

2017 年第一期宝应县开发投资有限公司

公司债券信用评级报告



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【2017】第 Z【387】
号 01

分析师

姓名：
马闯 王西

电话：
021-51035670

邮箱：
mach@pyrating.cn

评级日期：
2017 年 07 月 27 日

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

2017 年第一期宝应县开发投资有限公司 公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AAA	发行主体长期信用等级：AA
发行规模：6 亿元（总额 16 亿元，分期发行）	评级展望：稳定
债券期限：7 年	增信方式：保证担保
担保主体：江苏省信用再担保集团有限公司	
债券偿还方式：每年付息一次，公司将于债券存续期的第 3 至第 7 个计息年度末分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金	

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对宝应县开发投资有限公司（以下简称“宝应开投”或“公司”）第一期发行 6 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到宝应县经济和财政实力增长较快，当地政府在资产划拨、资金拨付方面给予了公司一定支持，公司基础设施建设和安置房建设业务的持续性较强，并且江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）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信用水平。同时我们也关注到公司业务主要在宝应经济开发区，宝应经济开发区经济与财政实力较弱，公司资产流动性一般，面临较大的资金压力及存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 宝应县经济和财政实力逐渐增强。2014-2016 年宝应县分别实现地区生产总值 408.20 亿元、458.02 亿元和 506.30 亿元，按可比价格计算，分别增长 11.20%、10.70% 和 9.40%，当地经济实力不断增强；2014-2016 年宝应县地方综合财力分别为 64.14 亿元、66.02 亿元和 68.02 亿元，财政实力逐渐增强。
- 地方政府给予公司一定支持。2014-2015 年宝应县人民政府通过注入资金方式分别增加公司资本公积 50,000.00 万元和 50,000.00 万元；2014-2016 年宝应县财政局分别给予公司政府补助 17,100.00 万元、17,785.00 万元和 18,600.00 万元。当地政府

的支持提升了公司的资本实力和盈利水平。

- **公司基础设施建设和安置房建设业务的持续性较强。**公司承担江苏省宝应经济开发区的基础设施建设和安置房建设职责，业务来源较有保障，截至 2016 年 12 月末，在建、拟建基础设施建设项目和安置房项目总投资规模为 28.60 亿元，业务持续性较强。
- **江苏再担保为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保为本期债券的偿还提供了保障。**江苏再担保主营业务持续稳定，经营实力强，经鹏元综合评定，江苏再担保主体长期信用等级为 AAA，由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信用水平。

关注：

- **宝应经济开发区经济与财政实力较弱。**2016 年宝应经济开发区地区生产总值为 41.37 亿元，公共财政收入为 3.97 亿元，经济与财政实力较弱。
- **公司资产流动性一般。**公司资产主要为存货，2016 年末存货账面价值占资产总额的比重达 72.76%，主要为工程施工和土地使用权，工程施工为基础设施建设项目、安置小区建设项目和土地开发整理项目的开发成本，部分土地使用权已被抵押，资产流动性一般。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2016 年末，公司主要在建、拟建基础设施建设项目、安置小区建设项目尚需投资 12.02 亿元，且公司投资建设的莘宝工业园（一期）建设项目投资规模较大，而经营活动现金流表现不佳，主要靠外部融资获取资金，资金支出压力较大。
- **存在一定的或有负债风险。**截至 2016 年 12 月 31 日，公司对外提供的担保总额为 14.21 亿元，占同期所有者权益的 31.52%，被担保企业包含部分民营企业，且均无反担保，面临一定的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	568,263.37	534,774.86	495,844.20
所有者权益（万元）	450,731.96	427,735.19	355,297.56
有息债务（万元）	66,106.88	32,700.00	46,000.00
资产负债率	20.68%	20.02%	28.34%
流动比率	9.64	5.92	4.35

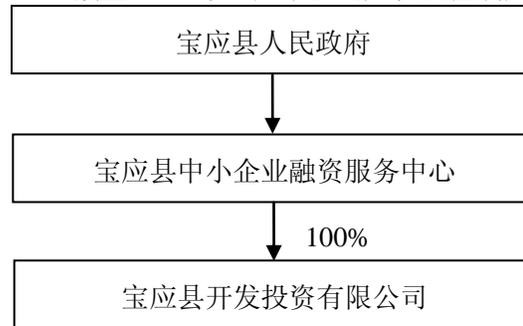
营业收入（万元）	56,679.42	57,457.43	54,450.85
政府补助（万元）	18,600.00	17,785.00	17,100.00
利润总额（万元）	24,475.32	23,993.67	23,787.18
综合毛利率	13.85%	13.45%	13.59%
EBITDA（万元）	26,173.67	25,682.00	24,896.77
EBITDA 利息保障倍数	10.54	8.88	7.43
经营活动现金流净额（万元）	-39,365.83	-5,300.22	-73,606.09

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

一、发行主体概况

公司成立于2003年07月15日，系根据宝应县人民政府2003年7月3日县长办公室会议纪要（第15号）精神，由宝应县经济适用住房发展中心和江苏宝亚实业有限公司共同出资设立，初始注册资本为1,000.00万元。2008年2月25日，公司股东会决议同意股东变更为宝应经济开发区农业综合服务中心，并增加注册资本5,000.00万元。2008年10月25日，公司将资本公积9,000.00万元转增实收资本。2016年6月2日，宝应县经济开发区农业综合服务中心将公司100%的股权无偿转让给宝应县中小企业融资服务中心。截至2017年6月末，公司注册资本为15,000.00万元，控股股东为宝应县中小企业融资服务中心，实际控制人为宝应县人民政府，产权及控制关系如下图所示。

图1 截至2017年6月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供，鹏元整理

公司作为宝应县基础设施建设和投融资主体，主要负责宝应县经济开发区的建设，从事的业务涵盖基础设施建设、土地开发整理和安置小区建设等，截至2016年末，公司纳入合并报表范围子公司共3家，如下表所示：

表1 截至2016年末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	主营业务
宝应县金色光电投资开发有限公司	6,000.00	100.00%	宝应县开发区宝应大道以北工业园区基础设施开发、建设；为中小企业提供投资及咨询服务。
宝应县新城建设投资发展有限公司	4,000.00	100.00%	开发区及黄滕镇规划区市政基础设施建设。
宝应县绿色家园置业有限公司	4,000.00	100.00%	宝应县开发区宝应大道以南的园区基础实施开发建设。

资料来源：公司2016年审计报告，鹏元整理

截至2016年12月31日，公司资产总额为56.83亿元，所有者权益为45.07亿元，资产负债

率为20.68%；2016年度，公司实现营业收入5.67亿元，利润总额2.45亿元，经营活动现金净流出3.94亿元。

二、本期债券概况

债券名称：2017年第一期宝应县开发投资有限公司公司债券；

发行规模：6亿元（总额16亿元，分期发行）；

债券期限和利率：本期债券为7年期固定利率债券；

还本付息方式：本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第3、4、5、6、7年末，分别按照债券发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金，到期利息随本金一起支付；

