

2012 年宣城市国有资产投资有限公司

公司债券 2018 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>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【266】号 01

债券简称：
12 宣城债/PR 宣国投

增信方式：
土地使用权抵押

债券剩余规模：
3.00 亿元

债券到期日期：
2019 年 03 月 20 日

债券偿还方式：
每年付息一次，附第 5
年末公司上调利率选择
权及投资者回售选择
权，2016 年和 2017 年分
别偿还本金的 20%，
2018 年和 2019 年分别偿
还剩余本金的 50%

分析师

姓名：
张晨 王硕

电话：
010-66216006

邮箱：
zhangch@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

2012 年宣城市国有资产投资有限公司公司债券 2018 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	AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 05 月 21 日	2017 年 05 月 25 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对宣城市国有资产投资有限公司（以下简称“宣城国投”或“公司”）及其 2012 年 03 月 20 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级上调为 AAA，发行主体长期信用等级上调为 AA+，评级展望维持为稳定。本次评级上调主要是基于：公司外部环境仍较好，为其发展提供良好基础，公司是宣城市基础设施投融资和国有资本运营的核心平台，业务结构较为多元化，主要业务发展持续性较好，2017 年新增市政工程收入，预计未来将显著增长，公司继续得到较大力度的外部支持，且土地使用权抵押有效提升了本期债券的安全性。同时我们也关注到，公司在建、拟建项目资金需求较大，对外部融资存在依赖，资产以土地及代建基础设施为主，且受限资产规模较大，资产流动性较弱，债务压力仍然较大，对外担保金额较大，2017 年未按约定对抵押土地进行价值评估等风险因素。

正面：

- 良好的外部环境为公司营造了稳定的发展基础。2017 年宣城市实现地区生产总值 1,188.60 亿元，按可比价格计算，较上年增长 8.50%，实现公共财政收入 143.00 亿元，较上年增长 2.66%，区域经济和财政保持增长，继续为公司发展提供良好基础。
- 公司是宣城市基础设施投融资和国有资本运营的核心平台，业务结构较为多元化，主要业务持续性较好。公司主要负责宣城市土地整理、项目建设管理等，此外公司的路桥工程、粮油销售、市政工程、酒店业务等为公司业务的多元化发展提供

了一定补充。截至 2017 年末，公司尚未结算的土地开发成本账面价值为 113.06 亿元，代建项目工程款账面价值为 83.86 亿元，尚未履行的市政设施回购合同金额 101.32 亿元，业务持续性较好。

- **公司新增市政工程收入，预计未来将显著增长。**2017 年公司对宣城市政建设集团有限公司（以下简称“市政建设”）增资，并将其 12 月利润表纳入合并范围，实现市政工程收入 4,591.13 万元，毛利 820.96 万元。公司将利用作为宣城市基础设施投融资核心平台的优势，支持市政建设发展，将其打造为皖东南地区最重要的施工企业之一，预计 2018 年公司市政工程收入及利润都将显著增加。
- **公司获得的外部支持力度仍较大。**2017 年股东在资产注入等方面给予公司一定支持，注入资金、股权等资产合计 1.55 亿元；此外，2017 年公司获得当地政府 7.16 亿元的补贴收入。
- **土地使用权抵押担保有效提升了本期债券的安全性。**公司以评估价值 29.00 亿元（评估基准日 2016 年 4 月 30 日）的国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，为本期债券未偿付本金和一年利息的 8.95 倍，有效提升了本期债券的安全性。

关注：

- **公司在建、拟建项目资金需求较大，对外部融资存在依赖。**截至 2017 年底，公司在建及拟建项目预计总投资 52.78 亿元，至少尚需投资 17.87 亿元，项目资金以外部融资为主，对外部融资存在一定的依赖。
- **公司资产以土地及代建基础设施为主，且受限资产规模较大，资产流动性较弱。**截至 2017 年末，公司存货、长期应收款和其他非流动资产合计占公司资产总额的 65.24%，该部分资产主要为土地开发成本及代建基础设施，变现能力较弱；此外公司 2017 年末受限资产规模达 80.95 亿元，资产整体流动性较弱。
- **公司债务压力仍然较大。**公司有息债务规模较大，截至 2017 年末为 198.34 亿元，较 2016 年末增长 10.13%，占负债总额的 82.30%，资产负债率上升 1.99 个百分点至 51.64%，存在较大的偿付压力。
- **公司对外担保金额较大，面临一定的或有负债风险。**截至 2017 年末，公司除子公司担保业务形成的对外担保之外，其他对外担保余额合计为 93.03 亿元，占公司同期净资产比重为 41.22%，虽主要为对政府下属企业的担保，但担保规模较大，面临一定的或有负债风险。
- **公司 2017 年末未按约定对抵押土地进行价值评估。**2017 年公司未按约定对为本期债

券提供抵押增信的土地进行价值评估。

主要财务指标：

项目	2017年	2016年	2015年
总资产（万元）	4,666,676.57	4,336,536.00	3,743,953.89
所有者权益（万元）	2,256,782.53	2,183,283.83	2,065,232.80
有息债务（万元）	1,983,439.41	1,800,988.86	1,389,194.91
资产负债率	51.64%	49.65%	44.84%
流动比率	2.14	3.14	3.99
营业收入（万元）	257,395.44	254,984.63	162,634.28
营业外收入（万元）	31.84	50,424.62	141,244.11
利润总额（万元）	62,270.17	50,932.65	120,864.18
综合毛利率	35.88%	38.78%	30.59%
EBITDA（万元）	170,752.24	143,055.46	185,886.26
EBITDA 利息保障倍数	1.51	1.59	2.16
经营活动现金流净额（万元）	209,580.04	191,948.25	159,883.91

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2012年3月20日发行7年期10亿元公司债券，募集资金用于宣城宛溪河综合治理工程和补充公司流动资金，已全部使用完毕。

二、发行主体概况

2017年，公司名称、股权结构、实际控制人及注册资本未发生变化，注册资本仍为20亿元，宣城市国有资产监督管理委员会（以下简称“宣城市国资委”）仍为公司唯一股东，公司实际控制人仍为宣城市人民政府。2017年9月，宣城市国资委和交通局将宣城市公路工程试验检测中心（以下简称“试验检测中心”）100%的股权划转至公司下属子公司宣城交投宣城市交通投资有限公司（以下简称“宣城交投”）；2017年10月办妥工商变更手续，公司2017年度合并试验检测中心资产负债表及2017年10-12月的利润表。2017年11月，公司与市政建设签订增资协议，对市政建设增资1.6亿元，增资后持股比例51%；2017年11月办妥工商变更手续，公司2017年度合并市政建设资产负债表，以及2017年12月的利润表。此外，2017年公司合并范围还新增宣城市政建材有限公司等其他6家子公司。

