



# 邳州市恒润城市投资有限公司主体与 2018 年度第一期中期票据信用评级报告

大公报 D【2017】895 号

中期票据信用等级：**AA**  
主体信用等级：**AA**  
评级展望：**稳定**

发债主体：邳州市恒润城市投资有限公司  
注册总额：6.1 亿元  
本期发债额度：4 亿元  
本期票据期限：3+2 年  
偿还方式：每年付息一次（附调整票面利率选择权及投资者回售选择权），到期一次还本  
发行目的：项目建设

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2017.6	2016	2015	2014
总资产	107.90	94.71	98.27	85.61
所有者权益	46.25	46.02	44.57	43.00
营业收入	4.79	8.15	4.64	4.56
利润总额	0.31	1.47	1.57	1.29
经营性净现金流	-11.96	0.40	-12.64	-19.18
资产负债率 (%)	57.13	51.41	54.64	49.77
债务资本比率 (%)	52.41	48.29	44.03	37.56
毛利率 (%)	13.47	5.66	16.97	16.67
总资产报酬率 (%)	0.29	1.55	1.60	1.68
净资产收益率 (%)	0.50	3.14	3.53	2.99
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-23.90	0.23	-7.96	-77.57
经营性净现金流/总负债 (%)	-21.68	0.78	-26.25	-70.93

注：2017 年 6 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：王 燕  
评级小组成员：孙 珊 郑 蒙  
联系电话：010-51087768  
客服电话：4008-84-4008  
传 真：010-84583355  
Email : rating@dagongcredit.com

## 评级观点

邳州市恒润城市投资有限公司（以下简称“恒润城投”或“公司”）主要从事邳州市的市政基础设施建设和棚户区改造业务。评级结果反映了邳州市经济保持较快发展，公司是邳州市重要的基础设施建设投融资主体，得到邳州市政府的大力支持等优势；同时也反映了公司在建及拟建项目投资规模较大，未来面临一定的资本支出压力，公司资产流动性较差，对外担保规模大幅增加，存在一定的或有风险等不利因素。综合分析，公司偿还债务的能力很强，本期票据到期不能偿付的风险很小。

预计未来 1~2 年，公司仍是邳州市重要的基础设施建设投融资主体，将继续承担邳州市的市政基础设施建设和棚户区改造任务，政府对公司的支持力度不会减弱。综合来看，大公对恒润城投的评级展望为稳定。

## 主要优势/机遇

- 邳州市主要经济指标位居徐州市下辖区县前列，经济保持较快发展，为公司发展提供了良好的外部环境；
- 公司是邳州市重要的基础设施建设投融资主体，在邳州市城市建设中具有重要地位；
- 公司得到邳州市政府在项目建设及政府补贴等方面的大力支持。

## 主要风险/挑战

- 公司在建及拟建项目投资规模较大，未来面临一定的资本支出压力；
- 公司应收款项和存货在总资产中占比较高，且部分存货用于抵押，资产流动性较差；
- 公司对外担保规模大幅增加，存在一定的或有风险。

大公国际资信评估有限公司  
二〇一七年十月二十日

## 大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（[www.dagongcredit.com](http://www.dagongcredit.com)）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至本期票据到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

## 发债主体

恒润城投是邳州市国有独资的基础设施建设投融资主体，于 2009 年 3 月成立，主要负责邳州市市政基础设施建设和棚户区改造业务。公司成立之初，由邳州市灯桥管理处（以下简称“灯桥管理处”）、邳州市市政工程管理处（以下简称“工程管理处”）、邳州市路桥工程处三家单位出资，初始注册资本 1,500 万元。根据邳政发【2013】103 号文件，邳州市人民政府于 2013 年 11 月 25 日作出《关于授权邳州市恒润城市投资有限公司出资人职责机构的决定》，决定将公司全部股权划转至邳州市人民政府，并授权邳州市住房和城乡建设局（以下简称“住建局”）对相应国有资产统一运营管理，履行股东的职责。截至 2017 年 6 月末，公司注册资本为 10.17 亿元，股东及实际控制人为邳州市人民政府。

根据邳国资【2011】9 号文件，邳州市国有资产管理办公室将邳州市新城区管理委员会服务中心持有的邳州市新嘉诚置业有限公司（以下简称“新嘉诚置业”）股权全部无偿划转至公司。新嘉诚置业注册资本 1.40 亿元人民币，主要负责房地产的开发与销售业务，是恒润城投唯一的并表子公司。

## 发债情况

### 本期票据概况

恒润城投拟在银行间市场交易商协会注册总额为 6.1 亿元的中期票据，分期发行，本期为第一期，发行金额 4 亿元人民币，发行期限 3+2 年，附债券存续期内第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。票据面值 100 元，采取簿记建档、集中配售的方式发行。本期票据采用固定利率按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期票据无担保。

### 募集资金用途

公司拟注册总额为 6.1 亿元的中期票据，募集资金全部用于邳州市火车站南地块棚户区改造项目，本期票据拟募集资金 4 亿元，全部用于该项目。

**表 1 本期票据募集资金投资项目情况 (单位: 亿元、%)**

募集资金用途	项目总投资	本期拟募集资金	拟使用募集资金	本期资金使用比例	注册资金使用比例	批复情况		
						立项	土地	环评
邳州市火车站南地块棚户区改造项目	8.19	4.00	6.10	48.84	74.48	邳发改经济审发【2016】89号	邳国土资预【2016】27号	邳环项表【2016】28号

数据来源: 根据公司提供资料整理

邳州市火车站南地块位于邳州市青年路北、大榆树街西侧、解放路南侧。项目拟对地块范围内的建筑物进行征收和进行场地平整, 拟征收总建筑物面积为 144,774.96 平方米的房屋, 其中包括居民住宅、营业用房、企事业单位用房等; 建设总建筑面积为 153,197.54 平方米的安置小区 (安置房 98,220.54 平方米, 配套商业 18,026.70 平方米, 配套公建 3,897.60 平方米, 地下建筑 33,052.70 平方米) 和配套建设供电、供水管网、通讯、消防等公用工程以及室外道路、景观绿化等配套设施。项目总投资 81,904.00 万元, 截至报告出具日, 项目尚未动工, 处于前期准备阶段。公司与住建局签订了《邳州市火车站南地块棚改项目政府购买服务协议》, 邳州市人民政府授权住建局为购买主体, 住建局购买公司服务的合同总价款为 115,690.00 万元, 分 5 年等额回购, 每年回购 23,138.00 万元。

## 宏观经济和政策环境

**现阶段我国国民经济运行缓中趋稳、稳中向好, 但市场需求疲软, 结构调整过程中新旧动能转换仍存障碍; 预计未来短期内我国经济仍将面临较大下行压力, 长期来看经济增长将趋于稳定, 但经济运行仍面临较多的风险因素**

现阶段国民经济运行缓中趋稳、稳中向好, 但仍面临较大的经济下行压力, 主要经济指标同比增速均出现不同程度的下滑。据初步核算, 2016 年, 我国实现 GDP74.41 万亿元, 按可比价格计算, 同比增速为 6.7%, 较 2015 年下降 0.2 个百分点, 规模以上工业增加值同比增长 6.0%, 增速同比下降 0.1 个百分点; 固定资产投资 (不含农户) 同比增长 8.1%, 增速同比下降 1.9 个百分点, 其中房地产开发投资同比增长 6.9%, 对全部投资增长的贡献率比上年提高 12.8 个百分点。此外, 近年来国内需求增长减慢, 国际需求降幅收窄, 2016 年, 社会消费品零售总额同比名义增长 10.4%, 进出口总额同比下降 0.9%, 降幅比上年收窄 6.1 个百分点。2016 年, 全国公共财政预算收入同比增长 4.5%, 增速同比继续下滑, 政府性基金收入同比增长 12.0%。同期, 全社会融资规模增量为 17.80 万亿元, 新增人民币贷款 12.65 万亿元。2017 年上半年, 我国国民经济延续了稳中向好的发展态势, GDP 同比增速为