增信方式：江苏再担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为 6.00 亿元，拟将其中 3.65 亿元用于莘宝工业园（一期）建设项目，剩余 2.35 亿元用于补充营运资金，募投项目资金投向如下：

表2 本期债券募集资金拟使用情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	拟使用本期债券募集资金规模	募集资金占项目总投资的比例
莘宝工业园（一期）建设项目	142,544.97	36,500.00	25.61%
补充营运资金	-	23,500.00	-
合计	-	60,000.00	-

资料来源：公司提供

莘宝工业园（一期）建设项目位于宝应县经济开发区康源路东侧、北园路北侧，项目总投资 142,544.97 万元，由公司负责建设，建成后的销售管理工作由公司负责。该项目总建筑面积为 516,461.68 平方米、总用地面积为 252,664.14 平方米。其中，建设园区标准化厂房 395,656.12 平方米；配套建设科技服务中心及园区管理用房 63,332.80 平方米，建设园区职工公寓 33,672.82 平方米，建设配套公建用房 5,999.94 平方米，地下建设地下车位等 17,800.00 平方米。

项目的核准申请经宝应县发展和改革委员会《县发展改革委关于莘宝工业园（一期）建设项目可行性研究报告的批复》（宝发改[2016]33 号）批准；项目建设用地预审经宝应县国土资源局《关于莘宝工业园（一期）建设项目用地的预审意见》（宝国土资[2016]125 号）

批准；项目经宝应县环境保护局《关于对莘宝工业园（一期）建设项目的审查意见》（宝环审查[2016]2号）批准。

项目于2016年开工建设，建设期36个月，截至2017年5月末，项目已完成资金投入0.5亿元，完成工程量3.50%。根据《宝应县开发投资有限公司莘宝工业园（一期）建设项目可行性研究报告》，项目的收入包括园区标准化厂房出售收入、园区标准化厂房出租收入、科技服务中心及园区配套管理用房出售收入、科技服务中心及园区配套管理用房出租收入、园区职工公寓出租收入和地下车位出售收入，在债券存续期内项目预计可实现的收入合计为16.18亿元。

四、区域经济

宝应县经济总量一般，近年来经济增长较快，经济实力逐渐增强

宝应县地处江苏省中部，夹于江淮之间，是扬州市的“北大门”，东接建湖、盐城、兴化，南连高邮，西与金湖、宝应湖、白马湖相望，北与淮安毗邻。宝应县辖14个镇、1个省级经济开发区、1个省级有机农业开发区。县域东西长55.7公里，南北宽47.4公里，总面积1,468平方公里，2016年末全县户籍人口91.25万人，常住人口75.68万人。

宝应县自然资源比较丰富，全县耕地面积90万亩，是全国优质粮棉生产基地县。境内河湖密布，水资源总量共约为1.6亿立方米，面积较大的湖荡有宝应湖、白马湖、范光湖、射阳湖等，约257.69平方公里，水面滩地面积约73.4万亩，为里下河地区最多的县份。经过多年的培育和发展，全县已形成输变电装备（智能电网）、泵阀管件和压力容器、电子信息、机械汽配、轻工纺织、有机食品制造、文化创意等七大产业体系，建成江苏省输变电装备产业示范基地、江苏省泵阀管件制造基地、全国玻璃水晶产业出口基地、江苏省荷藕产业出口基地。

依托丰富的资源和较好的产业布局，近年来宝应县经济总量保持较强的增长势头。2014-2016年分别实现地区生产总值408.20亿元、458.02亿元和506.3亿元，增长率分别为11.20%、10.70%和9.40%，三次产业比由2014年的15.7:45.3:39.0调整为2016年的13.1:44.7:42.2。就人均情况来看，2016年宝应县按常住人口计算的人均GDP达到6.70万元，为全国人均GDP的124.05%。

工业生产方面，截至2016年末，宝应县规模以上企业总数达405家，2016年规模以上工业完成总产值1,074.72亿元，比上年增长8.0%；实现主营业务收入1,015.71亿元，比上年增长10.6%。规模以上高新技术产业完成产值188.21亿元，占规模以上工业产值的17.5%，工业经济向好。

宝应县固定资产投资增长较快，2014-2016年固定资产投资分别为271.21亿元、324.77亿元和372.72亿元，分别较上年增长19.50%、20.30%和15.10%，是拉动经济增长的重要因素。近年宝应县社会消费品零售总额和进出口总额持续较快增长，是经济增长的重要支撑；金融方面，宝应县存款和贷款余额增速均保持在较高水平，金融对实体经济的支撑力度较大。

表3 2014-2016年宝应县主要经济指标及同比变化情况

项目	2016年		2015年		2014年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	506.30	9.4%	458.02	10.7%	408.20	11.2%
第一产业增加值（亿元）	66.44	0.3%	65.63	3.7%	64.21	3.7%
第二产业增加值（亿元）	226.31	10.3%	204.00	11.3%	184.65	11.3%
第三产业增加值（亿元）	213.55	11.6%	188.39	12.2%	159.34	14.2%
工业增加值（亿元）	-	-	165.96	10.5%	149.14	12.2%
全年固定资产投资（亿元）	372.72	15.1%	324.77	20.3%	271.21	19.5%
社会消费品零售总额（亿元）	150.34	10.8%	135.63	10.3%	135.02	12.2%
进出口总额（亿美元）	10.59	19.0%	8.90	14.2%	7.79	9.0%
存款余额（亿元）	478.68	17.9%	408.51	19.3%	342.32	15.1%
贷款余额（亿元）	294.6	13.5%	269.21	17.2%	229.71	16.1%
人均GDP（万元）	6.70		6.07		5.42	
人均GDP/全国人均GDP	124.05%		122.93%		116.45%	

资料来源：鹏元地区经济财政数据库，鹏元整理

宝应经济开发区经济规模偏小，受固定资产投资增速大幅下降等因素影响，2016年经济增速明显放缓

宝应经济开发区是江苏省首批省级开发区之一，规划面积24.59平方公里，已建成15平方公里，其中工业集中区12平方公里，包括工业新区、北区；三产及多功能居住区3平方公里。2014年宝应经济开发区在江苏省89家省级经济开发区综合排名中位列第22位。2015年，上海奉贤经济开发区江海经济园区、宝应县经济开发区签订了共建框架协议，有利于促进宝应县经济开发区承接长三角地区的产业转移。

近年宝应县经济开发区经济增速明显放缓，2014-2016年地区生产总值分别为27.82亿元、38.23亿元和41.37亿元，增长率分别为27.44%、37.42%和8.21%，三次产业比由2014年的0.22: 62.90: 36.88调整为2016年的0.12: 38.92: 60.96，第三产业占比明显提升。2014-2016年宝应县经济开发区固定资产投资额分别为58.63亿元、71.96亿元和59.93亿元，增长率分别为20.79%、22.74%和-16.72%。工业方面，2014-2016年宝应经济开发区分别实现工业增