公司根据公司法及公司章程进行公司治理及内部控制，董事会、监事会及各职能部门均能独立运作，具有独立完整的业务和自主经营能力。截至2017年末，公司董事、监事及高级管理人员中，董事、总经理王翔，副总经理彭强，副总经理舒勇同时在政府中担任公职，根据政府批准在公司任职，未在公司领取薪酬。

表1 2017年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

子公司名称	子公司简称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
宣城市公路工程试验检测中心	试验检测中心	100%	10.00	公路、水运工程质量试验检测	划拨
宣城市政建设集团有限公司	市政建设	51%	46,800.00	市政公用工程施工、建筑工程施工	非同一控制下企业合并
宣城市政建材有限公司	市政建材	100%	6,357.60	新型建材生产及销售、建筑安装	非同一控制下企业合并
安徽旗丰投资管理有限公司	旗丰投资	100%	5,000.00	投资管理及投资咨询服务	非同一控制下企业合并
宣城市政架业有限公司	市政架业	100%	1,200.00	脚手架租搭建	非同一控制下企业合并
宣城市政工程运输有限公司	市政运输	100%	300.00	货运	非同一控制下企业合并
宣城市市政建筑	市政检测	100%	500.00	建筑材料检测、	非同一控制下

材料检测有限公司				工程质量检测	企业合并
宣城市市政劳务有限公司	市政劳务	100%	290.00	工程施工分包	非同一控制下企业合并

资料来源：公司提供

截至2017年12月31日，公司资产总额为466.67亿元，所有者权益为225.68亿元，资产负债率为51.64%；2017年度，公司实现营业收入25.74亿元，利润总额6.23亿元，经营活动现金流净额20.96亿元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长6.9%，增速比上年加快0.2个百分点，是2011年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨6.3%，结束了自2012年以来连续5年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本

民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入 172,566.57 亿元，一般公共预算支出 203,330.03 亿元，财政赤字率控制在 3% 以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017 年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017 年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017 年 5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《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，以下简称“50 号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017 年 6 月，财政部发布《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，以下简称“87 号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50 号文、87 号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018 年 2 月，国家发改委、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。

表2 2017年以来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
2017年5月	《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)	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017年5月	《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]62号)	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督等方面进行了明确规定
2017年6月	《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)	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时,严格限定政府购买服务的范围,严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资,并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]97号)	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义,收费公路专项债券明确发债资金用途,限定偿债来源,同样实行额度管理,规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(发改投资[2017]1266号)	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式,扩大PPP存量项目社会资本投入比例
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金[2017]92号)	财政部	严格新PPP项目入库标准,清理已入库PPP项目
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)	国家发改委、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

资料来源:各政府部门网站,鹏元整理

（二）区域环境

2017年宣城市经济保持较快增长，第三产业在地区生产总值中的比重持续上升

2017年宣城市国民经济保持较快增长，全年实现地区生产总值1,188.60亿元，按可比价格计算，比上年增长8.5%，增速较上年下降0.2个百分点。分产业来看，第一产业实现增加值131.0亿元，同比增长4.0%，增速较上年有所提升；第二产业实现增加值571.5亿元，同比增长8.7%，增速较上年增长了0.3个百分点；第三产业实现增加值486.1亿元，同比增长9.7%，增速较上年下滑了1.4个百分点。2017年宣城市人均GDP为45,582元，较2016年增加4,843元，与2017年全国人均GDP的比值为0.76。

产业结构方面，宣城市三次产业结构由2016年的12.1:47.5:40.5变为2017年的11.0:48.1:40.9，第三产业增加值占比较上年提高0.4个百分点。宣城市工业经济规模不断扩张，2017年末全市规模以上工业企业达1,518户，全年规模以上工业实现增加值比上年增长9.2%。全市规模以上工业主营业务收入1,859.9亿元，较上年大幅增长16%；实现利润总额121.1亿元，较上年增长21.6%，其中，化学原料与化学制品制造业、橡胶和塑料制品业、非金属矿物制品业、汽车制造业比上年分别增长18.7%、19.6%、123.1%和21.1%。

2017年宣城市完成固定资产投资1,580.5亿元，同比增长11.8%，增速较上年有所提升，主要是制造业及公用事业行业投资增速较快；全年实现社会消费品零售总额为531.5亿元，比上年增长11.7%。2017年宣城市进出口总额与上年基本持平，为15.3亿美元，而存贷款余额分别为1,675.40亿元和1,226.20亿元，均保持较快增长。

表3 宣城市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017年		2016年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,188.6	8.5%	1057.8	8.7%
第一产业增加值	131.0	4.0%	127.7	2.6%
第二产业增加值	571.5	8.7%	502.2	8.4%
第三产业增加值	486.1	9.7%	427.9	11.1%
固定资产投资	1,580.5	11.8%	1414.3	10.2%
社会消费品零售总额	531.5	11.7%	475.8	12.6%
进出口总额（亿美元）	15.3	1.7%	15.1	-18.6%
存款余额	1,675.4	14.1%	1468.2	21.9%
贷款余额	1,226.2	17.8%	1041.3	15.7%
人均GDP（元）		45,582		40,739

人均 GDP/全国人均 GDP	0.76	0.75
-----------------	------	------

资料来源：宣城市 2016-2017 年国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

2017年宣城市全市公共财政收入保持增长态势

根据宣城市政府公告的 2017 年预算执行报告，2017 年宣城市全市公共财政收入为 143.00 亿元，较上年增长 2.66%，增速有所放缓，主要是落实结构性减税和普遍性降费政策、新增税源不足等因素所致。

政府性基金收入是宣城市财政收入重要的来源，2017 年宣城市全市政府性基金收入为 95.60 亿元，较上年增长 69.50%，近年该项收入存在一定波动，未来仍易受当地土地市场供需情况影响，从而影响地方财政收入的稳定性。

全市财政支出方面，2017 年宣城市公共财政支出为 272.00 亿元，较上年增加 6.76%，其中民生支出完成 239.1 亿元，占公共财政支出的 87.9%。2016 年，宣城市全市财政自给率为 52.57%，公共财政收入不能够覆盖公共财政支出，需要上级补助等其他方面的收入来补足。

从市本级财政收入来看，2017 年宣城市市本级公共财政收入为 20.30 亿元，与上年基本持平。宣城市市本级公共财政支出近年来逐年增长，财政自给能力一般，2017 年市本级财政自给率为 43.28%。

