

沛县经济开发区发展有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为**AA**，评级展望为稳定；
维持“18沛经01”的信用等级为**AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一九年六月二十五日

沛县经济开发区发展有限公司 2019 年度跟踪评级报告

受评对象 沛县经济开发区发展有限公司

本次主体信用等级 **AA** 评级展望 **稳定**

上次主体信用等级 **AA** 评级展望 **稳定**

存续债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级
18 沛经 01	9.5	2018.10.24~2025.19.24	AAA	AAA

注：“18 沛经 01”由江苏省信用再担保集团有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

概况数据

沛县经开（合并口径）	2016	2017	2018
总资产（亿元）	60.74	76.45	102.37
所有者权益合计（亿元）	40.02	40.91	42.18
总负债（亿元）	20.71	35.54	60.19
总债务（亿元）	14.90	21.62	37.35
营业总收入（亿元）	5.80	15.99	19.17
经营性业务利润（亿元）	0.52	1.01	1.17
净利润（亿元）	1.13	0.75	0.93
EBIT（亿元）	1.42	1.28	1.54
EBITDA（亿元）	1.46	1.33	1.81
经营活动净现金流（亿元）	-13.86	-2.93	-8.30
收现比(X)	0.60	0.55	1.03
总资产收益率(%)	2.84	1.86	1.73
营业毛利率(%)	16.68	7.28	6.58
应收类款项/总资产(%)	26.16	27.25	38.58
资产负债率(%)	34.11	46.49	58.79
总资本化比率(%)	27.14	34.58	46.96
总债务/EBITDA(X)	10.21	16.23	20.62
EBITDA 利息倍数(X)	2.41	1.56	1.52

注：1、2016 年~2018 年财务报告均按照新会计准则编制；2、将公司 2016 年~2018 年末长期应付款纳入长期债务核算。

江苏再担保（合并口径）	2016	2017	2018
总资产（亿元）	108.48	122.24	143.93
担保准备金（亿元）	12.56	14.75	17.10
所有者权益（亿元）	69.86	71.73	75.27
在保余额（亿元）	921.24	1,036.64	1,215.72
直保在保余额（亿元）	332.23	452.04	536.72
再保在保余额（亿元）	589.01	584.60	679.00
在保责任余额（亿元）	491.65	623.94	476.60
年新增担保额（亿元）	943.21	901.56	1,021.87
主营业务收入（亿元）	9.46	10.76	12.84
投资收益（亿元）	0.32	0.75	0.56
净利润（亿元）	2.84	3.19	3.78
平均资本回报率(%)	4.49	4.51	5.15
累计代偿率(%)	0.11	0.07	0.03
净资产放大倍数(X)	7.04	8.70	6.33
核心资本放大倍数(X)	6.46	7.95	5.67

注：1、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，特此说明；2、年新增担保额包含直接担保和再担保年新增担保额；累计代偿率、累计损失率和累计回收率均为三年累计指标；3、本报告中不可得或不适用的数据或指标，均使用“--”表示。

基本观点

中诚信国际维持沛县经济开发区发展有限公司（以下简称“沛县经开”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为 **稳定**；维持“18 沛经 01”信用等级为 **AAA**。

中诚信国际肯定了沛县经济开发区（以下简称“经开区”）稳步增长的区域经济和财政实力；公司地位突出，业务具有垄断优势；有力的政府支持等因素对公司发展的积极影响。同时，中诚信国际也关注到公司部分业务对应的土地成本资金平衡情况面临不确定性、财务杠杆增长较快和公司资产流动性较差等对公司未来经营和整体信用状况的影响。

此外，中诚信国际考虑到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对本期公司债券还本付息的保障作用。

优势

- **区域经济和财政实力持续增长。**近年来经开区经济保持增长势头，2018 年，经开区完成地区生产总值 479.28 亿元，较上年增长 3.66%；实现一般公共预算收入 38.56 亿元，较上年增加 3.39 亿元，不断增长的区域经济和财政实力为公司业务发展奠定了良好的基础。
- **公司地位突出，业务具有垄断优势。**公司是经开区内唯一的基础设施和保障房建设主体，业务具有较强的垄断优势。
- **有力的政府支持。**公司作为经开区重要的建设主体，得到了股东和政府的大力支持。2016 年，公司获得原股东沛县经开投资中心注资 10.40 亿元和经开区管委会注资 0.05 亿元；2017 年和 2018 年，经开区管委会分别向公司注入账面价值 0.14 亿元和 4.13 亿元的房屋建筑物。2016 年~2018 年，公司分别收到经开区给予政府补助 0.85 亿元、0.74 亿元和 0.85 亿元。
- **偿债保障措施。**江苏再担保的全额无条件不可撤销连带责任保证担保为本期债券按时还本付息提供了极强的保障作用。

关注

- **部分业务对应的土地成本资金平衡情况面临不确定性。**公司安置房和产业园区建设项目对应土地多为通过招拍挂方式取得，但该部分土地成本不连同安置房一起由经开区管委会回购，且无明确补偿方案，该部分土地成本的资金平衡情况值得关注。
- **财务杠杆增长较快。**2016 年~2018 年末，公司资产负债率分别为 34.11%、46.49%和 58.79%，总资本化比率分别为 27.14%、34.58%和 46.96%，近年来随着债务水平的增加，公司财务杠杆率增长较快，且在在建拟建项目投资金额较大，未来或将进一步推升杠杆水平。

分析师

项目负责人：仇 芃

pqiu@ccxi.com.cn

项目组成员：孙元帅

yshsun@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2019 年 6 月 25 日

- **资产流动性较差。**公司资产以存货和应收类款项为主，其中，存货中土地使用权部分已经受限，且经开区管委会对公司资金形成一定占用，公司整体资产流动性整体较差。

声 明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际在债券的存续期内每年进行定期跟踪评级。

募集资金项目进展

“18 沛经 01”募集资金 9.50 亿元，全部用于沛县经济开发区汉祥家园棚户区改造项目，截至 2018 年末，已使用 3.40 亿元。

近期关注

沛县经济实力不断增强，一般公共预算收入有所回升，但财政平衡情况有待改善

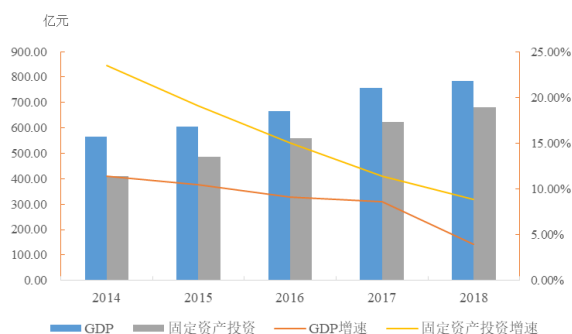
沛县为江苏省徐州市下辖县，位于徐州市西北部，处于苏、鲁、豫、皖四省交界之地，东靠微山湖，西邻丰县，南接铜山区，北接山东省鱼台，处于淮海经济区的中心部位和华北平原的东南边缘。沛县南北长约 60 公里，东西宽约 30 公里，总面积 1,806 平方公里，下辖 13 个镇、4 个街道、1 个省级经济开发区、1 个农场、277 个行政村、107 个社区。2018 年末，沛县户籍人口 131.28 万人，全体居民人均可支配收入 32,396 元。

沛县境内交通通讯便利，京杭大运河穿境而过，徐沛铁路纵横南北，与陇海铁路、京广铁路、京九铁路、京沪铁路接轨，距徐州观音国际机场仅有 90 公里，可直达国内各大中城市。沛县境内公路四通八达，通车里程 1,300 公里，自然形成连接鲁南、皖北、豫东和苏北的交通枢纽。

近年来，沛县经济总量实现较快增长。2016 年~2018 年，沛县分别完成地区生产总值 665.03 亿元、756.32 亿元和 785.00 亿元，按可比价格分别同比增长 9.1%、8.6%和 4.0%。2018 年，沛县完成规模以上工业增加值 124.5 亿元，实现开票销售收入 478.5 亿元，较上年增长 17.1%。