加值13.95亿元、14.45亿元和15.25亿元，分别较上年增长43.08%、3.58%和5.56%，增速明显下滑。截至2016年末，宝应经济开发区共有进区企业124家，计划总投资180亿元，其中：投产企业98家、停产及未投产17家，在建企业9家。

表4 2014-2016年宝应县经济开发区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2016年		2015年		2014年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	41.37	8.21%	38.23	37.42%	27.82	27.44%
第一产业增加值	0.05	0.00%	0.05	-16.67%	0.06	-25.00%
第二产业增加值	16.10	-0.25%	16.14	-7.78%	17.5	35.14%
第三产业增加值	25.22	14.43%	22.04	114.81%	10.26	16.59%
工业增加值	15.25	5.56%	14.45	3.58%	13.95	43.08%
全年固定资产投资	59.93	-16.72%	71.96	22.74%	58.63	20.79%

数据来源：宝应县经济开发区统计站，鹏元整理

五、财政实力

近年宝应县财政收入持续增长，但需关注政府性基金收入存在的波动风险

随着经济的平稳较快发展，近年宝应县公共财政收入持续增长，但在经济增速放缓、实施“营改增”等多方面因素影响下，宝应县公共财政收入增速明显放缓，2014-2016年宝应县公共财政收入分别为27.28亿元、30.49亿元和30.81亿元，其中税收收入分别为22.37亿元、25.31亿元和26.60亿元，税收收入占公共财政收入的比重分别为82.00%、83.01%和86.34%，公共财政收入质量较好。

上级补助收入是宝应县财政收入的重要来源，2016年上级补助收入为27.95亿元，占地方综合财力的比重为41.09%，其中返还性收入、一般性转移支付收入和专项转移支付分别为2.50亿元、16.26亿元和9.19亿元，可自由支配的收入规模较大。受土地市场环境变化影响，近年宝应县政府性基金收入有所下滑，2016年政府性基金收入为9.26亿元，未来政府性基金收入仍易受土地市场变化影响，存在的波动风险。

总的来看，近年宝应县地方综合财力持续增长，2014-2016年分别为64.14亿元、66.02亿元和68.02亿元。

财政支出方面，宝应县公共财政支出主要用于教育、医疗卫生、社会保障和就业等民生方面，具有一定刚性，2014-2016年复合增长率达17.98%，给收支平衡带来了一定的压力，2014-2016年财政自给率分别为58.98%、56.38%和47.86%，财政自给能力有所下降。

总体来看，随着地方经济的较快发展，宝应县公共财政收入稳步增长，但需关注政府性基金收入存在的波动风险。

表5 2014-2016年宝应县财政收支情况（单位：亿元）

项目	2016年	2015年	2014年
地方综合财力	68.02	66.02	64.14
（一）公共财政收入	30.81	30.49	27.28
其中：税收收入	26.60	25.31	22.37
非税收入	4.21	5.18	4.90
（二）上级补助收入	27.95	25.12	26.26
其中：返还性收入	2.50	1.63	1.60
一般性转移支付收入	16.26	14.52	12.49
专项转移支付	9.19	8.98	12.17
（三）政府性基金收入	9.26	9.84	10.41
（四）预算外财政专户收入	-	0.56	0.19
财政总支出	82.09	71.41	68.05
（一）公共财政支出	64.38	54.08	46.25
（二）上解上级支出	5.68	5.58	9.82
（三）政府性基金支出	12.03	11.07	11.79
（四）预算外财政专户支出	-	0.68	0.19
财政自给率	47.86%	56.38%	58.98%

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+预算外财政专户收入；财政总支出=公共财政支出+上解上级支出+政府性基金支出+预算外财政专户支出；财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：鹏元地区经济财政数据库，鹏元整理

近年宝应经济开发区公共财政收入规模较小，财政自给能力一般

宝应县经济开发区公共财政收入规模较小，且受经济增速放缓、“营改增”等因素影响，2016年公共财政收入明显下滑，2014-2016年公共财政收入分别为3.67亿元、5.13亿元和3.97亿元，全部来源于税收收入。此外，2014-2016年宝应经济开发区分别收到上级补助收0.71亿元、1.00亿元和2.18亿元，保持较快增长，是宝应县经济开发区财政收入的重要补充。

财政支出方面，宝应县经济开发区公共财政支出主要用于城乡社区事务方面，2014-2016年公共财政支出分别为11.44亿元、4.54亿元和9.12亿元。从财政收支平衡情况来看，受公共财政支出波动影响，近年宝应县经济开发区财政自给率波动较大，2014-2016年分别为32.09%、112.94%和43.58%，财政自给能力一般。

表6 2014-2016年宝应经济开发区财政收支情况（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
公共财政收入	39,730.10	51,280.90	36,703.40
其中：税收收入	39,730.10	51,280.90	36,703.40
上级补助收入	21,785.40	9,963.00	7,092.90

其中：返还性收入	3,140.80	0.10	0.10
一般性转移支付收入	18,524.60	9,847.60	6,659.30
专项转移支付	120.00	115.30	433.50
公共财政支出	91,171.03	45,407.30	114,372.90
财政自给率	43.58%	112.94%	32.09%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：宝应经济开发区财政所，鹏元整理

六、经营与竞争

公司主要从事江苏省宝应经济开发区基础设施建设、安置房建设和土地开发整理等业务，多元化程度较高，近年收入规模较为稳定，2014-2016年分别实现营业收入54,450.85万元、57,457.43万元和56,679.42万元。毛利率方面，公司基础设施建设业务、安置小区建设业务按照成本加成15%确认收入，土地开发整理业务按照成本加成10%确认收入，土地转让业务由宝应县政府按照土地账面成本加成20%收回，综合毛利率较为稳定。营业收入及毛利率情况如下表所示。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

业务名称	2016年		2015年		2014年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施代建	7,461.36	13.04%	8,888.97	13.04%	9,788.25	13.04%
安置小区建设	15,094.27	13.04%	19,890.59	13.04%	15,608.78	13.04%
土地开发整理	4,203.60	9.09%	5,834.81	9.09%	7,014.27	9.09%
土地转让	29,682.72	16.67%	22,550.88	16.67%	21,889.56	16.67%
其他业务	237.47	-178.31%	292.19	-107.89%	150.00	-133.45%
合计	56,679.42	13.85%	57,457.43	13.45%	54,450.85	13.59%