6.9%，较上年同期加快 0.2 个百分点，规模以上工业增加值同比增长 6.9%，固定资产投资（不含农户）同比名义增长 8.6%，社会消费品零售总额同比名义增长 10.4%，进出口总额同比增长 19.6%。同期，全国公共财政预算收入为 9.43 万亿元，同比增长 9.8%；政府性基金预算收入为 2.30 万亿元，同比增长 27.8%。此外，2017 年上半年，我国全社会融资规模增量为 11.17 万亿元，同比多增 1.36 万亿元，对实体经济发放的人民币贷款增加 8.21 万亿元，同比多增 0.73 万亿元。截至 2017 年 6 月末，广义货币（M2）余额 163.13 万亿元，同比增长 9.5%，增速较去年同期下降 2.3 个百分点。整体来看，中国经济“新常态”特征更加明显，供给侧结构性改革及重点领域改革逐步落实并取得积极进展，部分指标有所好转，经济增长的稳定性有所提高，外部需求疲软的态势仍将继续，结构性矛盾仍然突出，主要经济指标增速放缓，经济下行压力依然较大。

针对经济下行压力增大，国家加大财政政策和货币政策领域的定向调整。在坚持积极的财政政策和稳健的货币政策基础上，扩大结构性减税范围，实行普遍性降费，盘活财政存量资金。发行地方政府债券置换存量债务，降低利息负担，减轻了地方政府偿债压力，形成了以“营改增”为主要核心内容的结构性减税政策，逐步降低了企业成本。稳健的货币政策注重松紧适度，灵活运用多种货币政策工具，保持适度流动性，实现货币信贷及社会融资规模合理增长。按照加强供给侧结构性改革的要求，积极稳妥降低企业杠杆率，采取市场化债转股等综合措施提升企业持续健康发展能力。扩大有效投资，设立专项基金，加强水利、城镇棚户区和农村危房改造、中西部铁路和公路等薄弱环节建设。制定出台促进民间投资健康发展若干政策措施，对做好民间投资工作提出具体要求。继续实施创新驱动发展战略纲要和意见，深入推进大众创业、万众创新政策举措，落实“互联网+”行动计划，推动经济新旧动能加速转换。发改委精简前置审批，实施企业投资项目网上并联核准，改革投融资体制，积极推广政府和社会资本合作模式，出台基础设施和公用事业特许经营办法，充分激发社会投资活力。继续推动东、中、西、东北地区“四大板块”协调发展，重点推进“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展“三大战略”，在基础设施建设和房地产领域加大调控力度，一方面增加公共产品有效投资，启动实施一系列棚户区和危房改造、中西部铁路、高标准农田、信息网络、清洁能源和传统产业技术改造等重大项目；另一方面，全国多地出台楼市调控新政策，通过提高首付比例、住房限购限贷等措施，遏制房价过快上涨，增加房地产市场的有效供应。2017 年政府工作报告指出，坚持以推进供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，加强预期引导，深化创新驱动，全面做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，保持经济平稳健康发展和社会和谐稳定。

从外部环境来看，世界经济总体增速放缓，美国经济基本面强劲，

主要经济指标表现较好，但英国脱欧加剧欧盟经济发展的不确定性。新兴经济体下行压力加大，加之美元走强、大宗商品价格大幅波动、国际地缘政治冲突此起彼伏，世界经济增长缓慢，加剧了贸易保护主义抬头，国内经济增长受到一定影响。预计未来短期内，我国经济在平稳运行的基础上仍面临较大下行压力，经济将继续延续低位运行态势，长期来看，我国经济增长将面临产业结构调整、转型提质外部环境变化等风险因素。

## 行业及区域经济环境

**地方政府投融资平台是国家实施基础设施投融资管理及新型城镇化战略的重要主体，地方基础设施建设投资仍具备继续增长的空间；随着地方政府债务管理的加强和融资平台运营的逐步规范，未来融资平台的发展将逐步转型，但仍将与政策的变化紧密相连**

城镇化建设为我国经济发展的重点领域，在我国城镇化快速推进过程中，地方政府投融资平台的发展，有力支持了地方城镇基础设施建设，促进了地方经济社会发展。在满足社会公共需要和地方经济发展的同时，地方政府投融资平台也积累了较大规模的政府性债务，截至 2014 年末，三类债务总计为 24.0 万亿元。2016 年末，地方政府一般债务余额 9.79 万亿元，同比增长 5.7%，专项债务余额 5.53 万亿元，同比增长 0.6%。我国经济已经进入新常态的平稳发展过程，面临着经济下行压力较大、产业结构调整等现状，地方政府债务的持续增加，将使部分地区面临较大债务压力。

投融资平台企业既是独立的企业法人又是地方政府融资代理人，承担地方道路桥梁、市政改造、安置保障房建设、公用配套设施建设等重要城市建设项目，该类项目由于具有公益性，相关债务能够对地方政府在市政建设等方面提供支持，债务还本付息除依靠平台企业自身经营及项目运营产生的现金流外，当地税收收入及土地出让收益等地方政府财政收入往往成为其债务偿还的重要保障。2012 年以来受经济下行、结构性减税、房地产销售下降等因素的影响，全国税收增速持续低于 10%，因此，对于大多数地方政府来说，土地出让金仍承担着投融资平台偿还债务的主要来源。根据财政部最新公布数据，2017 年 1~6 月，全国实现政府性基金收入 2.30 万亿元，其中国有土地使用权出让收入 1.88 万亿元，分别同比增长 27.8%和 34.0%。由于土地资源的稀缺性和不可再生性，长期来看，地方依靠土地出让获得的财政收入存在较大不稳定性。

未来新型城镇化仍是我国经济社会发展的动力之一，因此地方投融资平台在一段时期内仍有存在的作用和价值，其改革和转型要保持稳步推进。近年来，国务院、财政部、国家发改委等陆续出台一系列针对地方政府融资平台的管理文件，对地方政府债务和投融资企业的管理日趋规范。2015 年新《预算法》开始实施，财政部对地方政府存

量债务进行甄别，存量债务将被分类纳入预算管理。融资平台在建项目后续融资问题政策出台、发改委新兴产业专项债指引等政策陆续实施，城投公司面临的融资环境有所宽松。2016年，《中共中央国务院关于深化投融资体制改革的意见》（以下简称“18号文”）公布实施，是历史上首次以党中央国务院名义出台专门针对投融资体制改革的文件。国家发改委根据文件精神，积极部署纵深推进投融资体制改革，加快补齐短板、扩大合理有效投资等工作。政府和社会资本合作示范项目政策的出台继续推进PPP项目的落地，促进新型融资工具快速发展。同时为了严控隐性债务扩张风险，财政部正在摸底全国地方债务余额情况。国务院办公厅发布的《地方政府性债务风险应急处置预案》提出风险事件分级制度及债务分类处置方式。2017年以来，六部委联合下发了《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预【2017】50号），加强了对融资平台公司融资管理，强调地方政府不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台公司偿债资金来源，不得违法违规出具担保函承诺函等。财政部下发《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预【2017】87号文），明确了先有预算，后有购买的政府购买服务原则，列出了政府购买服务负面清单等，进一步规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资行为，防范化解财政金融风险。预计未来地方投融资平台的运作模式将随着政策的调整而进一步发生转变。

我国全社会固定资产投资额一直保持较快增长，其中地方基础设施建设投资在我国全社会固定资产投资中占据重要部分，是固定资产投资增长的重要支撑，部分年份地方项目投资增速超过30%。从需求方面来看，十三五期间基建领域的固定资产投资仍将维持较高水平。总的来说，国家新型城镇化战略进一步的实施，将使得未来一定时期内我国固定资产投资规模继续保持增长，地方基础设施建设投资仍具有较大空间。

预计未来1~2年，随着各地经济社会发展以及新型城镇化战略的实施，我国地方基础设施建设投资仍具备继续增长的空间，随着市场环境的改变和政府性债务管理模式的不断完善，对融资平台运作模式的转变也提出了更高要求。

### **近年来，徐州市经济总量不断增长；邳州市主要经济指标位居徐州市下辖区县前列，经济保持较快发展**

徐州市是江苏省北部最大城市、江苏省重点规划建设的三大都市圈核心城市<sup>1</sup>、淮海经济区<sup>2</sup>的中心城市和江苏省四个特大城市之一。徐州市下辖5个市辖区（云龙区、鼓楼区、贾汪区、泉山区、铜山区）、

<sup>1</sup> 2003年江苏省政府同意重点建设南京都市圈和徐州都市圈，加上原来同意的苏锡常都市圈，共同构成江苏省三大都市圈。

<sup>2</sup> 淮海经济区成立于1986年，由苏鲁豫皖四省、20个成员市联合而成，并且成立固定的联络办公机构。中心城市为徐州，主要城市有徐州、蚌埠、商丘、济宁等。

