

2016 年徐州市贾汪城市建设投资有限公司

公司债券 2017 年跟踪

信用评级报告



鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报  
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要  
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何  
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或  
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果  
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本  
评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间  
变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用  
评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>



## 2016年徐州市贾汪城市建设投资有限公司 公司债券2017年跟踪信用评级报告

报告编号：鹏信评  
【2017】跟踪第【225】  
号 01

增信方式：保证担保  
担保主体：中合中小企业  
融资担保股份有限公司  
债券剩余规模：16 亿元  
债券到期日期：2023 年  
3 月 23 日  
债券偿还方式：每年付  
息一次，分次还本，第 3  
至第 7 个计息年度分别  
偿还本金的 20%

分析师

姓名：  
吴玥 卢参参

电话：

邮箱：  
wuy@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信  
评估有限公司城投公司  
主体长期信用评级方  
法，该评级方法已披露  
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AAA	AAA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2017年06月09日	2016年08月26日

### 评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对徐州市贾汪城市建设投资有限公司（以下简称“贾汪城投”或“公司”）及其 2016 年 3 月 23 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）2017 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到贾汪区经济和公共财政收入均保持增长；公司业务量充足，未来收入较有保障；公司继续获得地方政府的较大支持；中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性。但鹏元也关注到公司整体资产流动性较弱；公司经营活动现金流表现较差，后续项目建设存在一定资金压力，公司有息债务规模大幅增加，债务压力加重，并存在较大或有负债风险等因素。

### 正面：

- 贾汪区经济和公共财政收入均保持增长。2016 年贾汪区 GDP 为 284.25 亿元，同比增长 8.5%；公共财政收入为 21.74 亿元，同比增长 6.00%。
- 公司业务量充足，未来收入较有保障。截至 2016 年末，公司在建项目计划总投资 137.72 亿元，已投资 55.82 亿元，工程业务量较为充足，未来代建工程收入较有保障。
- 公司继续获得地方政府的较大支持。公司作为徐州市贾汪区城市基础设施建设经营的重要主体，2016 年公司获得政府财政补助为 2.00 亿元，划转资产规模合计 1.31 亿元，有效提升了公司盈利水平和资本实力。
- 保证担保有效提升了本期债券的安全性。中合担保提供的全额无条件不可撤销连

带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性。

### 关注：

- **公司整体资产流动性较弱。**截至 2016 年末公司存货和其他应收款占资产比重分别为 51.13% 和 14.07%，存货中土地资产占比较大且部分已被抵押，其他应收款规模较大，占用了公司营运资金，整体资产流动性较弱。
- **公司经营活动现金流表现较差，后续项目建设存在较大资金压力。**2016 年公司收现比由上年的 0.28 下降至 0.08，经营活动现金净流出 23.73 亿元，经营活动现金流表现较差；截至 2016 年末公司在建项目尚需投资超过 82.01 亿元，投资规模较大，公司存在较大资金压力。
- **公司有息债务规模大幅增加，债务压力加重。**截至 2016 年末公司有息债务规模为 67.03 亿元，较上年大幅增加 193.18%；2016 年公司 EBITDA 利息保障倍数由上年的 1.51 下降至 0.69，息税前利润对利息的保障程度较低。
- **公司存在较大或有负债风险。**截至 2016 年末，公司对外担保金额为 52.88 亿元，占期末所有者权益比例 95.14%，存在较大的或有负债风险。。

### 主要财务指标：

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	1,399,850.77	822,733.81	646,591.09
所有者权益（万元）	555,836.03	529,455.52	507,403.60
有息债务（万元）	670,305.57	228,632.88	102,945.17
资产负债率	60.29%	35.65%	21.53%
流动比率	8.74	6.70	4.54
速动比率	3.94	1.74	1.51
营业收入（万元）	50,139.88	31,744.13	51,741.08
政府补贴（万元）	20,004.00	13,500.00	20,000.00
利润总额（万元）	12,554.74	9,582.12	21,405.57
综合毛利率	12.63%	11.53%	10.62%
EBITDA（万元）	25,053.52	15,614.95	25,567.78
EBITDA 利息保障倍数	0.69	1.51	4.56
经营活动现金流净额（万元）	-237,307.46	-131,770.67	-408,735.83

资料来源：2014-2016 年公司审计报告，鹏元整理

## 一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

公司于2016年3月23日公开发行了总额为16.00亿元公司债券，募集资金拟用于夏桥工业广场片区安置房、丰裕粮油安置房、耐火厂片区安置房、英才中学片区安置房和湖畔小区二期安置房项目，截至2016年末，本期债券募集资金使用情况如表1所示。

**表1 截至2016年末本期债券募集资金使用情况（单位：万元）**

项目名称	拟使用募集资金	已使用募集资金
夏桥工业广场片区安置房	70,031.27	23,161.20
丰裕粮油安置房	23,735.62	5,960.66
耐火厂片区安置房	28,249.31	24,667.31
英才中学片区安置房	16,105.68	7.00
湖畔小区二期安置房	21,878.12	20,299.55
<b>合计</b>	<b>160,000.00</b>	<b>74,095.72</b>

资料来源：公司提供，鹏元整理

## 二、发行主体概况

2016年度公司名称、主营业务范围、控股股东和实际控制人均未发生变化。公司控股股东和实际控制人仍为徐州市贾汪区人民政府，授权徐州市贾汪区国有资产管理局履行出资人职责。截至2016年末，公司纳入合并范围的子公司3家，合并范围未发生变化。

截至2016年12月31日，公司资产总额为139.99亿元，所有者权益为55.58亿元，资产负债率为60.29%；2016年度，公司实现营业收入5.01亿元，利润总额1.26亿元，经营活动现金净流出23.73亿元。

## 三、区域经济和财政实力

### 徐州市经济保持增长，经济实力进一步增强，但增速有所放缓

徐州市经济增长保持稳定，产业结构持续优化调整，但增速有所放缓。2016年徐州市实现地区生产总值（GDP）5,808.52亿元，按可比价格计算，较上年增长8.2%，增速较上年降低1.3个百分点；其中，第一产业实现增加值542.89亿元，增长1.9%；第二产业实现增加值2,513.85亿元，增长8.7%；第三产业增加值2,751.78亿元，增长9.1%；三次产业增加值比例由上年的9.5：44.3：46.2调整为2016年的9.3：43.3：47.4，第三产业占比逐渐增加，产业结构得以优化。2016年徐州市人均GDP达66,845元，较上年增长7.7%，与全国人均GDP的



比值为1.24，居于全国平均水平之上。全社会劳动生产率持续提高，全年平均每位从业人员创造的增加值达120,160元，比上年增加9,812元。

2016年徐州市规模以上工业增加值较上年增加9.8%，其中轻工业增长9.0%，重工业增长10.3%。重点培育的六大千亿元产业产值达12,42.09亿元，增长15.1%，占规模以上工业总产值比重达到88.2%。其中，装备制造业、食品与农副食品加工业、煤盐化工业、冶金业和建材业分别增长17.7%、18.8%、14.5%、10.0%和20.2%；能源业下降7.6%。工业产品销售率达到98.1%。产业结构向中高端攀升，规模以上工业企业中先进制造业产值保持较快增长；全市资质以上建筑企业达455家，比上年增加25家；全年实现建筑业总产值187.79亿元，比上年增长2.0%。全年房屋建筑施工面积1,180.35万平方米，增长1.4%，其中新开工面积571.02万平方米。全年建筑业竣工产值164.20亿元，增长4.1%。

