

2017 年(第一期、第二期)宝应县开发投资有限公司

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
【622】号 01

债券简称：
第一期：17 宝开 01/
17 宝应开投债 01；
第二期：17 宝开 02/17
宝应开投债 02

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

债券剩余规模：
12 亿元（其中：第一期
6 亿元，第二期 6 亿元）

债券到期日期：
第一期：2024 年 8 月 21
日；第二期：2024 年 10
月 17 日

债券偿还方式：按年付
息，分别于当期债券的
第 3 至第 7 个计息年度
末偿还当期债券发行总
额的 20%

分析师
姓名：
贾聪 张伟亚

电话：
021-51035670

邮箱：
jiac@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

2017 年（第一期、第二期）宝应县开发投资有限公司 公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
一期债券信用等级	AAA	AAA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 6 月 16 日	2017 年 7 月 27 日
	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
二期债券信用等级	AAA	AAA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 6 月 16 日	2017 年 9 月 29 日

评级观点：

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”）及其 2017 年 8 月 21 日发行的第一期公司债券（以下简称“17 宝开 01”）与 2017 年 10 月 17 日发行的第二期公司债券（以下简称：“17 宝开 02”）的 2018 年度跟踪评级结果为：“17 宝开 01”债券信用等级维持为 AAA，“17 宝开 02”债券信用等级维持为 AAA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到 2017 年公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础。公司基础设施建设和安置房建设业务的持续性较好，2017 年继续获得较大力度的外部支持，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仍能有效提升“17 宝开 01”以及“17 宝开 02”两期债券的信用水平。同时我们也关注到公司资产流动性一般，2017 年经营活动现金流表现较差，面临一定的资金压力，有息债务增长较快及存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2017 年宝应县实现地区生产总值

574.93 亿元，同比增长 8.1%；宝应经济开发区实现地区生产总值 64.03 亿元，同比增长 54.77%。所处地区经济实力的增强为公司的发展提供了良好基础。

- **公司基础设施建设和安置房建设业务的持续性较好。**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 2017 年 12 月末，在建基础设施建设项目和安置房项目总投资规模为 26.60 亿元，累计已投资 17.63 亿元，业务持续性较好。
- **2017 年公司继续获得较大力度的外部支持。**宝应经济开发区管理委员会（以下简称“宝应经开区管委会”）2017 年向公司拨付 21,000.00 万元资金，计入补贴收入，增强了公司的盈利水平。
- **江苏再担保为两期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升两期债券的信用水平。**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仍能有效提升“17 宝开 01”以及“17 宝开 02”两期债券的信用水平。

关注：

- **公司资产流动性一般。**2017 年公司资产规模进一步增长，但其他应收款及存货占比合计为 79.48%，比重较高。其他应收款回款时间不确定，存货主要为施工成本及土地使用权，且土地使用权部分已用抵押，集中变现能力较弱。综合而言，公司资产整体流动性一般。
- **2017 年公司主营业务回款情况不佳，经营活动现金流表现较差，未来面临一定的资金压力。**2017 年公司经营活动现金净流出 58,566.10 万元，表现较差；且截至 2017 年末，公司主要在建基础设施建设项目、安置小区建设项目尚需投资 9.05 亿元，投资建设的莘宝工业园（一期）建设项目亦尚需一定规模的投入，公司未来仍将面临一定的资金支出压力。
- **公司有息债务规模增长较快，债务压力有所上升。**2017 年末，公司有息负债规模达到 207,617.03 万元，较上年末增长 214.06%，扩张速度较快。
- **存在一定的或有负债风险。**截至 2017 年 12 月 31 日，公司对外提供的担保总额为 8.28 亿元，占同期末所有者权益的 17.39%，被担保对象全部为国有企业，均未设置反担保措施，公司面临一定的或有负债风险。

主要财务指标:

项目	2017年	2016年	2015年
总资产(万元)	717,894.38	568,263.37	534,774.86
所有者权益(万元)	475,994.57	450,731.96	427,735.19
有息债务(万元)	207,617.03	66,106.88	32,700.00
资产负债率	33.70%	20.68%	20.02%
流动比率	9.35	9.64	5.92
营业收入(万元)	62,926.24	56,679.42	57,457.43
其他收益(万元)	21,000.00	-	-
营业外收入(万元)	-	18,600.00	17,795.00
利润总额(万元)	26,754.13	24,475.32	23,993.67
综合毛利率	12.96%	13.85%	13.45%
EBITDA(万元)	29,954.36	26,173.67	25,682.00
EBITDA 利息保障倍数	6.74	10.54	8.88
经营活动现金流净额(万元)	-58,566.10	-39,365.83	-5,300.22

资料来源: 公司 2015-2017 年审计报告, 鹏元整理

担保方主要财务指标:

项目	2017年	2016年	2015年	2014年
总资产(万元)	1,222,442.84	1,084,751.81	865,362.60	738,401.92
所有者权益合计(万元)	717,323.61	698,626.25	568,951.69	468,559.39
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 2014-2017 年审计报告, 江苏再担保提供, 鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改企业债券[2017]257号文件批准，公司2017年8月21日发行了“17宝开01”，规模为6.00亿元，期限为7年，票面利率为5.45%；2017年10月17日，公司发行了“17宝开02”，规模为6.00亿元，期限为7年，票面利率为5.49%。两期债券募集资金拟使用于莘宝工业园（一期）建设项目与补充公司营运资金，截至2018年5月30日，两期债券募集资金使用情况如下：

表1 截至2018年5月末，“17宝开01”和“17宝开02”募集资金使用情况（单位：亿元）

项目	拟使用募集资金	已使用募集资金
	17宝开01和17宝开02	17宝开01和17宝开02
莘宝工业园（一期）建设项目	7.35	3.75
补充营运资金	4.65	4.65

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称未发生变化、主营业务仍为基础设施建设、安置房建设和土地开发整理。2017年5月9日，公司董事会成员由石庆旺、陈启忠、左帮兴变更为马刚、陈启忠、马兴龙；公司法定代表人、董事长由石庆旺变更为马刚。截至2018年5月末，公司注册资本与实收资本仍为15,000.00万元，控股股东仍为宝应县中小企业融资服务中心，实际控制人仍为宝应县人民政府，产权及控制关系如下图所示。2017年度，公司合并范围未发生变化。