表4 宣城市全市及本级财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	全市	本级	全市	本级
地方综合财力			291.09	60.00
（一）公共财政收入	143.00	20.30	139.30	20.35
其中：税收收入	-	-	87.34	13.18
非税收入	-	-	51.96	7.17
（二）上级补助收入	-	-	94.39	19.36
其中：返还性收入	-	-	5.67	0.29
一般性转移支付收入	-	-	52.09	10.03
专项转移支付收入	-	-	42.30	9.04
（三）政府性基金收入	95.60	36.30	56.40	20.30
其中：土地出让收入	-	-	-	-
（四）国有资本经营收入	1.50	0.50	1.00	-
财政支出	375.80	88.70	319.27	68.90
（一）公共财政支出	272.00	46.90	254.77	44.80
（二）政府性基金支出	103.80	41.80	64.50	24.10
（三）国有资本经营支出	1.30	0.40	0.23	0.23

财政自给率	52.57%	43.28%	54.68%	45.42%
-------	--------	--------	--------	--------

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出；宣城市财政局未披露表中缺失部分数据

资料来源：《关于宣城市 2016 年财政预算执行情况和 2017 年财政预算草案的报告》、《关于宣城市 2017 年财政预算执行情况和 2018 年财政预算草案的报告》，鹏元整理

四、经营与竞争

公司是宣城市核心投融资、基础设施建设和国有资产运营主体，收入主要来自土地出让和项目建设管理费等。2017年公司营业收入较2016年小幅增加0.95%，主要是土地出让收入及路桥工程收入增加，新增了政府购买服务收入和市政工程收入，但当年未产生市政设施回购及土地出让金返还收入。毛利率方面，公司2017年毛利率较2016年下滑2.9个百分点，主要系土地出让收入及路桥工程收入毛利率下滑所致。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地出让	141,876.30	7.27%	100,693.63	11.07%
项目建设管理费	49,877.56	100.00%	54,293.93	100.00%
政府购买服务收入	29,831.00	100.00%	-	-
路桥工程收入	11,587.79	-14.40%	2,128.85	8.08%
粮油销售	4,785.80	1.05%	3,252.37	-5.95%
市政工程收入	4,591.13	17.88%	-	-
宾馆客房及餐饮	1,944.74	76.72%	2,054.56	74.98%
其他	1,941.40	58.14%	2,081.95	-
担保	1,420.80	100.00%	1,219.61	100.00%
驾驶培训	1,201.01	52.03%	1,304.36	49.48%
市政设施回购收入	-	-	55,251.33	14.63%
土地出让金返还收入	-	-	28,560.00	83.46%
主营业务收入	249,057.53	37.70%	250,840.59	40.51%
其他业务收入	8,337.91	-18.44%	4,144.04	19.40%
营业收入	257,395.44	35.88%	254,984.63	38.78%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

土地出让业务为公司收入重要来源，目前公司土地资产较多，未来收入较有保障，但公司土地出让业务毛利率存在一定波动，收入易受当地土地市场影响

根据宣城市人民政府《关于市国投公司土地收益处置的批复》（宣政秘[2010]342号），公司土地出让收入全额归公司所有。近年来，公司根据自身发展规划，通过招拍挂等方式

购入土地，公司对这些自有土地进行整理。随着项目逐步完工，周边配套设施逐步完善，根据宣城市总体规划情况，公司与宣城市财政局、宣城市土地收购储备中心（以下简称“土储中心”）三方签订土地回购协议书，根据财政安排按评估价回购。公司根据回购协议约定的价格确认收入，并以土地存货出让时的账面价值结转成本。

2017年公司出让土地面积为48.69万平方米，实现土地出让收入14.19亿元。受出让土地位置、性质、出让时点等因素影响，土地出让均价上存在着差异。受土地出让均价、出让土地初始取得成本影响，公司土地出让业务毛利率存在一定波动，2017年公司土地出让业务毛利率为7.27%，较上年有所下滑。

表6 2016-2017年公司土地出让情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

年份	地块位置	面积	总价	均价	土地性质
2017年	市区济川办事处东桥社区	1.92	0.44	2,316.00	国有出让
	市区水阳江大道东南段	11.15	3.06	2,741.00	国有出让
	市区滨湖路	15.71	4.31	2,745.00	国有出让
	宣城体育中心西侧	7.27	2.28	3,134.00	国有出让
	市区鳌峰东路与裕平路交叉口西北角	2.67	0.80	3,012.00	国有出让
	市区薰化路与文景路交叉口西南角	3.16	1.11	3,512.00	国有出让
	宣城体育中心西侧	6.81	2.18	3,203.00	国有出让
	合计	48.69	14.19	-	-
2016年	市区宣港路与滨湖路交叉口正南角	5.00	0.60	1,200.20	国有出让
	市郊皖宁口水库以东	4.00	0.47	1,170.00	国有出让
	市区昭亭南路与水阳江大道交叉口	1.50	0.75	5,007.92	国有出让
	市区昭亭南路以东、水阳江大道以南、薰化路以西	13.83	8.25	5,965.04	国有出让
		合计	24.33	10.07	-

资料来源：公司提供

截至2017年末，公司存货中的土地开发成本余额为113.06亿元，较多的土地资产为土地出让业务提供较好保障，但截至2017年末，账面价值为60.48亿元的土地已进行抵押导致处置受限，受限比例为53.49%，同时收入和利润易受当地城建规划及土地市场行情影响而存在一定波动。

受工程结算量影响，2017年项目建设管理费较上年有所下滑，目前公司代建、拟建项目较多，未来建设管理费收入具有一定的持续性，但项目投资规模大，公司存在一定的资金压力；公司新增政府购买服务收入，但该业务持续性较差

作为宣城市政府开发建设和市属国有资产运营的核心投融资平台，公司承担了较多的

城市基础设施等建设任务。

对于 2011 年以前建设的市政设施项目，宣城市人民政府根据 2016 年与公司签订的《关于宣城市国有资产投资有限公司投资建设与转让协议书的补充协议》（以下简称“补充协议”）进行回购。补充协议约定 2016-2031 年由政府回购公司 2011 年以前修建的市政设施，交易对价为公司投资总额加成 8%，合同总金额 106.85 亿元，目前尚未履行的合同金额 101.32 亿元，未来公司市政设施回购业务收入较有保障，但 2017 年未实现市政设施回购收入，未来仍需关注该项收入的实现时间。

对于 2011 年以后开工的项目，公司采用代建模式。公司与宣城市财政局签订了代建项目建设管理协议书，自 2011 年起，将市本级的市政工程项目（不含公司自建项目）委托公司代建，公司先行筹集代建项目所需建设资金，宣城市财政局按照项目进度拨付代建资金，项目竣工验收后按照规定移交国有资产管理部门或政府授权的其他部门。项目建设投入公司按季度计入长期应收款，政府一般当年支付项目工程款以及应付利息，公司收到后冲减长期应收款。另外，政府根据实际发生的项目工程款的 6% 支付公司项目建设管理费收入，计入公司营业收入，2017 年公司实现项目建设管理费 4.99 亿元，较 2016 年下降 8.13%，主要受工程结算量少于上年影响。

