

2015 年新沂市交通投资有限公司  
公司债券 2019 年跟踪  
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI 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。



评级总监: 李明华

报告编号：  
中鹏信评【2019】跟踪  
第【646】号 01

债券简称：15 新沂交投  
债/PR 新交投

增信方式：保证担保

担保主体：中国投融资  
担保股份有限公司

债券剩余规模：  
7.8 亿元

债券到期日期：  
2022 年 02 月 06 日

债券偿还方式：每年付息，分次还本，自债券存续期第 3 年末起每年分别偿还本金的 20%

分析师

姓名：  
顾春霞 杨培峰

电话：  
021-51035670

邮箱：  
guchx@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
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。

中证鹏元资信评估股份  
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.cspengyuan.com

## 2015 年新沂市交通投资有限公司公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	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	2019 年 06 月 26 日	2018 年 06 月 15 日

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对新沂市交通投资有限公司（以下简称“新沂交投”或“公司”）及其 2015 年 2 月 6 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）2019 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。该评级结果是考虑到外部环境较好，为公司发展提供了良好基础；公司营业收入保持增长，业务持续性较好；作为新沂市重要的交通基础设施建设主体，公司获得的外部支持力度仍较大；第三方担保仍能有效提升本期债券信用等级。同时中证鹏元也关注到公司应收款项规模较大，对营运资金占用严重；经营现金流持续净流出，资金支出压力较大；有息债务持续增长，面临较大偿债压力以及存在较大或有负债等风险因素。

### 正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年新沂市实现地区生产总值 653.32 亿元，按可比价格计算，同比增长 4.3%，区域经济保持增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司营业收入保持增长，业务具有一定持续性。公司收入主要来源于交通投资和水利工程建设业务，2018 年实现营业收入 11.12 亿元，同比增长 27.28%。截至 2018 年末，公司主要在建委托代建项目计划总投资 11.90 亿元，业务具有一定持续性。
- 公司获得的外部支持力度仍较大。作为新沂市重要的交通基础设施建设主体，2018 年公司共获得财政补贴 1.72 亿元，有效提升了公司盈利水平。

- 第三方担保仍能有效提升本期债券的信用等级。跟踪期内，中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）主营业务持续稳定，经营实力强，经中证鹏元综合评定，中投保主体长期信用等级为 AAA，其为本期债券提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用等级。

### 关注：

- 应收款项规模较大，对营运资金占用严重。截至 2018 年末，公司应收账款和其他应收款账面价值合计为 81.97 亿元，同比增长 35.48%，占总资产的比重为 31.92%。公司应收款项规模较大，且回款时间不确定，对营运资金占用严重。
- 公司经营现金流持续净流出，面临较大资金压力。2018 年公司经营活动现金净流出 29.79 亿元，净流出规模不断增加，截至 2018 年末主要在建项目尚需投资 52.18 亿元，面临较大资金压力。
- 公司有息债务持续增长，面临较大偿债压力。2018 年末公司有息债务余额为 138.74 亿元，同比增长 17.98%，占负债总额的比重为 91.41%，其中 2019 年即将到期的有息债务合计 37.50 亿元；同时公司资产负债率上升至 59.11%，EBITDA 利息保障倍数下降至 0.46，公司面临较大偿债压力。
- 公司存在较大或有负债风险。截至 2018 年末，公司对外担保合计 70.24 亿元，占期末净资产比重为 66.89%，被担保对象为当地国有企业和事业单位，考虑到公司对外担保规模较大且未设置反担保措施，存在较大或有负债风险。

### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,568,005.26	2,222,604.65	1,392,553.58
所有者权益	1,050,150.94	930,747.53	678,460.93
有息债务	1,387,429.48	1,176,002.29	684,145.17
资产负债率	59.11%	58.12%	51.28%
流动比率	3.62	8.33	6.55
营业收入	111,214.44	87,374.98	70,450.69
其他收益	17,175.20	12,606.46	0.00
营业外收入	107.69	22.63	10,488.85
利润总额	22,083.93	16,478.01	12,341.33
综合毛利率	20.60%	21.10%	20.65%

EBITDA	36,360.54	30,276.42	22,942.20
EBITDA 利息保障倍数	0.46	0.53	0.60
经营活动现金流净额	-297,879.27	-139,743.52	-51,770.28

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

### 担保方主要财务指标（单位：亿元）

项目	2019 年 3 月	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	204.53	204.53	191.65	130.47
所有者权益	104.32	101.27	100.29	66.64
期末担保余额	555.00	678.98	1263.98	1873.82
拨备覆盖率	24,935.11%	26,859.71%	4,403.37%	1,165.00%
融资担保业务放大倍数	3.85	4.25	6.37	4.06
当期担保代偿率	0.05%	0.00%	0.07%	0.15%

资料来源：中投保2016-2018年审计报告、未经审计的2019年1-3月财务报表及中投保提供，中证鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年2月6日发行7年期13亿元公司债券，募集资金计划用于新沂市新南村棚户区改造项目和新沂市港口物流园项目。截至2019年6月7日，本期债券募集资金专项账户余额为4.88万元。

## 二、发行主体概况

2018年公司名称、注册资本、控股股东和实际控制人均未发生变化，经股东决定，公司聘任吕勇、韩文为董事，聘任张广、沈明华为监事。截至2019年5月末，公司注册资本和实收资本均为15.00亿元，控股股东和实际控制人均为新沂市人民政府。