资料来源：公司2014-2016年审计报告，鹏元整理

公司基础设施建设和安置房建设业务可持续性较好，但目前在建、拟建项目资金需求量较大，面临较大的资金压力

作为宝应县拆迁改造、基础设施建设和安置房建设主体，近年公司承担了宝应县多个市政工程项目和安置小区项目的建设。公司与宝应县人民政府签署了《宝应县开发投资有限公司基础设施委托投资建设协议书》和《宝应县开发投资有限公司安置小区委托投资建设协议书》，协议约定公司负责宝应县及开发区范围内重大基础设施项目的建设，同时为被拆迁住户建设安置小区，具体项目由宝应县人民政府决定，项目建设期内的建设资金由公司负责筹措，每年年底宝应县人民政府对公司资金投入情况进行认定，项目收益为总成本的15%。在项目竣工验收合格后，公司将代建项目一次转让给宝应县人民政府，宝应县人民政府分三次

付款，第一次付款时间为项目竣工验收合格且竣工结算办理完毕之日起 10 日内，支付转让价款的 30%，第二次付款时间为项目竣工验收合格满 12 个月之日起 7 日内，支付转让价款的 30%，第三次付款时间为项目竣工验收合格满 24 个月之日起 7 日内，支付转让价款的 40%。我们注意到，虽然公司代建工程项目均与委托方签订委托建设协议并就回款时间做出约定，但实际工程款的支付可能有所延后。

公司基础设施建设业务和安置房建设业务按照完工进度确认收入。近年基础设施代建收入主要来源于开发大厦项目、开发区道路工程项目等，受政府规划影响，基础设施代建收入规模逐年减少，2014-2016 年分别为 9,788.25 万元、8,888.97 万元和 7,461.36 万元；近年公司安置小区建设收入均来自于七里安置小区、金湾安置小区和大陆安置小区，受完工进度影响安置小区建设收入有所波动，2014-2016 年分别为 15,608.78 万元、19,890.59 万元和 15,094.27 万元。

目前公司在建、拟建的代建项目仍较多，截至 2016 年 12 月末公司在建基础设施项目包括开发区道路工程、小区基础设施工程和零星基础设施工程等，未来计划建设宝应县开发区 2016-2017 年基础设施建设工程项目；在建安置小区项目包括七里安置小区、金湾安置小区和大陆安置小区。主要在建、拟建基础设施建设项目和安置小区项目总投资为 28.60 亿元，尚需投资 12.02 亿元，业务可持续性较好，但也存在一定的资金压力。

表8 截至 2016 年末公司主要在建、拟建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目类型	项目总投资	项目已投资
开发区道路工程	在建	6.00	4.50
小区基础设施	在建	1.50	0.80
开发区零星基础设施建设	在建	1.00	0.53
开发区河道桥梁	在建	1.00	0.57
附属项目	在建	0.60	0.36
创服中心工程	在建	1.80	0.37
七里安置小区	在建	4.53	2.49
金湾安置小区	在建	4.17	3.78
大陆安置小区	在建	2.00	1.20
开发大厦工程	在建	4.00	1.98
宝应县开发区 2017 年基础设施建设工程	拟建	2.00	-
合计	-	28.60	16.58

资料来源：公司提供，鹏元整理

此外，公司投资建设莘宝工业园（一期）建设项目，该项目的收入主要来源于园区标准化厂房出售、园区标准化厂房出租、科技服务中心及园区配套管理用房出售、科技服务中心及园区配套管理用房出租、园区职工公寓出租和地下车位出售，预计能为公司贡献较大规模

收入，但项目进度和收益能否达到预期尚有待检验。

总体来看，公司代建和自建项目较多，为公司未来的收入提供一定的保障，但同时我们也注意到，公司代建和自建项目尚需投入资金规模较大，将给公司带来一定的资金压力。

公司土地整理业务未来收入易土地市场波动的影响，土地转让业务具有一定的不确定性

根据公司与宝应县人民政府签订的《土地开发整理协议书》，宝应县人民政府委托公司实施宝应县经济开发区范围内的土地整理工作，公司按照宝应县政府制定的土地开发投资计划，遵循“统一规划、分区开发、分区实施”的原则实施，具体内容包括征地批后实施、拆迁和市政配套项目设施的建设等，要求宗地达到原自然状况或自然地坪标高，并使宗地达到“三通一平”。委托开发收益按照土地开发整理直接成本的 10%收取，直接成本包括开发整理工作的相关前期费用，征地批后实施、拆迁补偿费，土地整理及交付过程中发生的相关补偿费用及市政配套项目设施的建设有关费用。受政府规划及土地市场低迷影响，近年公司土地整理业务收入有所波动，2014-2016 年公司分别实现土地整理收入 7,014.27 万元、5,834.81 万元和 4,203.60 万元。

公司从事的土地转让业务，主要是公司根据前期从事的土地开发整理业务情况，经国土部门“招拍挂”程序竞得优质地块。待公司与项目投资方就相关地块的具体建设规划确定后，公司将该土地转让给项目投资方。具体操作程序为拟转让土地由宝应县政府按照账面成本加成 20%收回，并再次委托国土部门进行“招拍挂”进行挂牌出让。2014 年，公司转让 3 宗土地，面积合计 36,251.00 平方米，实现销售收入 21,889.56 万元；2015 年，公司转让 5 宗土地，面积合计 56,292.00 平方米，实现销售收入 22,550.88 万元；2016 年，公司转让 6 宗土地，面积合计 93,885.00 平方米，实现销售收入 29,682.72 万元。截至 2016 年末公司持有 28 宗土地，未来将根据具体规划用途进行开发利用，但该收入受土地市场影响，具有一定不确定性。

表9 近年公司不动产销售情况

年份	土地名称	面积 (平方米)	销售收入 (万元)	销售成本 (万元)
2014 年	宝国用（2012）年 05086 号	4,318.00	4,326.00	3,605.00
	宝国用（2013）第 4000031	5,435.00	2,323.68	1,936.40
	宝国用（2013）第 4000438 号	26,498.00	15,239.88	12,699.90
合计	-	36,251.00	21,889.56	18,241.30
2015 年	宝国用（2010）第 4217 号	5,494.00	1,440.00	1,200.00
	宝国用（2012）年 05087 号	9,190.00	2,101.20	1,751.00
	宝国用（2013）第 4000437 号	25,341.00	14,337.60	11,948.00
	宝国用（2010）第 11102 号	14,921.00	4,202.40	3,502.00
	宝国用（2011）第 4355 号	1,346.00	469.68	391.40

合计	-	56,292.00	22,550.88	18,792.40
2016年	宝国用（2013）第4000435号	9,317.00	5,055.24	4,212.70
	宝国用（2010）第4218号	14,264.00	4,080.00	3,400.00
	宝国用（2010）第11106号	8,012.00	4,449.60	3,708.00
	宝国用（2013）第4000562号	24,204.20	6,208.90	9,449.40
	宝国用（2013）第4000561号	19,999.80	5,130.38	
	宝国用（2010）第4998号	18,088.00	4,758.60	3,965.50
合计	-	93,885.00	29,682.72	24,735.60