固定资产投资方面，2016 年~2018 年，沛县分别完成固定资产投资 560.00 亿元、624.45 亿元和 680.00 亿元，分别同比增长 15.0%、11.4%和 8.9%。

图 1：2014 年~2018 年沛县主要经济指标



资料来源：沛县统计公报

受“营改增”影响，沛县一般公共预算收入有所波动，2016 年~2018 年分别为 57.68 亿元、54.46 亿元和 56.21 亿元，其中税收收入分别为 45.08 亿元、36.37 亿元和 43.99 亿元，税收占比分别为 78.16%、66.78%和 78.26%，税收收入占比波动较大。财政支出方面，2016 年~2018 年，沛县一般公共预算支出分别为 94.86 亿元、89.09 亿元和 102.73 亿元，支出主要集中在教育、城乡社区、农林水、医疗卫生与计划生育等民生领域。2016 年~2018 年，沛县财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）分别为 60.81%、61.13%和 54.71%，财政平衡能力较弱，支出缺口主要由转移支付和税收返还收入弥补。

政府性基金收支方面，2016 年~2018 年，沛县政府性基金收入分别为 32.59 亿元、34.74 亿元和 34.76 亿元，主要为国有土地使用权出让金；政府性基金支出分别为 48.44 亿元、42.57 亿元和 44.30 亿元。

表 1：2016 年~2018 年沛县财政收支情况（亿元）

项目	2016	2017	2018
一般公共预算收入	57.68	54.46	56.21
其中：税收收入	45.08	36.37	43.99
政府性基金收入	32.59	34.74	34.76
其中：国有土地使用权出让金	30.27	31.72	31.51
转移支付和税收返还收入	36.24	39.36	41.86
一般公共预算支出	94.86	89.09	102.73
政府性基金预算支出	48.44	42.57	44.30
财政平衡率(%)	60.81	61.13	54.71

注：财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出

资料来源：沛县财政局

总体来看，沛县经济实力不断增长，但一般公共预算收入受“营改增”影响有所波动。此外，沛县财政实力对转移支付和税收返还收入、土地出让

的依赖度较高，财政平衡情况有待改善。

经开区产业结构逐渐完善，带动税收收入稳步增长，财政平衡能力有所提高

沛县经济开发区成立于 2001 年 12 月，2006 年 4 月被省政府批准为省级开发区，2015 年 12 月上报国务院待批国家级开发区。经开区区位独特，交通便利，具备铁路、公路、航空、水运等现代交通要素。此外，近年来经开区内基础设施不断完善，区内高等级道路通车里程 80 余公里，电力、通讯、供排水、燃气等同步配套，绿化、美化和亮化工程同步跟进，项目承载能力大幅提升。

经开区规划面积 70 平方公里，现已形成绿色食品产业、现代纺织产业、灌排装备产业、新型铝材产业、光伏光电产业以及现代服务业六大产业体系。绿色食品产业方面，经开区实现了肉鸭养殖、孵化、加工和罐头加工 4 个全国第一，集聚了以青岛啤酒、中粮饲料、大丰食品、忠意食品、海通食品等为代表的总投资近 100 亿元的 85 家企业，下一步将打造绿色食品产业园，从而成为沛县发展生态农业、现代农业和农民增收致富的重要平台。灌排装备产业方面，经开区已获批江苏省灌排特色产业基地，未来将申报全国灌排产业基地。光伏光电产业方面，经开区内汇聚了鑫宇光伏，中宇光伏，中辉光伏，润丽光能等光伏光电企业 20 余家，初步形成了“太阳能多晶硅铸锭-切片-电池片-电池组件-光伏电站”完整的产业链条，沛县经济开发区光伏产业园已被评为省级光伏科技产业园。新型铝材产业方面，经开区汇集了以上海能源铝板带、华昌铝厂、华丰铝业、丰源铝业、珀然股份等为龙头的各类铝加工企业 17 家，铝加工能力突破 100 万吨，已形成轧制材、挤压材、锻件三条完整的产业链条。生产性服务业方面，电子商务产业园已汇聚阿里巴巴、京东、苏宁易购、苏北淘、颐高、大龙网、飞马物流等 36 家电商企业、100 余家区内工业企业和 64 家物流企业。经开区内建立了龙工场（淮海）跨境电商产业园，主要招引物流、清关、结汇、支付、创新、培训等跨境电商产业链相关企业入驻，已入驻相关生产服务等企业 120 家。产城融合方面，经

开区全力打造科技园、中金国际、洲业汽车城、红星美凯龙等商业核心圈，使开发区成为高端产业和高端人口的集聚地。

近年来，经开区经济总量不断增长，2016 年~2018 年，经开区分别实现地区生产总值 432.14 亿元、462.35 亿元和 479.28 亿元，分别同比增长 -0.01%、7.17% 和 3.66%。

财政收入方面，2016 年~2018 年，经开区一般公共预算收入分别为 33.28 亿元、35.17 亿元和 38.56 亿元，其中税收收入分别为 31.38 亿元、33.45 亿元和 37.26 亿元，税收占比分别为 94.29%、95.11% 和 96.63%。财政支出方面，2016 年~2018 年，经开区一般公共预算支出分别为 47.53 亿元、43.05 亿元和 41.42 亿元，财政平衡率分别为 70.02%、81.70% 和 93.10%，近年来随着税收收入的增长，经开区财政平衡能力逐年提升。

政府性基金收入方面，2017 年以前经开区基金收入由县财政统一收取，经开区无政府性基金收入。根据沛县人民政府出具的《中共沛县县委、沛县人民政府关于支持沛县经济开发区加快发展的意见》（沛委发【2016】4 号）文件，2016 年 1 月 1 日起¹，经开区辖区内县政府授权的各项政府性基金收入，除按规定上缴市以上及必要成本支持外，其余由经开区留存，由此 2017 年和 2018 年经开区分别实现政府性基金收入 7.68 亿元和 2.66 亿元；分别实现政府性基金支出 7.62 亿元和 2.61 亿元。

表 2：2016 年~2018 年沛县经济开发区财政收支情况（亿元）

项目	2016	2017	2018
一般财政预算收入	33.28	35.17	38.56
其中：税收收入	31.38	33.45	37.26
税收收入占比(%)	94.29	95.11	96.63
政府性基金收入	--	7.68	2.66
上级补助收入	15.05	8.33	1.45
一般财政预算支出	47.53	43.05	41.42
政府性基金支出	--	7.62	2.61
财政平衡率(%)	70.02	81.70	93.10

资料来源：沛县经开区财政局

地方政府债务方面，截至 2018 年末，经开区地方政府债务余额为 12.40 亿元，债务率为 35.11%。

总体来看，经开区产业结构逐渐完善，带动税收收入稳步增长，财政平衡能力有所提高。此外，

¹ 实际实施日期为 2017 年 1 月 1 日

政府性基金的留存增强了经开区地方财政实力。

在建及拟建工程项目投资规模较大，公司面临较大资金压力；同时需关注安置房建设和产业园区业务对应的土地成本资金平衡情况

公司受经开区管委会委托，利用自有资金和债务融资等方式筹集工程项目建设资金，项目竣工决算后，按照工程款项上浮 20% 确认当年工程收入。公司代建工程业务包括安置房建设、基础设施建设、产业园区建设和土地整理，是公司收入的重要来源。2016 年~2018 年，公司分别确认代建工程收入 5.33 亿元、5.88 亿元和 5.94 亿元，分别收到回购款 2.48 亿元、4.45 亿元和 2.33 亿元，回款情况一般。

安置房建设

公司安置房业务主要由公司本部及全资子公司沛县中金置业投资有限公司（以下简称“中金置业”）负责。

根据公司与经开区管委会签订的委托代建协议的约定，安置房的工程款项主要包括一定的建安成本、设计费、监理费、拆迁安置、现场项目、资金成本等，但不包含土地成本，公司安置房项目所对应的土地均通过招拍挂方式取得，该部分土地成本不计入公司营业成本，在存货-土地成本项目列示，该部分成本投入无明确的补偿方案，中诚信国