3 个县（睢宁县、沛县、丰县）和 2 个县级市（邳州市、新沂市），总面积 11,258 平方公里。截至 2016 年末，徐州市常住人口 871.00 万人。徐州市交通发达，京沪高铁在徐州贯穿而过，高速公路通车里程达 350 公里，距连云港国际港口 200 公里。

**表 2 2014~2016 年徐州市主要经济指标（单位：亿元、%）**

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	5,808.52	8.2	5,319.88	9.5	4,963.91	10.5
人均地区生产总值（元）	66,845	7.7	61,511	9.0	57,655	10.1
公共财政预算收入	516.06	6.1	530.68	12.4	472.33	11.7
全社会固定资产投资总额	4,797.33	12.5	4,266.12	16.5	3,671.56	18.8
社会消费品零售总额	2,659.39	12.8	2,358.45	12.4	1,664.45	13.0
进出口总额（亿美元）	62.48	15.4	54.13	-9.6	59.88	-
三次产业结构	9.3:43.3:47.4		9.5:44.3:46.2		9.5:46.1:44.3	

数据来源：2014~2016 年徐州市国民经济和社会发展统计公报

2014~2016 年，徐州市经济规模持续增长，地区生产总值分别为 4,963.91 亿元、5,319.88 亿元和 5,808.52 亿元，按可比价格计算，增长率分别为 10.5%、9.5%和 8.2%，受宏观经济影响增速有所放缓。徐州市工业经济较为发达，基本形成了以装备制造业、能源、食品级农副产品加工业为主的产业格局。徐州市三次产业结构由 2014 年的 9.5:46.1:44.3 调整为 2016 年的 9.3:43.3:47.4，产业结构持续优化调整。

1992 年，邳州市经国务院、民政部批准撤县建市，由徐州市代管，面积 2,088 平方公里，常住人口 143 万，辖 21 个镇，4 个街道办事处，1 个省级开发区，490 个行政村。邳州市地处苏、鲁、豫、皖接壤地区，是苏北、鲁南水陆交通枢纽，陇海铁路、霍连高速公路与京杭大运河穿境而过，交通便利，区位优势明显。

**表 3 2016 年徐州市及其下辖主要区县市经济情况（单位：亿元）**

名称	地区生产总值	GDP 排名	一般预算收入
徐州市	5,808.52	-	516.06
铜山区	974.81	1	68.36
邳州市	804.14	2	62.40
沛县	660.00	3	57.68
新沂市	562.06	4	49.91

数据来源：2016 年徐州市主要区县市国民经济和社会发展统计公报及政府网站

近年来，邳州市形成了以环保化工、新材料产业、装备制造、板材家具等七大行业为支柱产业的发展格局，奠定了良好的工业经济基础。随着新型工业化有力推进，邳州市的产业体系不断健全，环保化



工业逐步形成煤焦油、粗苯、甲醇和乙二醇 4 条产业链，推动了传统煤化工产业链向新型化工产业链的转型。

近年来，邳州市主要经济指标位居徐州市下辖区县前列，各经济指标均逐年增长。2014~2016 年，邳州市实现地区生产总值分别为 684.48 亿元、731.71 亿元和 804.14 亿元，同比增速分别为 11.7%、10.4% 和 8.7%；同期，邳州市固定资产投资和社会消费品零售总额均逐年较快增长。

**表 4 2014~2016 年邳州市国民经济和社会发展主要指标（单位：亿元、%）**

主要指标	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	804.14	8.7	731.71	10.4	684.48	11.7
人均地区生产总值（元）	55,960	8.5	51,015	-	47,761	12.1
规模以上工业总产值	2,592.57	16.5	2,225.10	12.2	2,095.83	18.0
固定资产投资	763.12	17.1	652.69	19.5	545.96	21.6
社会消费品零售总额	253.41	13.4	223.55	13.0	147.97	13.6
城镇居民人均可支配收入（元）	28,546	8.4	26,334	9.0	24,151	9.5
三次产业结构	13.9:43.2:42.9		14.3:42.9:42.8		14.0:43.0:43.0	

注：人均地区生产总值按常住人口计算

数据来源：2014~2016 年邳州市国民经济和社会发展统计公报

2017 年以来，邳州市经济继续保持增长。2017 年 1~6 月，邳州市实现地区生产总值 452.64 亿元，同比增长 8.2%；完成规模以上工业增加值 238.37 亿元，同比增长 12.3%；完成规模以上固定资产投资 235.18 亿元，同比增长 9.2%。

综合来看，近年来，徐州市经济总量不断增长；邳州市主要经济指标位居徐州市下辖区县前列，经济保持较快发展。

## 地方政府财政分析

### 财政收入分析

**近年来，邳州市财政本年收入逐年下降，但一般预算收入持续增长；转移性收入是财政本年收入的重要补充**

近年来，邳州市财政本年收入逐年下降，但财政本年收入结构保持稳定，以地方财政收入为主，转移性收入对财政本年收入有一定补充。

邳州市地方财政收入主要由一般预算和基金预算构成。2014~2016 年，邳州市一般预算收入分别为 55.58 亿元、62.38 亿元和 62.40 亿元，逐年增加。同期，税收收入在一般预算中的占比分别为 85.01%、85.43% 和 77.08%，占比相对较高。2016 年，邳州市税收收入同比有所下降，主要是受营改增影响；从税源来看，税源行业较为分散，工业

企业占比较大，主要包括江苏徐塘发电有限责任公司、江苏沂州煤焦化有限公司、徐州市烟草公司邳州分公司、江苏新春兴再生资源有限责任公司等；从税种构成来看，营业税、土地增值税和契税收入占比较高，2016年三税合计占一般预算收入比例为69.87%。

**表5 2014~2016年邳州市地方财政收支表（单位：亿元）**

项 目		2016年	2015年	2014年
财政 本年 收入	<b>本年收入合计</b>	<b>147.83</b>	<b>156.88</b>	<b>160.51</b>
	地方财政收入	96.68	112.61	120.83
	一般预算	62.40	62.38	55.58
	其中：税收收入	48.10	53.29	47.25
	非税收入	14.30	9.09	8.33
	基金预算	34.28	49.04	63.82
	预算外	0.00	1.19	1.43
	转移性收入	51.15	44.27	39.67
	一般预算	49.96	42.12	37.42
	基金预算	1.19	2.15	2.25
财政 本年 支出	<b>本年支出合计</b>	<b>160.93</b>	<b>164.59</b>	<b>162.74</b>
	地方财政支出	149.78	155.86	155.75
	一般预算	110.08	103.43	88.62
	基金预算	39.70	51.31	65.83
	转移性支出	11.15	8.73	6.98
	一般预算	11.14	8.21	6.96
收支 净额	<b>本年收支净额</b>	<b>-13.10</b>	<b>-7.71</b>	<b>-2.23</b>
	地方财政收支净额	-53.10	-43.25	-34.92
	转移性收支净额	40.00	35.54	32.69

数据来源：根据邳州市财政局提供资料整理

近年来，邳州市基金预算收入逐年下降，在地方财政收入中的占比亦逐年下降，分别为52.82%、43.55%和35.46%。邳州市以国有土地出让收入为主的基金预算收入受国家土地政策变动和房地产市场调控的影响较大，未来收入增长存在一定不确定性。

转移性收入是邳州市财政本年收入的重要补充，2014~2016年，转移性收入逐年增加，在财政本年收入中的占比分别为24.71%、28.22%和34.60%。其中，转移性收入以一般性转移收入为主。

总体来看，近年来，邳州市财政本年收入逐年下降；转移性收入是财政本年收入的重要补充。

## 财政支出及政府债务

近年来，邳州市财政本年支出规模有所波动，其中一般预算支出逐年增加，刚性支出占比较为稳定

2014~2016年，邳州市财政本年支出规模有所波动，分别为162.74亿元、164.59亿元和160.93亿元；其中一般预算支出逐年增加，在财政本年支出中占比较高。同期，刚性支出占一般预算支出的比重较为稳定。