图1 截至2018年5月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2017年12月31日，公司资产总额为71.79亿元，所有者权益为47.60亿元，资产负债率为33.70%；2017年度，公司实现营业收入6.29亿元，利润总额2.68亿元，经营活动现金净

流出5.86亿元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

近年来，全球经济整体呈现逐步复苏的态势，为我国经济平稳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，着力创新和完善宏观调控，经济运行实现稳中向好的态势。在积极的财政政策和稳健的货币政策影响下，随着稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作的统筹推进，我国经济社会有望持续健康发展

近年来，全球经济终于基本摆脱了 2008 年金融危机的阴影，整体呈现逐步复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济表现总体稳定，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地，有望进一步支撑未来的经济增长。欧洲经济稳健复苏，政治风险有所缓解。日本经济维持温和增长，已创纪录地连续六个季度未出现衰退，释放收紧货币政策信号。新兴经济体整体复苏加快，但仍有所分化，印度因币制改革与莫迪新政效应递减，经济高速增长光环不再，而之前陷入衰退的巴西和俄罗斯经济复苏势头强劲，降息空间不断打开。全球经济回暖为我国经济平稳增长提供了良好的外部环境。

近年来，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行保持在合理区间、实现稳中向好的态势。2015-2017 年，国内生产总值（GDP）从 68.91 万亿元增长至 82.71 万亿元，增长率分别为 6.9%、6.7%和 6.9%，2017 年实现 2011 年以来首次 GDP 增速回升。经济结构出现重大变革，2015-2017 年，最终消费对经济增长的平均贡献率超过 60.0%，服务业占 GDP 比重均超过 50%，经济增长实现从主要依靠工业带动转为工业和服务业共同带动，从主要依靠投资拉动转为消费和投资一起拉动。产业结构优化升级，服务业成为支撑经济稳定增长的主动力，新兴产业不断壮大，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。投资增速逐年放缓，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。进出口总额在 2015 年、2016 年连续下降的情况下，2017 年增速由负转正，实现回稳向好。居民消费价格指数（CPI）温和上涨，2015-2017 年年均上涨 1.7%，保持较低水平；2015-2017 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）增速分别为-5.2%、-1.4%和 6.3%，2017 年结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势。实体经济表现良好，2015-2017 年，全国规模以上工业增加值同比分别增长 6.1%、6.0%和 6.6%，增速稳中有升。“一带一路”建设成效显著，“京津冀协同发展”、“长江经济带发展战略”、粤港澳大湾区建设及雄安新区建设等国内区域发展战略持续推进，各区域协同发展的效应逐步显现。

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。在财政收支矛盾较大情况下，我国率先大幅减税降费，分步骤全面推开营改增。加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换。调整财政支出结构，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，财政赤字率一直控制在 3% 以内。2015-2017 年，我国一般公共预算收入逐年上升，分别为 15.22 万亿元、15.96 万亿元和 17.26 万亿元，一般公共预算支出分别为 17.56 万亿元、18.78 万亿元和 20.33 万亿元，逐年增长，财政赤字率均控制在 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。

目前，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年，在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，推动质量变革、效率变革、动力变革。继续实施积极的财政政策，调整优化财政支出结构，切实加强地方政府债务管理；实施稳健中性的货币政策，保持信贷和社会融资规模合理增长，促进经济社会持续健康发展。同时，全球经济有望继续复苏，但不稳定不确定因素仍然较多，国内经济金融领域的结构性矛盾仍然存在，防范化解重大风险的任务依然艰巨。

自 2014 年 43 号文明确提出加强地方政府性债务管理以来，国家出台多项政策完善和落实地方政府性债务管理制度，推动城投公司深化改革。2017 年，城投行业监管政策密集发布，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

2014 年 10 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，以下简称“43 号文”），明确提出规范地方政府性债务，规定地方政府不得借助企事业单位进行融资，拉开了中央政府规范和控制地方政府债务的序幕。自 43 号文出台以来，城投行业相关政策依旧延续 43 号文精神，在此总框架下，对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。

2015 年 2 月，发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务，对城投公司发债进行严格管理。此后，随着经济下行压力的增大，政策层一定程度上放松了对融资平台发债的限制。2015 年 5 月，发改办财金[2015]1327 号文鼓励企业发债为七大类重

大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，并不受发债企业数量指标的限制，同时打通县域企业发债通道。

2016年，国家出台多项政策，推动城投公司深化改革，引导城投行业加快转型，逐步规范城投行业发展。2月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4号），严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作。7月，中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18号），限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运动，鼓励发展直接融资。

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，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，不得为融资平台公司提供各种形式的担保，并严禁地方政府利用PPP变相举债、承诺回收本金等行为。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 近年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2014年10月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发[2014]43号)	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制,加快建立规范的地方政府举债融资机制,化解地方政府性债务风险
2015年2月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离,不能新增政府债务;鼓励各地扩大项目收益债、永续期债券等创新品种规模
2015年3月底、4月初	《城市地下综合管廊建设专项债券发行指引》、《战略性新兴产业专项债券发行指引》、《养老产业专项债券发行指引》、《城市停车场建设专项债券发行指引》	发展改革委	加大企业债券对城市地下综合管廊建设、战略性新兴产业、养老产业和城市停车场建设领域的支持力度,以引导和鼓励社会投入
2015年5月	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》(发改办财金[2015]1327号)	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融资,不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等
2016年2月	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》(财综[2016]4号)	财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会	进一步规范土地储备行为,严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作,鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作
2016年3月	《关于2016年深化经济体制改革重点工作的意见》(国发[2016]21号)	发展改革委	规范地方政府债务管理,鼓励融资平台市场化转型改制,支持开展基础设施资产证券化试点
2016年7月	《关于深化投融资体制改革的意见》(中发[2016]18号)	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围,限定政府出资方式,引导融资平台市场化运动,鼓励发展直接融资
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、规范政府和与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、发行机制和监督管理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	财政部	严格新PPP项目入库标准,清理已入库PPP项

月	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）		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，严禁党政机关工作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