际将对公司安置房项目投入的土地成本资金平衡情况保持关注。2016 年~2018 年公司分别确认安置房收入 1.36 亿元、4.27 亿元和 3.09 亿元。

2016 年~2018 年，公司主要完工安置房项目包括万顷良田三期、孙洼小区和汉祥家园一期项目，总投资 10.60 亿元，已确认收入 5.10 亿元，已收到回购款 3.17 亿元。

公司完工项目中，万顷良田三期和孙洼小区为政府回购项目，已全部确认收入；汉祥家园棚户区改造项目由公司自行销售，项目总投资 15.02 亿元，总建筑面积 31.61 万平方米，其中地上建筑面积 27.41 万平方米，包括住宅、公共配套、商业配套；地下建筑面积 4.20 万平方米，为地下停车库。项目计划以低于周边商品房价格 5%~10% 的价格向拆迁户定向销售，计划安置拆迁居民 2,000 户，未来通过安置房销售、商业用房销售、地下车位销售和政府补贴收回前期投资。政府补贴方面，为了使项目更好的运转，经开区管委会计划在项目运营期内给予项目补贴 1 亿元。根据可研报告，项目建成后在 2019 至 2023 年期间将共计取得收入 16.46 亿元，净利润为 0.56 亿元。该项目分为两期，其中汉祥家园一期已经完工，总投资额为 6.02 亿元，建筑面积 14.00 万平方米，计划安置拆迁居民 1,082 户，截至 2018 年末尚未确认收入。

表 3：2016 年~2018 年公司主要完工安置房项目情况（亿元，万平方米）

项目名称	总投资	建筑面积	安置户数	建设期	累计确认收入	建设模式
万顷良田三期	3.20	15.65	1,350	2015.03~2016.01	3.48	代建
孙洼小区	1.40	5.75	580	2014.08~2016.01	1.62	代建
汉祥家园一期	6.02	14.00	1,082	2016.01~2018.12	0.00	自建
合计	10.62	35.40	3,012	--	5.10	--

注：万顷良田三期和孙洼小区总投资金额不包括土地成本支出。

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至 2018 年末，公司在建安安置房主要为汉润家园棚户区改造、汉沛家园和汉祥家园二期项目，总建筑面积达 94.11 万平方米，计

划总投资 31.07 亿元，截至 2018 年末已完成投资 15.24 亿元。

表 4：截至 2018 年末公司主要在建安置房项目情况（亿元，万平方米）

在建安置房名称	建设模式	建筑面积	建设周期	总投资	已投资	投资计划		
						2019	2020	2021
汉润家园棚户区改造	代建	40.30	2016.12~2021.06	12.07	7.24	2.45	2.45	--
汉沛家园	代建	32.04	2017.10~2021.10	10.00	7.50	1.00	1.00	0.50
汉祥家园二期	自建	22.07	2018.12~2021.12	9.00	0.50	3.00	3.00	2.50
合计		94.11	--	31.07	15.24	6.45	6.45	3.00

资料来源：公司提供

截至 2018 年末，公司共有 3 个拟建安置房项目，项目总投资合计 37.50 亿元，公司面临较大的投资压力。

表 5：截至 2018 年末公司拟建安置房项目情况（亿元，万平方米）

拟建安置房名称	建设模式	建筑面积	建设周期	总投资	投资计划		
					2019	2020	2021
汉兴一期	代建	28.00	2019.01~2021.12	12.00	4.80	3.60	3.60
汉兴二期	代建	7.00	2019.01~2021.12	3.50	2.10	0.50	0.90
汉兴三期	代建	48.00	2019.01~2021.12	22.00	11.00	5.00	6.00
合计	--	83.00	--	37.50	17.90	9.10	10.50

资料来源：公司提供

基础设施建设

作为经开区内基础设施建设的唯一主体，公司受经开区管委会委托，承担着经开区的道路、桥梁和管道等建设任务。公司基础设施建设业务由本部进行，2016 年~2018 年分别确认基础设施建设收入 1.59 亿元、0.56 亿元和 1.79 亿元。

2016 年~2018 年，公司完工基础设施建设项目总投资 4.05 亿元，截至 2018 年末已确认收入 4.94 亿元，已收到回购款 4.27 亿元。

表 6：2016 年~2018 年公司完工基础设施建设项目情况（亿元）

项目名称	总投资	截至 2018 年末已确认收入	截至 2018 年末已收到回购款
------	-----	-----------------	------------------

污水管网	1.36	1.58	1.31
西环路	0.26	0.33	0.33
萧何路	0.29	0.39	0.39
汉兴路	0.53	0.67	0.67
沛公西路	0.99	1.20	0.80
樊吟西路	0.09	0.12	0.12
汉润路	0.35	0.43	0.43
樊吟桥	0.06	0.07	0.07
汉润桥	0.04	0.05	0.05
萧何西路	0.08	0.10	0.10
合计	4.05	4.94	4.27

资料来源：公司提供

截至 2018 年末，公司在建基础设施建设项目共计 8 个，计划总投资为 1.54 亿元，截至 2018 年末已投资 0.29 亿元，尚需投资 1.25 亿元。

表 7：截至 2018 年末公司在建基础设施建设项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	已投资	投资计划		
				2019	2020	2021
汉旺路	2018.05~2019.05	0.26	0.01	0.09	0.08	0.08
汉沛路(东风路北)	2018.06~2019.06	0.10	0.01	0.03	0.03	0.03
樊吟路改造和景观提升工程	2018.10~2019.10	0.40	0.04	0.12	0.12	0.12
汉康路（滨河路至昆明路）	2018.08~2019.08	0.20	0.02	0.06	0.06	0.06
汉兴路（滨河路至樊吟路）	2018.11~2019.11	0.04	0.01	0.01	0.01	0.01
滨河北路	2018.08~2019.08	0.08	0.02	0.02	0.02	0.02
汉兴路改造工程（周勃路至天津路）	2018.11~2019.11	0.25	0.09	0.06	0.05	0.05
曹参路改造工程	2018.08~2019.08	0.21	0.09	0.04	0.04	0.04
合计	--	1.54	0.29	0.43	0.39	0.39

注：1、计划投资金额为实际支付金额，可能与建设周期有出入；2、加总数与合计数不符系尾数四舍五入所致。

资料来源：公司提供

截至 2018 年末，公司拟建基础设施建设项目共计 5 个，计划总投资 0.67 亿元。

表 8：截至 2018 年末公司拟建基础设施建设项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	投资计划		
			2019	2020	2021
强排水工程	2019.03~2020.03	0.08	0.03	0.02	0.02
孙洼大沟路绿化	2019.05~2020.05	0.14	0.06	0.04	0.04
东风路改造	2019.04~2020.04	0.30	0.09	0.09	0.12
汉祥路（二号北）	2019.08~2020.08	0.07	0.01	0.03	0.02
汉沛路(树人小学南)	2019.09~2020.09	0.08	0.02	0.03	0.02
合计	--	0.67	0.20	0.22	0.23

注：1、计划投资金额为实际支付金额，可能与建设周期有出入；2、加总数与合计数不符系尾数四舍五入所致。

资料来源：公司提供

产业园区建设

受经开区管委会委托，公司下属子公司沛县新农农村建设有限公司（以下简称“新农公司”）负责经开区内的产业园区建设。产业园区建设的工程款项具体包括建安成本、工程费用、利息费用、税费等，最终数据以审计数额为准。值得关注的是，公司产业园区项目所对应的土地以出让地为主，该部分土地成本不属于代建协议中约定的工程款项，中诚信国际将对这部分土地成本的资金平衡情况保持关注。

2016 年~2018 年，公司产业园区建设业务分别实现收入 1.27 亿元、1.01 亿元和 1.06 亿元。截至 2018 年末，公司已完成科技产业园一期、宜沛工业园和科创园（晶宝）宜沛科技园建设，总投资 5.59