**表6 2014~2016年邳州市一般预算支出中刚性支出情况（单位：亿元、%）**

项目	2016年		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
一般预算支出	110.08	100.00	103.43	100.00	88.62	100.00
狭义刚性支出 <sup>3</sup>	59.01	53.61	53.03	51.27	45.66	51.52
一般公共服务	8.11	7.37	7.21	6.97	6.42	7.24
教育	31.02	28.18	27.23	26.33	23.35	26.35
社会保障	9.64	8.76	8.69	8.40	7.40	8.35
医疗卫生	10.24	9.30	9.90	9.57	8.49	9.58
广义刚性支出 <sup>4</sup>	68.26	62.01	61.26	59.23	52.13	58.82

数据来源：根据邳州市财政局提供资料整理

根据邳州市财政局提供的地方政府债务数据，2014~2016年末，邳州市政府负有偿还责任的债务分别为51.86亿元、43.00亿元和52.25亿元，无负有担保责任的债务和可能承担救助责任的债务。

## 经营与政府支持

近年来，公司营业收入逐年增长，主要来源于委托代建业务；2016年，公司的委托代建收入主要为保障房建设收入，由于委托代建的保障房建设项目成本加成比率相对较低，公司毛利率同比有所下降

作为邳州市重要的市政基础设施建设投融资主体，公司负责邳州市的基础设施建设和棚户区改造项目的投融资业务。

2014~2016年，公司营业收入逐年增长，主要来源于委托代建业务，随着代建业务的开展，公司的委托代建收入规模不断增加。公司的委托代建业务包括基础设施建设业务和保障房建设业务。其中2014和2015年，公司的委托代建收入均为基础设施建设业务收入；2016年，公司的委托代建收入主要为保障房建设业务收入。

自2015年起，公司新增土地转让收入。2015年，公司新增土地转让收入0.07亿元，主要为公司子公司新嘉诚置业的土地转让收入；2016

<sup>3</sup> 狭义刚性支出包括社会保障与就业、医疗卫生、教育和一般公共服务四个支出科目。

<sup>4</sup> 广义刚性支出除包括狭义刚性支出外，还包括一般预算支出中外交、国防、公共安全、科学技术、文化教育与传媒、环境保护等科目，但不包括城乡社区事务、农林水事务、交通运输和资源勘探电力信息事务等科目。

年，公司土地转让收入为 2.58 亿元，主要是公司将土地使用权转让给邳州市润城资产经营集团有限公司（以下简称“润城集团”）确认的收入以及转让金象冶金南侧地块的土地使用权收入。

自 2017 年起，公司新增租赁收入，2017 年 1~6 月，公司的租赁收入为 0.27 亿元，主要为公司自持的百货公司大楼、新世纪商城等商业用房的租赁收入。

**表 7 2014~2016 年及 2017 年 1~6 月公司营业收入和利润构成情况（单位：万元、%）**

项目	2017 年 1~6 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	47,911	100.00	81,532	100.00	46,438	100.00	45,607	100.00
委托代建	45,214	94.37	55,697	68.31	45,777	98.58	45,607	100.00
土地转让	-	-	25,835	31.69	660	1.42	-	-
租赁	2,697	5.63	-	-	-	-	-	-
毛利润	6,456	100.00	4,614	100.00	7,882	100.00	7,601	100.00
委托代建	3,759	58.23	4,906	106.33	7,630	96.80	7,601	100.00
土地转让	-	-	-292	-6.33	252	3.20	-	-
租赁	2,697	41.77	-	-	-	-	-	-
毛利率	13.47		5.66		16.97		16.67	
委托代建	8.31		8.81		16.67		16.67	
土地转让	-		-1.13		38.18		-	
租赁	100.00		-		-		-	

数据来源：根据公司提供的资料整理

公司委托代建的业务模式为公司进行项目建设，待项目完工决算后由财政局按照成本加成一定比率支付代建管理费。从毛利率来看，2014~2015 年，公司的毛利率较为稳定，主要是由于公司的委托代建收入均为基础设施建设业务收入，基础设施建设业务的成本加成比率基本维持在 15%~20%，较为稳定，公司的委托代建业务毛利率很稳定；2016 年，公司的毛利率同比下降 11.31 个百分点，主要是由于公司委托代建收入主要为二庙安置房项目的保障房建设收入，保障房建设项目二庙安置房项目的成本加成比率为 10%，相对较低，公司的委托代建业务毛利率同比有所下降，同时由于公司按照低于土地招拍挂价格的评估价值转让土地，公司的土地转让业务毛利率为负。

2017 年 1~6 月，公司营业收入为 4.79 亿元，同比增长 114.81%，主要是公司的委托代建收入同比增加，同时新增租赁收入；实现毛利率 13.47%，同比减少 3.20 个百分点，收入来源仍主要来自于委托代建业务。

总的来看，近年来，公司营业收入逐年增长，主要来源于委托代建业务；2016 年，公司的委托代建收入主要为保障房建设收入，由于委托代建的保障房建设项目成本加成比率相对较低，公司毛利率同比

有所下降。预计未来，随着邳州市棚户区改造及市政基础设施建设的推进，公司营业收入规模将会继续扩大。

## ● 委托代建业务

### 公司是邳州市重要的市政基础设施建设投融资主体；公司在建及拟建项目较多，未来面临一定的资本支出压力

公司是邳州市重要的市政基础设施建设投融资主体，承担了邳州市部分委托代建工程的开发和建设工作，主要负责邳州市范围内的市政、道路、桥梁及绿化工程等基础设施、公共配套设施及保障房的建设工作。

公司与邳州市政府或相关部门就部分建设项目签署委托代建协议，以委托代建的形式投资邳州市的基础设施建设和保障房建设项目。公司委托代建的业务模式是公司自筹资金进行项目建设，待项目完工决算后公司将项目移交给邳州市人民政府，财政局按照成本加成一定比率支付代建管理费给公司。

截至 2017 年 6 月末，公司主要在建项目总投资额为 33.38 亿元，已完成投资额为 17.57 亿元，尚需投入 15.81 亿元，主要拟建项目有索家村地块棚改项目、火车站南地块棚改项目和制药厂北地块、运河派出所西片区地块的棚户区改造项目，总投资额为 45.44 亿元。

**表 8 截至 2017 年 6 月末公司主要在建项目及未来拟建项目情况（单位：亿元）**

主要在建项目名称 <sup>5</sup>	概算投资	已完成投资	项目建设时间
宁和苑一期	2.92	2.48	2014.06~2017.10
宁和苑二期	5.75	4.89	2015.06~2017.12
祥和苑小区	6.11	5.19	2014.03~2017.09
二庙城市花园一期	4.80	3.51	2014.06~2017.12
二庙城市花园二期	5.30	0.90	2015.09~2018.12
城区道路提升改造	8.50	0.60	2017.03~2019.08
<b>合计</b>	<b>33.38</b>	<b>17.57</b>	-
主要拟建项目情况	总投资	资金来源	项目开工时间
索家村地块棚改	18.92	融资及自有资金	2018.05
火车站南地块棚改	8.19	融资及自有资金	2018.02
制药厂北地块、运河派出所西片区地块的棚户区改造项目	18.33	融资及自有资金	2018.06
<b>合计</b>	<b>45.44</b>	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

预计未来 1~2 年，公司将继续承担邳州市的基础设施建设和棚户区改造业务，在建及拟建项目较多使得公司未来面临一定的资本支出压力。

<sup>5</sup> 宁和苑二期和祥和苑小区项目按自建模式经营，待完工后进行销售。

## ● 政府支持

### 公司作为邳州市重要的市政基础设施建设投融资主体，得到邳州市政府在项目建设及政府补贴等方面的大力支持

公司是邳州市重要的基础设施建设投融资主体，此外，邳州市还有三个投融资主体，分别是润城集团、邳州经济开发区经发建设有限公司（以下简称“邳州经发”）和邳州市高新技术产业园经发建设有限公司（以下简称“邳州高新”）。其中，恒润城投重点负责邳州市城区的基础设施建设项目、安置房建设和棚户区改造开发建设项目及融资；润城集团主要负责邳州市的基础设施建设、保障房建设、水利工程建设等业务，与公司业务范围重叠；邳州经发主要负责邳州市经济开发区的市政基础设施建设及融资；邳州高新主要负责邳州市高新技术产业园的市政基础设施建设及融资，邳州经发和邳州高新与公司业务范围划分明确。根据邳政发【2013】108号文件，邳州市投融资业务将以恒润城投和润城集团为主。因此，公司在邳州市基础设施建设投融资主体中具有重要地位。