资料来源：公司提供，鹏元整理

当地政府在资产划拨、资金补助方面给予了公司一定支持，提升了公司的资本实力和融资能力

公司建设资金需求量大，当地政府一方面通过注资提升公司的资本实力以增强公司的融资能力，另一方面通过拨付资金来缓解公司的资金压力。

2014-2015年宝应县人民政府向公司注入货币资金，分别增加资本公积50,000.00万元和50,000.00万元，提升了公司资本实力。在财政补贴方面，政府也对公司给予了大力支持。2014-2016年，宝应县财政局分别给予公司政府补助17,100.00万元、17,785.00万元和18,600.00万元，一定程度上增强了公司的盈利水平。

总体来看，地方政府对于公司的支持力度较大，有效提升了公司的资本实力和盈利水平。

表10 近年当地政府对公司的资金注入情况（单位：万元）

期间	文件号	划拨方	增加资本公积
2014年	宝政发（2014）46号《县政府关于增加宝应县开发投资有限公司资本公积的决定》	宝应县人民政府	50,000.00
2015年	宝政发（2015）68号《县政府关于增加宝应县开发投资有限公司资本公积的决定》	宝应县人民政府	50,000.00
合计	-	-	100,000.00

资料来源：公司提供，鹏元整理

表11 近年当地政府向公司拨付的补贴资金情况（单位：万元）

期间	金额	相关文件
2014年	17,100.00	宝财预【2014】3号《关于下达宝应县开发投资有限公司企业发展资金专项补贴的通知》
2015年	17,785.00	宝财预【2015】12号《关于下达宝应县开发投资有限公司企业发展资金专项补贴的通知》
2016年	18,600.00	宝财预【2016】21号《关于下达宝应县开发投资有限公司企业发展资金专项补贴的通知》

资料来源：公司提供，鹏元整理

七、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审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014-2016 年审计报告，报告采用新会计准则编制。2014-2016 年公司合并范围未发生变化。

资产结构与质量

公司资产规模增长较快，但资产整体流动性一般

近年政府向公司划拨较大规模的资产，且业务稳步发展，资产规模逐年增长，截至 2016 年末总资产为 568,263.37 万元，2014-2016 年复合增长率为 7.05%。从资产结构上看，公司资产以流动资产为主，2016 年末流动资产占总资产的比例为 94.13%。

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货等组成。2016 年末，货币资金余额为 6,231.18 万元，使用均未受限。其他应收款账面价值为 113,307.69 万元，主要是应收宝应县经济开发区财务结算中心、宝应县兴达建设开发有限公司、宝应县开发区财政所等单位的往来款，风险相对可控，但具体的回收时间具有一定不确定性，且规模较大，对公司资金造成了一定的占用。存货包括工程施工和土地使用权，工程施工为基础设施建设、安置小区建设及土地开发整理项目的投入成本，随着基础设施代建项目和安置房项目建设进程的推进，工程施工账面价值持续增长，而随着土地使用权的对外转让，土地使用权账面价值有所减少。2016 年末存货账面价值为 413,472.40 万元，占资产总额的 72.76%，其中工程施工和土地使用权分别为 188,428.70 万元和 225,043.70 万元，需关注工程施工后续工回款情况。土地使用权包含土地 28 宗，面积合计 57.82 万平方米，其中面积 26.51 万平方米、账面价值 111,431.40 万元的土地已被抵押，变现能力受限，土地使用权明细见附录五。

公司非流动资产主要是投资性房地产和固定资产，投资性房地产主要为厂房及办公用房；固定资产主要为公司自用的房屋及建筑物。

总体来看，近年公司资产规模增长较快，但存货占比较高，且抵押比例较高，资产整体流动性一般。

表12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6,231.18	1.10%	14,083.16	2.63%	2,827.55	0.57%
其他应收款	113,307.69	19.94%	59,838.26	11.19%	101,630.81	20.50%
存货	413,472.40	72.76%	426,170.38	79.69%	360,321.87	72.67%

流动资产合计	534,932.54	94.13%	506,574.23	94.73%	468,809.80	94.55%
可供出售金融资产	10,600.00	1.87%	3,600.00	0.67%	3,600.00	0.73%
投资性房地产	11,564.84	2.04%	11,238.62	2.10%	11,655.88	2.35%
固定资产	9,675.47	1.70%	11,274.84	2.11%	11,704.55	2.36%
非流动资产合计	33,330.82	5.87%	28,200.63	5.27%	27,034.40	5.45%
资产总计	568,263.37	100.00%	534,774.86	100.00%	495,844.20	100.00%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

近年公司营业收入保持稳定，未来收入较有保障，政府补助是公司利润的主要来源

公司收入来源较多，业务多元化程度较高，近年收入规模较为稳定，2014-2016年分别实现营业收入54,450.85万元、57,457.43万元和56,679.42万元。作为宝应县重要的城市资源开发和运营的投融资和建设主体，公司可持续经营能力较强，在建、拟建基础设施建设项目和安置房项目较多，业务可持续性较好。毛利率方面，公司主要业务均按照成本加成固定比例确认收入，综合毛利率较为稳定，2014-2016年分别为13.59%、13.45%和13.85%，盈利能力尚可，2014-2016年分别实现营业利润6,252.19万元、6,208.87万元和5,923.74万元。

为推动公司业务的发展，当地政府给予公司一定规模的财政补贴，2014-2016年，宝应县财政局分别给予公司政府补助17,100.00万元、17,785.00万元和18,600.00万元，是盈利的主要来源。

表13 公司主要盈利指标

项 目	2016 年	2015 年	2014 年
营业收入（万元）	56,679.42	57,457.43	54,450.85
营业利润（万元）	5,923.74	6,208.87	6,252.19
政府补助（万元）	18,600.00	17,785.00	17,100.00
利润总额（万元）	24,475.32	23,993.67	23,787.18
净利润（万元）	22,996.78	22,437.63	22,092.16
综合毛利率	13.85%	13.45%	13.59%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

现金流

近年公司经营现金流表现不佳，目前在建、拟建项目资金需求较大，仍将面临较大的资金压力

由于基础设施建设、安置房建设等业务结算期较长，公司现金回笼情况整体不佳，而随着前期交付项目进入回款期，公司收到的工程回购款增加，现金回笼情况逐渐改善，但

收现比仍处于较低水平，2014-2016年分别为0.44、0.49和0.90。另外，公司与相关业务单位之间的资金往来每年均呈现一定规模的净流出，经营活动现金流表现不佳，2014-2016年经营活动现金分别净流出73,606.09万元、5,300.22万元和39,365.83万元。我们注意到，虽然公司代建工程项目均与委托方签订委托建设协议并就回款时间做出约定，但实际工程款的支付可能有所延后，经营活动现金流受委托方付款时点的影响较大，存在一定的波动。截至2016年末，公司主要在建、拟建基础设施建设项目、安置小区建设项目尚需投资12.02亿元，且公司投资建设的莘宝工业园（一期）建设项目投资规模较大，面临一定的资金压力。