亿元，截至 2018 年末已确认收入 3.60 亿元，已收到回购款 2.54 亿元。

表 9：截至 2018 年末公司完工产业园区项目情况（亿元）

项目名称	总投资	截至 2018 年末 已确认收入	截至 2018 年末 已收到回购款
科技产业园一期	2.33	2.03	0.97
宜沛工业园	2.58	0.75	0.75
科创园（晶宝）	0.68	0.82	0.82
合计	5.59	3.60	2.54

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2018 年末，公司在建科技产业园二期、光伏产业园和产城融合示范区项目，计划总投资 16.94 亿元，截至 2018 年末已投资 13.07 亿元，尚需投资 3.87 亿元。其中，科技产业园二期采用 PPP 模式建设，光伏产业园和产城融合示范区未来通过向入驻企业出租实现资金平衡。

表 10：截止 2018 年末公司在建产业园区项目情况（万平方米，亿元）

项目名称	建筑面积	建设周期	总投资	已投资
科技产业园二期	43.00	2017.05~2019.04	9.64	7.36
光伏产业园	11.90	2017.03~2019.02	3.80	2.20
产城融合示范区	9.50	2017.06~2019.06	5.10	3.51
合计	64.40	--	16.94	13.07

资料来源：公司提供

截至 2018 年末，公司拟建产业园区项目为循环经济产业园项目，建筑面积约 800 亩，建设周期为 2019 年~2023 年，计划总投资约 8 亿元。

土地整理业务

目前公司土地整理业务仅有一个项目，即万顷良田土地整理项目，由子公司新农公司负责。公司土地整理项目成本包括土地征收、地面附着物、工程施工等费用，工程费用以审计数额为准。该项目总投资 1.30 亿元，位于经开区西北部，西邻朱寨镇、安国镇，北邻大屯镇，南临开发区徐阁村，东临徐沛铁路，已于 2016 年末完工并累计确认营业收入 1.55 亿元。

总体来看，公司作为经开区内唯一的基础设施建设及投融资主体，承担了经开区内大量的建设任务，截至 2018 年末，公司在建及拟建项目尚需较多投入，未来面临的资金压力较大。另外，中诚信国际将对公司安置房建设和产业园区业务对应的土地成本资金平衡情况保持关注。

商品销售业务成为公司营业收入的重要来源，但是因其业务性质，利润空间较小

2017 年 1 月，公司对徐州龙工场跨境电商有限公司（以下简称“龙工场电商公司”）进行增资，持股比例增至 64%，并取得实际控制权，公司因此新增商品销售业务。龙工场电商公司主要从事商品出口贸易，通过购进商品用于出口赚取贸易差价形成利润，出口商品主要为服装、化妆品、玩具和电子产品等。龙工场电商公司先确定下游客户再进行采购，资金占用期为 60~80 天。公司出口贸易供应商较为分散，2018 年前五大供应商采购金额合计 2.49 亿元，占当年总采购金额的 22.60%。2017 年和 2018 年，公司分别实现商品销售收入 9.80 亿元和 11.27 亿元，毛利率分别为 1.23%和 0.86%，处于较低水平。

表 11：2018 年公司前五大供应商及主要客户情况（亿元、%）

		采购/销售品种	金额	占比
前五大供应商	揭阳市兴阳电子科技有限公司	连接线	0.81	7.36
	深圳新航科技有限公司	耳塞、耳机	0.60	5.45
	深圳市乐源实业股份有限公司	扫地机器人	0.43	3.91
	深圳市联和兴手袋有限公司	箱包	0.35	3.18
	深圳市凤太康实业有限公司	服装	0.30	2.73
合计		--	2.49	22.60
主要客户	Manwu Group Limited	耳塞、耳机等	1.11	9.25
	CaiHui International Group Holding Co.,Limited	连接线等	1.09	9.08
	Osell dinodirect china Limited	服装、音箱等	0.71	5.92
	HONGKONG JINBAIRUN TRADE LIMITED	充电器等	0.55	4.58
	HK QISHENG TRADE LIMITED	电子元件、电线电缆	0.47	3.92
合计		--	3.93	32.75

资料来源：公司提供

总体来看，公司于 2017 年新增的商品销售业务板块成为营业收入的重要来源，但是因其业务性质，利润空间较小。

房屋销售收入有所增长，且未来预收款项结转将对公司收入形成一定支撑，但业务持续性存疑

公司房屋销售业务由下属子公司中金置业负责，中金置业拥有房地产开发二级资质。

2016 年~2018 年，公司完工商品房项目为卢卡

庄园一期和御景云城，总投资 9.30 亿元，可售面积 23.14 万平方米，已售面积 22.16 万平方米，截至 2018 年末已收到预售款 9.17 元，已确认收入 0.63 亿元，未来预收款项的结转将对公司收入形成一定支撑。2016 年~2018 年，公司分别确认房屋销售收入 0.10 亿元、0.18 亿元和 0.88 亿元，其中 2016 年和 2017 年收入主要来自汉润家园小区的车库销售收入，2018 年收入增长较多主要由于卢卡庄园一期确认收入所致。

表 12：2016 年~2018 年公司主要完工商品房销售情况（万平方米、亿元）

完工项目名称	可销售面积	已销售面积	总投资	截至 2018 年末已收到预售款	截至 2018 年末已确认收入
卢卡庄园一期	14.78	14.63	6.00	5.94	0.63
御景云城	8.36	7.53	3.30	3.23	0.00
合计	23.14	22.16	9.30	9.17	0.63

资料来源：公司提供

截至 2018 年末，公司在建商品房项目为卢卡庄园二期，建筑面积 19.78 万平方米，建设周期为 2018 年至 2021 年，计划总投资 6.00 亿元，已投资 2.38 亿元，尚未开始销售。截至 2018 年末，公司无拟建商品房项目。

总体来看，未来商品房销售的预收款项结转将会对公司收入形成一定支撑，但是公司在建和拟建商品房项目较少，且商品房销售业务受宏观调控政策和市场行情影响较大，未来面临一定不确定性。

工程施工和资产租赁等其他收入规模有限，但可对公司整体经营形成有益补充

公司其他业务包括工程施工、资产租赁和土地销售业务。公司工程施工业务由下属子公司江苏和

鼎建设工程有限公司（以下简称“和鼎建设”）负责。和鼎建设成立于 2011 年，其经营范围为房屋建筑工程、市政工程和园林绿化工程等各类工程，具有房屋建筑二级施工总承包资质，主要承接经开区内的工程建设，采用市场化运作模式。2016 年~2018 年，公司分别确认工程施工收入 0.28 亿元、0.03 亿元和 0.14 亿元。由于公司承接的部分项目来自新农公司和中金置业，内部交易的波动导致该板块收入变动较大。

公司资产租赁业务主要由公司本部负责运营，物业资产主要是位于经开区内韩信路北侧的办公楼和产业园区内的厂房，2016 年~2018 年分别实现租赁收入 0.10 亿元、0.10 亿元和 0.18 亿元，收入规模较小，其中 2018 年收入有所增长系新增厂房

租赁收入。

2018 年，公司新增土地销售业务，由新农公司负责运营，其业务模式为新农公司根据土地储备情况和开发区管委会的招商引资计划，将储备地块向入驻企业进行销售。2018 年，公司实现土地销售收入 0.69 亿元，由于经开区实行低价供地优惠政策，新农农村的土地销售价低于成本价，差价部分由经开区管委会补偿，当年土地销售毛利率为-15.51%。

总体来看，公司工程施工和资产租赁等其他收入规模有限，但可对公司整体经营形成有益补充。

财务分析

以下分析基于公司提供的经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015 年~2017 年三年连审财务报告，和亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年度审计报告，以上财务报告均按照新会计准则编制。

资本结构

随着公司经营规模的不断扩大，公司资产总额快速增长。2016 年~2018 年末，公司总资产分别为 60.74 亿元、76.45 亿元和 102.37 亿元。公司资产以流动资产为主，2016 年~2018 年末分别为 57.43 亿元、73.21 亿元和 93.53 亿元，占总资产的比重分别为 94.55%、95.77%和 91.36%。