公司作为邳州市重要的市政基础设施建设投融资主体，得到政府在项目建设及政府补助等方面的大力支持。

在项目建设方面，对于委托公司建设的动迁安置房或其他市政道路等公益性项目，邳州市人民政府均与公司签订了相应的投资管理合同或给予公司明确的授权。

在政府补贴方面，2014~2016年，公司分别获得邳州市人民政府的补贴收入为1.40亿元、1.69亿元和1.26亿元，对公司利润形成有益补充。

总体来看，公司作为邳州市重要的市政基础设施建设投融资主体，得到邳州市政府在项目建设及政府补贴等方面的大力支持。

## 公司治理与管理

### 产权状况与公司治理

恒润城投成立于2009年3月，是邳州市重要的市政基础设施建设和棚户区改造投融资主体。截至2017年6月末，公司注册资本10.17亿元人民币，邳州市人民政府拥有公司的100%股权，并授权邳州市住建局行使股东权利。

公司设董事会、监事会，董事会由5人组成，其中邳州市住房和城乡建设局委派4人，职工代表大会选举1人。公司设董事长1名，由出资人从董事会成员中指定。公司监事会由5名监事组成，其中邳州市住房和城乡建设局委派三名，职工代表大会选举两名。监事会设监事会主席一人，由出资人从监事会成员中指定。公司设总经理1名，由董事会聘任或者解聘。公司下设综合管理部、计划财务部、金融拓展部、项目建设部、资产管理部和风险控制部等六个部门。

## 战略与管理

作为邳州市重要的市政基础设施建设投融资主体，公司严格遵守邳州市人民政府制定的“一个意见、两个办法”文件，实行以政府为主导、建立职责明晰的投融资管理体制。未来公司将继续围绕邳州市城市发展的总线，充分发挥自身投融资功能，坚持经济与社会并重的原则，不断扩大公司规模。

在内部管理制度方面，公司具有相对完善的内控机制。公司实行董事会领导下的总经理负责制，并对各个部门进行直接管理。公司章程规定了出资人（股东）的权利和义务，形成决策、监督和执行相分离的管理体系，进一步提高了公司的运行能力。

## 抗风险能力

公司在邳州市市政基础设施建设、棚户区改造等方面发挥重要作用，项目具有一定的公益性，得到政府在资金补贴、资产划拨、项目建设等方面的支持。同时，公司受住建局的直接控制，并执行较为完善的内控制度，产权关系和管理机制较为明晰。综合来看，公司具有很强的抗风险能力。

## 财务分析

公司提供了 2012~2014 年、2015 年、2016 年及 2017 年 1~6 月财务报表。中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2012~2014 年财务报表进行了三年连审，对公司 2015 年和 2016 年财务报表分别进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。2017 年 1~6 月财务报表未经审计。

## 资产质量

**近年来，公司的资产规模有所波动，以流动资产为主；应收账款和存货在总资产中占比较高，且部分存货用于抵押借款，公司资产流动性较差**

2014~2016 年末及 2017 年 6 月末，公司的资产总额分别为 85.61 亿元、98.27 亿元、94.71 亿元和 107.90 亿元，近年来公司的资产规模有所波动。在资产结构方面，公司资产以流动资产为主，2014~2016 年末及 2017 年 6 月末，流动资产在总资产中的占比分别为 79.29%、86.92%、89.14%和 90.70%。

**表9 2014~2016年末及2017年6月末公司资产构成情况（单位：亿元、%）**

项 目	2017年6月末		2016年末		2015年末		2014年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.45	6.90	12.21	12.89	18.57	18.90	12.14	14.18
应收账款	18.17	16.84	13.24	13.98	11.37	11.57	12.57	14.69
其他应收款	9.94	9.21	5.46	5.77	2.85	2.90	3.48	4.07
预付款项	16.58	15.37	24.90	26.29	25.87	26.32	15.95	18.63
存货	45.73	42.38	28.61	30.21	26.76	27.23	23.74	27.73
<b>流动资产合计</b>	<b>97.87</b>	<b>90.70</b>	<b>84.42</b>	<b>89.14</b>	<b>85.42</b>	<b>86.92</b>	<b>67.88</b>	<b>79.29</b>
固定资产	10.03	9.29	10.28	10.86	12.85	13.08	17.73	20.71
<b>非流动资产合计</b>	<b>10.03</b>	<b>9.30</b>	<b>10.28</b>	<b>10.86</b>	<b>12.85</b>	<b>13.08</b>	<b>17.73</b>	<b>20.71</b>
<b>资产总计</b>	<b>107.90</b>	<b>100.00</b>	<b>94.71</b>	<b>100.00</b>	<b>98.27</b>	<b>100.00</b>	<b>85.61</b>	<b>100.00</b>

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、预付款项和存货构成。2014~2016年末，公司的货币资金主要是银行存款和其他货币资金，有所波动；2016年末，公司的货币资金中银行存款9.61亿元，其他货币资金2.60亿元，其中其他货币资金中银行承兑保证金和存单质押1.80亿元，公司货币资金同比下降34.24%，主要是银行存款及其他货币资金中的银行承兑保证金和存单质押均同比减少所致；截至2017年6月末，公司的货币资金较2016年末减少4.76亿元，主要是由于银行存款和其他货币资金减少。2014~2016年末，公司的应收账款略有波动，主要是应收财政局的代建工程款，2016年末，公司应收账款13.24亿元，主要是应收邳州市人民政府（财政局）13.17亿元的代建工程款和徐州泽城经发建设有限公司0.07亿元的转让土地款；2017年6月末，公司应收账款较2016年末增加4.93亿元，主要是由于应收邳州市人民政府（财政局）的代建工程款较2016年末增加4.35亿元；从账龄来看，账龄1年以内的占比37.41%，1~2年的占比25.20%，2~3年的占比25.10%，较为分散。2014~2016年末，公司其他应收款有所波动，其中2016年末，公司其他应收款同比增加2.61亿元，主要是由于公司新增应收邳州市润田建设有限公司（以下简称“润田建设”）的房产土地转让款2.46亿元；截至2017年6月末，公司其他应收款9.94亿元，主要是应收润田建设的房产土地转让款、邳州市棚户改造工作领导小组办公室的棚改资金往来款以及邳州市财政局、邳州市政工程管理处和邳州市灯桥管理处的往来款，公司其他应收款较2016年末增加4.48亿元，主要是由于公司应收邳州市财政局和邳州市灯桥管理处等单位的往来款较2016年末增加；从账龄来看，账龄在1年以内的占比26.75%，2~3年的占比48.60%。2014~2016年末，公司预付款项有所波动，2016年末，公司预付款项同比略有减少，截至2017年6月末，公司主要是预付徐州运成建设（集团）有限公司、邳州市水利建筑安装工程有限公司、北京市第五建筑安装工程有限公司、江苏五星建设集团有限公司和邳州市路桥工程处的工程款，



公司预付款项较 2016 年末减少 8.32 亿元，主要是由于公司完成部分预付工程款的结算，按项目计入存货的开发成本；从账龄来看，账龄在 1 年以内的占比 29.43%，2~3 年的占比 48.31%。2014~2016 年末，公司存货主要为出让土地的土地开发成本、代建工程开发成本和子公司新嘉城置业的棚户区改造等项目的开发成本，逐年增长；2016 年末，公司存货 28.61 亿元，其中用于抵押的土地使用权 14.30 亿元，在存货中的占比为 49.98%，存货同比增加 1.85 亿元，主要是由于存货中的代建工程成本同比增加；截至 2017 年 6 月末，公司存货 45.73 亿元，较 2016 年末大幅增加 17.12 亿元，主要是由于公司完成部分预收工程款的结算，按项目计入存货的开发成本，存货中的代建工程成本较 2016 年末增加 15.72 亿元。

公司非流动资产基本全部为固定资产。2014~2016 年末，公司的固定资产主要包括房屋及建筑物、运输设备、办公家具及电子设备等，逐年减少，2016 年末，公司固定资产同比减少 2.57 亿元，主要是由于公司将下属商业地产烟酒公司房屋以 2.46 亿元转让给润田建设；截至 2017 年 6 月末，公司固定资产较 2016 年末略有减少。

截至 2017 年 6 月末，公司受限资产账面价值为 19.26 亿元，在总资产中的占比为 17.85%，在净资产中的占比为 41.64%。公司受限资产包括用于质押的货币资金中的银行承兑汇票保证金 0.30 亿元，用于抵押的土地使用权 12.22 亿元，用于抵押的固定资产 5.94 亿元，用于质押的应收账款 0.80 亿元，受限资产在总资产中占比较高，资产流动性受到一定影响。