公司承建的基础设施建设项目前期需要公司垫付一定规模的资金，为了缓解资金压力，近年股东向公司注入较大规模的资金，且公司通过金融机构借款获取了较大规模的资金，2014-2016年筹资活动产生的现金流量净额分别为65,451.91万元、16,762.24万元和31,513.86万元。

表14 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
收现比	0.90	0.49	0.44
销售商品、提供劳务收到的现金	50,886.77	28,331.80	24,063.02
收到其他与经营活动有关的现金	157,630.75	171,009.34	161,531.28
经营活动现金流入小计	208,517.51	199,341.13	185,594.29
购买商品、接受劳务支付的现金	21,435.05	18,141.68	21,084.03
支付其他与经营活动有关的现金	226,385.37	186,499.67	238,116.35
经营活动现金流出小计	247,883.35	204,641.35	259,200.38
经营活动产生的现金流量净额	-39,365.83	-5,300.22	-73,606.09
投资活动产生的现金流量净额	0.00	-206.42	37.91
筹资活动产生的现金流量净额	31,513.86	16,762.24	65,451.91
现金及现金等价物净增加额	-7,851.97	11,255.60	-8,116.26

资料来源：公司2014-2016年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债水平不高，财务安全性较好

所有者权益方面，近年当地政府向公司注入较大规模的资金，且自身经营有一定的利润积累，资本实力较快增长，截至2016年末所有者权益合计为450,731.96万元，2014-2016年复合增长率为12.63%。近年公司负债规模相对稳定，2016年末公司负债总额为117,531.41万元。总体来看，2016年末公司产权比率为26.08%，所有者权益对负债的保障程度较好。

表15 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016年	2015年	2014年
负债总额	117,531.41	107,039.67	140,546.65
所有者权益	450,731.96	427,735.19	355,297.56
产权比率	26.08%	25.02%	39.56%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债等构成。其他应付款主要是与宝应经济开发区农业综合服务中心、江苏景明建设工程有限公司、宝应县开发区财政所等单位之间的往来款，2016年末账面余额为40,612.48万元。2016年末一年内到期的非流动负债账面余额为4,070.54万元，系一年内到期的长期借款。

公司非流动负债全部是长期借款和应付债券。长期借款均为土地使用权抵押借款，2016年末账面余额为24,255.46万元，利率为基准利率上浮30%。应付债券为公司在江苏小微企业融资产品交易中心非公开发行的债券，面值合计3.80亿元。

表16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	40,612.48	34.55%	63,341.65	59.18%	80,952.19	57.60%
一年内到期的非流动负债	4,070.54	3.46%	11,300.00	10.56%	13,300.00	9.46%
流动负债合计	55,495.07	47.22%	85,639.67	80.01%	107,846.65	76.73%
长期借款	24,255.46	20.64%	21,400.00	19.99%	32,700.00	23.27%
应付债券	37,780.88	32.15%	-	0.00%	-	0.00%
非流动负债合计	62,036.34	52.78%	21,400.00	19.99%	32,700.00	23.27%
负债合计	117,531.41	100.00%	107,039.67	100.00%	140,546.65	100.00%
其中：有息债务	66,106.88	56.25%	32,700.00	30.55%	46,000.00	32.73%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

从偿债能力指标来看，公司资产负债率较低，且流动资产规模增长较快，近年流动比率和速动比率均有所提高，但考虑到资产中存货和往来款占比较高，资产流动性一般，短期偿债能力一般。随着业务规模的增长，公司盈利状况逐步提升，2014-2016年EBITDA分别为24,896.77万元、25,682.00万元和26,173.67万元，2016年EBITDA利息保障倍数和有息负债与EBITDA之比分别为10.54和2.53，均处于较好水平。但随着公司在建、拟建项目的推进，预计公司将大量利用外部融资渠道筹集资金，其财务安全性也将逐步下降。

表17 公司偿债能力指标

指标名称	2016年	2015年	2014年
资产负债率	20.68%	20.02%	28.34%
流动比率	9.64	5.92	4.35
速动比率	2.19	0.94	1.01

EBITDA (万元)	26,173.67	25,682.00	24,896.77
EBITDA 利息保障倍数	10.54	8.88	7.43
有息债务/EBITDA	2.53	1.27	1.85

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

募投项目未来的收益是本期债券还本付息资金的主要来源。莘宝工业园（一期）建设项目的收入包括园区标准化厂房出售收入、园区标准化厂房出租收入、科技服务中心及园区配套管理用房出售收入、科技服务中心及园区配套管理用房出租收入、园区职工公寓出租收入和地下车位出售收入，在本期债券存续期内项目预计可实现的收入合计为 16.18 亿元。但需要关注的是，未来募投项目进度和收益能否达到预期存在一定的不确定性。

公司稳定的经营状况是本期债券按期偿付的基础。公司业务多元化程度较高，近年收入规模较为稳定，2014-2016 年分别实现营业收入 54,450.85 万元、57,457.43 万元和 56,679.42 万元；实现营业利润 6,252.19 万元、6,208.87 万元和 5,923.74 万元，自身经营状况尚可。且公司在建、拟建项目较多，业务可持续性较好。随着前期交付项目进入回款期，收到工程回购款增加，公司经营活动现金流将逐渐改善。同时需要关注的是，受政策调控和宝应县经济开发区发展规划影响，公司营业收入和经营活动现金流可能产生波动。

政府的大力支持为本期债券按期偿付提供了一定保障。2014-2015 年宝应县人民政府通过注入资金方式分别增加公司资本公积 50,000.00 万元和 50,000.00 万元，提升了公司资本实力。为支持公司业务的发展，2014-2016 年，宝应县财政局分别给予公司政府补助 17,100.00 万元、17,785.00 万元和 18,600.00 万元。但政府对公司的支持力度主要受区域经济和财政状况的影响，存在一定的不确定性。

截至2016年末，公司存货中共有土地28宗，面积合计57.82万平方米、账面价值合计225,043.70万元，若出现现金流不足情况时，公司可通过变现获得必要的偿债资金。但土地使用权中面积26.51万平方米、账面价值111,431.40万元的土地已用于抵押，且极端情况下大规模的资产变现易遭受流动性风险，资产能否顺利变现以及变现金额存在一定的不确定性。

（二）本期债券保障措施分析

江苏再担保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信

用水水平

江苏再担保出具担保函，对本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，如公司不能全部兑付债券本息，江苏再担保应主动承担担保责任，将兑付资金划入债券登记托管机构或主承销人指定的账户。债券持有人可分别或联合要求江苏再担保承担保证责任。代理人有义务代理债券持有人要求江苏再担保履行保证责任。江苏再担保保证的范围为本期债券本金、利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，保证期间为江苏再担保承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起二年，债券持有人在此期间内未要求江苏再担保承担保证责任的，江苏再担保免除保证责任。