公司流动资产主要由存货、其他应收款、应收账款和货币资金构成。2016 年~2018 年末，公司存货分别为 34.91 亿元、43.24 亿元和 39.36 亿元，主要为土地和工程施工成本。2018 年末，公司存货中土地和工程施工成本分别为 25.62 亿元和 12.11 亿元，其中有账面价值 17.40 亿元的土地系安置房和产业园区建设的土地成本。截至 2018 年末，公司存货中的土地全部为出让地，用于抵押的土地资产账面价值为 9.03 亿元。2016 年~2018 年末，公司其他应收账款分别为 10.32 亿元、13.10 亿元和 26.06 亿元，近年来增长较快，主要系与政府单位及当地企业的往来款。2018 年末，公司应收经开区财政局 17.68 亿元、应收沛县苏信创业园建设管理有限公司 0.83 亿元、应收沛县财政局非税收入专户

0.73 亿元、应收江苏铂然股份有限公司 0.70 亿元和待报解预算收入 1.70 亿元，前五大应收对象占其他应收款期末余额的 82.29%。2016 年~2018 年末，公司应收账款分别为 5.57 亿元、7.74 亿元和 13.44 亿元，逐年增长。截至 2018 年末，公司应收经开区管委会工程款 11.06 亿元，占应收账款总额比例为 81.96%，中诚信国际将对公司应收款项的回收进度保持关注。2016 年~2018 年末，公司货币资金分别为 4.59 亿元、6.84 亿元和 11.05 亿元。2018 年末，公司货币资金中受限金额为 4.10 亿元，为银行承兑汇票保证金和用于质押的定期存单。

非流动资产方面，2016 年~2018 年末，公司非流动资产分别为 3.31 亿元、3.24 亿元和 8.85 亿元，主要为投资性房地产、可供出售金融资产和长期股权投资。2016 年~2018 年末，公司投资性房地产分别为 0.45 亿元、0.55 亿元和 4.45 亿元，其中 2018 年末增加较多主要系资产重估增值所致。2016 年~2018 年末，公司可供出售金融资产分别为 1.59 亿元、1.57 亿元和 3.25 亿元。2018 年末，公司可供出售金融资产主要为持有的沛县徽银资产管理中心（有限合伙）20%股权和沛县鑫尚新能源产业基金合伙企业 22%股权。2016 年~2018 年末，公司长期股权投资分别为 1.17 亿元、0.92 亿元和 0.92 亿元，主要系对联营企业沛县汉润农村土地流转经营有限公司和江苏宜沛工业园投资开发有限公司的投资。

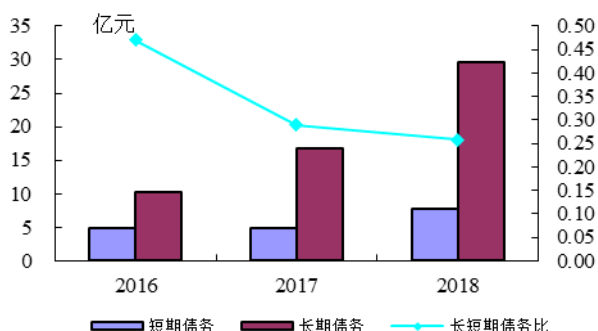
负债方面，2016 年~2018 年末，公司负债总额分别为 20.71 亿元、35.54 亿元和 60.19 亿元，其中流动负债分别为 10.58 亿元、18.76 亿元和 30.51 亿元。公司流动负债主要由预收款项、其他应付款、应付票据、应付账款和一年内到期的非流动负债构成。2016 年~2018 年末，公司预收款项分别为 0.96 亿元、6.27 亿元和 10.17 亿元，主要为商品房预售款；其他应付款分别为 3.37 亿元、5.79 亿元和 8.44 亿元，主要为往来款和保证金等。2016 年~2018 年末，公司应付票据分别为 3.80 亿元、3.58 亿元和 4.30 亿元，全部为银行承兑汇票；应付账款分别为 1.02 亿元、1.36 亿元和 3.58 亿元，主要为应付工程款，随着公司业务规模的扩大有所增加。

2016 年~2018 年末，公司一年内到期的非流动负债分别为 0.27 亿元、0.27 亿元和 2.17 亿元，全部为一年内到期的长期借款。

非流动负债方面，2016 年~2018 年末，公司非流动负债分别为 10.13 亿元、16.78 亿元和 29.68 亿元，主要由长期借款和应付债券构成，其中，长期借款分别为 8.97 亿元、15.90 亿元和 19.68 亿元，公司长期借款以质押和保证借款为主。截至 2018 年末，公司应付债券 9.42 亿元，系当年发行的“19 沛经 01”企业债。

近年来公司有息债务持续增长，2016 年~2018 年末，公司总债务分别为 14.90 亿元、21.62 亿元和 37.35 亿元。从债务结构来看，2016 年~2018 年末，公司的长短期债务比（短期债务/长期债务）分别 0.47 倍、0.29 倍和 0.26 倍，债务结构逐步优化，以长期债务为主的债务结构符合公司资金需求特点。

图 2：2016 年~2018 年公司债务结构分析



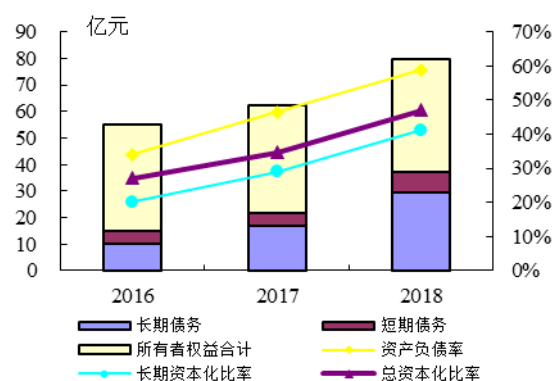
资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

得益于股东注资以及公司利润的持续累积，公司所有者权益逐年增加。2016 年~2018 年末，公司所有者权益合计分别为 40.02 亿元、40.91 亿元和 42.18 亿元，主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。2016 年~2018 年末，公司实收资本均为 20.00 亿元，其中 2016 年末公司实收资本较上年末增长 10.40 亿元系原股东沛县经开区投资中心对公司货币增资；2016 年~2018 年末，资本公积分别为 15.14 亿元、15.28 亿元和 15.62 亿元，其中 2016 年末，公司资本公积增长较上年末增长 0.05 亿元系经开区管委会对公司货币增资，2017 年末公司资本公积增长 0.14 亿元系经开区管委会注入的房屋建筑物，2018 年末，公司资本公积合计增长 0.38 亿元，

主要系经开区管委会收回账面价值为 3.79 亿元的土地使用权后又注入账面价值为 4.13 亿元的门面房及标准厂房。2016 年~2019 年末，公司未分配利润分别为 3.44 亿元、4.32 亿元和 5.23 亿元，其增长来自利润积累。

随着项目建设量的增加及债务规模的扩大，公司资产负债率和总资本化比率增长较快，2016 年~2018 年末，公司资产负债率分别为 34.11%、46.49%和 58.79%，总资本化比率分别为 27.14%、34.58%和 46.96%。

图 3：2016 年~2018 年公司资本结构分析



资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

整体看来，公司存货和应收类款项占资产总额的比重较高，对资金形成一定占用，其中存货中的部分土地使用权已经抵押受限，资产流动性较差。另外，近年来随着工程项目投资需求的扩大，公司负债率增长较快，且公司在建拟建项目投资金额较大，或将进一步推高财务杠杆水平。

盈利能力

2016 年~2018 年，公司营业总收入分别为 5.80 亿元、15.99 亿元和 19.17 亿元，其中 2017 年公司营业总收入的大幅增长主要来自新增的商品销售业务。具体来看，2016 年~2018 年，公司代建工程项目收入分别为 5.33 亿元、5.88 亿元和 5.94 亿元，随着公司业务规模的扩大稳定增加。2016 年~2018 年，公司房屋销售收入分别为 0.10 亿元、0.10 亿元和 0.88 亿元。2017 年，公司新增商品销售业务，分别于 2017 年和 2018 年实现收入 9.80 亿元和 11.27 亿元，使得营业总收入大幅提升。2018 年，公司新增销售土地业