目前，公司在建及拟建项目主要为宣城市北门棚户区改造、宣城市公共停车场和智能化系统建设项目及北京师范大学宣城学校。代建项目投资金额较大，未来建设管理费收入具有一定的持续性。截至 2017 年底，公司在建项目预计总投资 52.78 亿元，至少尚需投资 17.87 亿元，在建及拟建项目投资金额较大，公司存在一定的资金压力。

表7 2017 年末公司在建及拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	预计完工时间	类型
宣城市北门棚户区改造	34.75	39.38	2019 年	代建
宣城市公共停车场和智能化系统建设项目	8.55	0.16	2018 年	代建
北京师范大学宣城学校	9.48	0.00	2019 年	自建
合计	52.78	39.54	-	-

注：宣城市北门棚户区改造已投资额大于总投资额主要系拆迁费用超预期

资料来源：公司提供

2016 年公司与宣城市人民政府签订关于“抗洪救灾应急项目”的政府购买服务合同，依据协议开展抗洪救灾项目修复工程，工程于 2017 年度完工，公司确认了 2.98 亿元政府购买服务收入。截至 2017 年末，公司尚未签署其他政府购买服务合同，该项业务持续性较差。

公司业务结构较为多元化，新增市政工程收入，预计未来将显著增长，此外路桥工程、粮油销售、酒店业务、高速公路等提供了一定补充

公司市政工程收入主要来自市政建设。市政建设以市政建设本部、旗丰投资、市政建材为核心企业，主要在皖东南地区开展城市市政建设业务。市政建设拥有市政公用工程施工总承包一级、建筑工程施工总承包一级、土石方工程专业承包二级等施工资质，先后完成了数项省、市重点工程。市政建设业务主要包括房屋建筑及市政工程，采用完工百分比法确认收入。公司 2017 年对市政建设公司增资 1.6 亿元，持股比例达 51%，将市政建设公司 2017 年 12 月份利润表纳入 2017 年报表合并范围，2017 年公司实现市政工程收入 4,591.13 万元，毛利 820.96 万元。公司增资控股后，市政建设在开展原有市政建设业务的同时，计划投资设立大型预制构件生产企业，专门从事地下综合管廊、预制箱梁、PC 板部品部件等建筑工业化构件产品的设计、制作、安装等业务，不断扩大经营业务领域。未来计划承揽地方政府 PPP 项目等大型施工类业务开展领域将逐步由省内迈向全国。公司将利用作为宣城市核心基础设施投融资平台的优势，将市政建设打造为皖东南地区最重要的建筑施工企业之一。2017 年市政建设新签合同 6.14 亿元，预计 2018 年该项收入及利润都将显著增加，形成公司新的收入及利润来源。

公司路桥工程收入主要来自宣城市宣通路桥工程有限责任公司（以下简称“宣通路桥”），2017 年实现路桥工程收入 1.16 亿元，较 2016 年增幅较大，主要是宣通路桥于 2016 年 8 月完成工商变更手续，公司 2016 年仅将宣通路桥 8-12 月利润表纳入合并范围。2017 年公司路桥工程毛利率为-14.40%，主要系宣城交投桥梁维护支出较大。

公司粮油销售收入来自宣城市粮食储备库，2017 年公司实现粮油销售收入 4,785.80 万元，较上年增长 47.15%，毛利率转正，该项业务具有一定公益性，预计将保持平稳发展。

公司的酒店业务的运营主体为宣城宾馆，宣城宾馆位于市中心，设施齐全，拥有各种档次的客房 202 间、床位 400 余张、多功能厅 1 个、中小型会议室 8 个。2017 年公司酒店业务收入略有降低，主要系当地酒店餐饮行业竞争较为激烈，宣城宾馆入住率仅 56.8%。

公司下属子公司宣城交投是宣城市高等级公路建设、经营的主体，现持有宣广高速公路有限责任公司（以下简称“宣广高速”）44.53%的股权、宣城市广祠高速公路有限责任公司（以下简称“广祠高速”）44.53%的股权以及宣城市扬绩高速公路有限责任公司（以下简称“扬绩高速”）10%的股权等。2017 年公司高速公路业务继续稳步发展，宣广高速、广祠高速及扬绩高速合计实现通行费收入 6.35 亿元，较 2016 年增长 26.92%，实现投资收益 1.27 亿元。此外，公司驾驶培训、担保等业务近年来在公司营业收入中占比较小，规模较稳定，毛利率较高，对公司营业收入形成一定补充。

公司作为宣城市城市基础设施投融资和国有资本运营的核心平台，继续获得较多外部

支持

公司是宣城市基础设施建设投融资和国有资产运营的核心平台，在资产注入、政府补助等方面继续获得了当地政府的大力支持。2017年，公司收到宣城市政府资金、股权等资产划入合计1.55亿元，增强了公司的资本实力；此外，公司获得宣城市财政局拨付的财政补贴7.16亿元，计入其他收益，有效增强了公司的盈利水平。

表8 2017年公司获得外部支持情况（单位：万元）

项目	入账金额	入账科目	依据文件
宣城市公路工程试验检测中心 100%的股权	1,222.12	资本公积	国资财【2017】22号
宣城市财政局拨款	14,132.00	资本公积	安徽省人民政府要第106号文《关于加快交通运输发展专题会议纪要》
机动车检测固定资产及往来账目调整	173.46	资本公积	《关于宣城市交通机动车检测有限公司和宣城市鸿运综合服务有限公司固定资产及往来账目调整的批复》
安徽省粮食局发放的粮油专业配送车	9.98	资本公积	皖粮调函【2017】155号
政府补助	71,625.41	其他收益	财预【2017】748号

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

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华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告，2016年数据采用2017年审计报告的期初数，报告均采用新会计准则编制。2017年度纳入合并范围子公司增加了8家，详情见表1。

根据财政部印发的《企业会计准则第16号——政府补助》（修订），2017年起，政府补助收入计入其他收益；根据《企业会计准则第30号——财务报表列报》等文件，在利润表中新增“资产处置收益”行项目，并对2016年的报表项目追溯调整。

