



信用等级通知书

信评委函字[2019]Y052号

中诚信证券评估有限公司对沛县经济开发区发展有限公司及其拟发行的“2019年沛县经济开发区发展有限公司公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，沛县经济开发区发展有限公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；“2019年沛县经济开发区发展有限公司公司债券”的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会

二零一九年十月三十日

2019 年沛县经济开发区发展有限公司 公司债券信用评级报告

债券级别	AA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	沛县经济开发区发展有限公司
发行规模	6亿元
债券期限	7年
债券利率	固定利率
偿还方式	每年付息一次，同时设置本金提前偿付条款，自本期债券存续期第三年末起至第七年末止，分别偿还本期债券本金金额的 20%、20%、20%、20%、20%，每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付

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。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“2019 年沛县经济开发区发展有限公司公司债券”的信用等级为 AA，该级别反映了本期债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。

中诚信证评评定沛县经济开发区发展有限公司（以下简称“沛县经开”或“公司”）主体信用等级为 AA，评级展望为稳定。该级别反映了沛县经开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。中诚信证评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信用状况的支撑作用；同时，中诚信证评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因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

正 面

- 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 万元的房屋建筑物。2016 年~2018 年，公司分别收到经开区给予政

分析师

崔晋筠 jyzhai@ccxr.com.cn刘衍青 yqliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年10月30日

府补助 0.85 亿元、0.74 亿元和 0.85 亿元。

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，且在建拟建项目投资金额较大，未来或将进一步推升杠杆水平。
- 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。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因对沛县经济开发区发展有限公司（以下简称“发行主体”）及本期债券进行主动评级并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除本次评级事项外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了勤勉尽责的义务，并合理保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行主体和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体直接提供或授权提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，对基于发行主体直接提供或授权提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

概 况

发债主体概况

沛县经济开发区发展有限公司成立于2007年9月，原股东为沛县国有资产经营有限公司（以下简称“沛县国资公司”），注册资本1,200万元。2008年12月至2009年1月期间，公司经过三次货币增资，注册资本增至1.50亿元。2010年11月，沛县国资公司将其持有的公司100%股权转让给江苏能源经济技术开发区投资咨询服务中心。2014年7月，江苏能源经济技术开发区投资咨询服务中心更名为沛县经济开发区投资咨询服务中心（以下简称“沛县经开投资中心”），同时对公司货币增资1.00亿元。2015年8月、2016年5月沛县经开投资中心又对公司进行了两次货币增资，公司注册资本增至20亿元。2016年12月29日，沛县经开投资中心将其持有的公司100%股权转让给江苏沛县经济开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）。经过上述增资和股权转让，截至2018年末，公司注册资本和实收资本均为20.00亿元，股东和实际控制人均为经开区管委会。

公司主要负责沛县经济开发区的基础设施建设、保障性住房及安置房等建设和资产运营，具体包括基础设施项目建设、制造业及科技业投资；市政工程施工；市政设施管理服务和房地产开发经营等。截至2018年末，公司拥有8家一级子公司。

截至2018年末，公司总资产102.37亿元，所有者权益合计42.18亿元，资产负债率58.79%；2018年，公司实现营业总收入19.17亿元，净利润0.93亿元，经营活动净现金流-8.30亿元。

募集资金概况

本期债券为7年期固定利率债券，每年付息一次，同时设置本金提前偿还条款，自本期债券存续期第三年末起至第七年末止，分别偿还本期债券本金金额的20%、20%、20%、20%、20%，每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付。

募集资金用途

本期债券募集资金不超过6亿元，其中0.5亿

元用于沛县经济开发区汉祥家园棚户区改造项目，5.5亿元用于补充公司运营资金。

表1：本期债券募集资金投向情况表（万元、%）

募集资金用途	项目总投资额	募集资金使用额	占项目总投资额的比例
沛县经济开发区汉祥家园棚户区改造项目	150,221.00	5,000.00	3.33%
补充公司运营资金	--	55,000.00	--
合计	150,221.00	60,000.00	--

资料来源：公司提供

行业及区域经济概况

沛县经济及财政概况

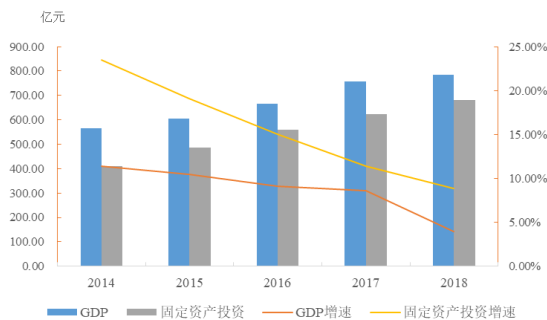
沛县为江苏省徐州市下辖县，位于徐州市西北部，处于苏、鲁、豫、皖四省交界之地，东靠微山湖，西邻丰县，南接铜山区，北接山东省鱼台，处于淮海经济区的中心部位和华北平原的东南边缘。沛县南北长约60公里，东西宽约30公里，总面积1,806平方公里，下辖13个镇、4个街道、1个省级经济开发区、1个农场、277个行政村、107个社区。2018年末，沛县户籍人口131.28万人，全体居民人均可支配收入32,396元。