务板块并于当年实现收入0.69亿元。

毛利率方面，2016年~2018年，公司营业毛利率分别为16.68%、7.28%和6.58%，自公司2017年新增毛利率较低的商品销售业务以来营业毛利率大幅下滑。具体来看，2016年~2018年公司代建工程项目毛利率分别为16.14%、16.00%和16.00%，较为稳定，主要系公司代建业务成本加成比例固定为20%。2016年~2018年，公司工程施工毛利率分别为7.99%、6.87%和52.84%，其中2018年毛利率大幅增长系当年部分工程施工成本由于和代建工程成本交叉计入了代建成本。2016年~2018年，公司房屋

销售毛利率分别为16.67%、17.00%和32.12%，其中2018年有所增加系当年确认收入的卢卡庄园一期项目毛利率较高所致；2016年~2018年，公司资产租赁毛利率分别为71.57%、65.79%和-32.03%，其中2018年大幅下滑主要由于当年门面房计提较多折旧。2017年公司新增商品销售业务，利润空间很低，2017年和2018年毛利率分别为1.23%和0.86%。2018年，公司新增销售土地业务，毛利率为-15.51%，主要是由于公司以低于成本价向入驻企业销售土地所致。

表 13：2016年~2018年公司营业收入及毛利率分析（亿元、%）

项 目	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
代建工程项目	5.33	16.14	5.88	16.00	5.94	16.00
其中：土地整理业务	1.12	16.38	--	--	--	--
产业园区建设	1.27	16.00	1.01	16.00	1.06	16.00
安置房建设	1.36	16.24	4.30	15.98	3.09	16.00
基础设施建设	1.59	16.00	0.56	15.87	1.79	16.00
工程施工	0.28	7.99	0.03	6.87	0.14	52.84
资产租赁	0.10	71.57	0.10	65.79	0.18	-32.03
房屋销售	0.10	16.67	0.18	17.00	0.88	32.12
销售土地	--	--	--	--	0.69	-15.51
商品销售	--	--	9.80	1.23	11.27	0.86
其他业务	0.002	4.44	0.01	100.00	0.06	39.59
合计	5.80	16.68	15.99	7.28	19.17	6.58

注：尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

期间费用方面，公司期间费用以财务费用和管理费用为主。2016年~2018年，公司期间费用分别为0.36亿元、0.72亿元和0.81亿元，其中财务费用分别为0.10亿元、0.34亿元和0.41亿元，随着债务规模的增长呈上升趋势，但由于公司将大部分债务利息进行资本化处理，所以总体财务费用较低。2016年~2018年，公司管理费用分别为0.26亿元、0.27亿元和0.29亿元，主要为职工薪酬、咨询服务费和行政办公费。2016年~2018年，公司销售费用分别为0.01亿元、0.10亿元和0.12亿元，其中自2017年起销售费用有所增长主要由于公司建设的商品房进入销售阶段，广告费支出有所上升。2016年~2018年，公司三费收入占比分别为6.27%、4.50%和4.24%，维持在较低水平。

表 14：2016年~2018年公司期间费用分析（亿元、%）

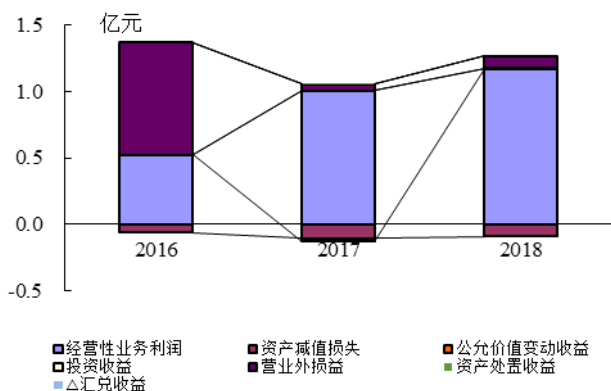
项目名称	2016	2017	2018
销售费用	0.01	0.10	0.12

管理费用	0.26	0.27	0.29
财务费用	0.10	0.34	0.41
三费合计	0.36	0.72	0.81
营业总收入	5.80	15.99	19.17
三费收入占比	6.27	4.50	4.24

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

2016年~2018年，公司利润总额分别为1.30亿元、0.93亿元和1.17亿元，经营性业务利润分别为0.52亿元、1.01亿元和1.17亿元，分别获得政府补助0.85亿元、0.74亿元和0.85亿元，其中2017年和2018年公司将政府补助计入其他收益，其他收益纳入经营性业务利润核算口径。总体来看，政府补助为公司利润总额的重要来源。

图 4：2016 年~2018 年公司利润总额构成



资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

总体看来，近年来公司营业收入来源逐渐多元化，2017 年新增的商品销售业务板块成为公司收入的重要来源，但受其毛利率较低影响，公司营业毛利率大幅下滑。公司盈利能力一般，对政府补助依赖性较高。

现金流

经营活动现金流方面，2016 年~2018 年，公司经营活动净现金流分别为-13.86 亿元、-2.93 亿元和-8.30 亿元，呈现持续净流出，主要是因为代建业务回款相对滞后及支付往来款较多。2016 年~2018 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 3.49 亿元、8.84 亿元和 19.71 亿元，购买商品、接受劳务支付的现金分别为 10.71 亿元、12.89 亿元和 24.01 亿元。2016 年~2018 年，公司收到其他与经营活动有关的现金分别为 1.38 亿元、4.78 亿元和 1.70 亿元，主要系收到往来款及政府补助等；支付其他与经营活动有关的现金分别为 7.81 亿元、3.13 亿元和 5.96 亿元，主要系支付往来款及费用支出等。

投资活动现金流方面，2016 年~2018 年，公司投资活动净现金流分别为-1.79 亿元、-0.91 亿元和-1.22 亿元，其中投资支付的现金分别为 1.77 亿元、0.57 亿元和 1.67 亿元，主要为公司对联营企业的投资支出。2018 年，公司收回投资收到的现金为 0.50 亿元，系理财产品赎回。

筹资活动现金流方面，2016 年~2018 年，公司筹资活动净现金流分别为 15.33 亿元、6.02 亿元和 13.20 亿元，持续表现为净流入。公司筹资活动现金流入主要为吸收投资、取得借款和收回银行承兑

汇票保证金获得的现金；筹资活动现金流出主要为偿还债务和支付银行承兑汇票保证金。2016 年公司吸收投资收到的现金为 11.45 亿元，其中 10.45 亿元系股东对公司的货币注资，另外 1.00 亿元系中国农业产业发展基金对子公司新农公司的货币注资。2018 年，公司发行“19 沛经 01”企业债收到现金 9.42 亿元。整体来看，公司经营活动和投资活动资金缺口由筹资活动弥补。

表 15：2016 年~2018 年公司现金流量情况（亿元）

	2016	2017	2018
经营活动产生现金流入	4.86	13.62	22.30
经营活动产生现金流出	18.72	16.55	30.60
经营活动净现金流	-13.86	-2.93	-8.30
投资活动产生现金流入	--	--	0.49
投资活动产生现金流出	1.79	0.91	1.70
投资活动净现金流	-1.79	-0.91	-1.22
筹资活动产生现金流入	20.50	11.70	20.00
其中：吸收投资所收到的现金	11.45	--	--
借款所收到的现金	8.07	8.20	10.00
△发行债券收到的现金	--	--	9.42
筹资活动产生现金流出	5.17	5.68	6.80
其中：偿还债务所支付的现金	1.06	1.26	4.12
筹资活动净现金流	15.33	6.02	13.20
现金及现金等价物净增加额	-0.32	2.17	3.69

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

偿债能力

从偿债能力指标分析，近年来公司总债务增长较快，使得 EBITDA 对总债务和利息的覆盖能力持续降低，2016 年~2018 年，公司总债务/EBITDA 分别为 10.21 倍、16.23 倍和 20.62 倍；EBITDA 利息倍数分别为 2.41 倍、1.56 倍和 1.52 倍，EBITDA 无法覆盖债务本金，但仍可覆盖当期利息支出。经营活动净现金流偿债指标方面，由于 2016 年~2018 年公司经营活动净现金流均为负，无法覆盖总债务及利息支出。