2016年徐州市完成固定资产投资4,797.33亿元，较上年增长12.5%，其中项目投资完成4,248.20亿元，增长11.9%。全市亿元以上在建项目951个，比上年增加378个，完成投资额2,322.60亿元，增长32.7%。其中亿元以上新开工项目658个，增加233个，完成投资1,417.07亿元，增长13.7%；房地产市场企稳回升，年房地产开发投资549.13亿元，比上年增长16.8%。其中，住宅开发投资415.04亿元，增长22.5%；商业营业用房投资84.77亿元，增长11.2%；办公楼投资25.52亿元，下降7.0%。全年商品房施工面积4,290.41万平方米，增长12.4%；新开工面积1,309.92万平方米，增长22.0%；竣工面积601.79万平方米，下降10.4%。全年商品房销售面积1,071.43万平方米，增长35.5%，其中住宅917.89万平方米，增长34.0%；商品房销售额587.82亿元，增长36.3%，其中住宅467.02亿元，增长36.3%。

**表2 2015-2016年徐州市主要经济指标（单位：亿元）**

项目	2016年		2015年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	5,808.52	8.2%	5,319.88	9.50%
第一产业增加值	542.89	1.9%	504.76	3.50%
第二产业增加值	2,513.85	8.7%	2,355.06	9.80%
第三产业增加值	2,751.78	9.1%	2,460.06	10.20%
全年固定资产投资	4,797.33	12.5%	4,266.12	16.50%
社会消费品零售总额	2,659.39	12.8%	2,358.45	12.40%
进出口总额（亿美元）	62.48	15.4%	54.13	-9.60%
存款总额	5,495.31	15.8%	4,747.01	10.50%
贷款总额	3,620.21	17.9%	3,069.90	12.70%
人均GDP（元）	66,845		61,511	
人均GDP/全国人均GDP	1.24		1.25	

资料来源：2015-2016年徐州市国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

### 贾汪区经济保持稳定增长，固定资产投资增速有所好转

贾汪区经济保持稳定增长，2016年全区实现地区生产总值（GDP）284.25亿元，按可比价格计算，较上年增长8.5%；其中第一产业增加值22.23亿元，同比增长2.6%；第二产业增加值142.30亿元，同比增长10.2%；第三产业增加值119.72亿元，同比增长7.7%；全区三次产业结构由上年的8.0：50.9：41.1调整为7.8:50.1:42.1，第三产业占比较上年提高1.0个百分点，产业结构有所优化。从人均GDP来看，2016年贾汪区人均GDP达66,367元，较上年增加8.9%，与全国人均GDP的比值为1.23，居于全国平均水平之上。

2016年，贾汪区规模以上工业总产值743.32亿元，增长16.2%，主要为硅酸盐水泥熟料、水泥、粗钢和家具等，其中砖、人造板和家具的增速较快；全区资质以上建筑企业10家，实现建筑施工面积12.07亿元，增长36.7%。房屋建筑施工面积37.03万平方米，增长33.2%，其中新开工面积15.21万平方米。全年建筑业竣工产值10.22亿元，增长52.5%。

2016年贾汪区固定资产投资增长较快，完成固定资产250.62亿元，较上年增加14.2%，其中项目投资完成241.35亿元，增长13.4%。亿元以上在建项目48个，完成投资97.02亿元，增长170.7%。其中亿元以上新开工项目23个，完成投资47.79亿元，增长91.4%；房地产市场趋旺，2016年资质以上房地产开发投资9.27亿元，较上年增加38.2%，其中住宅开发投资7.53亿元，较上年增长33.5%。全年商品房施工面积 243.45万平方米，增长35.2%；新开工面积 81.36万平方米，增长288.7%；竣工面积49.40万平方米，增长609.8%。全年商品房销售面积22.61万平方米，增长19.9%；其中住宅20.76万平方米，增长12.3%。商品房销售额9.00亿元，增长34.4%；其中住宅 7.69亿元，增长20.2%。

**表3 贾汪区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2016年		2015年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	284.25	8.5%	260.54	9.0%
第一产业增加值	22.23	2.6%	20.90	3.6%
第二产业增加值	142.30	10.2%	132.56	8.7%
第三产业增加值	119.72	7.7%	107.08	10.6%
固定资产投资	250.62	14.2%	219.65	1.4%
社会消费品零售总额	69.99	12.7%	62.13	10.2%
进出口总额（亿美元）	3.05	149.3%	1.22	-32.9%
存款余额	195.03	20.6%	161.67	7.4%
贷款余额	132.61	18.1%	112.24	10.7%
人均GDP（元）	66,367		60,959	
人均GDP/全国人均GDP	1.23		1.24	

资料来源：2015-2016年贾汪区国民经济与社会发展统计公报，鹏元整理

**表4 2015-2016年贾汪区房地产市场情况**

项目	2016年		2015年	
	数额	增长率	数额	增长率
资质以上房地产开发投资（亿元）	9.27	38.2%	6.71	-
其中：住宅开发投资（亿元）	7.53	33.5%	-	-
商品房施工面积（万平方米）	243.45	35.2%	180	
新开工面积（万平方米）	81.36	288.7%	-	-
竣工面积（万平方米）	49.40	609.8%	-	-
商品房销售面积（万平方米）	22.61	19.9%	18.86	18.5%
其中：住宅销售面积（万平方米）	20.76	12.3%	-	-
商品房销售额（亿元）	9.00	34.4%	6.70	12.2%
其中：住宅销售额（亿元）	7.69	20.2%	-	-

资料来源：2015-2016年贾汪区国民经济与社会发展统计公报，鹏元整理

#### 徐州市全市公共财政收入有所下降，政府性基金收入受土地出让收入影响持续下滑

2016年徐州市市本级地方综合财力264.37亿元，同比下降16.52%，其中公共财政收入、上级补助收入和政府性基金收入占地方综合财力比重分别为42.89%、37.62%和19.49%。

受税收收入下降的影响，2016年徐州市全市公共财政收入规模516.06亿元，较上年减少2.75%，其中税收收入为390.31亿元，占公共财政收入的比重为75.63%，税收收入规模较大且占公共财政收入比重较高，财政收入质量较好，但规模较上年减少9.05%，主要系2016年5月起国务院营改增试点全面推开，导致营业税收入大幅减少，剔除营改增政策调整因素影响，2016年徐州市税收收入较上年（486.2亿元）同口径增长6.1%。受徐州市房地产市场景气度的影响，2016年徐州市全市政府性基金收入为233.29亿元，较上年下降28.85%，其中国有土地使用权出让收入占政府性基金收入比重较高，2016年占比达90.37%，考虑到国有土地使用权出让收入易受国家政策和土地市场波动等外部因素影响，政府性基金收入未来面临一定不确定性，可能造成地方综合财力的一定波动。

**表5 2015-2016年徐州市全市及本级财政收支情况（单位：亿元）**

项目	2016年		2015年	
	全市	本级	全市	本级
地方综合财力	-	264.37	1,120.35	316.7
（一）公共财政收入	516.06	113.40	530.68	109.60
其中：税收收入	390.31	71.48	429.13	67.10
非税收收入	125.75	41.91	101.55	42.49
（二）上级补助收入	-	99.45	261.79	97.20
（三）政府性基金收入	233.29	51.52	327.88	109.90
其中：国有土地使用权出让收入	210.82	41.75	299.41	94.92



<b>财政支出</b>	<b>1,084.72</b>	<b>226.88</b>	<b>1,076.64</b>	<b>251.71</b>
（一）公共财政支出	798.89	162.48	752.46	138.63
（二）政府性基金支出	285.83	64.4	324.18	113.08
<b>财政自给率</b>	<b>64.60%</b>	<b>69.79%</b>	<b>70.53%</b>	<b>79.06%</b>

注：地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入；

财政支出=公共财政支出+政府性基金支出；

财政自给率=公共财政收入/公共财政支出×100%；

2016年徐州市财政局未披露全市上级补助收入，故无法计算当年地方综合财力。

资料来源：徐州市2016年财政预算执行情况和2017年财政预算草案的报告

财政支出方面，徐州市全市公共财政支出较上年增加6.17%，公共财政支出主要集中在教育、城乡社区、农林水、社会保障和就业支出等刚性支出上。受政府性基金收入下降影响，全市与市本级政府性基金支出分别较上年下降11.83%和43.05%。2016年徐州市全市财政自给率为64.60%，财政自给能力较上年下滑5.93个百分点，财政自给能力有所弱化。