图1 截至2019年5月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018年度公司新增纳入合并范围内公司11家，无减少子公司，详见表1。

表1 2018年度新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
新沂市交通园林绿化有限公司	5,000	100%	工程施工	投资设立
新沂市司吾旅游咨询有限公司	2,000	100%	旅游信息咨询服务	投资设立
新沂市司吾物业管理有限公司	2,000	100%	物业管理服务	投资设立
新沂市马陵山景区商业服务有限公司	100	100%	游览景区管理	投资设立
新沂市司吾置业有限公司	2,000	100%	房地产开发、销售	投资设立
新沂市司吾旅游科技有限公司	2,000	100%	旅游产品的设计、研发及制作	投资设立
新沂市司吾山舍民宿有限公司	2,000	100%	住宿服务	投资设立
新沂市司吾矿泉水有限公司	2,000	100%	饮用水加工、销售	投资设立
新沂市窑湾水务有限公司	10,000	100%	自来水生产、销售	投资设立
新沂市云花农业发展有限公司	800	80%	花卉种植、收购	投资设立
新沂百花谷花卉有限公司	1,200	100%	花卉种植、销售	投资设立

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

### 三、外部运营环境

#### （一）宏观经济和政策环境

**我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏**

2018年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03万亿元，比上年增长6.6%。新动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长8.9%。高技术制造业增加值增长11.7%。装备制造业增加值增长8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴服务业营业收入比上年增长14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019年全国赤字率预计将会提升。

2018年基建投资增长乏力，从2018年7月31日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018年末，国务院提前下达2019年地方政府新增专项债务限额8,100亿元，2019年全年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年大幅增加8,000亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上2019年社会融资环境改善，PPP有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

**2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善**

2018年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

**表2 2018年城投行业主要政策梳理**

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号）	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资

2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34 号)	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23 号)	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金
2018 年 5 月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61 号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101 号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

## （二）区域环境

### 新沂市经济保持增长，但投资增速有所放缓，工业经济降幅明显

新沂市属于江苏省徐州市代管县级市，位于江苏、山东两省交界，下辖4个街道、13个镇和2个省级开发区，辖区总面积1,616.00平方公里。截至2018年末全市常住人口91.19万人。

新沂市经济保持增长，2018年实现地区生产总值653.32亿元，按可比价格计算，同比增长4.3%。其中，第一产业实现增加值73.82亿元，同比增长2.0%；第二产业实现增加值261.91亿元，同比增长0.8%；第三产业实现增加值317.59亿元，同比增长8.0%。三次产业结构由上年的11.0:41.8:47.2调整为11.3:40.1:48.6，第三产业占比有所提高。按常住人口计算，全年人均地区生产总值71,644元，为全国人均GDP的110.83%。

新沂市工业体系以高能耗、高污染为主，2018年工业经济降幅明显。受政策、环保等因素影响，新沂市部分企业生产经营困难，关停或停产整治企业较多，2018年全市规模以上工业总产值同比下降8.9%，规模以上工业销售收入、利税总额分别同比下降10.3%和20.1%，规模以上工业增加值同比下降8.6%，主要工业经济指标均较2017年大幅回落。

投资方面，2018年新沂市固定资产投资同比增长3.1%，增速有所放缓；其中工业投资同比增长4.4%，快于固定资产投资增速；服务业投资支撑乏力，全年服务业投资同比下降7.2%，投资对经济增长的带动效应逐渐降低。2018年新沂市社会消费品零售总额为209.48亿元，同比增长10.3%，高于同期地区生产总值增速，对经济增长起到一定拉动作用。2018年新沂市对外贸易增长较快，全年实现进出口总额81.89亿元，同比大幅增长80.1%。

2018年新沂市实现公共财政收入52.38亿元，同比增长10.1%，其中税收收入41.75亿元，占公共财政收入比重为79.71%；实现政府性基金收入28.75亿元，同比增长39.2%；同期新沂市公共财政支出为99.50亿元，同比增长7.0%，财政自给率为52.64%。

**表3 2017-2018年新沂市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	653.32	4.3%	644.26	8.6%
第一产业增加值	73.82	2.0%	71.08	2.1%
第二产业增加值	261.91	0.8%	269.30	9.8%
第三产业增加值	317.59	8.0%	303.88	9.3%
规模以上工业总产值	-	-8.9%	2,184.97	18.5%
固定资产投资	-	3.1%	596.53	8.5%
社会消费品零售总额	209.48	10.3%	195.96	12.3%
进出口总额	81.89	80.1%	45.46	49.9%
存款余额	470.95	6.0%	444.40	14.8%
贷款余额	332.88	18.9%	280.03	13.7%
人均GDP(元)		71,644		70,623
人均GDP/全国人均GDP		110.83%		118.38%

资料来源：2017-2018年新沂市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

## 四、经营与竞争

公司主要负责新沂市内的交通基础设施和水利工程建设、公交与出租营运、道路收费、旅游餐饮、物流运输及自来水销售等，业务多元化程度较高。2018年公司实现营业收入11.12亿元，同比增长27.28%，收入主要来源于交通投资业务和水利工程建设业务，两者占营业收入的比重分别为47.45%和38.31%，其中水利工程建设收入同比增长66.66%，主要系新沂市新源水务投资发展有限公司（以下简称“水投公司”）于2017年7月起并表，2018年为全年业务收入所致；同时，2018年公司新增房产销售收入，且205国道收费、物流运输商品销售、自来水销售、国内旅游及其他业务收入均有不同幅度增长。