江苏再担保的控股股东和实际控制人为江苏省人民政府。截至 2016 年 12 月 31 日，江苏再担保注册资本和实收资本均为 573,421 万元。

截至 2016 年 12 月 31 日，江苏再担保资产总额为 108.48 亿元，所有者权益合计为 69.86 亿元，资产负债率为 35.60%；2016 年度，江苏再担保实现营业收入 10.03 亿元，利润总额 3.75 亿元，经营活动现金流净额-6.58 亿元。截至 2016 年 12 月 31 日，江苏再担保期末担保责任余额为 491.65 亿元，担保风险准备金为 12.56 亿元，担保净资产放大倍数为 7.04 倍。

江苏再担保主要有担保类业务、融资类业务两大业务板块，近年江苏再担保业务规模稳步增长，2016 年实现营业收入 10.03 亿元，其中担保业务收入 4.64 亿元，融资类业务收入 4.80 亿元（利息收入 3.06 亿元，租赁收入 1.74 亿元）。

表18 2014-2016 年江苏再担保营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
再担保业务	4,509.06	4.50%	3,220.16	3.52%	966.12	1.29%
直接担保业务	41,913.09	41.79%	28,105.91	30.75%	24,634.61	32.92%
利息业务	30,621.94	30.53%	28,974.83	31.71%	26,789.70	35.80%
融资租赁业务	17,414.21	17.36%	14,347.19	15.70%	12,694.88	16.96%
买断非循环后付款保理	-	-	14,218.75	15.56%	-	-
其他业务	5,836.16	5.82%	2,520.00	2.76%	9,750.46	13.03%
合计	100,294.46	100.00%	91,386.84	100.00%	74,835.77	100.00%

资料来源：江苏再担保 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

表19 2014-2016 年江苏再担保主要财务指标

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	1,084,751.81	865,362.60	738,401.92
所有者权益合计（万元）	698,626.25	568,951.69	468,559.39
资产负债率	35.60%	34.25%	36.54%
流动比率	2.59	2.72	1.80
营业收入（万元）	100,294.46	91,386.84	74,835.77

利润总额（万元）	37,460.56	34,650.85	37,245.06
期间费用率	17.94%	15.86%	16.34%
净资产收益率	4.49%	5.04%	6.39%
经营活动现金流净额（万元）	-65,757.00	43,267.69	12,865.10
当期再担保发生额（亿元）	695.69	675.96	579.99
当期直接担保发生额（亿元）	177.68	80.29	63.85
期末担保责任余额（亿元）	491.65	285.22	245.56
担保风险准备金（亿元）	12.56	9.62	8.57
担保净资产放大倍数	7.04	5.01	5.24
累计担保代偿率	0.23%	0.23%	0.57%

资料来源：江苏再担保 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

江苏再担保主营业务持续稳定，经营实力强，获江苏省人民政府支持力度大，收入及利润具有一定的规模。近年国家加强对融资担保行业的推动，资本支持、税收优惠等政策进一步加强了江苏再担保的实力。近年江苏再担保的民营股东陆续退出，新增多家江苏省内的国有平台公司股东，股东背景实力增强。近年江苏再担保得到股东的进一步增资，资本实力大幅增强。

经鹏元评定，江苏再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为本期债券的偿还提供了较强的保障，有效提升了本期债券的信用水平。

九、或有事项分析

截至2016年12月31日，公司对外提供的担保总额为14.21亿元，占同期所有者权益的31.52%，其中对民营企业的担保金额为3,600.00万元，对国有企业的担保余额为13.85亿元，且均无反担保，面临一定的或有负债风险。

表20 截至 2016 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保企业	企业性质	担保类型	反担保方式	担保金额
宝应宝汜达实业发展有限公司	国有	保证担保	无	13,000.00
宝应县兴达建设开发有限公司	国有	保证担保	无	16,000.00
宝应县兴达建设开发有限公司	国有	保证担保	无	3,000.00
江苏宝应科技创业发展有限公司	国有	保证担保	无	5,000.00
江苏宝应科技创业发展有限公司	国有	保证担保	无	5,500.00
扬州市嘉聚利贸易有限公司	国有	保证担保	无	5,000.00
扬州市嘉聚利贸易有限公司	国有	保证担保	无	3,500.00
宝应鑫秀元实业有限公司	国有	保证担保	无	3,500.00
江苏华轩建设工程有限公司	民营	保证担保	无	1,500.00
宝生聚酯江苏有限公司	民营	保证担保	无	1,000.00
江苏亚鹏建设有限公司	民营	保证担保	无	1,100.00

江苏宝应科技创业发展有限公司	国有	抵押担保	无	13,055.00
江苏宝应科技创业发展有限公司	国有	抵押担保	无	11,597.58
江苏飞跃道路桥梁建设有限公司	国有	抵押担保	无	8,654.94
江苏盛世园林工程有限公司	国有	抵押担保	无	8,654.94
江苏飞跃道路桥梁建设有限公司	国有	抵押担保	无	8,606.00
江苏盛世园林工程有限公司	国有	抵押担保	无	8,606.00
宝应县第二污水处理厂	国有	抵押担保	无	7,300.00
宝应县土地收购储备中心	国有	抵押担保	无	7,284.00
宝应县兴水水务投资有限公司	国有	抵押担保	无	5,943.00
宝应县第二污水处理厂	国有	抵押担保	无	4,270.60
合计	-	-	-	142,072.06

资料来源：公司提供，鹏元整理

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	6,231.18	14,083.16	2,827.55
应收账款	166.21	6,482.44	4,029.56
预付款项	1,755.06	0.00	0.00
其他应收款	113,307.69	59,838.26	101,630.81
存货	413,472.40	426,170.38	360,321.87
流动资产合计	534,932.54	506,574.23	468,809.80
可供出售金融资产	10,600.00	3,600.00	3,600.00
长期股权投资	1,411.07	2,000.00	0.00
投资性房地产	11,564.84	11,238.62	11,655.88
固定资产	9,675.47	11,274.84	11,704.55
递延所得税资产	79.45	87.17	73.97
非流动资产合计	33,330.82	28,200.63	27,034.40
资产总计	568,263.37	534,774.86	495,844.20
应付账款	875.98	5,356.32	9,782.95
应交税费	7,403.13	5,588.76	3,720.90
应付利息	2,532.94	52.94	90.60
其他应付款	40,612.48	63,341.65	80,952.19
一年内到期的非流动负债	4,070.54	11,300.00	13,300.00
流动负债合计	55,495.07	85,639.67	107,846.65
长期借款	24,255.46	21,400.00	32,700.00
应付债券	37,780.88	0.00	0.00
非流动负债合计	62,036.34	21,400.00	32,700.00
负债合计	117,531.41	107,039.67	140,546.65
实收资本	15,000.00	15,000.00	15,000.00
资本公积	317,050.00	317,050.00	267,050.00
盈余公积	8,474.59	6,174.07	3,929.74
未分配利润	110,207.37	89,511.12	69,317.81
归属于母公司所有者权益合计	450,731.96	427,735.19	355,297.56
所有者权益合计	450,731.96	427,735.19	355,297.56
负债和所有者权益总计	568,263.37	534,774.86	495,844.20