#### 贾汪区公共财政收入保持增长，政府性基金收入易受政府土地出让计划和房地产市场影响

2016年贾汪区地方综合财力较上年增加14.72%，为60.93亿元。从财政收入结构来看，公共财政收入、上级补助收入和政府性基金收入均较上年有所增加，占贾汪区地方综合财力的比重分别为35.68%、25.37%和38.78%。

贾汪区公共财政收入规模保持增长，2016年公共财政收入为21.74亿元，同比增长6.00%，其中税收收入为16.93亿元，占公共财政收入比例为77.87%，占比较上年小幅下降5.74个百分点，公共财政收入质量依然较好。2016年贾汪区上级补助收入为15.46亿元，同比增长16.33%，上级政府对贾汪区继续保持较大支持力度。政府性基金收入是贾汪区地方综合财力的重要补充，2016年政府性基金收入为23.63亿元，同比上升25.69%，主要系2016年贾汪区房地产市场回暖，国有土地使用权出让收入增加所致。贾汪区政府性基金收入占比较大，易受政府土地出让计划和房地产市场影响，进而影响地方综合财力的稳定性。

**表6 2015-2016年贾汪区财政收支情况（单位：亿元）**

项目	2016年	2015年
<b>地方综合财力</b>	<b>60.93</b>	<b>53.11</b>
（一）公共财政收入	21.74	20.51
其中：税收收入	16.93	17.15
非税收入	4.82	3.36
（二）上级补助收入	15.46	13.29
其中：返还性收入	1.07	1.05
转移支付收入	9.25	12.24
专项转移支付收入	5.14	0.00

(三) 政府性基金收入	23.63	18.80
其中：土地使用权出让收入	22.31	18.73
(四) 财政专户管理收入	0.10	0.51
<b>财政支出</b>	<b>54.28</b>	<b>45.99</b>
(一) 公共财政支出	32.95	31.89
(二) 政府性基金支出	21.23	13.62
(三) 财政专户管理支出	0.10	0.48
<b>财政自给率</b>	<b>66.00%</b>	<b>64.31%</b>

注：地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入+财政专户管理收入；

财政支出=公共财政支出+政府性基金支出+财政专户管理支出；

财政自给率=公共财政收入/公共财政支出×100%。

资料来源：贾汪区财政局，鹏元整理

从财政支出方面来看，2016年贾汪区财政支出为54.28亿元，同比上升18.03%，主要用教育、一般公共服务支出、社会保障和就业、农林水等刚性支出；财政自给率为66.00%，较上年增加1.69个百分点，但公共财政收入仍然不能满足公共财政支出的需要，需要依靠上级补助收入来补足。

#### 四、经营与竞争

公司收入主要来自城市基础设施项目工程代建和租赁业务，受代建工程收入上升的影响，2016年公司营业收入大幅增长57.95%至为5.01亿元；其中，代建工程收入为4.20亿元，同比上升45.05%，租赁收入为2,684.13万元，较上年下降4.76%，2016年公司新增商品房销售业务收入5,499.19万元。从收入占比看，公司代建工程、租赁和商品房销售业务收入占公司2016年营业收入比重分别为83.68%、5.35%和10.97%，代建工程仍是公司最主要收入来源。2016年公司综合毛利率为12.63%，较上年提高1.10个百分点，主要是由于新增商品房销售业务毛利率较高所致。公司代建工程业务毛利率较上年下降2.73个百分点，主要系2016年之前公司确认的工程代建业务收入包含3%的增值税，2016年5月1日营业税改增值税后，工程代建业务收入确认不再包含增值税；租赁业务毛利率较上年减少3.51个百分点，主要系2016年之前公司确认的租赁收入中包含5%的增值税，2016年5月1日营业税改为增值税后，租赁业务收入确认不再包含增值税。

表7 2015-2016年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
代建工程	41,956.56	6.36%	28,925.79	9.09%
租赁	2,684.13	33.09%	2,818.34	36.60%

商品房销售	5,499.19	50.46%	-	
<b>合计</b>	<b>50,139.88</b>	<b>12.63%</b>	<b>31,744.13</b>	<b>11.53%</b>

资料来源：公司 2016 年审计报告

**受工程项目进度和政府回购安排影响，公司代建工程收入大幅上升；在建和拟建项目资金需求较大，公司面临较大的资金压力**

公司作为徐州市贾汪区城市基础设施建设的重要投融资平台，代建工程业务主要包括棚户区改造、安置房建设和中小学校舍建设等。根据公司与贾汪区棚户区改造领导小组办公室签订的工程建设转让（以下简称“BT”）项目框架协议，公司负责代建工程项目的投资、融资和施工建设，并在项目建成后移交给贾汪区政府，贾汪区政府以回购的方式向公司支付BT项目回购款。项目的回购成本由贾汪区审计局对工程造价进行审计，并按照最终审计结果和经双方确认的其他费用合计，项目完工移交后，贾汪区政府按项目决算金额的10%支付回购收益。

受工程项目进度影响，2016年公司代建工程收入为4.20亿元，同比大幅上升45.05%，主要包括幸福家园安置房建设工程、康馨家园安置房建设工程和新城中学建设工程等9项目。

**表8 2016年公司代建工程收入确认明细（单位：万元）**

回购单位	项目名称	代建项目成本	代建项目收入确认
教育局	新城中学建设工程	1,851.12	2,036.23
棚改办	民康园安置房建设工程	70.34	77.37
棚改办	康馨家园安置房建设工程	1,942.88	2,137.17
棚改办	新城安置房建设工程	813.78	895.16
棚改办	永兴一期、二期安置房建设工程	788.14	866.95
棚改办	久地二期安置房建设工程	893.31	982.64
住建局	夏桥早餐点建设工程	66.56	73.21
住建局	新城区便民早餐点建设工程	55.61	61.17
棚改办	幸福家园安置房建设工程	32,804.86	36,085.35
<b>合计</b>	-	<b>39,286.59</b>	<b>43,215.25</b>
<b>剔除营改增因素</b>	-	<b>38,142.32</b>	<b>41,956.56</b>

资料来源：公司提供

截至2016年末公司在建项目计划总投资137.72亿元，已投资55.82亿元，尚需投资超过82.01亿元，业务量较为充足，未来收入较有保障；但投资规模较大，随着项目建设推进，公司面临较大的资金压力。由于公司尚未就在建的代建项目与贾汪区棚户区改造领导小组办公室签订具体工程建设转让项目合同书，代建项目回购收入和资金回笼时间存在一定不确定性。