毛利率方面，公司交通投资、205国道收费业务毛利率保持稳定，水利工程、物流运

输商品销售业务毛利率有所提高，自来水销售、国内旅游、公交与出租等业务毛利率有所下滑，新增房产销售业务毛利率较低，综合影响下，2018年公司综合毛利率为20.60%，较上年小幅下降0.50个百分点。

**表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
交通投资	52,775.96	18.70%	51,215.41	18.70%
水利工程	42,606.37	13.75%	25,564.55	11.00%
205 国道收费	4,184.83	100.00%	3,488.99	100.00%
物流运输商品销售	3,334.47	7.51%	1,812.84	4.72%
房产销售	2,284.88	2.40%	-	-
公交与出租	2,176.27	16.17%	2,355.09	16.56%
自来水销售	1,486.65	43.54%	724.29	48.65%
国内旅游	1,246.77	77.66%	1,192.52	95.16%
其他	1,118.23	64.58%	1,021.28	58.62%
<b>合计</b>	<b>111,214.44</b>	<b>20.60%</b>	<b>87,374.98</b>	<b>21.10%</b>

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

**公司交通投资收入有所增长，目前在建项目较多，业务持续性较好；自营项目建成后或给公司带来一定收入，但需关注资金支出压力**

公司作为新沂市重要的基础设施建设主体，新沂市政府直接赋予公司交通基础设施代建职能，在当地具有垄断经营地位，目前公司交通投资业务主要包括政府回购和土地置换两种模式。政府回购模式即政府作为委托方与公司签订回购协议，项目由公司投资建设，项目完工后由政府进行一次或多次回购，回购金额按照实际投资成本加成一定比例（约20%-25%）计算。

2018年公司结算的项目主要是2017年农路危桥改造工程、X208港棋段、X301港头段、窑庄线、高沟线等项目，合计确认收入5.28亿元，同比增长3.05%，毛利率稳定为18.70%。截至2018年末，公司以回购模式运作的在建交通基础设施项目主要包括S268省道新沂段、新沂市农村公路X205改造工程、新沂市农村公路提档升级棋冯线等工程，预计总投资11.90亿元，已投资2.63亿元，后续业务持续性较好。

**表6 2018 年公司交通投资业务收入明细（单位：万元）**

项目名称	确认收入	确认成本
2017 年高沟线等 15 条道路	8,157.73	6,632.30
瓦柳线等施工项目	6,136.47	4,989.00
2017 年合彭线等工程	5,928.88	4,820.23

2017 年瓦房线等 21 条道路	5,334.73	4,337.18
2017 年窑五线等 17 条道路	4,683.00	3,807.32
2017 年合杨线等 18 条道路	4,012.51	3,262.20
冲嶂线等施工项目	3,900.33	3,171.00
2017 年农路危桥改造工程	2,842.13	2,310.67
2017 年窑庄线	2,151.74	1,749.38
X208 港棋段 X301 港头段	1,869.60	1,520.00
X307 改造工程	1,437.87	1,169.00
阿湖镇淋头河线	1,405.89	1,143.00
2017 年马棋线	1,364.07	1,109.00
高流镇官老线高黑线高岭线	1,237.38	1,006.00
二七干渠桥等二十二施工项目	1,163.58	946.00
2017 年农路合马线瓦吕线	1,150.05	935.00
<b>合计</b>	<b>52,775.96</b>	<b>42,907.28</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

除代建交通基础设施外，公司还自主投资建设并经营客运枢纽、港口物流园等项目。截至2018年末，公司在建自主经营项目主要包括新沂市新南村棚户区改造项目、新沂市港口物流园项目、公路港物流园、美妆电商园、快递产业园及新沂通用机场等，项目建成后将主要通过出租以及收取场地费等方式收回成本。其中新沂市港口物流园项目和新沂市新南村棚户区改造项目系本期债券募投项目，受实际工程进度影响，募投项目投资进度慢于规划。截至2018年末，公司尚未取得相关租赁收入，主要系各项目主体功能尚未完善，后续随着项目完工并投入运营，或将给公司带来一定收入。

截至2018年末，公司主要在建项目预计总投资91.98亿元，已投资39.80亿元，尚需投资52.18亿元，公司面临较大资金支出压力。

**表7 截至 2018 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）**

项目名称	预计总投资	已投资	回购/自营
S268 省道新沂段	7.25	0.47	回购
新沂市农村公路 X205 改造工程施工项目 XY-X205-SG 标段	0.74	0.44	回购
新沂市农村公路提档升级棋冯线等工程施工项目 XY-LYX-SG 标段	0.63	0.44	回购
新沂市农村公路提档升级黄沐线等工程施工项目 XY-HSX-SG 标段	0.53	0.16	回购
新沂市农村公路 209 改造工程施工项目 XY-209-SG2 标段	0.44	0.22	回购
新沂市农村公路 303 县道唐棋线改造工程施工项目（三次招标）XY-X303TQX-SG 标段	0.42	0.08	回购
其他交通基础设施项目	1.89	0.82	回购