表 16：2016 年~2018 年公司偿债能力指标

	2016	2017	2018
短期债务（亿元）	4.77	4.85	7.67
长期债务（亿元）	10.13	16.78	29.68
总债务（亿元）	14.90	21.62	37.35
EBITDA（亿元）	1.46	1.33	1.81
经营活动净现金流（亿元）	-13.86	-2.93	-8.30
总债务/EBITDA(X)	10.21	16.23	20.62
总债务/经营活动净现金流(X)	-1.08	-7.38	-4.50
EBITDA 利息保障系数(X)	2.41	1.56	1.52
经营活动净现金流利息保障系数(X)	-22.93	-3.43	-6.97
总资本化比率(%)	27.14	34.58	46.96
资产负债率(%)	34.11	46.49	58.79

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

债务到期情况方面，公司 2019 年~2022 年及以后债务到期金额分别为 3.37 亿元、0.58 亿元、9.96 亿元和 19.12 亿元，短期偿债压力较小。

表 17：截至 2018 年末公司债务到期分布（亿元）

	2019	2020	2021	2022 及以后
到期金额	3.37	0.58	9.96	19.12

注：表中债务到期金额不包括应付票据。

资料来源：公司提供

银行授信方面，截至 2018 年末，公司获得银行授信总额为 17.20 亿元，其中未使用额度为 2.60 亿元，备用流动性较差。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产合计为 15.94 亿元，占总资产的比重为 15.57%，其中货币资金受限金额为 4.10 亿元，系银行承兑保证金及质押存单；用于抵押的土地使用权和投资性房地产账面价值分别为 9.03 亿元和 2.81 亿元。

对外担保方面，截至 2018 年末，公司无任何对外担保。

过往债务履约情况

根据公司提供的资料，截至 2019 年 1 月 15 日，公司近三年无违约事件，且无三年以前发生且当前未结清的违约事件。

担保实力

江苏再担保成立于 2009 年 12 月，初始注册资本 30 亿元，是由江苏省人民政府、江苏省国信资产管理集团有限公司、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共同出资组建的国有控股企业。2017 年 1 月，江苏再担保名称由“江苏省信用再担保有限公司”变更为“江苏省信用再担保集团有限公司”。近年来，江苏省各级地方政府不断对江苏再担保进行增资，在历经多次增资和股权转让后，截至 2018 年末，江苏再担保注册资本增至 63.08 亿元。

截至 2018 年末，江苏再担保总资产为 143.93 亿元，所有者权益合计为 75.27 亿元，母公司口径直保业务在保余额 536.72 亿元，再担保业务在保余额 679.00 亿元，2018 年实现净利润 3.78 亿元。

在业务方面，江苏再担保按照“政策性导向、市场化运作、公司化管理”的原则，实施规范化管理、市场化运作，切实为江苏省中小企业的发展提供服务和支撑，致力于更好地服务江苏省地方经济发展。江苏再担保及其子公司目前的主要业务为直接担保、再担保、融资租赁、小额贷款、资产管理及投资等业务。

受宏观经济持续底部运行影响，江苏省中小企业经营压力增大，风险暴露，导致债务风险事件陆续发生，江苏再担保代偿事件增加。为此，江苏再担保提高项目准入标准，并加强保后管理。自成立至 2018 年末，江苏再担保本部累计代偿金额为 5.33 亿元。2016 年~2018 年江苏再担保本部当期担保代偿额分别为 0.00 亿元、0.76 亿元和 0.03 亿元。由于江苏再担保对经济下行环境下代偿增加的情况做出了预判，近年来加大了代偿追偿力度，江苏再担保 2018 年内收回代偿 0.74 亿元。此外，江苏再担保 2018 年确认代偿损失 0.25 亿元。从合并口径来看，2018 年江苏再担保合并口径应收代位追偿款新增 1.41 亿元，年内减少 1.72 亿元，年末余额为 3.80 亿元，同比减少 7.34%。虽然部分项目具有较为完善的反担保措施，但由于发生时间较长，追偿过程较为复杂，处置和回收周期较长，未来需对江苏再担保的代偿回收情况保持关注。

截至 2018 年末，江苏再担保在保责任余额为 476.60 亿元，从行业分布来看，再担保业务中工业占比较高，直保业务中建筑业以及租赁和商务服务业占比较高，行业相对集中度。从担保对象来看，近年中小企业尤其是民营企业的违约代偿数量增加，为控制风险，江苏再担保逐步减少对中小民营企业的担保，并向国有企业倾斜，2018 年新增直接担保的担保对象以江苏省内地方国企为主。但受制于监管政策的趋严，该类企业的信用风险有所上升，江苏再担保该类客户的直保业务占比较大，不利于分散风险。

江苏再担保新增担保业务快速发展的同时，也严格按照政策要求计提担保赔偿准备金和未到期责任准备金。截至 2018 年末，江苏再担保计提的担保损失准备金余额，即担保赔偿准备金和未到期

责任准备金余额之和达 17.10 亿元，较上年末增加 2.35 亿元，增长 15.89%。由于在保责任余额的减少，担保损失准备金余额与在保责任余额之比为 3.59%。

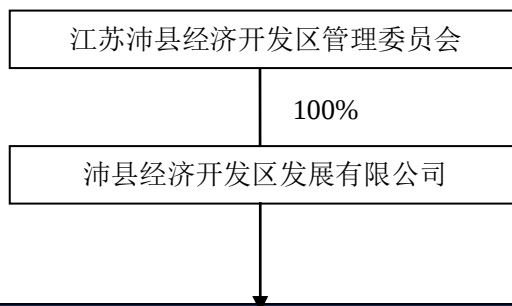
作为江苏省的省级政策性担保平台，江苏再担保在业务运营、资金来源等方面得到了省政府的大力支持，其开展的担保、再担保业务对于促进江苏省经济和金融发展具有重要意义和作用。中诚信国际认为，江苏省政府具有很强的意愿和能力在有需要时对江苏再担保给予支持。

综合上述，中诚信国际评定江苏再担保的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。江苏再担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有力的保障了本期债券的还本付息。

结 论

中诚信国际维持沛县经济开发区发展有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定，维持“18 沛经 01”信用等级为 **AAA**。