资产结构与质量

2017年公司资产规模稳步增长，但公司资产以土地使用权、代建项目及市政设施为主，且受限资产规模较大，整体资产流动性较弱

近年来公司资产规模保持增长，2017年末公司总资产为466.67亿元，较上年增长

7.61%，增长较多的主要是应收账款、长期应收款和其他非流动资产。截至 2017 年末公司流动资产占总资产的比重为 46.23%，较上年有所下滑。

2017 年末公司的流动资产主要是货币资金、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产。2017 年末公司货币资金余额为 48.52 亿元，较上年减少了 12.30 亿元，其中 1.52 亿元的担保业务存出保证金及 116.32 万元银行保函保证金使用受限。2017 年末公司应收账款余额为 17.05 亿元，主要为应收宣城市土地收购储备中心等政府部门款项，较上年末增加 16.69 亿元，主要系 2017 年公司与宣城市土地收购储备中心发生的土地回购业务回款金额较少，未来需关注该业务资金回流情况。公司其他应收款主要是借款、往来款和项目投资建设款，公司其他应收款的对象主要为宣城市政府部门及下属平台公司、宣城市部分民营企业，其他应收款规模较大，部分其他应收款回收期较长，对公司资金存在占用，同时存在一定回收风险，2017 年公司计提其他应收款坏账准备 0.78 亿元。公司存货主要为公司持有的土地，性质均为出让用地，截至 2017 年末，公司存货中的土地开发成本账面价值为 113.06 亿元，其中 53.49% 已抵押；公司存货较 2016 年末减少 17.05 亿元，主要系土地出让业务及 2017 年完工结算的“抗洪救灾应急项目”政府购买服务结转成本。公司其他流动资产主要为理财产品及委托贷款，截至 2017 年末账面价值为 16.87 亿元，较上年末增加 3.65 亿元，主要是新增 3 亿元委托贷款，2017 年公司理财产品投资收益 0.42 亿元。

公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资、固定资产、在建工程和其他非流动资产等。截至 2017 年末公司可供出售金融资产为 13.30 亿元，主要对外股权投资，2017 年实现投资收益 299.56 万元，较上年有所下滑。2017 年末公司长期股权投资账面价值为 6.87 亿元，其中公司对宣广高速和广祠高速的投资于 2017 年合计为公司带来投资收益 1.27 亿元。公司长期应收款主要为代建项目工程款，代建项目工程款占长期应收款的比重为 93.49%，随着公租房及棚户区改造等代建项目的推进，项目工程投入增加，2017 年末长期应收款较上年增加 19.87 亿元。2017 年末，公司固定资产为 12.73 亿元，其中市政设施账面价值为 10.35 亿元。公司在建工程主要为宣泾路、宣狸路等自建项目，随着工程投入增加，期末账面价值较上年增长 4.53 亿元。2017 年末公司其他非流动资产主要为市政设施、委托贷款及预付购房款等，其中市政设施账面金额为 88.17 亿元，将由宣城市人民政府根据补充协议进行回购；委托贷款账面价值为 12.19 亿元，主要是对宣城市其他城投公司的贷款。

截至 2017 年末，公司处置权受限的土地使用权、投资性房地产和货币资金产合计为 80.95 亿元，占公司 2017 年末资产总额的 17.35%。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	485,206.30	10.40%	608,206.18	14.03%
应收账款	170,502.65	3.65%	3,631.04	0.08%
其他应收款	190,842.08	4.09%	198,154.30	4.57%
存货	1,138,952.93	24.41%	1,309,477.54	30.20%
其他流动资产	168,678.97	3.61%	132,201.12	3.05%
流动资产合计	2,157,596.83	46.23%	2,254,579.85	51.99%
可供出售金融资产	132,965.83	2.85%	102,791.86	2.37%
长期应收款	897,010.64	19.22%	698,345.62	16.10%
长期股权投资	68,705.72	1.47%	56,282.99	1.30%
固定资产	127,256.86	2.73%	122,788.00	2.83%
在建工程	208,168.00	4.46%	162,823.46	3.75%
其他非流动资产	1,008,735.16	21.62%	882,350.68	20.35%
非流动资产合计	2,509,079.74	53.77%	2,081,956.15	48.01%
资产总计	4,666,676.57	100.00%	4,336,536.00	100.00%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

总体来看，2017 年公司资产规模稳步增长，但公司资产以土地使用权、代建项目及市政设施为主，且受限资产规模较大，整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入基本持平，毛利率略有下滑，期间费用率维持较高水平，利润主要来自政府支持

2017 年公司营业收入为 25.74 亿元，较上年增长了 0.95%，主要是土地出让收入及路桥工程收入增加，新增了政府购买服务收入和市政工程收入，但本年未产生市政设施回购及土地出让金返还收入。公司存货中尚未结算的土地开发成本账面价值为 113.06 亿元，长期应收款中代建项目工程款账面价值为 83.86 亿元，土地出让业务及项目建设管理业务持续性较好，但需关注收入实现时间及销售回款情况。2016 年，宣城市人民政府与公司签订了《关于宣城市国有资产投资有限公司投资建设及转让协议书的补充协议》，合同约定 2016-2031 年由政府回购公司 2011 年以前修建的市政设施，交易对价为公司投资总额加成 8%，合同总金额 106.85 亿元，目前尚未履行的合同金额 101.32 亿元，未来公司市政设施回购业务收入较有保障，但需关注收入实现时间。

毛利率方面，2017 年公司综合毛利率为 35.88%，较上年下滑 2.90 个百分点，主要系土地出让收入及路桥工程收入毛利率下滑。受土地出让均价及取得成本等因素影响，公司土地出让业务毛利率存在一定波动，2017 年土地出让业务毛利率为 7.27%，较上年下滑 3.8 个百分点。公司投资收益主要来自于长期股权投资及购买理财产品投资收益，2017 年较上年增长 39.09%。随着公司有息债务规模增长，2017 年公司财务费用较 2016 年增加 3.40 亿元，期间费用率较上年上升 3.28 个百分点达 40.02%，对公司利润造成较大侵蚀。

作为宣城市基础设施建设的投融资平台，政府对公司支持力度较大，公司利润主要来自于政府补助，2017 年，公司确认政府补助收入 7.16 亿元，会计科目由营业外收入调整至其他收益，使得 2017 年公司营业利润较上年增长较多。

表10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
营业收入	257,395.44	254,984.63
投资收益	19,196.37	13,801.64
营业利润	67,449.54	547.66
利润总额	62,270.17	50,932.65
净利润	61,875.36	50,564.47
综合毛利率	35.88%	38.78%
期间费用率	40.02%	36.74%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司土地出让业务销售回款较弱，但整体经营性现金流表现尚可，在建、拟建项目资金需求较大，对外部融资存在一定的依赖

2017 年公司收现比为 1.13，但实际收现情况弱于指标表现，主要系政府购买服务收入以净额法确认收入，该项业务销售商品、提供劳务收到的现金远大于确认的营业收入，但公司土地出让业务回款较少导致公司应收账款增加 16.69 亿元。而经营活动现金流出方面，公司在基础设施建设等项目中支付的现金较上年有所增加，往来借款支出有所减少，总体来看公司经营活动现金净流入规模较上年略有增加，但销售回款较弱，后续应关注土地出让业务及应收账款的回款情况。