新沂市新南村棚户区改造项目	21.32	10.02	自营
新沂市港口物流园项目	12.45	8.58	自营
公路港物流园	5.35	2.97	自营
美妆电商园	8.68	5.63	自营
快递产业园	8.96	5.14	自营
新沂通用机场	5.72	1.93	自营
高铁综合客运枢纽	17.60	2.90	自营
<b>合计</b>	<b>91.98</b>	<b>39.80</b>	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司有部分项目采用土地置换模式运作，主要系乡镇公路建设，即公司与政府签订土地置换协议，以土地使用权作为乡镇交通基础设施建设回报，置换土地记入无形资产科目。截至2017年末公司土地置换模式的交通投资项目均已完工，投资金额合计为0.28亿元，公司通过土地置换模式获得的土地共10块，面积约47.23万平方米，账面价值合计1.14亿元，能够较好覆盖交通投资项目的支出。2018年公司无采用土地置换模式运作的项目，无新增置入土地。

#### 水利工程业务收入大幅增长，有效提升了公司整体经营获利能力

公司水利工程业务主要由子公司水投公司负责。水投公司是新沂市城乡水利各项基础设施及配套项目的投资、开发、建设主体，以招投标的方式承接新沂市水利工程项目，项目建设资金主要由公司筹措，项目实施过程由新沂市水利局、新沂市审计局等部门监管，公司与新沂市水利局等委托方每年以审计后的工程进度为基础按合同约定结算工程款。

2018年公司水利工程业务实现收入4.26亿元，同比增长66.66%，主要系水投公司自2017年7月起纳入公司合并报表范围，2018年系全年业务收入所致；结算的项目主要为沭阳县沂南河河道清淤工程、白马河治理工程、新戴河泵站更新改造及设备安装工程等，业务毛利率同比上升2.75个百分点至13.75%。

**表8 2018年公司水利工程业务收入明细（单位：万元）**

项目名称	确认收入	确认成本
沭阳县沂南河河道清淤工程	1,634.99	1,410.22
白马河治理工程	1,593.52	1,374.45
新戴河泵站更新改造及设备安装工程	1,094.55	944.07
2013年度区域供水1标	1,021.10	880.72
南通通州湾示范区近海东竖河整治工程	1,004.14	866.09
新沂市2018小型公益设施桥梁工程	978.18	843.70
新沂14年中小河流治理重点县综合整治高流镇I和II项目区	976.69	842.42
2017年新沂市防洪应急提升工程II标段	939.63	810.45

其他项目	33,363.54	28,776.88
<b>合计</b>	<b>42,606.37</b>	<b>36,749.00</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2018年末，公司在建的水利工程主要有新沂市2018饮水安全土建施工工程、胜利干渠综合治理工程、新戴河泵站更新改造及设备安装工程和新沂市农业综合开发棋新灌区节水配套改造项目等14个项目，合同金额合计2.93亿元，截至期末已回款1.46亿元。水利工程业务收入的增长有效提升了公司整体经营获利能力。

#### 公司业务多元化程度较高，对综合盈利能力形成有益补充

公司业务种类较多，除交通投资和水利工程外还包括公交与出租营运、道路收费、旅游餐饮、物流运输、自来水及房产销售等，整体上看，上述业务收入规模有所增长，毛利水平较好，对公司综合盈利能力提升有一定补充作用。

道路收费主要是指205国道收费项目，205国道新沂段系公司代建交通投资项目，新沂市政府于2015年进行了回购，同时为提高公司经营能力，新沂市交通运输局（以下简称“新沂市交通局”）将该道路划转至公司，将道路收费业务交由公司运营，同时新沂市交通局承担道路维护、保养责任，公司无须对205国道新沂段计提折旧。205国道新沂段收费期限为2015-2019年，到期后可续期。2018年该道路实现收费0.42亿元，同比增长19.94%，业务毛利率为100.00%。

物流运输商品销售业务主要为子公司新沂市交通物流有限公司负责的道路建设所用水泥和钢材的运输业务，2018年该板块实现收入0.33亿元，同比增长83.94%，主要系承接新沂市交通局的业务量增长所致。

公交与出租业务均由下属子公司负责，主要针对新沂市区及周边乡镇提供公交与出租客运服务，具有一定区域垄断优势。其中，公交业务由子公司新沂市公共交通公司（以下简称“公交公司”）负责，截至2018年末，公交公司拥有公交运营线路46条，较上年减少1条，拥有运营车辆424辆，较上年新增65辆。出租客运业务由子公司新沂苏杭出租汽车有限公司和孙公司新沂市交通出租车有限公司负责，截至2018年末，公司拥有出租车282辆，占全市出租车比重为61.57%。2018年公司公交与出租业务合计实现收入0.22亿元，同比下降7.59%。新沂市政府在公交运营补贴、燃油补贴、客运站补助等方面给予了一定支持，2018年公司合计收到补助0.05亿元。

旅游业务主要由子公司新沂市马陵山旅游发展有限公司和新沂市骆马湖旅游发展有限公司（以下简称“骆马湖公司”）负责运营，分别负责马陵山景区和窑湾古镇的开发、建设与经营业务。该业务收入主要来源于景区门票收入、商铺出租以及其他配套服务收费收入，2018年实现收入0.12亿元，同比增长4.55%。截至2018年末，公司在建的景区项目

主要包括窖湾古镇文化保护工程、游客服务中心、大运河风光带、马陵山景区保护工程、古房修缮工程等，预计总投资14.50亿元，已完成投资12.46亿元，后续资金需求不大。随着景区项目主体功能的建成以及配套服务项目的逐步完善，后续旅游业务收入或有所增长。