从宏观需求来看，国内宏观经济下行压力仍然存在，固定资产投资成为拉动经济增长的重要因素，其中城投公司作为基础设施建设的重要主体之一，外部运营环境总体较好，短期内城投公司地位不可取代。但随着政策的逐步规范，未来城投公司可获得的政府隐性支持将逐步减弱，城投公司信用将加快与政府信用脱钩。从融资机制来看，城投公司举债机制将日益规范化，地方政府债务与城投公司债务的切割进一步加强。城投公司转型压力增大，去政府化及市场化转型进程将进一步加快。

（二）区域环境

2017年宝应县经济保持发展，固定资产投资增速有所回升，但经济增速进一步放缓

2017年宝应县经济总量继续较快增长，当年实现地区生产总值 574.93 亿元，可比价增长 8.1%，但增速较上年下降 1.3 个百分点。其中，第一产业增加值 68.77 亿元，同比增长 2.1%；第二产业增加值 257.42 亿元，同比增长 7.2%；第三产业增加值 248.74 亿元，同比增长 11.1%。服务业增加值占 GDP 比重达 43.3%，三次产业比例由上年的 13.1:44.7:42.2 调整为 12.0:44.7:43.3，第三产业占比提升，产业结构持续调整。就人均情况来看，2017年宝应县按常住人口计算的人均 GDP 达到 7.58 万元，为全国人均 GDP 的 127.10%，处于较好水平。

工业生产方面，2017年末，宝应县规模以上企业（年主营业务收入 2,000 万元及以上）总数达 415 家，当年规模以上工业完成总产值 1,119.89 亿元，比上年增长 11.4%；实现主营业务收入 1,058.88 亿元，比上年增长 11.6%。实现利润 62.30 亿元，同比增长 19.3%。

2017年，宝应县固定资产完成投资 443.02 亿元，同比增长 18.9%，比去年同期上升 3.8 个百分点，是经济增长的重要驱动因素。其中，项目投资 399.99 亿元，同比增长 20.4%；房地产开发完成投资 43.02 亿元，同比增长 6.0%。从产业结构情况来看，第一产业完成投资 1.12 亿元，同比下降 45.1%；第二产业完成投资 281.15 亿元，同比增长 20.5%，其中技术改造完成投资 189.78 亿元，同比增长 29.3%；第三产业完成投资 160.74 亿元，同比增长 17.0%。

从贸易和金融领域来看，宝应县社会消费品零售总额和进出口总额持续较快增长，增速分别为 10.1% 和 6.2%；2017年存款和贷款余额分别为 572.20 亿元和 328.11 亿元，分别较上

年增长 10.1% 和 11.4%。

总体来看，2017 年宝应县经济保持较快增长，工业经济向好，固定资产投资增速有所上升。

表3 2016-2017 年宝应县主要经济指标及同比变化情况

项目	2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	574.93	8.1%	506.3	9.4%
第一产业增加值（亿元）	68.77	2.1%	66.44	0.3%
第二产业增加值（亿元）	257.42	7.2%	226.31	10.3%
第三产业增加值（亿元）	248.74	11.1%	213.55	11.6%
全年固定资产投资（亿元）	443.02	18.9%	372.72	15.1%
社会消费品零售总额（亿元）	165.48	10.1%	150.34	10.8%
进出口总额（亿美元）	11.25	6.2%	10.59	19.0%
存款余额（亿元）	527.20	10.1%	478.68	17.9%
贷款余额（亿元）	328.11	11.4%	294.6	13.5%
人均 GDP（万元）	7.58		6.70	
人均 GDP/全国人均 GDP	127.10%		124.05%	

资料来源：宝应县 2016-2017 年国民经济与社会发展统计公报，鹏元整理

2017年宝应经济开发区经济发展较快，固定资产投资增速大幅回升

宝应经济开发区是江苏省首批省级开发区，规划面积50平方公里，目前已形成智能输变电装备产业和光伏制造产业为主导，IT智能制造和汽配产业为辅，以及一个南北共建产业园为亮点的产业集群。其中隶属于中国航空工业集团公司的上市公司宝胜科技创新股份有限公司（600973.SH）亦位于此处，其主营业务为电力电缆生产及制造，2017年总资产规模为169.22亿元，实现营业收入206.91亿元，利润总额1.21亿元。

2017年宝应经济开发区生产总值为64.03亿元，较上年增长54.77%，三次产业比调整为3.58: 41.65: 54.77，第二产业占比有所增长。2017年宝应经济开发区工业经济保持较快发展，当年工业增加值为22.01亿元，较上年增长44.33%。固定投资方面，2017年宝应经济开发区全年实现固定资产投资85.85亿元，较上年大幅增长43.25%，当地经济快速发展的重要推动力。

表4 2016-2017 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	2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	64.03	54.77%	41.37	8.21%
第一产业增加值	2.29	100%	0.05	0.00%
第二产业增加值	26.67	65.65%	16.10	-0.25%

第三产业增加值	35.07	39.06%	25.22	14.43%
工业增加值	22.01	44.33%	15.25	5.56%
全年固定资产投资	85.85	43.25%	59.93	-16.72%

数据来源：宝应县经济开发区统计站，鹏元整理

2017年宝应县地方综合财力有一定增长，但公共财政收入小幅下降，财政自给能力进一步减弱

2017年宝应县地方综合财力为72.48亿元，较上年增长6.56%，主要系政府性基金收入增长带动。从构成来看，2017年公共财政收入、上级补助收入和政府性基金收入占地方综合财力的比重分别为38.07%、34.89%和27.04%。

2017年宝应县实现公共财政收入27.59亿元，较上年下降10.45%。实现税收收入22.03亿元，占当年公共财政收入的79.85%，公共财政收入质量较好；非税收入5.55亿元，主要系行政事业性收费。上级补助收入是宝应县财政收入的重要来源，2017年规模为25.29亿元，较上年略有减少。宝应县政府性基金收入主要来自国有土地使用权出让收入，2017年当地土地市场行情较好，宝应县实现政府性基金收入19.60亿元，较上年增长111.66%。但未来该收入仍易受土地市场变化影响，具有一定的不确定性。

2017年宝应县公共财政支出为67.79亿元，较上年增长5.30%，其中用于一般公共服务、教育、医疗、社会保障和就业方面的支出占比合计为56.19%，财政支出具有一定刚性。此外，2017年宝应县财政自给率降至40.70%，财政自给能力进一步减弱。