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
一、营业总收入	56,679.42	57,457.43	54,450.85
其中：营业收入	56,679.42	57,457.43	54,450.85
二、营业总成本	50,166.75	51,248.56	48,253.56
其中：营业成本	48,831.56	49,729.91	47,052.45
税金及附加	193.18	151.02	135.31
管理费用	787.40	869.25	886.04
财务费用	385.52	445.59	212.69
资产减值损失	-30.90	52.79	-32.93
投资收益	-588.93	-0.00	54.90
三、营业利润	5,923.74	6,208.87	6,252.19
加：营业外收入	18,600.00	17,795.00	17,625.92
减：营业外支出	48.42	10.20	90.93
四、利润总额	24,475.32	23,993.67	23,787.18
减：所得税费用	1,478.54	1,556.04	1,695.02
五、净利润	22,996.78	22,437.63	22,092.16

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，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
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	50,886.77	28,331.80	24,063.02
收到其他与经营活动有关的现金	157,630.75	171,009.34	161,531.28
经营活动现金流入小计	208,517.51	199,341.13	185,594.29
购买商品、接受劳务支付的现金	21,435.05	18,141.68	21,084.03
支付的各项税费	62.93	-	-
支付其他与经营活动有关的现金	226,385.37	186,499.67	238,116.35
经营活动现金流出小计	247,883.35	204,641.35	259,200.38
经营活动产生的现金流量净额	-39,365.83	-5,300.22	-73,606.09
二、投资活动产生的现金流量：			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	-	-	54.90
投资活动现金流入小计	-	-	54.90
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	-	206.42	16.99
投资活动现金流出小计	-	206.42	16.99
投资活动产生的现金流量净额	-	-206.42	37.91
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	-	32,500.00	50,000.00
取得借款收到的现金	28,326.00	-	26,000.00
发行债券收到的现金	37,676.00	-	-
筹资活动现金流入小计	66,002.00	32,500.00	76,000.00
偿还债务支付的现金	32,700.00	13,300.00	7,500.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,788.14	2,437.76	3,048.09
筹资活动现金流出小计			
筹资活动产生的现金流量净额	31,513.86	16,762.24	65,451.91
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	-7,851.97	11,255.60	-8,116.26
加：期初现金及现金等价物余额	14,083.16	2,827.55	10,943.82
六、期末现金及现金等价物余额	6,231.18	14,083.16	2,827.55

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，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
1. 将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	22,996.78	22,437.63	22,092.16
加：资产减值准备	-30.90	52.79	-32.93
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,257.70	1,243.56	803.97
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	15.45	-	-254.90
财务费用	440.65	444.76	305.63
投资损失	588.93	0.00	-54.90
递延所得税资产减少	7.73	-13.20	8.23
存货的减少	12,697.98	-65,848.51	-8,022.99
经营性应收项目的减少	-48,877.36	39,571.91	-79,931.94
经营性应付项目的增加	-28,462.78	-3,189.17	-8,518.40
经营活动产生的现金流量净额	-39,365.83	-5,300.22	-73,606.09
2、不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：			
3、现金及现金等价物净变动情况：			
现金的年末余额	6,231.18	14,083.16	2,827.55
减：现金的年初余额	14,083.16	2,827.55	10,943.82
现金及现金等价物净增加额	-7,851.97	11,255.60	-8,116.26

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，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）	66,106.88	32,700.00	46,000.00
资产负债率	20.68%	20.02%	28.34%
流动比率	9.64	5.92	4.35
速动比率	2.19	0.94	1.01
综合毛利率	13.85%	13.45%	13.59%
EBITDA（万元）	26,173.67	25,682.00	24,896.77
EBITDA 利息保障倍数	10.54	8.88	7.43
有息债务/EBITDA	2.53	1.27	1.85

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附件五 截至 2016 年末公司土地使用权情况（单位：万平方米、万元）

土地证编号	证载用途	面积	账面价值	是否抵押
宝国用(2010)第 4216 号	商住用地	0.80	1,600.00	否
宝国用(2010)第 4219 号	商住用地	2.87	5,500.00	否
宝国用(2010)第 4220 号	商住用地	3.30	6,800.00	否
宝国用(2010)第 4221 号	商住用地	1.74	3,500.00	否
宝国用(2010)第 4997 号	商住用地	1.28	2,678.00	否
宝国用(2010)第 11019 号	商住用地	2.13	4,558.60	是
宝国用(2010)第 011024 号	商住用地	4.11	19,055.00	否
宝国用(2010)第 11103 号	商住用地	0.93	4,326.00	否
宝国用(2010)第 11104 号	商住用地	1.27	5,922.50	否
宝国用(2010)第 11105 号	商住用地	1.13	5,253.00	否
宝国用(2013)第 4000439 号	商住用地	3.28	19,467.00	否
宝国用(2013)第 4000440 号	商住用地	1.24		否
宝国用(2013)第 4000436 号	商住用地	0.62	2,894.30	是
宝国用(2011)第 4354 号	商住用地	0.30	844.60	否
苏（2017）宝应县不动产权第 000159 号	商住用地	1.07	6,612.60	否
苏（2017）宝应县不动产权第 000160 号	商住用地	0.58		否
宝国用(2013)第 4000942 号	商住用地	1.76	7,333.60	是
宝国用(2013)第 4000943 号	商住用地	2.15	8,971.30	是
宝国用(2013)第 4000944 号	商住用地	2.41	10,042.50	否
宝国用(2013)第 4000945 号	商住用地	2.10	8,744.70	是
宝国用(2013)第 4000946 号	商住用地	2.83	11,793.50	是
宝国用(2013)第 4000947 号	商住用地	2.73	11,783.20	是
宝国用(2013)第 4000948 号	商住用地	1.36	5,891.60	否
宝国用(2013)第 4000949 号	商住用地	2.90	12,504.20	是
宝国用(2013)第 4000950 号	商住用地	0.16	669.50	否
宝国用(2014)第 4001748 号	商住用地	3.47	15,450.00	否
宝国用(2014)第 4001749 号	商住用地	4.47	20,703.00	是
宝国用(2014)第 4001750 号	商住用地	4.81	22,145.00	是
合计	-	57.82	225,043.70	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
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 $\times 100\%$
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	一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券

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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。