公司自来水销售业务由孙公司新沂市乡镇供水有限公司（以下简称“供水公司”，系水投公司子公司）负责，主要为新沂市16个镇提供居民用水和工业用水。截至2018年末，供水公司管网总长度为1,515公里，年供水能力1,412万立方米，分别同比增长8.99%和3.53%，2018年实现自来水销售收入0.15亿元，同比增长105.25%，主要系该项业务自2017年7月起并表，2018年系全年业务收入所致。

2018年公司新增房产销售业务，该项业务由骆马湖公司负责，骆马湖公司开发的房地产项目为骆马湖碧水湾项目，预计总投资2.00亿元，截至2018年末已投资1.82亿元，已销售0.70万平方米，实现销售收入0.23亿元，剩余可售面积3.80万平方米，未来仍可为公司带来一定的收入。

#### 公司获得外部支持力度较大

公司系新沂市人民政府下属企业，主要负责新沂市交通基础设施和水利工程建设业务，近年持续获得股东给予的较大支持。2018年公司共获得财政补贴1.72亿元，有效提升了公司盈利水平。

## 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天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告，报告采用新会计准则编制。2018年度公司采用财政部《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15号）相关规定，对该项会计政策变更涉及的2017年报表科目采用追溯调整法进行调整，2017年财务数据采用2018年审计报告期初数。2018年度，公司新增纳入合并范围内公司11家，无减少子公司情况，详见表1。

### 资产结构与质量

公司资产规模保持增长，资产结构相对稳定，但应收款项对营运资金占用严重，整体

## 资产流动性较弱

随着经营规模及外部融资力度的不断扩大，公司资产规模持续增长，截至2018年末资产总额为256.80亿元，同比增长15.54%。从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主，2018年末流动资产的比重为71.01%，占比较上年末下降8.01个百分点。

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产。截至2018年末，公司货币资金账面余额36.48亿元，其中票据保证金0.40亿元和质押定期存单10.58亿元使用受限，受限比例为30.08%。应收账款主要是公司应收新沂市财政局的回购款和其他单位的工程款，2018年末账面价值合计13.06亿元，其中新沂市财政局欠款占比81.54%，款项回收风险不大，但回收时间具有一定不确定性。其他应收款主要是公司与地方政府部门及其下属单位的往来款，2018年末账面价值为68.91亿元，同比增长43.29%，前五大应收对象分别为新沂市财政局、新沂市公路养护工程公司、新沂经济开发区建设发展有限公司、新沂市新水建筑工程有限公司和新沂市粮食购销公司，合计占其他应收款总额的68.38%，截至2018年末公司按账龄分析法合计计提坏账准备0.13亿元；考虑到欠款单位主要是政府部门及其下属单位，款项回收风险不大，但回款时间存在较大不确定性，对营运资金占用严重。截至2018年末，公司存货账面价值合计50.99亿元，同比增长18.73%，主要包括开发成本23.70亿元和土地使用权25.41亿元，开发成本主要是交通基础设施及水利工程项目建设成本，土地使用权系公司通过出让方式取得的土地，截至2018年末账面价值为8.64亿元土地已对外抵押，占存货中土地的34.00%。2018年末公司其他流动资产账面价值为0.54亿元，同比大幅减少，主要系短期理财产品大幅减少所致。

**表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	364,828.02	14.21%	320,495.50	14.42%
应收账款	130,623.42	5.09%	124,113.11	5.58%
其他应收款	689,067.23	26.83%	480,900.41	21.64%
存货	509,921.77	19.86%	429,474.05	19.32%
其他流动资产	5,409.94	0.21%	299,474.42	13.47%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,823,446.90</b>	<b>71.01%</b>	<b>1,756,225.30</b>	<b>79.02%</b>
长期股权投资	152,811.50	5.95%	3,572.45	0.16%
固定资产	128,846.16	5.02%	115,153.88	5.18%
在建工程	323,861.83	12.61%	276,102.95	12.42%
无形资产	63,496.37	2.47%	65,170.89	2.93%
<b>非流动资产合计</b>	<b>744,558.36</b>	<b>28.99%</b>	<b>466,379.36</b>	<b>20.98%</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,568,005.26</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,222,604.65</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程及无形资产构成。2018年末公司长期股权投资余额为15.28亿元，同比大幅增长，主要系新增对新沂金田置业发展有限公司(4.50亿元，持股45.00%)、新沂金田城乡建设有限公司(5.50亿元，持股45.83%)和新沂市新水商贸有限公司(4.89亿元，持股49.00%)股权投资所致；公司长期股权投资采用权益法核算，2018年确认投资损失158.95万元。固定资产主要是公司拥有的房屋及建筑物、管道设施、205收费公路等资产，2018年末账面价值合计12.88亿元，同比增长11.89%，主要系在建工程转入部分房屋建筑物所致。在建工程主要是公司自主投资建设的项目，包括港口物流园码头、电子商务物流园、公路港物流园、新沂通用机场等，随着项目建设的不断推进，2018年末账面价值合计32.39亿元，同比增长17.30%，其中已对外抵押资产账面价值为8.78亿元。无形资产主要是土地使用权，2018年末账面价值合计6.35亿元，其中已对外抵押规模为0.66亿元。截至2018年末，公司货币资金、存货、在建工程和无形资产中受限资产账面价值合计29.05亿元，占总资产的比重为11.31%。