根据宝应县《2017年预算执行情况与2018年预算(草案)》资料，截至2017年末，宝应县地方政府一般债务余额为41.43亿元，限额为43.00亿元；专项债务余额为30.35亿元，限额为31.00亿元。

总体来看，2017年宝应县地方综合财力有一定增长，但公共财政收入规模有所下降，财政自给能力则进一步减弱。

表5 2016-2017年宝应县财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017年	2016年
地方综合财力=(一)+(二)+(三)	72.48	68.02
(一) 公共财政收入	27.59	30.81
其中：税收收入	22.04	26.6
非税收入	5.55	4.21
(二) 上级补助收入	25.29	27.95
(三) 政府性基金收入	19.60	9.26
财政总支出=(一)+(二)+(三)	97.62	82.09
(一) 公共财政预算支出	67.79	64.38
(二) 上解上级支出	6.30	5.68

(三) 政府性基金支出	23.53	12.03
财政自给率	40.70%	47.86%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：2016 年数据来自宝应县财政局，2017 年数据来自宝应县《2017 年预算执行情况与 2018 年预算(草案)》，鹏元整理

宝应经济开发区公共财政收入规模较小且2017年降幅较大，财政自给能力有所下滑

宝应县经济开发区公共财政收入规模较小，且受土地增值税大幅下降以及“营改增”等因素影响¹，2017年当地公共财政收入较上年明显下滑，为21,539.00万元。2017年宝应县经济开发区公共财政收入全部来源于税收收入，其中增值税规模为9,080万元，企业所得税规模为2,300.00万元。

财政支出方面，2017年宝应县经济开发区公共财政支出规模为60,806万元，亦较上年大幅下降。其中主要支出用于城乡社区事务方面，2017年支出规模为18,899万元。从财政收支平衡情况来看，尽管公共财政支出有所缩减，但公共财政收入降幅更大，导致2017年宝应县经济开发区财政自给率较上年下降8.16个百分点至35.42%，财政自给能力进一步弱化。

表6 2016-2017 年宝应经济开发区财政收支情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
公共财政收入	21,539.00	39,730.10
其中：税收收入	21,539.00	39,730.10
上级补助收入	-	21,785.40
其中：返还性收入	-	3,140.80
一般性转移支付收入	-	18,524.60
专项转移支付	-	120.00
公共财政支出	60,806.00	91,171.03
财政自给率	35.42%	43.58%

注：“-”表示当地政府未公开披露的数据，财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：2016 年数据来自宝应经济开发区财政所，2017 年数据来自宝应县《2017 年预算执行情况与 2018 年预算(草案)》，鹏元整理

四、经营与竞争

跟踪期内，公司仍主要从事宝应经济开发区的基础设施建设、安置房建设和土地开发整理等业务，业务多元化程度仍较高。受土地开发整理收入大幅增长推动，2017年实现营业收入62,926.24万元，较上年增长11.02%。从收入来源来看，土地转让与土地开发整理系

¹根据宝应县《2017 年预算执行情况与 2018 年预算(草案)》，2016 年宝应经济开发区土地增值税为 21,308 万元，2017 年为 1,580 万元。

2017年公司最主要的收入来源，当年上述两项业务收入占整体营业收入的比重分别为50.80%与27.70%。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，各业务毛利率均较为稳定，但由于毛利率相对较低的土地开发整理业务2017年收入占比上升，导致公司综合毛利率较上年下降0.89个百分点至12.96%。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

业务名称	2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施代建收入	6,673.69	13.04%	7,461.36	13.04%
土地开发整理	17,431.97	9.09%	4,203.60	9.09%
安置小区建设	6,698.82	13.04%	15,094.27	13.04%
土地转让收入	31,964.09	16.67%	29,682.72	16.67%
厂房租赁收入	157.66	-319.21%	237.47	-178.31%
合计	62,926.24	12.96%	56,679.42	13.85%

资料来源：公司 2016-2017 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，但目前在建项目资金需求量较大，面临一定的资金压力

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，以认定投入的资金规模加 15% 的项目收益作为公司当年的收入。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。2017 年基础设施代建收入主要来源于开发区道路工程和市民广场，受政府规划影响，2017 年公司基础设施代建收入为 6,673.69 万元，同比减少 10.56%。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，2017 年公司安置小区建设收入较上年有明显下降，为 6,698.82 万元。

表8 2017 年公司基础设施建设业务明细（单位：万元）

项目名称	确认收入
开发区道路工程	4,411.12
开发区河道桥梁	224.53
河岸景观	149.38
开发区绿化	502.11
市民广场	1,309.70
附属项目	76.85
合计	6,673.69

资料来源：公司提供，鹏元整理

表9 2017 年公司安置房建设业务明细（单位：万元）

项目名称	确认收入
七里安置小区	226.26
金湾安置小区	5,312.22
大陆安置小区	1,160.35
合计	6,698.82

资料来源：公司提供，鹏元整理

目前公司在建的代建项目仍较多，截至 2017 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；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。截至 2017 年末，主要在建基础设施建设项目和安置小区项目计划总投资为 26.60 亿元，累计已投资 17.63 亿元，尚需投资 9.05 亿元，业务可持续性较好，但也存在一定的资金压力。

表10 截至 2017 年末公司主要在建的代建项目情况（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	4.90
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	0.59
附属项目	在建	0.60	0.36
创服中心工程	在建	1.80	0.41
七里安置小区	在建	4.53	2.51
金湾安置小区	在建	4.17	4.25
大陆安置小区	在建	2.00	1.30
开发大厦工程	在建	4.00	1.98
合计	-	26.60	17.63

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。截至 2018 年 4 月末，两期债券募集资金已投入 3.75 亿元，预计未来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。

2017 年公司土地整理及转让业务收入均较上年大幅增长，但两者易受当地政府规划及土地市场行情波动的影响，未来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。2017 年，公司土地整理业务收入为 17,431.97 万元，较上年大幅增长 314.69%。但考虑到土地开发整理业务受政府规划及土地市场行情影响较大，未来存在一定的不确定性。

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明确后，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。2017 年公司土地出让业务收入为 31,964.09 万元，较上年增长 7.69%。截至 2017 年末公司持有 25 宗土地，面积合计 51.49 万平方米，性质均为商住用地，未来将根据具体规划用途进行开发利用，但土地转让收入受当地招商引资进展和土地市场波动等因素影响，具有一定不确定性。