综合来看，近年来，公司的资产规模有所波动，以流动资产为主；应收账款和存货在总资产中占比较高，且部分存货用于抵押借款，公司资产流动性较差。

## 资本结构

**近年来，公司有息负债规模逐年增加，有息负债在总负债中的占比较高；公司对外担保规模大幅增加，行业及地域集中度较高，存在一定的或有风险**

2014~2016 年末及 2017 年 6 月末，公司的负债总额分别为 42.61 亿元、53.70 亿元、48.69 亿元和 61.65 亿元，近年来公司的负债规模有所波动；同期，公司的资产负债率分别为 49.77%、54.64%、51.41% 和 57.13%，有所波动。

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付账款和一年内到期的非流动负债等构成。2014~2016 年末，公司短期借款逐年减少，2015 年末，公司短期借款全部为质押借款 0.70 亿元，2016 年末，公司短期借款全部为保证借款 0.30 亿元，同比减少 0.40 亿元；截至 2017 年 6 月末，公司的短期借款已经全部偿还，公司无短期借款。2014~2016 年末，公司的应付账款主要为工程款，逐年减少；截至 2017

年6月末,公司的应付账款较2016年末略有增加,主要是应付浙江沧海市政园林建设有限公司、常州市市政建设工程有限公司和江苏成方建设工程有限公司等单位的工程款,从账龄来看,账龄在3年以上的占比82.20%。2014~2016年末,公司的其他应付款主要是往来款及借款,有所波动,其中2016年末,公司其他应付款2.90亿元,同比大幅减少11.35亿元,主要是由于公司于2016年将应付江苏省城乡建设投资有限公司的往来款8.01亿元调至长期应付款;截至2017年6月末,公司的其他应付款主要是应付住建局、润城集团、邳州市众力劳务有限公司、邳州市房屋征收办公室及东湖街道办事处等单位的往来款,公司其他应付款较2016年末增加4.18亿元,主要是由于公司应付住建局和润城集团等单位的往来款较2016年末增加,从账龄来看,公司其他应付款中1年以内的占比54.17%,1~2年的占比35.27%。2014~2016年末,公司一年内到期的非流动负债有所波动,2016年末,公司一年内到期的非流动负债为4.86亿元,其中包括一年内到期的长期借款2.46亿元和一年内到期的应付债券2.40亿元;截至2017年6月末,公司一年内到期的非流动负债较2016年末减少2.29亿元。

**表10 2014~2016年末及2017年6月末公司负债构成情况(单位:亿元、%)**

项目	2017年6月末		2016年末		2015年末		2014年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	-	-	0.30	0.62	0.70	1.30	2.18	5.10
应付账款	1.67	2.71	1.57	3.23	1.88	3.50	5.76	13.51
其他应付款	7.08	11.48	2.90	5.95	14.25	26.54	10.17	23.86
一年内到期的非流动负债	2.57	4.16	4.86	9.97	6.94	12.92	-	-
<b>流动负债合计</b>	<b>13.29</b>	<b>21.55</b>	<b>12.12</b>	<b>24.90</b>	<b>27.63</b>	<b>51.46</b>	<b>19.07</b>	<b>44.75</b>
长期借款	23.10	37.47	11.17	22.93	6.02	11.20	10.25	24.06
应付债券	16.60	26.93	16.60	34.09	19.00	35.38	12.00	28.16
长期应付款	8.66	14.06	8.80	18.07	1.05	1.95	1.29	3.03
<b>非流动负债合计</b>	<b>48.36</b>	<b>78.45</b>	<b>36.57</b>	<b>75.10</b>	<b>26.06</b>	<b>48.54</b>	<b>23.54</b>	<b>55.25</b>
<b>负债合计</b>	<b>61.65</b>	<b>100.00</b>	<b>48.69</b>	<b>100.00</b>	<b>53.70</b>	<b>100.00</b>	<b>42.61</b>	<b>100.00</b>
<b>有息债务合计</b>	<b>50.93</b>	<b>82.61</b>	<b>42.97</b>	<b>88.26</b>	<b>35.06</b>	<b>65.29</b>	<b>25.87</b>	<b>60.71</b>
短期有息债务	2.57	4.16	6.41	13.16	9.00	16.76	2.33	5.47
长期有息债务	48.36	78.45	36.57	75.10	26.06	48.53	23.54	55.25
<b>资产负债率</b>	<b>57.13</b>		<b>51.41</b>		<b>54.64</b>		<b>49.77</b>	

公司非流动负债主要是由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2014~2016年末,公司的长期借款有所波动,2016年末,公司长期借款同比增长5.15亿元,主要是公司2016年新增信用借款和保证借款;截至2017年6月末,公司长期借款较2016年末增加11.93亿元,主要是公司增加抵押借款和质押借款。2014~2016年末,公司应付债券有所波动,其中2016年末,公司应付债券为16.60亿元,包括2014

年发行的 12 亿元“14 邳州恒润债/14 邳恒润”和 2015 年发行的 7 亿元“15 邳恒润”，截至 2017 年 6 月末，公司的应付债券未变化。2014~2016 年末，公司的长期应付款有所波动，其中 2014~2015 年末，公司长期应付款全部为应付华融金融租赁股份有限公司宁波分公司的融资租赁款；2016 年末，公司长期应付款同比大幅增长 7.75 亿元，主要是由于公司 2016 年新增长期借款 8.01 亿元，此笔长期借款是公司与江苏省城乡建设投资有限公司签订的“江苏省 2013-2017 年棚户区（危旧房）改造一期工程”邳州市项目国家开发银行专项贷款使用协议中的贷款本金 8.01 亿元，用于专项棚改项目，年利率 4.995%；截至 2017 年 6 月末，公司长期应付款略有减少。

近年来，公司有息债务规模逐年增长，截至 2017 年 6 月末，公司有息债务规模达到 50.93 亿元，在总负债中占比 82.61%，占比较高。从有息债务的期限结构来看，公司有息债务的期限结构较为分散。

**表 11 截至 2017 年 6 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）**

项目	≤1 年	(1, 2]年	(2, 3]年	(3, 4]年	(4, 5]年	>5 年	合计
金额	2.57	21.00	5.44	4.34	5.53	12.05	<b>50.93</b>
占比	5.05	41.23	10.68	8.52	10.86	23.66	<b>100.00</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

2014~2016 年末及 2017 年 6 月末，公司流动比率分别为 3.56 倍、3.09 倍、6.96 倍和 7.37 倍，速动比率分别为 2.31 倍、2.12 倍、4.60 倍和 3.92 倍，流动资产对流动负债的覆盖程度较好。

2014~2016 年末及 2017 年 6 月末，公司所有者权益分别为 43.00 亿元、44.57 亿元、46.02 亿元和 46.25 亿元，持续增长，主要是盈余公积和未分配利润持续增长所致。同期，公司的实收资本和资本公积均未变化，截至 2017 年 6 月末，公司实收资本和资本公积分别为 10.17 亿元和 27.26 亿元。

截至 2017 年 6 月末，公司对外担保余额为 40.64 亿元，担保比率为 87.86%，较 2016 年末增加 42.29 个百分点。公司的被担保企业均为国有企业，行业及地域集中度较高，盈利能力较弱，存在一定的或有风险。公司提供了被担保企业的财务报表，详见附件 3。

**表 12 截至 2017 年 6 月末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保企业	担保金额	担保期限
邳州市润城资产经营集团有限公司	10,000	2016.04.29~2019.04.29
	18,108	2016.05.27~2021.05.20
	13,584	2015.12.02~2019.11.17
	30,000	2016.12.30~2021.12.21
	49,660	2016.03.29~2019.03.27
邳州市宏通路桥工程建设有限公司	35,000	2015.06.25~2022.06.24
邳州经济开发区经发建设有限公司	100,000	2015.12.28~2020.12.28
邳州市鼎城建设有限公司	150,000	2017.01.12~2036.12.28
<b>合计</b>	<b>406,351</b>	-