综合来看，公司资产规模保持增长，资产结构相对稳定，但资产主要由应收款项、项目建设成本及土地资产构成，应收款项规模较大，对营运资金占用严重，公司整体资产流动性较弱。

## 盈利能力

### 公司营业收入稳步增长，毛利率水平相对稳定

公司营业收入主要来源于交通投资、水利工程建设、公交与出租运营以及道路收费等业务，2018年水利工程建设和物流运输商品销售收入增长较快，同时新增房产销售收入，且交通投资、国道收费等业务收入有所增长，全年实现营业收入11.12亿元，同比增长27.28%。毛利率方面，公司交通投资、205国道收费、公交与出租业务毛利率保持稳定，水利工程、物流运输商品销售业务毛利率有所提高，自来水销售、国内旅游等业务毛利率有所下滑，新增房产销售业务毛利率较低，综合影响下，2018年公司综合毛利率为20.60%，较上年小幅下降0.50个百分点。

2018年公司实现投资收益0.88亿元，主要系购买理财产品获得，同比增长47.11%，对盈利形成了一定补充。同时，作为新沂市重要的交通基础设施建设主体，2018年公司获得财政补贴1.72亿元，有效提升了公司的盈利水平。全年公司实现利润总额2.21亿元，同比增长34.02%，其中财政补贴占比77.77%。

**表10 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
营业收入	111,214.44	87,374.98
投资收益	8,805.13	5,985.34
其他收益	17,175.20	12,606.46
营业利润	22,180.34	16,514.88
利润总额	22,083.93	16,478.01
综合毛利率	20.60%	21.10%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

### 现金流

**公司经营活动现金净流出规模不断增加，且在建项目尚需投资规模较大，后续面临较大资金压力**

2018年公司收现比由上年的0.87提高到0.95，随着工程项目建设的持续推进，主营业务支付的现金不断增加。同时，公司作为新沂市重要的交通基础设施建设主体，与地方政府部门及其下属单位往来款较多，且现金流出规模明显大于流入规模，使得公司经营活动现金持续净流出，2018年公司经营活动现金流净额为-29.79亿元，净流出规模不断增加。

公司投资活动现金流入主要系理财产品到期收到的现金，现金支出主要用于购买理财产品及购建固定资产、在建工程等长期资产，由于理财产品到期收回规模较大，2018年公司投资活动现金流由上年大规模净流出转为净流入4.90亿元。

为维持整体现金流平衡，公司主要通过融资活动弥补资金缺口。2018年公司子公司新沂市煜城建设发展有限公司（以下简称“煜城建设”）和新沂市远航建筑安装工程有限公司（以下简称“远航建筑”）收到新沂市城市发展有限公司（以下简称“新沂城投”）注资款合计10.02亿元，通过借款取得现金14.67亿元，发行债券募集资金19.00亿元。扣除用于偿还债务等现金支出，全年筹资活动产生的现金流量净额为23.99亿元，一定程度上填补了公司经营资金缺口。但截至2018年末公司主要在建项目尚需投资规模为52.18亿元，后续仍面临较大资金压力。

**表11 公司现金流情况表（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
收现比	0.95	0.87
销售商品、提供劳务收到的现金	106,029.23	75,729.57
收到的其他与经营活动有关的现金	113,508.00	334,859.86
经营活动现金流入小计	219,537.24	410,589.43

购买商品、接受劳务支付的现金	131,422.60	65,715.52
支付的其他与经营活动有关的现金	376,705.57	465,676.17
经营活动现金流出小计	517,416.51	550,332.95
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-297,879.27</b>	<b>-139,743.52</b>
投资活动产生的现金流量净额	48,997.73	-170,292.53
筹资活动产生的现金流量净额	239,904.06	353,920.37
现金及现金等价物净增加额	-8,977.48	43,884.43

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司资产负债水平进一步上升，有息债务持续增长，面临较大偿债压力

2018年，随着子公司煜城建设和远航建筑收到新沂城投注资款合计10.02亿元，公司所有者权益同比增长12.83%至105.02亿元；同期，随着经营规模的扩大，公司外部融资力度上升，2018年负债总额同比增长17.49%至151.79亿元，期末公司产权比率为144.54%，较上年增长5.74个百分点，权益对负债的保障程度有所下降。

**表12 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2018年	2017年
负债总额	1,517,854.32	1,291,857.13
所有者权益	1,050,150.94	930,747.53
产权比率	144.54%	138.80%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

从债务构成看，随着部分长期债务即将到期转入一年内到期的非流动负债科目，2018年末公司流动负债规模和占比均有所提升，但整体债务仍以非流动负债为主，期末非流动负债占负债总额的比重为 66.81%，较上年末下降 16.87 个百分点。

公司流动负债主要包括短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债。截至2018年末，公司短期借款合计6.63亿元，其中保证借款2.37亿元、质押借款4.26亿元。其他应付款主要是公司与天津市东仕投资发展有限公司、新沂市徐连客专建设指挥部、新沂城投、新沂市金地投资发展有限公司和新沂市中小河流重点县工程建设处等单位的往来款，2018年末账面余额为8.47亿元，同比增长11.52%。一年内到期的非流动负债为即将到期的长期借款、应付债券和长期应付款，合计余额为30.08亿元。

**表13 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	66,270.00	4.37%	16,600.00	1.28%
其他应付款	84,680.50	5.58%	75,932.47	5.88%