投资活动方面，2017 年公司对在建工程投资投入约 24.16 亿元，对外委托贷款增加较多，投资活动现金净流出规模较上年有所增加至 41.40 亿元。筹资活动方面，公司融资主要依靠银行借款、发行债券等外部渠道，2017 年公司筹资活动现金净流入为 9.22 亿元。截

至2017年末，公司主要在建、拟建项目至少尚需投资17.87亿元，项目资金主要来自外部融资，对外部融资存在一定的依赖。

表11 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
收现比	1.13	1.02
销售商品、提供劳务收到的现金	291,850.24	260,918.56
收到其他与经营活动有关的现金	102,570.79	116,112.90
经营活动现金流入小计	394,421.03	377,031.46
购买商品、接受劳务支付的现金	166,617.45	159,727.24
支付其他与经营活动有关的现金	9,109.54	13,777.85
经营活动现金流出小计	184,840.99	185,083.21
经营活动产生的现金流量净额	209,580.04	191,948.25
投资活动产生的现金流量净额	-413,999.01	-304,775.80
筹资活动产生的现金流量净额	92,160.73	372,619.51
现金及现金等价物净增加额	-112,258.25	259,791.96

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大且攀升较快，债务压力进一步加重

随着公司业务规模的扩大，截至2017年末公司负债总额为240.99亿元，较上年增长11.92%。2017年末公司所有者权益为225.68亿元，较上年增加3.37%。2017年末公司产权比率为106.78%，所有者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	2017年	2016年
负债总额	2,409,894.04	2,153,252.17
所有者权益	2,256,782.53	2,183,283.83
产权比率	106.78%	98.62%

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

2017年末公司负债中流动负债占比41.74%，非流动负债占比58.26%。公司流动负债中主要是短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债。2017年末公司短期借款为2.18亿元，较2016年末下降77.81%。公司其他应付款主要是与宣城市国投建设开发有限公司等安徽省内国有企业的往来款和借款，2017年末，公司其他应付款余额为42.66亿元，较年初增长了6.49%，其他应付款中的有息借款余额为7.85亿元。2017年末公司一年内到期的非流动负债为48.30亿元，较2016年末大幅增加29.62亿元，主要是需在一年内偿还的其他

非流动负债、长期借款及应付债券大幅增加。

2017年末，公司非流动负债主要为长期借款、应付债券及其他非流动负债。2017年末公司长期借款余额为57.31亿元，较上年末小幅下降1.04%，主要为信用借款及抵押借款。2017年末公司应付债券为71亿元，较上年增长42.00%，主要是发行17宣城国资PPN001、17宣城国资PPN002和17宣城国资MTN001，新募集资金合计27亿元所致。2017年末公司其他非流动负债余额为11.70亿元，较上年末下降66.89%，主要系特定资产收益权转让款、应收账款财产权信托、保理融资款转入一年内到期的非流动负债所致。

表13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	21,815.40	0.91%	98,328.80	4.57%
其他应付款	426,642.71	17.70%	400,625.60	18.61%
一年内到期的非流动负债	482,968.69	20.04%	186,811.05	8.68%
流动负债合计	1,005,920.66	41.74%	718,895.16	33.39%
长期借款	573,145.33	23.78%	579,170.01	26.90%
应付债券	710,000.00	29.46%	500,000.00	23.22%
其他非流动负债	117,000.00	4.85%	353,379.00	16.41%
非流动负债合计	1,403,973.39	58.26%	1,434,357.01	66.61%
负债合计	2,409,894.04	100.00%	2,153,252.17	100.00%
有息债务	1,983,439.41	82.30%	1,800,988.86	83.64%

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

2017年末公司有息债务规模为198.34亿元，较2016年末增长10.13%，占负债总额的82.30%。自2018年起，公司每年都需偿付较大规模各类借款，存在较大的债务偿付压力。

表14 截至2017年12月31日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

年份	借款本金偿还金额
2018年	511,824.09
2019年	370,595.16
2020年	420,654.16
2021年及以后	680,366.00

资料来源：公司提供

2017年末，公司资产负债率为51.64%，较上年有所上升；公司资产以土地使用权、代建基础设施和待回购市政工程为主，且受限比例较高，变现能力较差，为公司债务提供保

障的能力较弱。受以前年度非流动负债陆续于2018年到期影响，公司流动比率较上年有所下降。2017年，随着有息债务规模增加，公司利息支出增长较快，使得公司EBITDA利息保障倍数呈下滑趋势，利息偿付能力有所下降。

表15 公司偿债能力指标

项目	2017年	2016年
资产负债率	51.64%	49.65%
流动比率	2.14	3.14
速动比率	1.01	1.31
EBITDA（万元）	170,752.24	143,055.46
EBITDA 利息保障倍数	1.51	1.59

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

本期债券抵押物价值充足，对本期债券的保障倍数较高，为本期债券偿还提供了较高保障，但2017年公司未按约定对增信抵押土地使用权价值进行重新评估

公司以其拥有的4宗国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，抵押资产明细如下表。

表16 抵押土地资产明细（单位：万平方米、亿元）

权属证号	坐落位置	土地性质	宗地用途	面积	评估价值	评估基准日
宣国用(2013)第3685号	宣城经济开发区金坝街道办事处	出让	住宅商服	12.88	3.60	2016年4月30日
宣国用(2012)第4688号	宣城市区薰化路东，滨湖路南侧	出让	住宅商服	10.48	7.54	2016年4月30日
宣国用(2012)第4689号	宣城市区薰化路东，滨湖路南侧	出让	住宅商服	11.91	8.56	2016年4月30日
宣国用(2012)第4690号	宣城市区薰化路东，滨湖路南侧	出让	住宅商服	12.94	9.30	2016年4月30日
合计				48.21	29.00	

资料来源：公司提供

根据安徽同盛资产评估有限公司的评估报告，于评估基准日2016年4月30日，公司用于本期债券抵押的土地使用权评估价值合计为29.00亿元，为本期债券未偿付本金及一年利息的8.95倍，抵押物价值充足。因预计抵押物价值对本期债券未偿付金额覆盖较为充分，2017年公司未按《土地使用权抵押协议》及《抵押资产监管协议》聘请经抵押资产监管人认可的资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告。

综上所述，由于抵押物价值充足，对本期债券的保障倍数高，能为本期债券偿还提供较高保障，但同时我们也关注到，公司2017年未按约定对抵押土地使用权价值进行更新评

估，此外抵押物的价值及集中变现能力易受土地市场波动的影响。

七、或有事项分析

截至2017年底，公司对外担保金额合计为104.21亿元，其中子公司宣城市中小企业融资担保有限公司对外担保余额为11.18亿元，其他担保余额为93.03亿元。除融资担保业务形成的对外担保外，公司担保余额占同期公司净资产比重为41.22%，担保比例较高，其中7.07亿元设置了反担保措施。2017年末公司对外担保余额中有0.4亿元为对民营企业安徽省宣酒集团股份有限公司的担保，且未设置反担保措施，公司其余对外担保均为对政府下属企业担保。总体看来，公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