**表9 截至2016年末公司主要在建项目明细（单位：万元）**

序号	项目	总投资	已投资	建造模式
1	贾汪区贾韩北路东侧（原贾汪公园）安置房项目	55,000.00	43,895.88	代建
2	贾汪区唐庄矿原址安置房项目	37,700.00	30,581.03	代建
3	贾汪镇大李庄村 206 国道东侧安置房项目	55,000.00	42,946.16	代建
4	青山泉镇青山泉居委会安置房项目	48,000.00	28,183.89	代建
5	泉城 B 地块安置房项目	76,716.02	45,528.83	代建
6	贾汪区贾汗南路东侧（原夏桥公园）安置房项目	25,000.00	20,151.65	代建
7	桃园、宗庄、韩桥、潘安湖安置房项目	84,950.10	9,178.30	代建
8	泉城 C 地块安置房项目	69,516.86	56,040.55	代建
9	群众文化中心建设项目	40,256.47	20,755.73	代建
10	汴塘镇影山村 310 国道北侧安置房项目	15,030.00	10,018.79	代建
11	泉城 A 地块安置房项目	21,223.96	19,291.12	代建
12	五号井 A 地块安置房工程	25,776.04	19,380.95	代建
13	江庄镇杏窝村，206 国道东侧安置房项目	15,000.00	4,039.45	代建
14	汴塘镇凤楼村 310 国道南侧安置房项目	10,000.00	8,317.37	代建
15	五号井 C 地块安置房工程	10,767.74	7,929.78	代建
16	江庄镇杏窝村，206 国道东侧安置房项目	9,500.00	7,151.98	代建
17	江庄镇饶钹村安置房项目	9,600.00	5,675.54	代建
18	江庄镇马安村安置房项目	7,000.00	2,707.14	代建
19	贾汪区世纪东路北侧安置房项目	6,790.22	2,505.09	代建
20	五号井 B 地块安置房工程	8,843.63	8,459.57	代建
21	大吴桃源安置房项目	8,562.02	6,680.66	代建
22	贾汪区大吴镇吴中路北侧安置房项目	7,000.00	1,953.37	代建
23	幸福家园房地产项目	46,000.00	33,763.71	代建
24	公园东房地产项目	15,000.00	13,872.10	代建
25	中信西房地产项目	4,813.00	5,836.10	代建
26	丰裕粮油房地产项目	214,649.30	3,875.00	代建
27	五号井 A、B、C 公共部分	212,496.50	4,491.27	代建
28	泉城 A、B、C 公共部分		8,638.64	代建
29	五号井 A、B、C 附属工程		4,872.91	代建
30	泉城 A、B、C 附属工程		5,000.00	代建
31	安置房供热工程		2,380.89	代建
32	夏桥工业广场片区安置房	103,755.40	23,154.19	代建
33	丰裕粮油安置房	35,165.70	5,960.47	代建
34	耐火厂片区安置房	41,853.00	24,667.31	代建
35	英才中学片区安置房	23,861.50	7.00	代建
36	湖畔小区二期安置房	32,413.70	20,299.55	代建
	<b>合计</b>	<b>1,377,241.16</b>	<b>558,191.97</b>	-

注：中信西房地产项目已投资金额超过总投资，系工程投入超出投资预算所致。  
 资料来源：公司提供



公司在建项目中夏桥工业广场片区安置房、湖畔小区二期安置房、丰裕粮油安置房、耐火厂片区安置房和英才中学片区安置房属于本期债券募投项目，计划总投资23.70亿元，已投资7.41亿元，尚需投入资金16.30亿元，需要关注的是，本期债券募投项目预计总收入295,714.40万元，其中住宅定向销售收入 211,719.60万元，政府补贴收入60,000.00万元，合计占总收入的91.89%。

**2016年公司新增商品房销售业务，对公司营业收入有一定补充，但该项业务受政策限制较大，未来发展存在不确定性**

2016年，为了增加公司营业收入，公司将部分销售剩余安置房在符合政策规定的情况下以商品房的形式对外销售。实行对外出售的安置房项目包括锦凤溪、泉城花都、五号井花园、桃园小区和康馨园，总面积为110,875.00平方米，已售面积为12,313.00平方米，剩余可售面积为98,562.00 平方米，2016年度销售单价为4,466元/平方米，当年年确认收入5,499.19万元，补充了公司营业收入。安置房作为特殊的资产，受政策限制较大，该项业务未来发展存在较多不确定因素影响。

**公司租赁业务收入和毛利率保持稳定，但业务规模较小，对收入和盈利贡献有限**

公司租赁业务收入全部来源于公司自有的泉城商务大厦，泉城商务大厦建筑面积39,143.59平方米，由地下一层、地上十二层大厦主楼和四栋附属楼组成。根据公司和徐州市贾汪区机关事务管理局于2014年1月1日签订的房屋租赁合同，租赁价格为2元/平方米·天，租赁期限为20年。

2016年公司对外租赁房产面积、价格较上年均未变化，受营改增政策的影响，致使公司租赁业务收入、毛利率均较上年减少。由于泉城商务大厦租赁期限较长且租赁价格确定，近期内公司租赁业务收入规模和毛利率将保持稳定。

**表10 2015-2016年公司租赁业务情况**

项目	2016年	2015年
租赁房产面积（平方米）	39,143.59	39,143.59
租赁房产价格（元/平方米/天）	2.00	2.00
租赁业务收入（万元）	2,684.13	2,818.34

资料来源：公司提供

**公司作为贾汪区重要的基础设施建设运营主体，继续得到当地政府的较大支持**

公司在贾汪区城市基础设施建设中占有重要地位，为提高公司运营能力，贾汪区政府在政府补助方面继续给予公司有力支持。2016年公司获得政府财政补助为2.00亿元，主要系承担安置房项目建设而获得的财政补助；同时贾汪区财政局无偿向公司划转规模12,824.99万元的群众活动中心等资产，及18辆汽车价值234.80万元，有效提升了公司的

利润水平及资本实力。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015-2016 年审计报告，公司审计报告均采用新会计准则编制。2016 年公司合并报表范围未变化，期间无会计政策、会计估计发生变化以及差错更正的情况。

### 资产结构与质量

**公司资产规模大幅上升，但土地资产占比较高且部分已抵押，应收款项对公司运营资金有一定占用，公司资产整体流动性较弱**

随着经营规模不断扩大，公司资产规模保持稳定增长，截至2016年末资产总额为139.99亿元，同比增长70.15%，资产增长主要集中于存货、其他应收款和货币资金等流动资产的增长。从资产结构来看，截至2016年末流动资产约占总资产比例为93.13%，公司资产仍以流动资产为主。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。截至 2016 年末公司货币资金为 21.97 亿元，较上年大幅增加 417.86%，主要系本期债券募集资金到账所致；公司货币资金中受限资金为 1.10 亿元，为渤海国际信托股份有限公司长期借款质押担保金。截至 2016 年末公司应收账款为 8.84 亿元，占资产比例为 6.32%，其中应收贾汪区棚户区改造工作领导小组办公室工程回购款占公司应收账款总规模的 95.80%，受政府回购资金支付安排影响，应收账款同比增长 102.17%，代建业务回款质量有所下降。从账龄来看，公司应收账款账龄在 1 年以内占比 50.54%，账龄在 1-2 年占比 32.71%，账龄 2-3 年占比 16.75%，账龄较上年延长。由于公司应收账款对象主要为政府单位，回收风险较小，但对公司营运资金有一定占用。

截至 2016 年末，公司其他应收款账面余额为 20.22 亿元，其中账龄在 1 年以内的占比 94.38%，账龄在 1-2 年的占比 1.18%，账龄在 2 年以上的占比 4.44%，整体账龄较短，合计计提坏账准备 0.52 亿元，其中应收中国光大银行南京分行资产保全部 1,400 万元，账龄在 1-2 年，全部计提坏账准备，计提原因系购买光大银行南京分行已到期未能归还银行贷款债权，值得关注。截至 2016 年末公司其他应收款计提坏账准备后账面价值 19.70 亿元，占总

资产比例为 14.07%，较上年增加 88.36%，主要系公司同徐州市贾汪区财政局、徐州市贾汪国有资产经营管理有限公司、江苏永业集团公司等公司的往来款增加所致，由于其他应收款单位多为政府单位和国有企业，整体信用风险相对可控，但其他应收款规模较大，影响公司资金利用效率和资产流动性。

**表11 2015-2016年公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	219,704.61	15.69%	42,425.20	5.16%
应收账款	88,422.64	6.32%	43,737.46	5.32%
其他应收款	196,983.25	14.07%	104,578.91	12.71%
存货	715,722.37	51.13%	552,943.26	67.21%
其他流动资产	82,125.89	5.87%	3,623.32	0.44%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,303,696.51</b>	<b>93.13%</b>	<b>747,754.75</b>	<b>90.89%</b>
长期股权投资	10,008.55	0.71%	-	-
投资性房地产	68,374.73	4.88%	67,358.08	8.19%
<b>非流动资产合计</b>	<b>96,154.25</b>	<b>6.87%</b>	<b>74,979.06</b>	<b>9.11%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,399,850.77</b>	<b>100.00%</b>	<b>822,733.81</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：2015-2016 年公司审计报告，鹏元整理