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2：2016 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。

沛县经济开发区经济及财政概况

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产业园、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3：2016 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，

政府性基金的留存增强了经开区地方财政实力。

竞争实力

公司是经开区内唯一的基础设施建设及投融资主体，负责区域内的基础设施、安置房、产业园区、土地整理等建设，其业务在区域内具有较强的垄断优势，同时在资产注入和财政补贴方面也得到了经开区管委会的大力支持。

资产注入方面，2016 年原股东沛县经开投资中心向公司注资 10.40 亿元，并计入公司实收资本，同年沛县经开投资中心将公司 100%股权转让给经开区管委会，经开区管委会向公司货币注资 0.05 亿元，计入资本公积。2017 年，经开区管委会向公司注入账面价值 0.14 亿元的房屋建筑物，计入资本公积。2018 年，经开区管委会向公司注入账面价值为 4.13 亿元的门面房及标准厂房，同时收回账面价值为 3.79 亿元的土地使用权，公司资本公积合计增长 0.38 亿元。

财政补贴方面，2016 年~2018 年，公司分别收到经开区管委会给予的政府补助 0.85 亿元、0.74 亿元和 0.85 亿元。

总体来看，公司作为经开区内重要的基础设施建设主体，得到经开区管委会的大力支持，具有一定的抗风险能力。

业务运营

公司主要负责经开区内的基础设施、安置房和产业园区等建设业务。2018 年，公司营业总收入 19.12 亿元，其中代建工程项目、商品销售和房屋销售业务收入分别为 5.94 亿元、11.27 亿元和 0.88 亿元，为公司的主要收入来源，占营业总收入的比重分别为 30.98%、58.81%和 4.60%。

图 2：2018 年公司营业总收入构成



资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

¹ 实际实施日期为 2017 年 1 月 1 日

代建工程

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，中诚信证评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4：2016 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5：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6：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7：2016 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8：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9：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，中诚信证评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，公司已完成科技创业园一期、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10：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
科技创业园一期	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，中诚信证评整理

截至 2018 年末，公司在建科技创业园二期、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，科技创业园二期采用 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11：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
科技创业园二期	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，中诚信证评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

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12：2018 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。

房屋销售业务

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13：2016 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。

其他业务

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。

战略规划

作为经开区重要的城市开发建设主体和资产运营实体，公司未来将紧密围绕沛县政府提出的工作

任务，推动公司在投资、融资和建设工作上迈向新的台阶，更好地为经开区的发展提供服务，具体规划体现在以下几个方面：

加强城市基础设施建设的主导地位，加快推进规划建设。公司将结合创建国家级开发区的目标，充分利用自身优势，继续加强开发区辖区内城市基础设施建设行业的优势地位，结合沛县以及沛县经济开发区的整体发展规划，积极参与开发区辖区内基础设施建设等大中型工程。

加大力度强化民生保障。公司作为开发区辖区内唯一的保障房建设主体，承担辖区内保障房、安置房建设的任务，公司将以开发区棚户区（危旧房）改造为契机，继续承接辖区内保障房、安置房建设工程，提升公司在沛县经济开发区保障性住房及安置房建设行业的地位，在壮大自身的同时，努力促进沛县经济开发区的社会发展，提升辖区内居民的居住条件。

着力拓展园区功能、改善园区投资环境。公司将通过市场化运作，综合运用土地资产、地域空间和其他经济要素，积极经营区域内存量资产，实现多渠道融资，为城市建设筹措资金，实现资源效益最大化和最优化，促进开发区持续快速健康发展。以宜沛科技园、科技创业园建设为起点，着力拓展园区功能、改善园区投资环境，为园区招商引资提供良好的外部环境。

发展多元化的业务模式。为满足沛县居民多层次的居住需求，公司将以开发卢卡庄园项目为契机，丰富公司的业务板块，增加公司的利润增长点，同时可以为公司的基础设施建设、保障房建设、园区建设等业务提供有效的补充，提升公司的综合实力。