表11 2016-2017 年公司不动产销售情况（单位：平方米、万元）

年份	土地名称	面积	销售收入	销售成本
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
2017 年	宝国用(2010)第 011024 号	41,062.00	22,866.00	19,055.00
	宝国用(2010)第 11105 号	11,298.00	6,303.60	5,253.00
	苏(2017)宝应县不动产权第 0000160 号	5,809.00	2,794.49	2,328.74
	合计	58,169.00	31,964.09	26,636.74

资料来源：公司提供，鹏元整理

2017 年公司继续获得较大力度的外部支持

2017 年当地政府继续通过政府补贴给予公司支持。根据宝应经开区管委会下发的《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》，宝应经开区管委会 2017 年拨付公司 21,000.00 万元资金，计入补贴收入，增强了公司的盈利水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经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 2016-2017 年审计报告，报告采用新会计准则编制。2017 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

随着公司业务规模的扩大，2017 年末公司总资产规模达到 717,894.38 万元，同比增长 26.33%。资产结构方面，公司资产仍以流动资产为主，2017 年末流动资产占总资产比重为 95.44%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货等组成。2017 年末，货币资金余额为 85,244.62 万元，较上年末大幅增长，主要系发行“17 宝开 01”及“17 宝开 02”两期债券获得资金所致，使用均未受限。2017 年末公司应收账款为 28,771.75 万元，较上年末大幅增长，均为应收宝应县开发区财政所的项目款。2017 年公司其他应收款账面价值为 144,122.35 万元，较上年增长 27.20%，主要是应收宝应县兴达建设开发有限公司、宝应县经济开发区财务结算中心、宝应鑫秀元实业有限公司、宝应经开区管委会等政府机构及其下属企业的往来款，上述五位应收对象合计欠款占其他应收款期末余额的 78.41%。考虑到主要

欠款单位的政府背景，款项回收风险相对可控，但具体的回收时间具有一定不确定性，且规模较大，对公司资金造成了较大的占用。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度的推进，工程施工账面价值进一步增长，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。2017年末存货账面价值为426,456.75万元，占资产总额的59.40%，其中工程施工和土地使用权分别为219,233.19万元和198,406.96万元，需关注工程施工后续回款情况。土地使用权包含土地25宗，面积合计51.49万平方米，性质均为商住用地，其中面积18.77万平方米、账面价值83,213.70万元的土地已被抵押，变现能力受限。

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，二者规模均较上年有所下降，主要系计提折旧所致。

2017年公司资产规模进一步增长，但其他应收款及存货占比合计为79.48%，比重较高，其他应收款回款时间不确定，存货主要为施工成本及土地使用权，且土地使用权部分已用抵押，集中变现能力较弱。综合而言，公司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	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	85,244.62	11.87%	6,231.18	1.10%
应收账款	28,771.75	4.01%	166.21	0.03%
其他应收款	144,122.35	20.08%	113,307.69	19.94%
存货	426,456.75	59.40%	413,472.40	72.76%
流动资产合计	685,164.53	95.44%	534,932.54	94.13%
投资性房地产	10,903.93	1.52%	11,564.84	2.04%
固定资产	9,108.42	1.27%	9,675.47	1.70%
非流动资产合计	32,729.86	4.56%	33,330.82	5.87%
资产总计	717,894.38	100.00%	568,263.37	100.00%

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2017年公司营业收入进一步增长，未来收入较有保障，但盈利主要来自外部支持

公司收入来源较多，业务多元化程度较高。受土地开发整理收入大幅增长推动，2017年公司实现营业收入62,926.24万元，较上年增长11.02%。从收入来源来看，土地转让与土地开发整理系2017年公司最主要的收入来源，当年上述两项业务收入占整体营业收入的比重分别为50.80%与27.70%。作为宝应经济开发区重要的投融资和建设主体，公司可持续经

营能力较强。截至2017年末，公司主要在建的基础设施及安置房项目计划总投资建设为26.60亿元，累计已投资17.63亿元，相关业务可持续性较好。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，各业务毛利率均较为稳定，但由于毛利率相对较低的土地开发整理业务2017年收入占比上升，导致公司综合毛利率较上年下降0.89个百分点至12.96%。

2017年公司继续获得较大力度的外部支持，当年宝应经开区管委会给予公司财政补助21,000.00万元，计入其他收益科目，带动公司营业利润增至26,960.52万元，外部补助是盈利的主要来源。

表13 公司主要盈利指标

项 目	2017 年	2016 年
营业收入（万元）	62,926.24	56,679.42
其他收益（万元）	21,000.00	-
营业利润（万元）	26,960.52	5,908.29
营业外收入（万元）	0.00	18,600.00
利润总额（万元）	26,754.13	24,475.32
净利润（万元）	25,262.60	22,996.78
综合毛利率	12.96%	13.85%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

2017年公司主营业务回款情况不佳，经营现金流表现较差，目前在建、拟建项目资金需求较大，仍将面临一定的资金压力

由于2017年基础设施建设、安置房建设等业务未办理结算，公司现金回笼情况整体不佳，当年收现比仅为0.06。另外，2017年公司与相关业务单位之间的资金往来仍呈现一定规模的净流出。综合因素影响下，2017年公司经营活动现金净流出58,566.10万元，表现较差。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，未来仍存在较大的不确定性。截至2017年末，公司主要在建基础设施建设项目、安置小区建设项目等尚需投资9.05亿元，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，公司仍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，2017年公司进行了较大力度的对外筹资，当年筹资活动现金净流入为137,568.59万元。其中，公司发行了“17 宝开01”和“17 宝开02”两期债券，规模合计120,000.00万元。

表14 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017年	2016年
收现比	0.06	0.90
销售商品、提供劳务收到的现金	3,725.00	50,886.77
收到其他与经营活动有关的现金	203,805.12	157,630.75
经营活动现金流入小计	207,530.12	208,517.51
购买商品、接受劳务支付的现金	32,358.09	21,435.05
支付其他与经营活动有关的现金	232,225.40	226,385.37
经营活动现金流出小计	266,096.23	247,883.35
经营活动产生的现金流量净额	-58,566.10	-39,365.83
投资活动产生的现金流量净额	10.95	0.00
筹资活动产生的现金流量净额	137,568.59	31,513.86
现金及现金等价物净增加额	79,013.44	-7,851.97