由于公司加大对代建工程项目的投入，截至 2016 年末存货为 71.57 亿元，同比大幅增长 29.44%。公司存货全部为开发成本，主要为公司代建的基础设施和安置房项目，公司已就代建项目与贾汪区棚户区改造领导小组办公室签订工程建设转让项目框架协议，代建项目收入确认时间和回款时间存在一定不确定性。截至 2016 年末公司开发成本中所涉及的国有土地使用权账面价值合计 32 亿元左右，其中被抵押的土地资产占比约为 22%；截至 2016 年末，公司其他流动资产规模合计 82,125.89，主要包括 75,000.00 万元的理财产品及营业税、城市维护建设税等。

公司非流动资产主要包括长期股权投资和投资性房地产。2016 年公司新增对宏康物流发展有限公司的长期股权投资，账面价值合计 10,008.55 万元，占公司总资产的 0.71%；截至 2016 年末公司投资性房地产为 6.84 亿元，全部为公司自有的泉城商务大厦，不存在抵押情况。

总体来看，公司资产规模大幅上升，但土地资产占比较高且部分已抵押，应收款项对公司运营资金有一定占用，公司资产整体流动性较弱。

## 盈利能力

### 公司营业收入和毛利率均有所提升，政府补助是公司利润的主要来源

公司主要从事贾汪区城市基础设施项目工程代建和租赁业务，受工程项目进度影响，2016 年公司营业收入为 5.01 亿元，同比上升 57.95%，其中代建工程收入为 4.20 亿元，同比上升 45.05%。2016 年公司综合毛利率为 12.63%，较上年提高 1.10 个百分点，主要系公司新增高毛利率的商品房销售业务所致，整体而言公司综合毛利率水平依然较低。由于在建及拟建项目规模较大，公司未来收入较有保障，但受政府回购和资金安排影响，代建工程收入和资金回笼时间存在一定不确定性。

由于有息债务规模增长较快导致利息支出增加，2016 年公司财务费用为 0.99 亿元，同比增长 159.88%；管理费用较上年减少 83.05%，为 434.81 万元，主要系中介机构服务费减少所致，由于公司期间费用随着业务规模扩大而增加，近两年公司期间费用率较稳定；2016 年公司营业利润持续大幅下滑，主要系较高的期间费用率对公司利润造成较大影响，同时当年公司其他应收款计提了较大规模的坏账准备造成一定量的资产减值损失。考虑到公司 2016 年债务规模大幅扩大，公司未来财务费用或进一步增加。

2016 年公司获得政府补贴 2.00 亿元，较上年增加 48.18%，占公司同期利润总额的 159.33%，政府补助是公司利润总额的主要来源。

**表12 2015-2016年公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2016 年	2015 年
营业收入	50,139.88	31,744.13
营业利润	-7,471.53	-3,904.71
政府补贴	20,004.00	13,500.00
利润总额	12,554.74	9,582.12
净利润	13,320.72	9,351.92
综合毛利率	12.63%	11.53%
期间费用率	20.66%	20.23%
营业利润率	-14.90%	-12.30%

资料来源：2015-2016 公司审计报告，鹏元整理

### 现金流

**公司业务收现能力很弱，经营活动现金流表现较差，在建和拟建工程项目资金需求较大，公司面临较大的资金压力**

受政府代建工程回购资金安排影响，公司业务收现能力很弱，2016 年销售商品、提供劳务收到的现金为 0.40 亿元，同比大幅下降 54.46%，收现比由上年的 0.28 持续下滑至 0.08。同时由于公司继续加大对在建工程项目的投入，购买商品、接受劳务支付的现金较上年增加



5.82%；2016 年公司收到和支付的其他与经营活动有关的现金均较上年增加，主要系往来款大幅增加所致。整体而言，由于公司继续加大对在建工程项目投入，经营活动现金流入无法覆盖项目成本支出，经营环节存在较大的资金缺口，2016 年经营活动现金净流出 23.73 亿元。由于代建工程建设回购周期较长，前期资金由公司垫付，导致经营活动现金流状况欠佳，未来公司能否及时收回款项存在一定的不确定性。

从投资活动来看，2016 年公司投资活动产生的现金净流出 94,721.67 万元，主要系对宏康物流发展有限公司新增 1.00 亿元的长期股权投资及新增 7.50 亿元一年内到期理财产品。从筹资活动来看，2016 年公司筹资活动产生的现金净流入 50.93 亿元，主要系公司于 2016 年 3 月发行 16.00 亿元本期债券，同时新增 26.87 亿元长期借款及 1.00 亿元短期借款所致。截至 2016 年末公司在建项目尚需投资超过 82.01 亿元，经营活动现金流较难满足项目建设资金需求，公司仍面临较大的资金压力。

**表13 2015-2016年公司现金流情况表（单位：万元）**

项目	2016 年	2015 年
收现比	0.08	0.28
销售商品、提供劳务收到的现金	4,036.89	8,864.10
收到其他与经营活动有关的现金	90,304.81	67,893.64
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>94,341.70</b>	<b>76,757.73</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	184,103.77	173,978.23
支付其他与经营活动有关的现金	142,907.33	29,342.59
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>331,649.16</b>	<b>208,528.40</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-237,307.46</b>	<b>-131,770.67</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-94,721.67</b>	<b>-858.55</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>509,308.54</b>	<b>93,935.74</b>
现金及现金等价物净增加额	177,279.41	-38,693.47

资料来源：2015-2016 公司审计报告，鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息债务规模增长较快，债务压力加重

由于公司资本公积金的增加及利润累计，截至 2016 年末公司所有者权益为 55.58 亿元，同比增长 4.98%。随着公司长期借款规模的增加及发行本期债券，负债规模快速增长，截至 2016 年末公司负债总额为 84.40 亿元，同比增长 187.79%，负债与所有者权益比例由上年的 55.39% 大幅提升至 151.85%，公司所有者权益对负债的保障程度大幅下降。

**表14 2015-2016年公司资本结构情况（单位：万元）**

项目	2016年	2015年
负债总额	844,014.74	293,278.29
所有者权益	555,836.03	529,455.52
负债与所有者权益比率	151.85%	55.39%

资料来源：2015-2016年公司审计报告、鹏元整理

公司负债主要以非流动负债为主，截至2016年末公司非流动负债规模694,828.31万元，占公司总负债的82.32%，较上年增加20.40个百分点。

公司流动负债主要包括短期借款、预收款项和其他应付款。2016年公司新增1.00亿元的保证借款；公司预收款项主要为安置房项目的预收购房款，截至2016年末预收款项余额为739.65万元，较上年大幅减少80.34%，主要系随着项目推进而结转收入。

**表15 2015-2016年公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	10,000.00	1.18%	-	-
预收款项	739.65	0.09%	3,761.59	1.28%
其他应付款	101,058.35	11.97%	96,549.93	32.92%
<b>流动负债合计</b>	<b>149,186.43</b>	<b>17.68%</b>	<b>111,670.40</b>	<b>38.08%</b>
长期借款	278,661.00	33.02%	10,000.00	3.41%
应付债券	174,444.57	20.67%	-	-
长期应付款	160,000.00	18.96%	160,000.00	54.56%
专项应付款	11,732.74	1.39%	11,607.89	3.96%
其他非流动负债	69,990.00	8.29%	-	-
<b>非流动负债合计</b>	<b>694,828.31</b>	<b>82.32%</b>	<b>181,607.89</b>	<b>61.92%</b>
<b>负债合计</b>	<b>844,014.74</b>	<b>100.00%</b>	<b>293,278.29</b>	<b>100.00%</b>
<b>其中：有息债务</b>	<b>670,305.57</b>	<b>79.42%</b>	<b>228,632.88</b>	<b>77.96%</b>