数据来源：根据公司提供资料整理

整体来看，近年来，公司有息负债规模逐年增加，有息负债在总负债中的占比较高；公司对外担保规模大幅增加，行业及地域集中度较高，存在一定的或有风险。

### 盈利能力

**近年来，公司营业收入逐年增长，毛利率有所波动，政府补助是公司利润的主要来源**

2014~2016 年，公司营业收入逐年增长，分别为 4.56 亿元、4.64 亿元和 8.15 亿元，主要来源于委托代建业务，其中 2016 年公司营业收入同比增加较多，主要是由于公司土地转让收入同比增加；同期，公司毛利率分别为 16.67%、16.97%和 5.66%，有所波动，其中 2016 年公司毛利率同比大幅下降，主要是由于公司委托代建的保障房建设项目成本加成比率相对较低。

**表 13 2014~2016 年及 2017 年 1~6 月公司盈利情况（单位：万元、%）**

项目	2017 年 1~6 月	2016 年	2015 年	2014 年
营业收入	47,911	81,532	46,438	45,607
毛利率	13.47	5.66	16.97	16.67
期间费用	2,989	5,829	8,374	8,555
管理费用	2,791	5,696	6,498	6,148
财务费用	197	133	1,876	2,407
营业利润	3,119	-1,855	-772	-1,115
政府补贴	-	12,588	16,853	14,016
利润总额	3,117	14,679	15,717	12,901
净利润	2,307	14,457	15,723	12,878
期间费用/营业收入	6.24	7.15	18.03	18.76
总资产报酬率	0.29	1.55	1.60	1.68
净资产收益率	0.50	3.14	3.53	2.99

2014~2016年,公司期间费用分别为0.86亿元、0.84亿元和0.58亿元,逐年减少,在营业收入中的占比较低且逐年下降。公司期间费用以管理费用为主,近年来管理费用有所波动。同期,公司的财务费用逐年减少,其中2016年公司财务费用同比大幅减少,主要是由于公司票据贴现费用同比减少。

2014~2016年,公司的营业外收入主要为政府补助收入,公司获得政府补助收入分别为1.40亿元、1.69亿元和1.26亿元,政府补贴收入是公司利润的主要来源。

2017年1~6月,公司营业收入为4.79亿元,同比增长114.81%;实现毛利率13.47%,同比减少3.20个百分点,收入来源仍主要来自于委托代建业务。

综合来看,近年来,公司营业收入逐年增长,毛利率有所波动,政府补助是公司利润的主要来源。

## 现金流

**近年来,公司经营性净现金流由净流出转为净流入,但净流入规模较小,对债务的保障能力较弱;筹资性净现金流逐年减少,对经营及投资活动的支撑作用减弱**

2014~2016年,公司的经营性净现金流逐渐由净流出转为净流入,但净流入规模较小,对债务的保障能力较弱。其中2014和2015年,公司的经营性净现金流表现为净流出,主要是公司承揽较多工程项目,垫付资金较多所致,2016年公司经营性净现金流转为净流入,主要是由于公司销售土地使用权回款收到的现金增加,而支付建设工程的现金同比减少。同期,公司经营性净现金流/流动负债、经营性净现金/总负债和经营性净现金流利息保障倍数均逐年增长,逐步提升对债务的保障能力。

2014~2016年,公司的投资性净现金流逐年增加,其中2014和2015年,公司的投资性净现金流表现为净流出,主要是由于公司购置固定资产支出较多,2016年公司投资性净现金流转为净流入,但规模较小,主要是由于公司购置固定资产方面的支出同比减少。

**表 14 2014~2016年及2017年1~6月公司现金流情况(单位:亿元、%)**

项目	2017年1~6月	2016年	2015年	2014年
经营性净现金流	-11.96	0.40	-12.64	-19.18
投资性净现金流 <sup>6</sup>	-0.01	0.00	0.00	-3.30
筹资性净现金流	8.70	-2.13	20.24	23.04
经营性净现金流/流动负债	-94.15	2.00	-54.13	-132.07
经营性净现金流/总负债	-21.68	0.78	-26.25	-70.93
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	-23.90	0.23	-7.96	-77.57

<sup>6</sup> 2015年,公司投资性净现金流为-22.38万元;2016年,公司投资性净现金流为0.51万元。

2014~2016年，公司的筹资性净现金流逐年减少，对经营及投资活动的支撑作用减弱。其中2014和2015年，公司的筹资性净现金流表现为净流入，主要是由于当期公司代建开工项目较多，融资规模较大，同时分别于2014年和2015年发行债券增加现金流入，2016年公司的筹资性净现金流转为净流出，主要是由于公司融资规模同比减少，当期未发行债券，偿还债务较多。

2017年1~6月，公司的经营性净现金流为-11.96亿元，投资性净现金流为-0.01亿元，筹资性净现金流为8.70亿元。

总体来看，近年来，公司经营性净现金流由净流出转为净流入，但净流入规模较小，对债务的保障能力较弱；筹资性净现金流逐年减少，对经营及投资活动的支撑作用减弱。

### 偿债能力

近年来，公司总资产规模和总负债规模均有所波动，从短期偿债指标来看，公司流动比率和速动比率处于较高水平，流动资产对流动负债的覆盖程度较好；长期来看，公司资产负债率有所波动。盈利能力方面，公司营业收入逐年增长，毛利率有所波动，期间费用在营业收入中的占比较低且逐年下降；同时，公司经营性净现金流由净流出转为净流入，但净流入规模较小，对债务的保障能力较弱。此外，公司作为邳州市重要的基础设施建设投融资主体，得到了邳州市政府在财政补贴、土地出让金返还以及政府补贴等方面的有力支持，公司外部偿债来源较为稳定。综合来看，公司偿还债务的能力很强。

### 债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至2017年10月16日，公司本部未曾发生信贷违约事件。截至本报告出具日，公司在债券市场发行的“14邳州恒润债/14邳恒润”尚未开始偿还本金，到期利息已按期偿付；“15邳恒润”尚未到还本日，到期利息已按期偿付；“17邳恒润”尚未到还本付息日。

### 结论

近年来，公司主要从事邳州市的市政基础设施建设和棚户区改造业务，作为邳州市重要的基础设施建设投融资主体，邳州市经济的快速发展为公司的发展提供了良好的外部条件，公司持续得到政府的大力支持。同时，公司在建及拟建项目拟投资额较大，未来面临一定的资本支出压力；公司应收款项和存货在总资产中占比较高，且部分存货用于抵押，资产流动性较差；公司对外担保规模大幅增加，存在一定的或有风险。

综合分析，公司偿还债务的能力很强，本期票据到期不能偿付的风险很小。预计未来1~2年，公司作为邳州市重要的基础设施建设投



融资主体的地位不会改变，还将继续承担邳州市政府的市政基础设施建设项目和棚户区改造项目，得到邳州市政府的大力支持。因此，大公对恒润城投的评级展望为稳定。

## 跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对邳州市恒润城市投资有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

### 1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本期票据存续期内，在每年发债主体发布年度报告后3个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下1个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

### 2) 跟踪评级程序安排

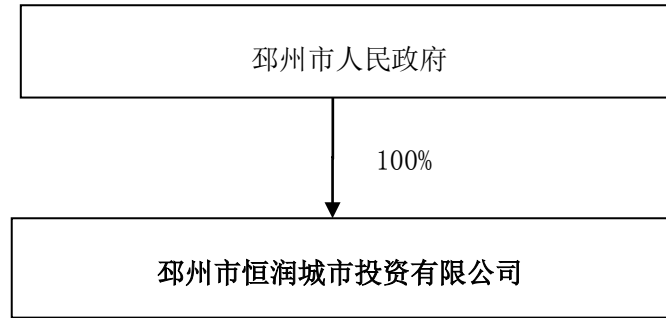
跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

