.00	0.00	0.00
财务费用	2313.59	5582.89	9316.94
投资损失	-125.00	-300.00	0.00
递延所得税资产减少	0.00	0.00	0.00
存货的减少	-66623.20	-107902.37	-231592.23
经营性应收项目的减少	22983.73	102981.79	-70953.48
经营性应付项目的增加	56616.31	-12341.22	278189.86
其他	0.00	0.00	0.00
经营活动产生的现金流量净额	42344.26	8530.91	3986.29
2、现金与现金等价物净增加额	12435.77	-15912.31	199033.03

附件七：公司主要财务指标

项目名称	2012 年	2013 年	2014 年
盈利能力			
营业利润率(%)	29.36	26.33	10.47
总资本收益率(%)	4.44	3.36	2.94
净资产收益率(%)	4.41	2.96	2.39
偿债能力			
资产负债率(%)	31.09	37.02	44.84
长期债务资本化比率(%)	3.57	12.82	13.11
全部债务资本化比率(%)	8.02	19.08	21.24
流动比率(%)	312.41	326.26	261.64
速动比率(%)	90.33	88.71	54.12
经营现金流动负债比(%)	18.44	3.28	0.87
EBITDA 利息倍数(倍)	13.46	4.15	3.13
全部债务/EBITDA(倍)	1.55	4.76	6.41
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.04	-0.00	0.02
筹资前现金流量净额利息保护倍数(倍)	0.80	-0.03	0.39
经营效率			
销售债权周转次数(次)	-	357.87	609.34
存货周转次数(次)	-	0.08	0.08
总资产周转次数(次)	-	0.07	0.07
现金收入比(%)	99.92	88.84	86.58
增长指标			
资产总额年平均增长率(%)	-	16.46	24.90
营业收入年平均增长率(%)	-	-7.19	3.67
利润总额年平均增长率(%)	-	-26.65	-18.44
本期债券偿债能力			
EBITDA/本期债券摊还额(倍)	1.56	1.46	1.46
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	1.52	1.84	3.66
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.42	0.09	0.04
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	0.02	-0.00	0.04

附件八：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
盈利指标	
毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{营业税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}) \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
利润现金比率	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{利润总额} \times 100\%$
偿债能力指标	
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总计} \times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务} / (\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
债务保护倍数	$(\text{净利润} + \text{固定资产折旧} + \text{摊销}) / \text{全部债务}$
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{全部债务}$
期内长期债务偿还能力	$(\text{净利润} + \text{固定资产折旧} + \text{摊销}) / \text{期内应偿还的长期有息债务本金}$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{利息支出}$
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / (\text{当年利息支出} + \text{当年应偿还的全部债务本金})$
经营效率指标	
销售债权周转次数	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转次数	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转次数	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
增长指标	
资产总额年平均增长率	$(1) 2 \text{ 年数据: } \text{增长率} = (\text{本期} - \text{上期}) / \text{上期} \times 100\%$ $(2) n \text{ 年数据: } \text{增长率} = \left[(\text{本期} / \text{前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1 \right] \times 100\%$
净资产年平均增长率	
营业收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期债券摊还额	$\text{EBITDA} / \text{本期债券摊还额}$
经营活动现金流入量偿债倍数	$\text{经营活动产生的现金流入量} / \text{本期债券到期偿还额}$
经营活动现金流量净额偿债倍数	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{本期债券到期偿还额}$
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{本期债券到期偿还额}$

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件九：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

符号	定 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务。

注：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。