资料来源：2015-2016年公司审计报告，鹏元整理

由于公司与其他单位的融资款和往来款规模增加，截至2016年末公司其他应付款为10.11亿元，同比增长4.67%，前五名其他应付款单位占比为62.95%，其中与徐州市贾汪区财政局、徐州市贾汪区建筑工程总公司和徐州市贾汪区人民医院的融资款需要支付利息。从账龄来看，1年以内的占比54.34%，1-2年的占比26.97%，2年以上的占比18.69%。由于公司其他应付款对象主要是区域内国有事业单位和国有企业，偿还期限具有一定的弹性。

**表16 截至2016年末公司其他应付款主要单位明细（单位：万元）**

单位名称	金额	款项性质	占其他应付款总额比例	账龄
徐州市贾汪区财政局	20,494.36	融资款	20.28%	1年以内

徐州市贾汪区建筑工程总公司	20,383.42	融资款	20.17%	1 年以内
徐州市贾汪区人民医院	10,972.50	融资款	10.86%	1 年以内或 2-3 年
徐州央龙置业有限公司	5,967.00	往来款	5.9%	2-3 年
张友坤	5,799.83	往来款	5.74%	1 年以内
<b>合计</b>	<b>63,617.12</b>	<b>-</b>	<b>62.95%</b>	<b>-</b>

资料来源：2016 公司审计报告，鹏元整理

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券、长期应付款、专项应付款和其他非流动负债。截至 2016 年末公司长期借款规模 27.87 亿元，较上年增加 26.87 亿元，其中抵押借款、质押借款、保证借款和信用借款的占比分别为 0.36%、60.24%、23.25% 和 16.15%，公司抵押借款的抵押物为 6 宗土地，质押借款的质押物包括公园东棚户区改造安置小区工程农民集中居住项目-委托代建购买服务协议项下应收账款、徐州市贾汪城市建设投资有限公司 1.1 亿元定期存单及徐州市泉城房地产开发有限公司与徐州市贾汪区住房和城乡建设局于 2015 年 12 月 14 日签订的《徐州市贾汪区 2013-2017 年棚户区（危旧房）改造二期工程项目政府购买服务合同》项下享有的全部权益和收益（包括但不限于《政府购买服务合同》项下徐州市城乡建设局支付的采购资金及其他资金）；公司应付债券包括本期债券及 2016 年 9 月 30 日规模 2 亿元的 16 债权融资计划；公司 16.00 亿元的长期应付款，全部为向江苏省城乡建设投资有限公司借款，公司与江苏省城乡建设投资有限公司、国家开发银行股份有限公司江苏省分行共同签订了 16 亿元国开行贷款转贷协议，用于投资建设贾汪区保障房项目，由江苏省城乡建设投资有限公司统贷统还。截至 2016 年末公司专项应付款为 1.17 亿元，规模较上年略有增加，全部为政府拨付的煤矿棚户区改造项目资金；截至 2016 年末公司其他非流动负债 69,990.00 万元，主要系 2016 年 9 月 13 日中信信托有限责任公司通过中信·江苏徐州贾汪区域投应收账款流动化信托项目向公司借款 49,990.00 万元，到期日为 2018 年 12 月 6 日，票面利率 6.50% 及 2016 年 2 月 5 日江苏国际信托有限责任公司通过江苏信托·江苏银城投棚户区改造基金（有限合伙）集合资金信托计划向公司借款 20,000.00 万元，到期日为 2025 年 12 月 31 日，票面利率 5.39%。

2016 年因公司发行公司债券、债权融资计划、信托计划及新增大量长期借款的活动致使公司有息债务规模大幅扩大，截至 2016 年末，公司有息债务规模达 67.03 亿元，较上年大幅增加 193.18%，占公司总负债的 79.42%，公司债务压力较大。

从偿债指标来看，由于负债规模增长较快，公司资产负债率由上年的 35.65% 上升至 60.29%；公司存货、货币资金和其他应收款等流动资产增长较快，流动比率和速动比率分别较上年增加 2.04 和 2.20；由于存货中土地资产规模较大且部分被抵押，存货变现能力受限，且其他应收款回款时间存在一定不确定性，公司短期偿债能力表现一般。2016 年公司

EBITDA 规模为 2.51 亿元，较上年增加 60.45%，EBITDA 利息保障倍数由上年的 1.51 持续下降为 0.69，公司息税前利润对利息支付的保障程度较弱。

**表17 2015-2016年公司偿债能力指标**

项目	2016 年	2015 年
资产负债率	60.29%	35.65%
流动比率	8.74	6.70
速动比率	3.94	1.74
EBITDA（万元）	25,053.52	15,614.95
EBITDA 利息保障倍数	0.69	1.51
有息债务/EBITDA	26.75	14.64

资料来源：2015-2016 年公司审计报告，鹏元整理

## 六、本期债券偿还保障分析

中合担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券偿付的安全性

本期债券由中合担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。保证期间为债券存续期及债券到期之日起两年，债券持有人在此期间内未要求担保人承担担保责任的，担保人免除保证责任。

中合担保于 2012 年 7 月 19 日在国家工商行政管理总局注册设立，是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，拥有较为强大的股东背景，由中方和外方共 8 家股东共同发起设立。中方股东包括天津天海投资发展股份有限公司、海航资本集团有限公司、宝钢集团有限公司、海宁宏达股权投资管理有限公司、中国进出口银行、内蒙古鑫泰投资有限公司，外方股东包括美国摩根大通集团和西门子（中国）有限公司。2016 年，中合担保以定向增发股份方式增加注册资本 20.50 亿元；截至 2016 年 12 月 31 日，注册资本为 71.76 亿元，增资完成后中合担保股东及股权结构如表 18 所示。

**表 18 2015-2016 年中合担保股权结构情况（单位：万元）**

股东名称	2016 年 12 月 31 日		2015 年 12 月 31 日	
	注册资本	持股比例	注册资本	持股比例
天津天海投资发展股份有限公司	191,040.00	26.62%	-	-
JPMorgan China Investment Company Limited	127,600.00	17.78%	127,600.00	24.89%
海航资本集团有限公司	120,000.00	16.72%	120,000.00	23.41%
中国宝武钢铁集团有限公司	105,000.00	14.63%	105,000.00	20.48%



海宁宏达股权投资管理有限公司	68,000.00	9.47%	60,000.00	11.71%
中国进出口银行	50,000.00	6.97%	50,000.00	9.75%
西门子（中国）有限公司	35,000.00	4.88%	35,000.00	6.83%
内蒙古鑫泰投资有限公司	21,000.00	2.93%	15,000.00	2.93%
<b>合计</b>	<b>717,640.00</b>	<b>100.00%</b>	<b>512,600.00</b>	<b>100.00%</b>

注：2016年11月17日，中合担保股东宝钢集团有限公司正式更名为“中国宝武钢铁集团有限公司”。  
 资料来源：中合担保2016年审计报告，鹏元整理

中合担保主要从事债券增信、银行贷款担保、信托产品担保、融资租赁担保、履约担保等业务，2016年中合担保实现营业收入14.63亿元，同比增长36.87%，主要系担保业务量上升、担保金额增加导致保费增加以及中合担保利用闲置资金投资获得的投资收益增加所致。2016年中合担保担保业务净收入为7.97亿元，扣除分出保费及收入返还的已赚保费7.82亿元，投资收益为4.79亿元。

**表 19 2015-2016 年中合担保营业收入构成情况（单位：万元）**

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
担保业务净收入	79,737.49	-	51,152.92	-
减：分出保费及收入返还	-1,541.98	-	-1,121.51	-
已赚保费	78,195.51	53.45%	50,031.41	46.81%
投资收益	47,906.77	32.75%	42,106.54	39.39%
公允价值变动收益	11,073.95	7.57%	457.09	0.43%
汇兑收益	4,955.22	3.39%	6,774.13	6.34%
其他业务收入	4,169.80	2.85%	7,518.63	7.03%
<b>小计</b>	<b>146,301.25</b>	<b>100.00%</b>	<b>106,887.81</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：中合担保2016年审计报告，鹏元整理