一年内到期的非流动负债	300,828.13	19.82%	76,140.81	5.89%
<b>流动负债合计</b>	<b>503,848.43</b>	<b>33.19%</b>	<b>210,822.65</b>	<b>16.32%</b>
长期借款	482,381.35	31.78%	645,833.35	49.99%
应付债券	490,000.00	32.28%	429,000.00	33.21%
长期应付款	40,000.00	2.64%	4,428.13	0.34%
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,014,005.88</b>	<b>66.81%</b>	<b>1,081,034.48</b>	<b>83.68%</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,517,854.32</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,291,857.13</b>	<b>100.00%</b>
有息债务	1,387,429.48	91.41%	1,176,002.29	91.03%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券和长期应付款。截至2018年末，公司长期借款账面余额为48.24亿元，其中担保借款24.25亿元、质押借款6.60亿元、质押及担保借款8.40亿元。2018年公司非公开发行“18新投01”和“18新投02”两只债券合计19.00亿元，期末应付债券余额为49.00亿元。公司长期应付款为应付融资租赁款，2018年末余额为4.00亿元。

随着银行借款及债券融资规模的进一步扩大，2018年末公司有息债务余额为138.74亿元，同比增长17.98%，占负债总额的比重为91.41%。从有息债务偿还期限分布看，2019年即将到期的有息债务合计37.50亿元。公司有息债务压力持续增加，面临较大偿债压力。

2018年公司资产负债水平随债务规模的扩大继续上行，年末资产负债率为59.11%，较上年提高0.99个百分点。短期偿债指标方面，随着流动负债规模的快速增长，2018年公司流动比率和速动比率同比均有所下降，考虑到流动资产中应收款项和存货占比较大，公司流动资产对流动负债的覆盖程度一般。2018年公司盈利水平有所提升，EBITDA为3.64亿元，较上年有所增长。但随着有息债务持续增长，利息费用不断提高，EBITDA利息保障倍数下降为0.46，公司经营债务负担不断增大，偿债压力较大。

**表14 公司偿债能力指标**

指标名称	2018年	2017年
资产负债率	59.11%	58.12%
流动比率	3.62	8.33
速动比率	2.61	6.29
EBITDA（万元）	36,360.54	30,276.42
EBITDA 利息保障倍数	0.46	0.53
有息债务/EBITDA	38.16	38.84

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

### 中投保提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券信用水平

中投保前身为“中国经济技术投资担保公司”，系1993年由财政部和原国家经济贸易委员会共同发起组建的国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构，初始注册资本5亿元。1998年更名为“中国经济技术投资担保有限公司”；2006年更名为“中国投资担保有限公司”；2013年更名为“中国投融资担保有限公司”；2015年8月18日，经全体股东一致同意，中投保整体变更为股份公司；2015年8月19日，更名为现用名。此外，2015年12月15日，中投保股票在全国中小企业股份转让系统挂牌并公开转让，股票代码：834777，简称“中投保”，转让方式为协议转让。中投保经过历次增资及股权变更，截至2018年末，中投保总股本450,000万股，控股股东为国家开发投资集团有限公司，持有中投保47.20%的股份，实际控制人仍为国务院国有资产监督管理委员会。截至2019年3月末，中投保前5大股东情况见下表所示。

**表15 截至 2019 年 3 月末中投保前五大股东情况（单位：万股）**

股东名称	股数	持股比例
国家开发投资集团有限公司	212,383.35	47.20%
中信资本担保投资有限公司	50,130.00	11.14%
建银国际金鼎投资（天津）有限公司	49,730.65	11.05%
鼎辉嘉德（中国）有限公司	44,999.95	10.00%
Tetrad Ventures Pte Ltd	34,269.20	7.62%
<b>合计</b>	<b>391,513.15</b>	<b>87.00%</b>

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

中投保为国内主要专业担保机构之一，近年积极推进业务创新，已初步形成以担保增信业务为主，资产管理和金融科技协同发展的“三足鼎立”业务格局。2018年中投保根据战略和市场变化继续推进担保业务结构的调整，公共融资业务规模也有一定幅度下降，而房地产类金融担保和其他金融产品担保增长相对有限，导致整体担保业务规模明显下降。2018年末，中投保担保业务余额和融资担保责任余额分别为678.98亿元和419.11亿元，同比分别下降46.28%和32.32%。

中投保对外投资包括信托投资、理财计划投资、基金投资和委托贷款和债券等。近年中投保对外投资规模持续增长，截至2018年末，投资资产规模为178.48亿元，同比增长11.45%，其中可供出售金融资产、应收款项类投资、长期股权投资和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产规模分别为103.47亿元、45.2亿元、20.57亿元和9.24亿元。在我国宏观经济增速放缓的情况下，金融资产的风险正逐步加大，存在一定周期性投资风险。

中投保已建立较为完善的风险控制体系，风险控制能力较强，随着中投保进一步加强

风险管理，重点开展低风险担保业务，中投保代偿风险整体上得到一定控制。2018年中投保全年代偿规模为97万元，全年担保代偿率为0.00%，整体代偿率水平较低。但目前国内宏观经济下行压力较大，未来仍需关注中投保担保业务的代偿风险。2018年末中投保风险准备金合计12.97亿元，拨备覆盖率为26,859.71%。