继续优化内部管理，提高管理水平。公司将继续坚持政企分开原则，按照现代企业制度的要求建立、完善内部管理机制，提高管理效率，增强企业发展活力。通过建立健全现代企业制度，切实加强对国有资本的管理、运营和监督，推动国有资产的保值增值，不断壮大自身实力。

增强投融资管理水平。公司将逐步完善综合性资产经营管理功能，通过吸收优质资产，增强自身盈利水平；继续加强与金融机构的合作，准确把握

金融政策，拓展融资渠道，降低融资成本，为公司可持续发展提供充足的资金支持。

公司治理和管理

产权结构

截至 2018 年末，公司股东和实际控制人均为江苏沛县经济开发区管理委员会，纳入合并范围子公司共 8 家。

法人治理结构

公司建立了相对规范的管理体系。根据《沛县经济开发区发展有限公司章程》，公司设董事会、监事会、总经理。

董事会是公司的决策机构，负责处理公司重大事项。董事会由 7 名董事组成，由经开区管委会委派，设董事长 1 人，董事长为公司的法定代表人，董事任期为 3 年，任期届满后由委派方继续委派。

监事会由 3 名监事组成，由经开区管委会委派，任期每届为 3 年，任期届满，连选可以连任或由委派方连续委派。

公司设总经理 1 人，负责公司的日常经营管理，由经开区管委会提名，董事会决定聘任，对董事会负责。

管理水平

公司建立了较为清晰的组织架构，明确了各部门的职责，保障了公司各项业务的平稳运行。公司设立了综合部、财务审计部、资产管理部和资本运营部 4 个部门。综合部负责制订行政办公制度和行政工作程序、掌握公司主要工作进展情况、组织筹备重大会议、撰写总部文件材料及总务后勤工作；财务审计部负责制定、执行公司的各项财务管理、成本控制、资金控制和项目成本核算等制度，定期分析公司经营情况，编制年度预算等工作；资产管理部负责执行项目建设中各项设计、工程、设备以及其它与工程相关的合同，并根据各项合同对工程实施全面管理和质量控制；资本运营部负责拟定资产经营方式及管理办法，设计投融资方案，负责投融资工作以及其他资产保值增值工作。

总体来看，公司各部门各司其职，保证了公司的日常正常运营。

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%，中诚信证评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。

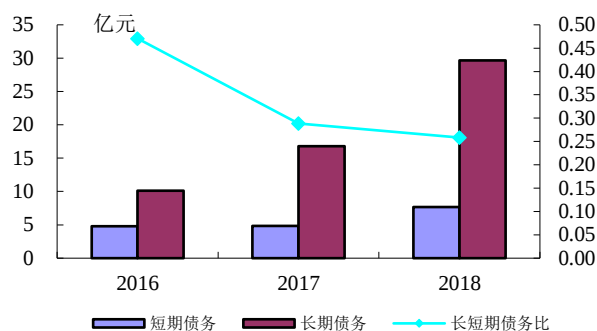
负债方面，2016 年~2018 年末，公司负债总额分别为 20.71 亿元、35.54 亿元和 60.19 亿元，其中流动负债分别为 10.58 亿元、18.76 亿元和 30.51 亿元。公司流动负债主要由预收款项、其他应付款、应付票据、应付账款和一年内到期的非流动负债构成。2016 年~2018 年末，公司预收款项分别为 0.96 亿元、6.27 亿元和 10.17 亿元，主要为商品房预售款；其他应付款分别为 3.37 亿元、5.79 亿元和 8.44 亿元，主要为往来款和保证金等。2016 年~2018 年末，公司应付票据分别为 3.80 亿元、3.58 亿元和 4.30 亿元，全部为银行承兑汇票；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 3：2016 年~2018 年公司债务结构分析

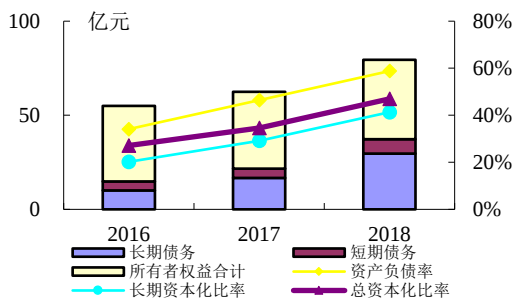


资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

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，系经开区管委会收回部分土地使用权后又注入门面房及标准厂房所致。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 4：2016 年~2018 年公司资本结构分析



资料来源：中诚信证评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14：2016 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：中诚信证评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。