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2017年，公司负债水平仍然较低，但有息债务增长较快，未来将面临一定的债务偿还压力

2017年公司对外筹资力度较大，当年末负债规模达到241,899.81万元，同比增长105.82%。同时，通过自身利润积累，2017年公司所有者权益亦有所增长，当年末规模为475,994.57万元，但增幅远低于负债。因此，截至2017年末，公司产权比率较上年末大幅上升，为50.82%，但所有者权益对负债的保障程度仍较好。

表15 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年	2016年
负债总额	241,899.81	117,531.41
所有者权益	475,994.57	450,731.96
产权比率	50.82%	26.08%

资料来源：公司 2016-2017 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、江苏宝应经济开发区金湾村村民委员会、江苏宝应科技创业发展有限公司、宝应广厦房地产开发有限公司和江苏盛世园林工程有限公司等单位的，2017年末账面余额为17,906.09万元，较上年下降55.91%。2017年末一年内到期的非流动负债账面余额为38,972.96万元，同比有所增加，其中一年内到期的长期借款为6,000.00万元，一年内到期的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，规模为32,972.96万元。

公司非流动负债全部是长期借款和应付债券。2017年末长期借款规模为44,752.65万元，较上年末增长84.51%，其中用土地使用权抵押的借款为29,752.65万元，保证借款规模为15,000.00万元。应付债券则包括“16宝应开投二号”、“17宝开01”和“17宝开02”，面值分别为5,000.00万元、60,000.00万元和60,000.00万元。

表16 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
其他应付款	17,906.09	7.40%	40,612.48	34.55%
一年内到期的非流动负债	38,972.96	16.11%	4,070.54	3.46%
流动负债合计	73,255.75	30.28%	55,495.07	47.22%
长期借款	44,752.65	18.50%	24,255.46	20.64%
应付债券	123,891.42	51.22%	37,780.88	32.15%
非流动负债合计	168,644.07	69.72%	62,036.34	52.78%
负债合计	241,899.81	100.00%	117,531.41	100.00%
其中：有息债务	207,617.03	85.83%	66,106.88	56.25%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

由于2017年公司通过发行债券等方式加大了外部筹资力度，导致有息负债规模快速扩大，当年末达到207,617.03万元，同比增加214.06%。公司有息债务主要以长期借款及债券为主，从其债务偿还期限来看，2018-2020年需偿还的债务本金规模分别为38,972.96万元、19,838.75万元和38,876.33万元，规模一般且分布较为平均。但考虑公司到经营业务收现情况不佳，在建项目仍需较大投入，未来仍将继续扩大对外筹资等因素，未来其仍将面临一定的债务偿还压力。

表17 截至2017末，公司未来三年需要偿还的有息债务本金分布情况（单位：万元）

项目	2018年	2019年	2020年
有息负债	38,972.96	19,838.75	38,876.33

资料来源：公司提供，鹏元整理

从偿债能力指标来看，2017年末公司资产负债率为33.70%，较上年有所增加，但整体财务杠杆仍然较低。流动比率和速动比率则仍然维持较高水平，分别为9.35和3.53，但考虑到资产中存货和往来款占比较高，其实际短期偿债能力受到一定影响。由于有息债务增长，2017年公司EBITDA利息保障倍数下降至6.74，且考虑到“17宝开01”及“17宝开02”为2017年9月以后发行，2018年若全年计提利息，公司EBITDA利息保障倍数或将进一步下降。

表18 公司偿债能力指标

指标名称	2017年	2016年
资产负债率	33.70%	20.68%

流动比率	9.35	9.64
速动比率	3.53	2.19
EBITDA（万元）	29,954.36	26,173.67
EBITDA 利息保障倍数	6.74	10.54
有息债务/EBITDA	6.93	2.53

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

六、本期债券偿还保障分析

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仍能有效提升两期债券的信用水平

本期债券由江苏再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证担保的范围包括本次债券本金及利息、以及违约金、损害赔偿金和实现债权的费用，保证期间为被担保债券存续期及债券到期之日起二十四个月。

江苏再担保原名江苏省信用再担保有限公司，由江苏省人民政府发起设立，成立于2009年10月，初始注册资本为30亿元，其中江苏省人民政府出资比例为53.33%，江苏省国信资产管理集团有限公司出资比例为13.33%，江苏乾明投资有限公司、波司登股份有限公司和江苏雨润食品产业集团的分别出资16.67%、10%和6.67%。在成立后的几年中，江苏再担保一直保持江苏省政府控股、民营股东参股的股权结构。2015年，江苏再担保的股权结构开始变化，民营股东逐步退出，江苏省内的地方政府及地方政府融资平台等逐步加入。2016年江苏再担保新增5家股东，全部为政府及政府平台类主体，新增股东增加公司注册资本100,000万元，同时，原股东江苏省人民政府向公司增资3,513万元，江苏海州湾发展集团有限公司增资5,000万元。2017年江苏再担保股权结构未发生变动，截至2017年末，江苏再担保共有28家股东，注册资本和实收资本均为573,421万元。

表19 截至2017年末江苏再担保股权结构（单位：万元）

股东名称	2016年		本期增减	2017年	
	金额	比例		金额	比例
江苏省人民政府	193,421.00	33.73%	-	193,421.00	33.73%
江苏省国信资产管理集团有限公司	40,000.00	6.98%	-	40,000.00	6.98%
上海波司登投资管理有限公司	10,000.00	1.74%	-	10,000.00	1.74%
江苏省盐业集团有限责任公司	4,000.00	0.70%	-	4,000.00	0.70%
江苏苏豪投资集团有限公司	5,000.00	0.87%	-	5,000.00	0.87%
江苏省农垦集团有限公司	3,000.00	0.52%	-	3,000.00	0.52%
张家港市直属公有资产经营有限公司	10,000.00	1.74%	-	10,000.00	1.74%
江苏弘业股份有限公司	5,000.00	0.87%	-	5,000.00	0.87%