**表16 中投保主要财务数据（单位：亿元）**

项目	2019年3月	2018年	2017年	2016年
总资产	204.53	204.53	191.65	130.47
所有者权益合计	104.32	101.27	100.29	66.64
现金类资产	12.31	7.26	14.31	3.17
已赚保费	0.78	5.69	6.49	6.81
投资收益	3.47	22.23	9.69	6.91
营业收入	0.99	28.74	16.89	14.02
营业利润	3.96	20.97	8.92	8.14
利润总额	3.96	20.95	8.82	8.11
当年担保发生额	20.33	146.19	168.30	554.22
期末担保余额	555.00	678.98	1,263.98	1,873.82
其中：融资担保责任余额*	385.88	419.11	619.29	798.16
担保风险准备金	12.04	12.97	14.48	14.96
拨备覆盖率	24,935.11%	26,859.71%	4,403.37%	1,165.00%
融资担保业务放大倍数	3.85	4.25	6.37	4.06
当期担保代偿率	0.05%	0.00%	0.07%	0.15%

注：融资担保责任余额根据 2018 年 4 月银保监会下发的《融资担保公司监督管理条例》配套制度《融资担保责任余额计量办法》(银保监发【2018】1 号) 的相关规定计算。为保证指标的可比性，对上年同期/本期期初可比指标依据《融资担保责任余额计量办法》进行了重新计算和调整，融资担保业务放大倍数也相应调整。2016 年数据为未调整相关数据；2016 年财务数据采用 2017 年度审计报告期初数。

资料来源：中投保 2017-2018 年审计报告、未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表及中投保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，中投保主体长期信用等级为AAA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

## 七、其他事项分析

### （一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年4月23日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## (二) 或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保金额合计70.24亿元，占期末净资产比重为66.89%，被担保对象为当地国有企业和事业单位，考虑到公司对外担保均未设置反担保措施，且担保规模较大，存在较大或有负债风险。

**表17 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保人	担保金额	担保形式
江苏省新沂市市政建设工程有限公司	6,000	保证
江苏锡沂水务有限公司	2,500	保证
新沂经济开发区建设发展有限公司	90,116	保证
新沂市城市投资发展有限公司	274,386	保证
新沂市城投置业有限公司	160,000	保证
新沂市教育投资发展有限公司	10,000	保证
新沂市人民医院	23,000	保证
新沂市沭东新城投资开发有限公司	22,000	保证
新沂市水务有限责任公司	38,000	保证
新沂市通达管网有限公司	6,000	保证
新沂市新天地农业发展有限公司	40,000	保证
新沂市中电建新源水务有限公司	4,400	保证
新沂市自来水公司	5,000	保证
徐州市新沂经济技术开发总公司	21,000	保证
<b>合计</b>	<b>702,402</b>	-

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 八、评级结论

2018年新沂市实现地区生产总值653.32亿元，按可比价格计算，同比增长4.3%，较好的外部环境为公司发展提供了良好基础。公司实现营业收入11.12亿元，同比增长27.28%，公司在建项目较多，业务持续性较好。作为新沂市重要的交通基础设施建设主体，2018年公司共获得财政补贴1.72亿元，有效提升了公司盈利水平。中投保为本期债券提供无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用等级。同时我们也关注到公司应收款项规模达81.97亿元，对营运资金占用严重；2018年公司经营活动现金净流出29.79亿元，净流出规模不断增加，在建项目尚需投资规模较大，资金支出压力较大；公司有息债务持续增长，面临较大偿债压力以及存在较大或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AAA，评级展望维持为稳定。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	364,828.02	320,495.50	290,196.18
其他应收款	689,067.23	480,900.41	215,900.36
存货	509,921.77	429,474.05	342,720.64
在建工程	323,861.83	276,102.95	220,583.38
总资产	2,568,005.26	2,222,604.65	1,392,553.58
短期借款	66,270.00	16,600.00	9,000.00
一年内到期的非流动负债	300,828.13	76,140.81	50,749.62
长期借款	482,381.35	645,833.35	215,876.00
应付债券	490,000.00	429,000.00	330,000.00
长期应付款	40,000.00	4,428.13	7,919.55
总负债	1,517,854.32	1,291,857.13	714,092.65
有息债务	1,387,429.48	1,176,002.29	684,145.17
所有者权益	1,050,150.94	930,747.53	678,460.93
营业收入	111,214.44	87,374.98	70,450.69
营业利润	22,180.34	16,514.88	2,276.37
营业外收入	107.69	22.63	10,488.85
净利润	19,243.41	14,555.83	10,494.09
经营活动产生的现金流量净额	-297,879.27	-139,743.52	-51,770.28
投资活动产生的现金流量净额	48,997.73	-170,292.53	5,578.59
筹资活动产生的现金流量净额	239,904.06	353,920.37	155,807.61
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	20.60%	21.10%	20.65%
收现比	0.95	0.87	1.72
产权比率	144.54%	138.80%	105.25%
资产负债率	59.11%	58.12%	51.28%
流动比率	3.62	8.33	6.55
速动比率	2.61	6.29	4.40
EBITDA（万元）	36,360.54	30,276.42	22,942.20
EBITDA 利息保障倍数	0.46	0.53	0.60
有息债务/EBITDA	38.16	38.84	29.48

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	(营业收入 - 营业成本) / 营业收入 × 100%
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 × 100%
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
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款

## 附录三 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
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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
<b>正面</b>	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
<b>稳定</b>	情况稳定，未来信用等级大致不变。
<b>负面</b>	存在不利因素，未来信用等级可能降低。