表17 截至2017年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	金额	担保开始日	担保到期日
宣城市皖江建设投资有限公司	60,000.00	2016/8/20	2026.8.20
宣城市国投建设开发有限公司	40,000.00	2016/3/25	2026/3/24
宣城市安居置业开发运营有限责任公司	100,000.00	2016/8/9	2036/8/7
	30,000.00	2014/12/22	2019/12/15
	8,174.35	2015/2/5	2020/2/5
	8,174.35	2014/9/17	2019/9/17
宣城经济技术开发区建设投资有限公司	500,255.00	2015/10/27	2033/10/26
	45,631.78	2015/10/27	2033/10/26
	33,712.00	2015/11/16	2027/11/15
郎溪道其建设工程有限公司	20,000.00	2016/1/8	2019/1/8
	10,000.00	2015/4/7	2017/4/7
	8,000.00	2014/11/15	2020/8/25
	2,737.20	2014/1/24	2018/1/24
泾县城镇化建设有限公司	30,000.00	2016/11/7	2023/12/31
安徽省宣酒集团股份有限公司	4,000.00	2015/9/3	2018/9/3
	9,900.00	2017/12/7	2018/12/31
	6,000.00	2010/11/2	2025/11/2
	5,000.00	2015/11/11	2028/12/18
	3,538.00	2015/11/20	2035/9/29
	3,051.00	2016/7/28	2035/9/29
	880.00	2016/3/28	2035/9/29
	650.00	2015/11/20	2035/9/29
安徽宁宣杭高速公路投资有限公司	590.00	2016/2/3	2035/9/29

合 计	930,293.68	-	-
-----	------------	---	---

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

八、评级结论

2017年，公司所处外部环境较好，继续为公司发展提供良好基础；公司作为宣城市城市基础设施投融资和市属国有资产运营的核心平台，业务结构较为多元化，同时土地整理、市政设施建设等业务发展持续性较好；2017年公司新增了市政工程收入，预计未来将显著增长；公司继续获得较大的外部支持；此外，用于本期债券抵押担保的抵押物价值充足，对本期债券的保障倍数高，为本期债券偿还提供了较高保障。

另一方面，公司在建、拟建项目资金需求较大，对外部融资存在依赖；公司资产以土地及代建基础设施为主，且受限资产规模较大，资产流动性较弱；2017年公司仍然存在较大的偿债压力；公司对外担保余额较大，面临一定的或有负债风险；2017年公司未对本期债券提供抵押增信的土地进行年度价值评估。

基于上述情况，鹏元上调公司主体长期信用等级为AA+，上调本期债券信用等级为AAA，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	2017年	2016年	2015年
货币资金	485,206.30	608,206.18	358,365.50
应收账款	170,502.65	3,631.04	7,084.46
预付款项	3,229.17	2,909.68	550.49
应收利息	184.74	-	19.55
应收股利	-	-	445.30
其他应收款	190,842.08	198,154.30	113,049.77
存货	1,138,952.93	1,309,477.54	1,305,778.30
其他流动资产	168,678.97	132,201.12	115,740.84
流动资产合计	2,157,596.83	2,254,579.85	1,901,034.22
可供出售金融资产	132,965.83	102,791.86	87,666.48
长期应收款	897,010.64	698,345.62	443,962.42
长期股权投资	68,705.72	56,282.99	50,951.23
投资性房地产	39,239.50	34,431.09	36,009.68
固定资产	127,256.86	122,788.00	1,056,563.86
在建工程	208,168.00	162,823.46	144,998.33
无形资产	22,185.64	22,091.26	22,697.14
商誉	4,104.43	-	-
长期待摊费用	248.06	-	22.32
递延所得税资产	459.90	51.20	48.22
其他非流动资产	1,008,735.16	882,350.68	0.00
非流动资产合计	2,509,079.74	2,081,956.15	1,842,919.67
资产总计	4,666,676.57	4,336,536.00	3,743,953.89
短期借款	21,815.40	98,328.80	22,522.80
应付账款	28,719.94	2,376.85	1,007.93
预收款项	4,466.45	1,136.54	1,053.25
应付职工薪酬	1,051.52	289.38	230.00
应交税费	5,753.90	3,212.90	2,626.36
应付利息	32,457.55	25,504.24	17,515.13
其他应付款	426,642.71	400,625.60	330,566.22
一年内到期的非流动负债	482,968.69	186,811.05	100,047.05
其他流动负债	2,044.50	609.80	459.28
流动负债合计	1,005,920.66	718,895.16	476,028.03

长期借款	573,145.33	579,170.01	616,085.06
应付债券	710,000.00	500,000.00	230,000.00
专项应付款	-	1,608.00	1,608.00
递延收益	1,918.26	200.00	-
递延所得税负债	1,909.80	-	-
其他非流动负债	117,000.00	353,379.00	355,000.00
非流动负债合计	1,403,973.39	1,434,357.01	1,202,693.06
负债合计	2,409,894.04	2,153,252.17	1,678,721.09
实收资本	200,000.00	200,000.00	200,000.00
资本公积	1,127,823.82	1,122,644.42	1,066,443.24
其他综合收益	-51.66	-7.63	6.99
盈余公积	77,972.97	71,928.94	67,521.98
未分配利润	826,659.70	775,977.43	729,862.57
归属于母公司所有者权益合计	2,232,404.82	2,170,543.15	2,063,834.78
少数股东权益	24,377.71	12,740.68	1,398.03
所有者权益合计	2,256,782.53	2,183,283.83	2,065,232.80
负债和所有者权益总计	4,666,676.57	4,336,536.00	3,743,953.89

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	257,395.44	254,984.63	162,634.28
其中：营业收入	257,395.44	254,984.63	162,634.28
二、营业总成本	281,030.24	268,196.00	194,570.37
其中：营业成本	165,039.78	156,090.60	112,890.89
税金及附加	5,070.95	5,656.19	7,597.93
销售费用	2,746.52	2,754.80	3,577.24
管理费用	8,751.62	18,128.97	29,484.63
财务费用	91,520.30	72,805.06	38,812.26
资产减值损失	7,901.07	12,760.38	2,207.41
投资收益（损失以“-”号填列）	19,196.37	13,801.64	11,582.79
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	14,693.27	12,024.59	10,266.30
资产处置收益（损失以“-”号填列）	262.56	-42.61	-5.02
其他收益（损失以“-”号填列）	71,625.41	-	-
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	67,449.54	547.66	-20,353.30
加：营业外收入	31.84	50,424.62	141,244.11
减：营业外支出	5,211.21	39.63	21.62
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	62,270.17	50,932.65	120,864.18
减：所得税费用	394.81	368.18	144.61
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	61,875.36	50,564.47	120,719.58
1.归属于母公司所有者的净利润（净亏损以“-”号填列）	62,551.89	50,521.82	120,691.65
2.少数股东损益（净亏损以“-”号填列）	-676.53	42.66	27.93