江苏凤凰出版传媒集团有限公司	5,000.00	0.87%	-	5,000.00	0.87%
江苏省海外企业集团有限公司	3,000.00	0.52%	-	3,000.00	0.52%
江苏交通控股有限公司	10,000.00	1.74%	-	10,000.00	1.74%
江苏国经控股集团有限公司	30,000.00	5.23%	-	30,000.00	5.23%
江苏海州湾发展集团有限公司	10,000.00	1.74%	-	10,000.00	1.74%
东台市人民政府	10,000.00	1.74%	-	10,000.00	1.74%
丹阳市人民政府	20,000.00	3.49%	-	20,000.00	3.49%
扬州市邗江区人民政府国有资产监督管理办公室	20,000.00	3.49%	-	20,000.00	3.49%
常州市新北区人民政府	30,000.00	5.23%	-	30,000.00	5.23%
江苏省阜宁经济开发区管委会	10,000.00	1.74%	-	10,000.00	1.74%
建湖县人民政府	10,000.00	1.74%	-	10,000.00	1.74%
扬州广陵区人民政府	20,000.00	3.49%	-	20,000.00	3.49%
东台市投资发展有限公司	10,000.00	1.74%	-	10,000.00	1.74%
江苏汇鸿国际集团集团股份有限公司	5,000.00	0.87%	-	5,000.00	0.87%
镇江市银山资本投资运营有限公司	10,000.00	1.74%	-	10,000.00	1.74%
启东国有资产投资控股有限公司	30,000.00	5.23%	-	30,000.00	5.23%
如皋市人民政府	20,000.00	3.49%	-	20,000.00	3.49%
常州市钟楼区人民政府	20,000.00	3.49%	-	20,000.00	3.49%
扬州经济技术开发区开发总公司	20,000.00	3.49%	-	20,000.00	3.49%
淮安市淮安区国有资产监督管理办公室	10,000.00	1.74%	-	10,000.00	1.74%
合计	573,421.00	100%	-	573,421.00	100%

资料来源：江苏再担保 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

江苏再担保为江苏省政府下属的国有担保公司，承担了部分支持中小企业的职能，业务主要包括再担保业务、直接担保业务、利息类业务（委托贷款、信托贷款、小额贷款、典当等）、融资租赁业务等。业务范围主要在江苏省内，近年业务对象中政府平台类企业和国有企业的比重逐步上升，民营企业尤其是中小民营企业的比重逐步下降。2015-2017年江苏再担保分别实现收入9.14亿元、10.03亿元和11.26亿元，其中占收入比重较高的业务为直接担保业务和利息业务，2017年占比分别为45.14%和28.19%。

表20 2015-2017年江苏再担保收入情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
再担保业务	4,417.44	3.92%	4,509.06	4.50%	3,220.16	3.52%
直接担保业务	50,813.02	45.14%	41,913.09	41.79%	28,105.91	30.75%
利息业务	31,731.11	28.19%	30,621.94	30.53%	28,974.83	31.71%
融资租赁业务	13,725.66	12.19%	17,414.21	17.36%	14,347.19	15.70%
买断非循环后付款保理	-	-	-	-	14,218.75	15.56%

其他业务	11,876.88	10.55%	5,836.16	5.82%	2,520.00	2.76%
合计	112,564.11	100.00%	100,294.46	100.00%	91,386.84	100.00%

资料来源：江苏再担保2015-2017年审计报告，鹏元整理

2014-2016年，江苏再担保的直接担保业务发生额分别为63.85亿元、80.29亿元和177.68亿元，年均复合增长率为66.82%，直接担保业务的规模增长较快，2016年末江苏再担保的直接担保在保责任余额为332.23亿元，相比2014年末增长114.09%。2014-2016年，江苏再担保的再担保业务发生额分别为579.99亿元、675.96亿元和695.69亿元，年均复合增长率为9.52%，再担保业务规模增长相对较慢，2016年末江苏再担保的再担保业务在保责任余额为159.42亿元，相比2014年末增长80.32%。

截至2017年12月31日，江苏再担保资产总额为122.24亿元，所有者权益合计为71.73亿元，资产负债率为41.32%；2017年度，江苏再担保实现营业收入11.26亿元，利润总额4.41亿元，经营活动现金流净额-6.63亿元。

表21 2014-2017年江苏再担保主要财务数据

项目	2017年	2016年	2015年	2014年
总资产（万元）	1,222,442.84	1,084,751.81	865,362.60	738,401.92
所有者权益合计（万元）	717,323.61	698,626.25	568,951.69	468,559.39
资产负债率	41.32%	35.60%	34.25%	36.54%
流动比率	2.10	2.59	2.72	1.80
营业收入（万元）	112,564.11	100,294.46	91,386.84	74,835.77
利润总额（万元）	44,109.77	37,460.56	34,650.85	37,245.06
期间费用率	20.76%	17.94%	15.86%	16.34%
净资产收益率	4.51%	4.49%	5.04%	6.39%
经营活动现金流净额（万元）	-66,297.82	-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2014-2017年审计报告，江苏再担保提供，鹏元整理

综合分析，江苏再担保实力较为雄厚，业务发展情况较好，经鹏元综合评定的主体长期信用等级为AAA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升“17宝开01”以及“17宝开02”两期债券信用水平。

七、或有事项分析

截至2017年12月31日，公司对外提供的担保总额为8.28亿元，占同期末所有者权益的17.39%，被担保对象全部为国有企业，均未设置反担保措施，公司面临一定的或有负债风险。

表22 截至2017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	10,000.00
宝应县兴达建设开发有限公司	国有	保证担保	无	6,000.00
扬州市嘉聚利贸易有限公司	国有	保证担保	无	3,500.00
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
江苏宝应科技创业发展有限公司	国有	保证担保	无	5,500.00
江苏宝应科技创业发展有限公司	国有	抵押担保	无	11,597.58
宝应县第二污水处理厂	国有	抵押担保	无	2,800.00
合计	-	-	-	82,836.58

资料来源：2017年公司统计公报，鹏元整理

八、评级结论

2017年宝应县实现地区生产总值574.93亿元，同比增长8.1%；宝应经济开发区实现地区生产总值64.03亿元，同比增长54.77%。所处地区经济实力的增强为公司的发展提供了良好基础。截至2017年12月末，在建基础设施建设项目和安置房项目总投资规模为26.60亿元，累计已投资17.63亿元，业务持续性较好。宝应经开区管委会2017年向公司拨付21,000.00万元资金，计入补贴收入，增强了公司的盈利水平。江苏再担保为两期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升两期债券的信用水平。