截至2016年末，中合担保资产总额为121.04亿元，所有者权益为82.69亿元，资产负债率为31.69%；2016年度，中合担保实现营业收入14.63亿元，利润总额6.89亿元，经营活动现金净流入0.90亿元。截至2016年末，中合担保在保责任余额为869.47亿元，净资产放大倍数为10.51倍，计提担保风险准备金15.60亿元。

**表 20 2015-2016 年中合担保主要财务指标**

项目	2016 年	2015 年
总资产（亿元）	121.04	77.06
所有者权益合计（亿元）	82.69	57.98
资产负债率	31.69%	24.76%
营业收入（亿元）	14.63	10.69
投资收益（亿元）	4.79	4.21
利润总额（亿元）	6.89	5.83

综合毛利率	46.91%	54.23%
净资产收益率	7.52%	7.92%
经营净现金流（亿元）	0.90	2.31
当期担保责任增加额（亿元）	586.67	288.70
期末在保责任余额（亿元）	869.47	488.18
担保风险准备金（亿元）	15.60	11.77
净资产放大倍数	10.51	8.42
当期担保代偿率	1.97%	1.32%

资料来源：中合担保 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

受益于股东增资的完成，2016 年中合担保资本实力大幅增强，中合担保业务发展较快，投资收益对利润贡献较大，整体盈利能力持续增强，资产规模增长较快，资产质量较好，风险准备金计提充分，融资性风险调整在保责任余额的净资产放大倍数较低，风险控制能力较强；同时我们也关注到了中合担保业务的行业集中度、客户集中度较高，担保代偿率有所上升等风险因素。

经鹏元综合评定，中合担保主体长期信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性。

## 七、或有事项分析

截至 2016 年末，公司对外为其他公司银行借款及金融租赁提供担保共计 52.88 亿元，占期末公司所有者权益比例为 95.14%，担保对象主要为徐州市内的国有企业或事业单位，公司对外担保规模较大，存在较大的或有负债风险。

**表21 截至2016年末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保单位	担保金额	形成原因	占期末所有者权益比例
江苏省城乡建设投资有限公司	160,000.00	银行借款	28.79%
徐州工业园区投资发展有限公司	22,000.00	银行借款	3.96%
徐州潘安湖建设发展有限公司	4,000.00	银行借款	0.72%
徐州市第七中学	1,600.00	银行借款	0.29%
徐州市工业园区污水处理有限公司	5,000.00	银行借款	0.90%
徐州市贾汪都市旅游投资发展有限公司	191,000.00	银行借款	34.36%
徐州市贾汪国有资产经营管理有限公司	10,000.00	银行借款	1.80%
徐州市贾汪交通投资发展有限公司	5,000.00	银行借款	0.90%
徐州市贾汪区大吴镇卫生院	500.00	银行借款	0.09%
徐州市贾汪区贾汪镇卫生院	500.00	银行借款	0.09%
徐州市贾汪区建筑工程总公司	45,000.00	融资租赁	8.10%
徐州市贾汪区江庄镇卫生院	500.00	银行借款	0.09%

徐州市贾汪区青山泉城建设投资有限公司	4,000.00	银行借款	0.72%
徐州市贾汪区青山泉镇卫生院	500.00	银行借款	0.09%
徐州市贾汪区人民医院	36,000.00	银行借款	6.48%
徐州市贾汪区土地储备中心	4,000.00	银行借款	0.72%
徐州市贾汪区紫庄镇卫生院	500.00	银行借款	0.09%
徐州市贾汪水务投资发展有限公司	34,700.00	银行借款	6.24%
徐州双楼物流园区投资发展有限公司	4,000.00	银行借款	0.72%
<b>合计</b>	<b>528,800.00</b>	<b>-</b>	<b>95.14%</b>

资料来源：2016年公司审计报告，鹏元整理

## 八、评级结论

2016年，贾汪区经济和公共财政收入均保持增长；公司工程业务量较为充足，未来代建工程收入较有保障；公司作为徐州市贾汪区城市基础建设经营的重要主体，继续获得地方政府的较大支持；中合担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券偿付的安全性。

同时我们关注到，公司存货和其他应收款占资产比重较高，存货中土地资产占比较大且部分已抵押，其他应收款规模较大，占用了公司营运资金，整体资产流动性较弱。公司经营现金流表现较差，业务回款能力较弱，后续项目建设存在较大的资金压力。公司有息债务规模大幅增加，息税前利润对利息的保障程度有所下降，债务压力有所加大。公司对外担保规模较大，存在较大的或有负债风险等风险因素。

基于以上情况，经鹏元综合评定，维持本期债券信用等级为 AAA，维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望维持为稳定。

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
货币资金	219,704.61	42,425.20	81,118.67
应收账款	88,422.64	43,737.46	20,000.00
预付款项	613.01	446.59	11,848.97
应收利息	124.76	-	-
其他应收款	196,983.25	104,578.91	76,613.56
存货	715,722.37	552,943.26	380,835.11
其他流动资产	82,125.89	3,623.32	0.00
<b>流动资产合计</b>	<b>1,303,696.51</b>	<b>747,754.75</b>	<b>570,416.31</b>
长期股权投资	10,008.55	-	-
投资性房地产	68,374.73	67,358.08	0.00
固定资产	63.60	108.10	68,589.70
在建工程	7,188.14	6,991.85	6,833.89
递延所得税资产	1,319.24	521.02	751.19
其他非流动资产	9,200.00	-	-
<b>非流动资产合计</b>	<b>96,154.25</b>	<b>74,979.06</b>	<b>76,174.78</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,399,850.77</b>	<b>822,733.81</b>	<b>646,591.09</b>
短期借款	10,000.00	0.00	80,000.00
应付票据	5,000.00	0.00	0.00
应付账款	3,616.40	2,649.76	689.29
预收款项	739.65	3,761.59	2,904.16
应付职工薪酬	-	2.33	0.00
应交税费	4,545.80	2,451.28	2,318.94
应付利息	7,026.23	255.51	176.76
其他应付款	101,058.35	96,549.93	36,999.35
一年内到期的非流动负债	17,200.00	6,000.00	2,600.00
<b>流动负债合计</b>	<b>149,186.43</b>	<b>111,670.40</b>	<b>125,688.49</b>
长期借款	278,661.00	10,000.00	1,990.00
应付债券	174,444.57	-	-
长期应付款	160,000.00	160,000.00	0.00
专项应付款	11,732.74	11,607.89	11,509.00
其他非流动负债	69,990.00	-	-
<b>非流动负债合计</b>	<b>694,828.31</b>	<b>181,607.89</b>	<b>13,499.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>844,014.74</b>	<b>293,278.29</b>	<b>139,187.49</b>
实收资本	108,400.00	108,400.00	100,000.00

资本公积金	369,735.31	356,675.52	356,947.67
盈余公积金	6,411.13	5,279.49	5,081.66
未分配利润	65,701.63	53,707.81	45,374.27
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>550,248.07</b>	<b>524,062.82</b>	<b>507,403.60</b>
少数股东权益	5,587.96	5,392.70	0.00
<b>所有者权益合计</b>	<b>555,836.03</b>	<b>529,455.52</b>	<b>507,403.60</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>1,399,850.77</b>	<b>822,733.81</b>	<b>646,591.09</b>