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015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	291,850.24	260,918.56	152,268.14
收到其他与经营活动有关的现金	102,570.79	116,112.90	158,400.79
经营活动现金流入小计	394,421.03	377,031.46	310,668.93
购买商品、接受劳务支付的现金	166,617.45	159,727.24	129,552.33
支付给职工以及为职工支付的现金	2,986.44	3,062.31	2,487.04
支付的各项税费	6,127.56	8,515.81	12,064.96
支付其他与经营活动有关的现金	9,109.54	13,777.85	6,680.69
经营活动现金流出小计	184,840.99	185,083.21	150,785.02
经营活动产生的现金流量净额	209,580.04	191,948.25	159,883.91
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	514,350.00	251,000.00	91,400.00
取得投资收益收到的现金	15,458.21	11,974.79	9,767.80
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1,197.93	47,215.52	2.30
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	-	-0.95
收到其他与投资活动有关的现金	12,610.63	8,402.18	2,066.65
投资活动现金流入小计	543,616.77	318,592.49	103,235.80
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	241,629.08	258,260.97	269,534.57
投资支付的现金	563,663.00	284,240.00	205,049.00
支付其他与投资活动有关的现金	152,323.70	80,867.32	0.00
投资活动现金流出小计	957,615.78	623,368.29	474,583.57
投资活动产生的现金流量净额	-413,999.01	-304,775.80	-371,347.78
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	14,132.09	380,815.00	67,427.50
取得借款收到的现金	524,304.40	396,664.00	514,550.00
收到其他与筹资活动有关的现金	20,115.93	14,000.00	216,160.00
筹资活动现金流入小计	558,552.42	791,479.00	798,137.50
偿还债务支付的现金	353,163.85	322,630.05	278,871.53
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	112,099.22	90,101.57	90,055.95
支付其他与筹资活动有关的现金	1,128.63	6,127.87	24,292.60
筹资活动现金流出小计	466,391.69	418,859.49	393,220.07
筹资活动产生的现金流量净额	92,160.73	372,619.51	404,917.43

四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	-112,258.25	259,791.96	193,453.56
加：期初现金及现金等价物余额	582,141.33	322,349.37	128,895.81
六、期末现金及现金等价物余额	469,883.08	582,141.33	322,349.37

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	61,875.36	50,564.47	120,719.58
加：资产减值准备	7,901.07	12,760.38	2,207.41
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧、投资性房地产折旧	5,943.19	13,464.49	23,829.42
无形资产摊销	605.89	605.89	605.43
长期待摊费用摊销	0.00	22.32	10.21
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	-262.56	42.61	5.02
财务费用（收益以“-”号填列）	91,510.02	72,798.37	38,802.96
投资损失（收益以“-”号填列）	-19,196.37	-13,801.64	-11,582.79
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-1.64	-2.98	28.97
存货的减少（增加以“-”号填列）	170,686.93	-3,479.80	-115,910.54
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-126,291.21	-7,674.65	51,833.21
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	16,809.36	66,648.79	49,335.02
经营活动产生的现金流量净额	209,580.04	191,948.25	159,883.91
现金的期末余额	469,883.08	582,141.33	322,349.37
减：现金的期初余额	582,141.33	322,349.37	128,895.81
现金及现金等价物净增加额	-112,258.25	259,791.96	193,453.56

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
有息债务（万元）	1,983,439.41	1,800,988.86	1,389,194.91
资产负债率	51.64%	49.65%	44.84%
流动比率	2.14	3.14	3.99
速动比率	1.01	1.31	1.25
综合毛利率	35.88%	38.78%	30.59%
EBITDA（万元）	170,752.24	143,055.46	185,886.26
EBITDA 利息保障倍数	1.51	1.59	2.16
期间费用率	40.02%	36.74%	44.19%
产权比率	106.78%	98.62%	125.00%
收现比	1.13	1.02	0.94

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
宣城市交通投资有限公司	200,000.00	100.00%	高等级公路投资、建设、经营和管理
宣城市国诚投资有限公司	11,150.00	100.00%	对外投资等
宣城市中小企业融资担保有限公司	54,300.00	74.49%	贷款担保等
宣城市国诚典当有限公司	4,000.00	100.00%	典当业务
宣城宾馆	390.00	100.00%	住宿、餐饮等
宣城市粮食储备库	200.00	100.00%	粮油收购等
宣城市梅溪驾驶技术培训有限公司	200.00	100.00%	机动车驾驶员培训等
宣城市文房四宝发展有限公司	1,666.00	100.00%	宣城市文房四宝品牌资源的宣传保护、开发利用和经营管理
宣城市国投应收账款债权管理有限公司	2,000.00	100.00%	应收账款债权凭证（合同）的登记、查询、评审、回购、融资服务；质押管理服务
宣城市交通文化传媒有限公司	222.00	100.00%	代理、设计、制作、发布国内各类广告；物业服务。
安徽丰谷粮食批发物流有限公司	1,000.00	51.00%	粮食批发
安徽丰良粮油有限公司	1,000.00	51.00%	大米加工；粮油收购、销售、储存
宣城市宣宾酒店管理有限公司	50.00	100.00%	酒店管理、餐饮管理、物业管理
宣城市江南公路规划设计有限责任公司	200.00	100.00%	公路行业（公路、交通工程）设计
宣城市交通机动车检测有限公司	10.00	100.00%	汽车综合性能检测；道路运输驾驶员继续教育培训。
宣城市宣通路桥工程有限责任公司	3,000.00	100.00%	一级标准以下桥梁、公路施工、机械租赁
宣城市公路工程试验检测中心	10.00	100.00%	公路、水运工程质量试验检测
宣城市政建设集团有限公司	46,800.00	51.00%	市政公用工程施工、建筑工程施工
宣城市政建材有限公司	6,357.60	100.00%	新型建材生产及销售、建筑安装
安徽旗丰投资管理有限公司	5,000.00	100.00%	投资管理及投资咨询服务
宣城市政架业有限公司	1,200.00	100.00%	脚手架租搭设
宣城市政工程运输有限公司	300.00	100.00%	货运
宣城市市政建筑材料检测有限公司	500.00	100.00%	建筑材料检测、工程质量检测
宣城市市政劳务有限公司	290.00	100.00%	工程施工分包

资料来源：公司 2017 年审计报告

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入}$
期间费用率	$(\text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+其他应付款中的有息债务+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券+其他非流动负债

附录七 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。