同时我们也关注到公司资产中其他应收款及存货占比合计为79.48%，比重较高，资产整理流动性一般。2017年公司经营活动现金流表现较差，未来面临一定的资金支出压力。此外，有息债务增长较快，债务压力有所上升，且存在一定或有负债风险等风险因素。

基于上述情况，鹏元将“17宝开01”债券信用等级维持为AAA，“17宝开02”债券信用等级维持为AAA，将公司主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
货币资金	85,244.62	6,231.18	14,083.16
应收账款	28,771.75	166.21	6,482.44
预付款项	569.06	1,755.06	0.00
其他应收款	144,122.35	113,307.69	59,838.26
存货	426,456.75	413,472.40	426,170.38
流动资产合计	685,164.53	534,932.54	506,574.23
可供出售金融资产	10,600.00	10,600.00	3,600.00
长期股权投资	2,007.54	1,411.07	2,000.00
投资性房地产	10,903.93	11,564.84	11,238.62
固定资产	9,108.42	9,675.47	11,274.84
递延所得税资产	109.97	79.45	87.17
非流动资产合计	32,729.86	33,330.82	28,200.63
资产总计	717,894.38	568,263.37	534,774.86
应付账款	457.53	875.98	5,356.32
应交税费	8,642.09	7,403.13	5,588.76
应付利息	7,277.08	2,532.94	52.94
其他应付款	17,906.09	40,612.48	63,341.65
一年内到期的非流动负债	38,972.96	4,070.54	11,300.00
流动负债合计	73,255.75	55,495.07	85,639.67
长期借款	44,752.65	24,255.46	21,400.00
应付债券	123,891.42	37,780.88	0.00
非流动负债合计	168,644.07	62,036.34	21,400.00
负债合计	241,899.81	117,531.41	107,039.67
实收资本	15,000.00	15,000.00	15,000.00
资本公积	317,050.00	317,050.00	317,050.00
盈余公积	8,474.59	8,474.59	6,174.07
未分配利润	135,469.97	110,207.37	89,511.12
归属于母公司所有者权益合计	475,994.57	450,731.96	427,735.19
所有者权益合计	475,994.57	450,731.96	427,735.19
负债和所有者权益总计	717,894.38	568,263.37	534,774.86

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

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	62,926.24	56,679.42	57,457.43
其中：营业收入	62,926.24	56,679.42	57,457.43
二、营业总成本	57,600.88	50,166.75	51,248.56
其中：营业成本	54,773.18	48,831.56	49,729.91
税金及附加	839.73	193.18	151.02
管理费用	1,247.24	787.40	869.25
财务费用	618.64	385.52	445.59
资产减值损失	122.09	-30.90	52.79
投资收益	637.58	-588.93	-0.00
资产处置收益	-2.42	-15.45	-
其他收益	21,000.00	-	-
三、营业利润	26,960.52	5,908.29	6,208.87
加：营业外收入	0.00	18,600.00	17,795.00
减：营业外支出	206.38	32.98	10.20
四、利润总额	26,754.13	24,475.32	23,993.67
减：所得税费用	1,491.53	1,478.54	1,556.04
五、净利润	25,262.60	22,996.78	22,437.63

资料来源：公司 2015-2017 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	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	3,725.00	50,886.77	28,331.80
收到其他与经营活动有关的现金	203,805.12	157,630.75	171,009.34
经营活动现金流入小计	207,530.12	208,517.51	199,341.13
购买商品、接受劳务支付的现金	32,358.09	21,435.05	18,141.68
支付的各项税费	1,512.74	62.93	-
支付其他与经营活动有关的现金	232,225.40	226,385.37	186,499.67
经营活动现金流出小计	266,096.23	247,883.35	204,641.35
经营活动产生的现金流量净额	-58,566.10	-39,365.83	-5,300.22
二、投资活动产生的现金流量：			
取得投资收益收到的现金	41.11	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	9.67	-	-
投资活动现金流入小计	50.78	-	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	39.83	-	206.42
投资活动现金流出小计	39.83	-	206.42
投资活动产生的现金流量净额	10.95	-	-206.42
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	-	-	32,500.00
取得借款收到的现金	28,426.65	28,326.00	-
发行债券收到的现金	118,770.40	37,676.00	-
筹资活动现金流入小计	147,197.05	66,002.00	32,500.00
偿还债务支付的现金	6,000.00	32,700.00	13,300.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3,628.46	1,788.14	2,437.76
筹资活动现金流出小计	9,628.46	34,488.14	17,737.76
筹资活动产生的现金流量净额	137,568.59	31,513.86	16,762.24
四、现金及现金等价物净增加额	79,013.44	-7,851.97	11,255.60
加：期初现金及现金等价物余额	6,231.18	14,083.16	2,827.55
五、期末现金及现金等价物余额	85,244.62	6,231.18	14,083.16

资料来源：公司 2015-2017 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	2017年	2016年	2015年
1. 将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	25,262.60	22,996.78	22,437.63
加：资产减值准备	122.09	-30.90	52.79
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,255.70	1,257.70	1,243.56
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	2.42	15.45	-
财务费用	1,944.53	440.65	444.76
投资损失	-637.58	588.93	0.00
递延所得税资产减少	30.52	7.73	-13.20
存货的减少	-10,487.35	12,697.98	-65,848.51
经营性应收项目的减少	-58,234.20	-48,877.36	39,571.91
经营性应付项目的增加	-17,824.84	-28,462.78	-3,189.17
经营活动产生的现金流量净额	-58,566.10	-39,365.83	-5,300.22

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
有息债务（万元）	207,617.03	66,106.88	32,700.00
资产负债率	33.70%	20.68%	20.02%
流动比率	9.35	9.64	5.92
速动比率	3.53	2.19	0.94
综合毛利率	12.96%	13.85%	13.45%
EBITDA（万元）	29,954.36	26,173.67	25,682.00
EBITDA 利息保障倍数	6.74	10.54	8.88
有息债务/EBITDA	6.93	2.53	1.27

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

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