资料来源：2014-2016 年公司审计报告，鹏元整理



## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
营业收入	<b>50,139.88</b>	<b>31,744.13</b>	<b>51,741.08</b>
营业成本	43,806.87	28,083.03	46,245.74
营业税金及附加	1,281.32	1,151.77	307.26
销售费用	-	39.90	97.83
管理费用	434.81	2,565.26	364.80
财务费用	9,922.24	3,817.94	2,283.13
资产减值损失	2,274.12	-9.05	1,034.85
<b>营业利润</b>	<b>-7,471.53</b>	<b>-3,904.71</b>	<b>1,407.47</b>
加：营业外收入	20,073.27	13,520.71	20,000.10
减：营业外支出	47.00	33.88	2.00
<b>利润总额</b>	<b>12,554.74</b>	<b>9,582.12</b>	<b>21,405.57</b>
减：所得税	-765.97	230.19	420.00
<b>净利润</b>	<b>13,320.72</b>	<b>9,351.92</b>	<b>20,985.57</b>
减：少数股东损益	195.25	820.55	0.00
归属于母公司所有者的净利润	13,125.46	8,531.37	20,985.57
<b>综合收益总额</b>	<b>13,320.72</b>	<b>9,351.92</b>	<b>20,985.57</b>
减：归属于少数股东的综合收益总额	195.25	820.55	0.00
归属于母公司普通股东综合收益总额	13,125.46	8,531.37	20,985.57

资料来源：2014-2016年公司审计报告，鹏元整理

### 附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
销售商品、提供劳务收到的现金	4,036.89	8,864.10	78,203.42
收到其他与经营活动有关的现金	90,304.81	67,893.64	64,342.18
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>94,341.70</b>	<b>76,757.73</b>	<b>142,545.60</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	184,103.77	173,978.23	479,012.62
支付给职工以及为职工支付的现金	279.85	207.77	109.83
支付的各项税费	4,358.21	4,999.80	17.08
支付其他与经营活动有关的现金	142,907.33	29,342.59	72,141.90
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>331,649.16</b>	<b>208,528.40</b>	<b>551,281.43</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-237,307.46</b>	<b>-131,770.67</b>	<b>-408,735.83</b>
收回投资收到的现金	72.20	0.00	0.00
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>72.20</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	593.87	858.55	48,818.34
投资支付的现金	94,200.00	-	-
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>94,793.87</b>	<b>858.55</b>	<b>48,818.34</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-94,721.67</b>	<b>-858.55</b>	<b>-48,818.34</b>
吸收投资收到的现金	0.00	12,700.00	462,288.63
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	0.00	4,300.00	0.00
取得借款收到的现金	427,701.00	179,000.00	81,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	124.85	98.89	303.00
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>606,605.85</b>	<b>191,798.89</b>	<b>543,591.63</b>
偿还债务支付的现金	67,850.00	87,590.00	2,600.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	29,447.31	10,273.15	5,535.10
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>97,297.31</b>	<b>97,863.15</b>	<b>8,135.10</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>509,308.54</b>	<b>93,935.74</b>	<b>535,456.53</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>177,279.41</b>	<b>-38,693.47</b>	<b>77,902.36</b>
期初现金及现金等价物余额	42,425.20	81,118.67	3,216.31
期末现金及现金等价物余额	208,704.61	42,418.61	81,118.67

资料来源：2014-2016年公司审计报告，鹏元整理

### 附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
净利润	13,320.72	9,351.92	20,985.57
加：资产减值准备	2,274.12	-9.05	1,034.85
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,853.08	1,828.10	1,838.37
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-6.98	-	-
财务费用	10,645.70	4,204.73	2,323.84
投资损失	-107.95	-	-
递延所得税资产减少	-798.22	230.17	-254.48
存货的减少	-145,453.29	-170,631.38	-300,325.60
经营性应收项目的减少	-164,226.57	-39,921.47	-161,123.50
经营性应付项目的增加	45,191.92	63,176.31	26,785.12
经营活动产生的现金流量净额	-237,307.46	-131,770.67	-408,735.83
现金的期末余额	08,704.61	42,418.61	81,118.67
减：现金的期初余额	42,425.20	81,118.67	3,216.31

资料来源：2014-2016年公司审计报告，鹏元整理

## 附录四 主要财务指标表

项目	2016年	2015年	2014年
有息债务（万元）	670,305.57	228,632.88	102,945.17
资产负债率	60.29%	35.65%	21.53%
流动比率	8.74	6.70	4.54
速动比率	3.94	1.74	1.51
综合毛利率	12.63%	11.53%	10.62%
期间费用率	20.66%	20.23%	5.31%
EBITDA（万元）	25,053.52	15,614.95	25,567.78
EBITDA 利息保障倍数	0.69	1.51	4.56
有息债务/EBITDA	26.75	14.64	4.03

资料来源：2014-2016 年公司审计报告，鹏元整理

## 附录五 2016 年公司新增土地资产情况（平方米、万元）

土地证编号	土地位置	土地面积	用途	账面价值	是否抵押
贾国土资国用(2016)第 00721 号	贾汪区潘安湖办事处境内, 310 国道以南, 徐矿铁路以北	41,653	商住	2,500	是
贾国土资国用(2016)第 00720 号	贾汪区潘安湖办事处境内, 310 国道以南, 徐矿铁路以北	6,903	商住	311	是
贾国土资国用(2016)第 00722 号	贾汪区潘安湖办事处境内, 310 国道以南, 徐矿铁路以北	9,349	商住	421	是
贾国土资国用(2016)第 00725 号	贾汪区潘安湖办事处境内, 310 国道以南, 徐矿铁路以北	11,080	商住	665	是
贾国土资国用(2016)第 00724 号	贾汪区潘安湖办事处境内, 310 国道以南, 徐矿铁路以北	582	商住	35	是
贾国土资国用(2016)第 00723 号	贾汪区潘安湖办事处境内, 310 国道以南, 徐矿铁路以北	953	商住	58	是
贾国土资国用(2016)第 0004861 号	潘安湖办事处境内、310 国道以南, 徐矿铁路以北	4,540	商住	273	否
贾国土资国用(2016)第 0004862 号	潘安湖办事处境内、311 国道以南, 徐矿铁路以北	932	商住	56	否
贾国土资国用(2016)第 0004863 号	潘安湖办事处境内、311 国道以南, 徐矿铁路以北	3,010	商住	181	否
未办理土地证	310 国道北侧、茌萸寺风景区内	7,493	商业	506	否
未办理土地证	310 国道北侧、茌萸寺风景区内	6,351	商服	430	否
未办理土地证	大泉办事处鹿楼村, 310 国道北侧、茌萸寺风景区大门西侧	3,695	商服	250	否
未办理土地证	花溪路以南、永福路以东、泉城花都 E 地块以西	7,486	商住	900	否
未办理土地证	花溪路以南、新区一路以北、朝阳渠以西、泉城花都 E 地块以东	41,644	商住	4,998	否
未办理土地证	贾韩路西侧、新华路南侧	139,166	商住	14,613	否
未办理土地证	贾韩路西侧、新华路南侧	10,755	商住	1,130	否
未办理土地证	贾韩路西侧、新华路南侧	18,016	商住	1,892	否
未办理土地证	世纪广场北侧、临城河西侧、文化名园小区南侧	2,356	商业	407	否
未办理土地证	贾韩路西侧、新华路南侧	51,822	商住	5,442	否
未办理土地证	大吴街道办事处瓦庄村	15,656	商住	822	否
未办理土地证	韩桥矿铁路东侧	18,254	住宅	1,643	否
苏(2017)贾汪区不动产权第 0003327 号	旺西路南侧, 原千斤顶厂西侧, 原中联地块	102,833	商住	15,425	否



苏（2017）贾汪区不动产权第 0003328 号	旺西路南侧，原千斤顶厂西侧，原中联地块	61,057	商住	9,159	否
<b>合计</b>	-	<b>565,586</b>	-	<b>62,117</b>	-

资料来源：公司提供

## 附录六 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
现金流	EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$
资本结构及 财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{部分其他应付款} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{应付债券} + \text{长期应付款} + \text{长期借款}$
	产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益合计} \times 100\%$

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

### 二、债务人主体长期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。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。