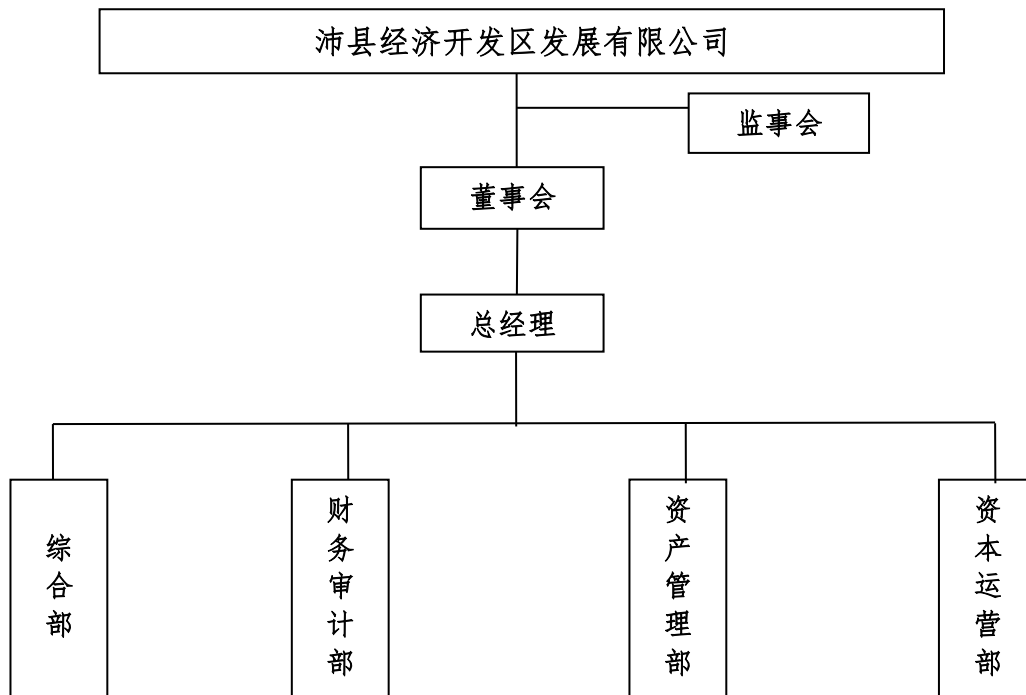
附一：沛县经济开发区发展有限公司股权结构图（截至 2018 年末）



子公司名称	业务性质	持股比例（%）
沛县中金置业投资有限公司	房地产开发	100.00
沛县新农农村建设有限公司	工业厂房建设	75.00
江苏和鼎建设工程有限公司	工程施工	100.00
沛县中金商贸有限公司	贸易	100.00
沛县龙城之润建设有限公司	保障房施工建设	100.00
徐州龙工场跨境电商有限公司	出口贸易	64.00
沛县汉和物业服务有限公司	物业管理	100.00
江苏风行天下创业投资有限公司	创业投资	100.00

资料来源：公司提供

附二：沛县经济开发区发展有限公司组织结构图（截至 2018 年末）



资料来源：公司提供

附三：沛县经济开发区发展有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2016	2017	2018
货币资金	45,897.43	68,360.00	110,479.50
应收账款	55,677.01	77,392.78	134,417.23
其他应收款	103,219.14	130,953.49	260,550.41
存货	349,091.89	432,427.14	393,550.85
可供出售金融资产	15,850.00	15,740.00	32,500.00
长期股权投资	11,702.79	9,221.00	9,246.49
在建工程	0.00	0.00	0.00
无形资产	25.50	85.35	91.47
总资产	607,364.57	764,511.23	1,023,725.14
其他应付款	33,651.26	57,865.48	84,446.50
短期债务	47,700.00	48,450.00	76,700.00
长期债务	101,344.78	167,784.36	296,787.45
总债务	149,044.78	216,234.36	373,487.45
总负债	207,148.13	355,391.79	601,881.27
费用化利息支出	1,173.75	3,526.43	3,708.24
资本化利息支出	4,871.57	5,007.97	8,200.56
实收资本	200,000.00	200,000.00	200,000.00
少数股东权益	10,000.00	10,000.00	10,000.00
所有者权益合计	400,216.45	409,119.44	421,843.87
营业总收入	58,018.34	159,942.07	191,731.65
经营性业务利润	5,249.71	10,061.41	11,714.23
投资收益	3.96	-269.29	44.65
营业外收入	8,500.67	523.77	1,178.45
净利润	11,308.73	7,542.99	9,321.73
EBIT	14,218.20	12,785.26	15,435.10
EBITDA	14,595.48	13,319.53	18,109.48
销售商品、提供劳务收到的现金	34,869.04	88,432.99	197,098.38
收到其他与经营活动有关的现金	13,765.90	47,812.83	17,013.49
购买商品、接受劳务支付的现金	107,142.70	128,908.89	240,060.10
支付其他与经营活动有关的现金	78,098.63	31,252.12	59,634.40
吸收投资收到的现金	114,500.00	0.00	0.00
资本支出	233.26	774.55	345.45
经营活动产生现金净流量	-138,610.39	-29,295.98	-82,972.31
投资活动产生现金净流量	-17,933.26	-9,146.63	-12,161.33
筹资活动产生现金净流量	153,339.57	60,155.18	132,003.14
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率(%)	16.68	7.28	6.58
三费收入比(%)	6.27	4.50	4.24
应收类款项/总资产(%)	26.16	27.25	38.58
收现比(X)	0.60	0.55	1.03
总资产收益率(%)	2.84	1.86	1.73
流动比率(X)	5.43	3.90	3.07
速动比率(X)	2.13	1.60	1.78
资产负债率(%)	34.11	46.49	58.79
总资本化比率(%)	27.14	34.58	46.96
长短期债务比(X)	0.47	0.29	0.26
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.93	-0.14	-0.22
经营活动净现金流/短期债务(X)	-2.91	-0.60	-1.08
经营活动净现金流/利息支出(X)	-22.93	-3.43	-6.97
总债务/EBITDA(X)	10.21	16.23	20.62
EBITDA/短期债务(X)	0.31	0.27	0.24
货币资金/短期债务(X)	0.96	1.41	1.44
EBITDA 利息倍数(X)	2.41	1.56	1.52

注：1、公司 2016 年~2018 年财务报告均根据新会计准则编制；2、将公司 2016 年~2018 年末长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算。

附四：江苏省信用再担保集团有限公司主要财务数据及财务指标

(金额单位：百万元)	2015	2016	2017
资产			
货币资金	2,510.90	2,845.58	2,377.31
存出担保保证金	0.00	0.00	0.00
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	36.33	20.59	20.00
可供出售金融资产	826.07	1,114.24	1,429.55
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	36.80	40.72	35.26
资产合计	8,653.63	10,847.52	12,224.43
负债及所有者权益			
担保损失准备金合计	962.43	1,255.92	1,475.43
实收资本	4,649.08	5,734.21	5,734.21
所有者权益合计	5,689.52	6,986.26	7,173.24
利润表摘要			
担保业务收入	313.26	464.22	552.30
担保赔偿准备金支出	-174.98	-216.93	-253.90
提取未到期责任准备	-31.13	-76.71	-50.08
利息净收入	9.20	13.93	8.17
投资收益	62.54	31.52	74.70
业务及管理费用	-154.16	-193.90	-241.81
税金及附加	-33.10	-21.56	-6.52
税前利润	346.51	374.61	441.10
净利润	261.22	284.36	319.26
担保组合			
在保余额	62,413.00	93,168.00	108,958.11
年增长率(%)			
总资产	17.19	25.35	12.34
担保损失准备金合计	12.24	30.49	17.48
所有者权益	21.43	22.79	2.68
担保业务收入	22.36	48.19	18.97
业务及管理费用	17.47	25.78	24.71
税前利润	-6.97	8.11	17.75
净利润	-9.62	8.86	12.27
在保余额	3.40	49.28	16.95
盈利能力(%)			
平均资产回报率	3.26	2.92	2.77
平均资本回报率	5.04	4.49	4.51
担保项目质量(%)			
最大单一客户在保余额/核心资本	12.64	21.03	25.47
最大十家客户在保余额/核心资本	81.18	193.22	194.87
流动性(%)			
高流动性资产/总资产	35.70	31.22	31.40

附五：基本财务指标的计算公式

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

营业成本合计=营业成本+利息支出+手续费及佣金收入+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用+其他收益

营业毛利率=（营业总收入-营业成本合计）/营业总收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

EBIT（息税前盈余）=利润总额+费用化利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

应收类款项/总资产=（应收账款+其他应收款+长期应收款）/总资产

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

现金比率=（货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据）/流动负债

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（费用化利息支出+资本化利息支出）

附六：江苏省信用再担保集团有限公司主要财务指标计算公式

担保损失准备金合计=未到期责任准备金+担保赔偿准备金

业务及管理费用=销售费用+管理费用

高流动性资产=货币资金+存出担保保证金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产

核心资本=所有者权益+担保损失准备金-长期股权投资-按成本计量的可供出售权益工具

累计代偿率=累计代偿额/累计解除担保额

平均资产回报率=净利润/[（当期末资产总额+上期末资产总额）/2]

核心资本担保放大倍数=在保责任余额/核心资本

附七：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

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

附八：债券信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

附九：担保公司主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较大
B	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力对良好经济环境的依赖程度较高，违约风险很大
CCC	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极大
CC	受评公司在破产或重组时获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评对象不能履行代偿义务及偿还其他债务

注：1、除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，每个信用等级可用“+”、“-”号进行微调；2、此评级符号与中诚信国际授予其他固定收益证券发行主体的评级符号一致，具有可比性。