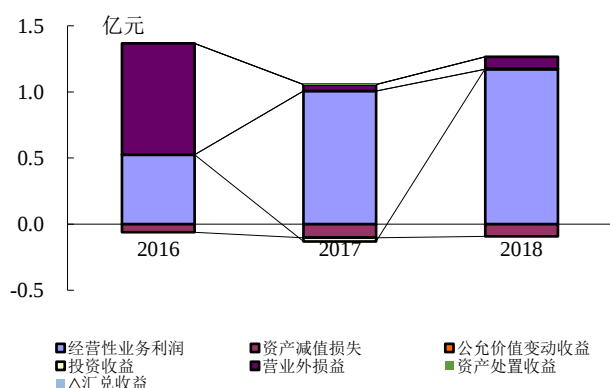
表15：2016 年~2018 年公司期间费用分析（亿元，%）

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：中诚信证评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 5：2016 年~2018 年公司利润总额构成



资料来源：中诚信证评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。

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：中诚信证评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。

中诚信证评肯定了沛县经济开发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，中诚信证评也关注到公司部分业务所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。

结 论

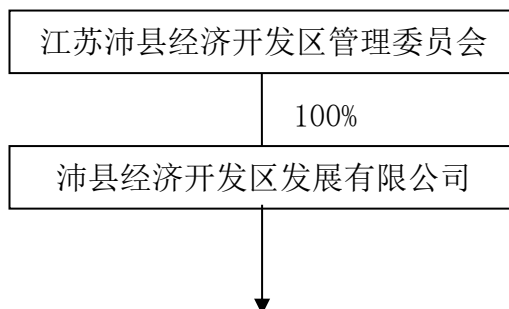
综上，中诚信证评评定沛县经济开发区发展有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“2019 年沛县经济开发区发展有限公司公司债券”债项的信用等级为 **AA**。

关于2019年沛县经济开发区发展有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据评级行业惯例、监管部门以及公司评级制度的相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，保留对本期债券的信用风险进行持续跟踪、进行定期和不定期跟踪评级，据以决定是否调整本期债券信用等级权利。

同时，中诚信证评亦保留对外公开披露定期和不定期跟踪评级报告及评级结果的权利。

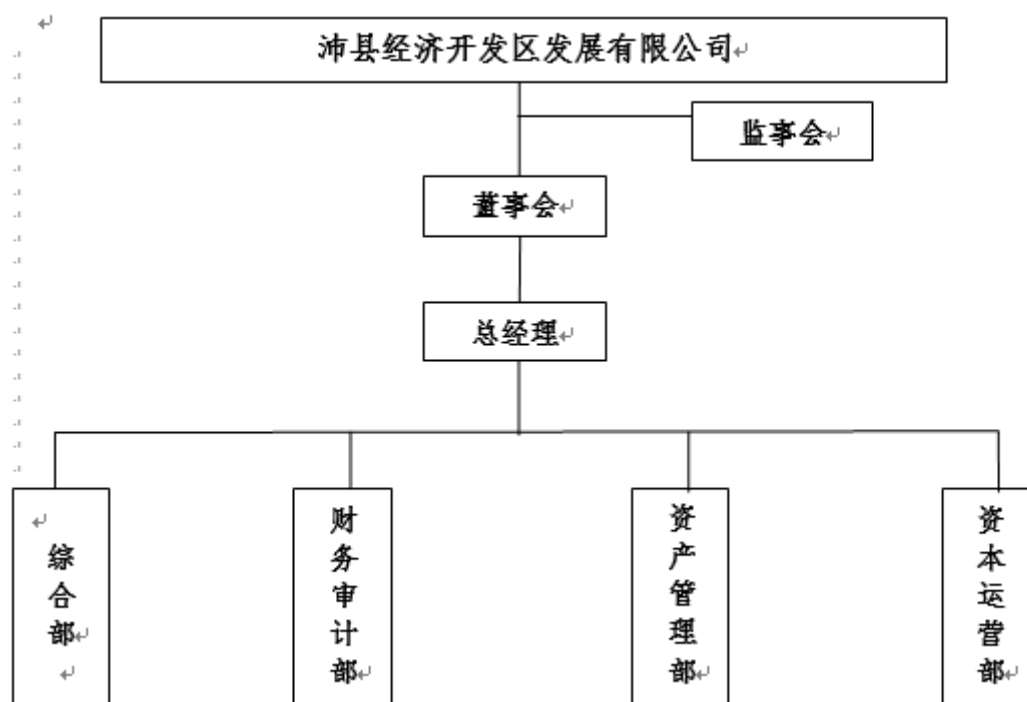
附一：沛县经济开发区发展有限公司股权结构图（截至 2018 年末）



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：公司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+手续费及佣金支出+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

三费前利润=营业总收入-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-营业税金及附加

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）

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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

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

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。