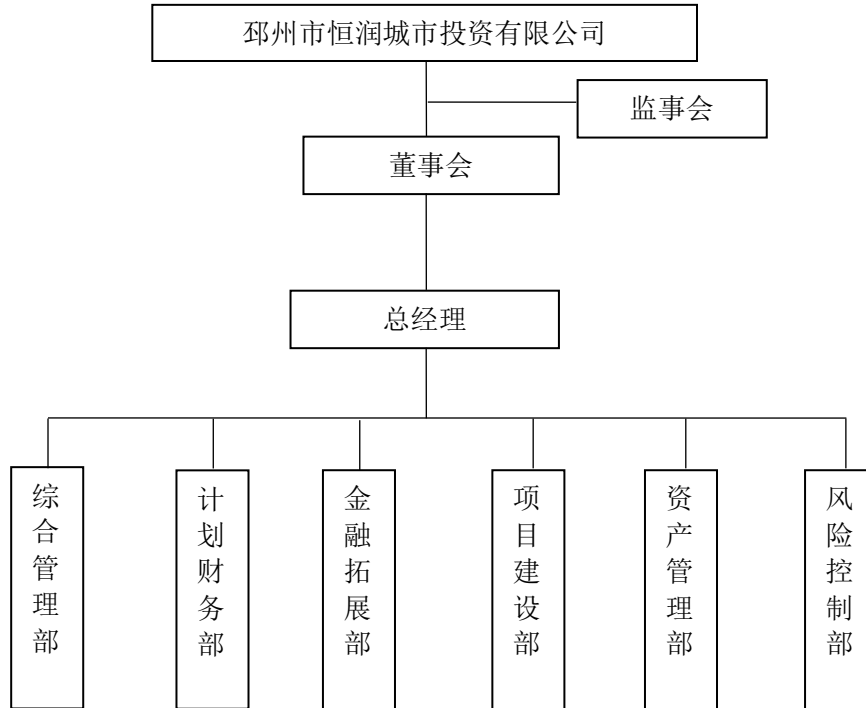
3) 如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。



附件 1 截至 2017 年 6 月末邳州市恒润城市投资有限公司股权结构图



附件 2 截至 2017 年 6 月末邳州市恒润城市投资有限公司组织结构图



### 附件 3 邳州市恒润城市投资有限公司主要被担保单位 2016 年财务情况

单位：亿元

被担保企业	期末总资产	期末资产负债率(%)	营业收入(主营业务收入 <sup>7</sup> )	净利润
邳州市润城资产经营集团有限公司	333.98	61.12	24.63	3.95
邳州经济开发区经发建设有限公司	100.16	53.55	4.92	1.58
邳州市宏通路桥工程建设有限公司	42.76	63.25	3.13	0.09
邳州市鼎城建设有限公司	36.02	68.16	1.65	0.24

数据来源：根据公司提供资料整理

<sup>7</sup> 邳州市宏通路桥工程建设有限公司和邳州市鼎城建设有限公司的 2016 年财务报表均采用旧准则。

**附件 4 邳州市恒润城市投资有限公司主要财务指标**

单位：万元

年 份	2017年6月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
<b>资产类</b>				
货币资金	74,475	122,114	185,704	121,360
应收账款	181,690	132,423	113,713	125,739
其他应收款	99,363	54,614	28,452	34,807
存货	457,297	286,098	267,614	237,407
流动资产合计	978,666	844,243	854,180	678,780
固定资产	100,284	102,813	128,514	177,326
非流动资产合计	100,294	102,823	128,525	177,331
总资产	1,078,960	947,066	982,705	856,110
<b>占资产总额比 (%)</b>				
货币资金	6.90	12.89	18.90	14.18
应收账款	16.84	13.98	11.57	14.69
其他应收款	9.21	5.77	2.90	4.07
存货	42.38	30.21	27.23	27.73
流动资产合计	90.70	89.14	86.92	79.29
固定资产	9.29	10.86	13.08	20.71
非流动资产合计	9.30	10.86	13.08	20.71
<b>负债类</b>				
短期借款	0	3,000	7,000	21,750
应付账款	16,707	15,708	18,770	57,551
应付票据	0	12,500	13,600	1,500
预收款项	15,863	10,963	25,045	4,844
其他应付款	70,796	28,987	142,534	101,686
应交税费	3,841	1,512	38	3,364
一年内到期的非流动负债	25,650	48,550	69,350	0
流动负债合计	132,857	121,220	276,337	190,694
长期借款	230,962	111,662	60,150	102,500
应付债券	166,000	166,000	190,000	120,000
长期应付款	86,644	87,993	10,484	12,906
非流动负债合计	483,606	365,655	260,634	235,406
负债合计	616,463	486,875	536,971	426,100
<b>占负债总额比 (%)</b>				
短期借款	0.00	0.62	1.30	5.10
应付账款	2.71	3.23	3.50	13.51
应付票据	0.00	2.57	2.53	0.35

**附件 4 邳州市恒润城市投资有限公司主要财务指标（续表 1）**

单位：万元

年 份	2017年6月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
预收款项	2.57	2.25	4.66	1.14
其他应付款	11.48	5.95	26.54	23.86
应交税费	0.62	0.31	0.01	0.79
一年内到期的非流动负债	4.16	9.97	12.92	0.00
流动负债合计	21.55	24.90	51.46	44.75
长期借款	37.47	22.93	11.20	24.06
应付债券	26.93	34.09	35.38	28.16
长期应付款	14.06	18.07	1.95	3.03
非流动负债合计	78.45	75.10	48.54	55.25
<b>权益类</b>				
实收资本（股本）	101,700	101,700	101,700	101,700
资本公积	272,634	272,634	272,634	272,634
盈余公积	8,749	8,506	7,258	5,629
未分配利润	79,414	77,350	64,141	50,048
归属于母公司所有者权益	462,497	460,191	445,734	430,011
所有者权益合计	462,497	460,191	445,734	430,011
<b>损益类</b>				
营业收入	47,911	81,532	46,438	45,607
营业成本	41,455	76,918	38,555	38,006
管理费用	2,791	5,696	6,498	6,148
财务费用	197	133	1,876	2,407
营业利润	3,119	-1,855	-772	-1,115
营业外收支净额	0	16,534	16,489	14,016
利润总额	3,117	14,679	15,717	12,901
净利润	2,307	14,457	15,723	12,878
<b>占营业收入比（%）</b>				
营业成本	86.53	94.34	83.03	83.33
管理费用	5.83	6.99	13.99	13.48
财务费用	0.41	0.16	4.04	5.28
营业利润	6.51	-2.28	-1.66	-2.44
营业外收支净额	0.00	20.28	35.51	30.73
利润总额	6.51	18.00	33.85	28.29
净利润	4.81	17.73	33.86	28.24
<b>现金流类</b>				
经营活动产生的现金流量净额	-119,602	3,968	-126,397	-191,828

**附件 4 邳州市恒润城市投资有限公司主要财务指标（续表 2）**

单位：万元

年 份	2017年6月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
投资活动产生的现金流量净额	-72	1	-22	-33,001
筹资活动产生的现金流量净额	87,035	-21,298	202,378	230,425
<b>财务指标</b>				
EBIT	3,117	14,679	15,717	14,414
EBITDA	-	19,902	20,951	19,638
总有息负债	509,256	429,705	350,584	258,656
毛利率(%)	13.47	5.66	16.97	16.67
营业利润率(%)	6.51	-2.28	-1.66	-2.44
总资产报酬率(%)	0.29	1.55	1.60	1.68
净资产收益率(%)	0.50	3.14	3.53	2.99
资产负债率(%)	57.13	51.41	54.64	49.77
债务资本比率(%)	52.41	48.29	44.03	37.56
长期资产适合率(%)	943.33	803.17	549.60	375.24
流动比率(倍)	7.37	6.96	3.09	3.56
速动比率(倍)	3.92	4.60	2.12	2.31
保守速动比率(倍)	0.56	1.01	0.67	0.64
存货周转天数(天)	1,613.93	1,295.78	2,357.74	1,837.14
应收账款周转天数(天)	590.06	543.40	928.16	812.52
经营性净现金流/流动负债(%)	-94.15	2.00	-54.13	-132.07
经营性净现金流/总负债(%)	-21.68	0.78	-26.25	-70.93
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	-23.90	0.23	-7.96	-77.57
EBIT 利息保障倍数(倍)	0.62	0.85	0.99	5.83
EBITDA 利息保障倍数(倍)	-	1.15	1.32	7.94
现金比率(%)	56.06	100.74	67.20	63.64
现金回笼率(%)	10.23	60.42	78.02	52.66
担保比率(%)	87.86	45.57	11.58	0.37

## 附件 5 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) =  $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) =  $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) =  $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) =  $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) =  $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) =  $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) =  $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 =  $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 =  $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 =  $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) =  $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数<sup>8</sup> =  $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数<sup>9</sup> =  $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) =  $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) =  $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

<sup>8</sup> 半年度取 180 天。

<sup>9</sup> 半年度取 180 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%



## 附件 6 中期票据及主体信用等级符号和定义

大公中期票据及主体信用等级符号和定义相同。

**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，有较高违约风险。

**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。

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。

### 大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。