

2016 年徐州市贾汪城市建设投资有限公司  
公司债券 2020 年跟踪  
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI 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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

## 2016年徐州市贾汪城市建设投资有限公司 公司债券2020年跟踪信用评级报告

报告编号：中鹏信评  
【2020】跟踪第【240】  
号 02

债券简称：16 贾汪城投  
债/PR 贾汪债

增信方式：保证担保

担保主体：中合中小企业  
融资担保股份有限公  
司

债券剩余规模：9.6 亿元

债券到期日期：2023 年  
03 月 23 日

债券偿还方式：每年付  
息一次，分次还本，第 3  
至第 7 个计息年度分别  
偿还本金的 20%

分析师

姓名：  
秦凤明 张旻烁

电话：  
021-51035670

邮箱：  
qinfm@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
城投公司信用评级方  
法，该评级方法已披露  
于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份  
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.cspengyuan.com

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AAA	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	2020 年 06 月 21 日	2019 年 06 月 24 日

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对徐州市贾汪城市建设投资有限公司（以下简称“贾汪城投”或“公司”）及其 2016 年 3 月 23 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）2020 年度跟踪评级结果为：本期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。该等级的评定是考虑到 2019 年贾汪区经济增速较上年有所提升，为公司发展提供了良好基础，代建业务持续性较好，外部支持力度较大，资本实力进一步提升，中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，资金压力较大，偿债压力上升以及存在较大的或有负债风险等风险因素。

### 正面：

- 2019 年贾汪区经济增速有所提升，为公司发展提供了良好基础。2019 年贾汪区在传统五大行业布局优化转型升级的压力下实现地区生产总值 350 亿元，按可比价格计算，同比增长 6%，增速较上年有所提升，为公司发展提供了良好基础。
- 代建业务持续性较好。公司是贾汪区内重要的基础设施和安置房项目投资建设主体，其业务承接在区域内具有一定垄断性，且 2019 年末公司在建项目总投资 52.00 亿元，已完工未回购项目约 45.03 亿元，业务持续性较好。
- 外部支持力度较大，资本实力进一步提升。2019 年贾汪区财政局拨付公司 0.86 亿元专项财政补贴，拨付公司 7.0 亿元作为国有资本金投入，2019 年末公司净资产同比增加 11.55%，资本实力进一步提升。

- **保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。**经中证鹏元综合评定，中合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连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性。

### 关注：

- **资产流动性较弱。**截至 2019 年末，存货、应收账款与投资性房地产合计占总资产比重为 83.45%，存货与应收账款即时变现能力较弱，且存货中土地抵押比率较高（66.05%）、投资性房地产全部已抵押，整体资产流动性较弱。
- **资金压力依然较大。**代建项目投入规模的上升导致 2019 年经营活动现金呈净流出状态，营运资金的平衡对外部融资依赖较大，且 2019 年末主要在建项目尚需投资超过 46.91 亿元，整体资金压力仍较大。
- **偿债压力上升。**截至 2019 年末，公司资产负债率为 62.90%，有息债务增至 71.95 亿元，EBITDA 利息保障倍数降至 0.56，整体偿债压力较大。
- **存在较大的或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额为 71.92 亿元，占净资产的比重为 112.62%，被担保对象主要为徐州市国有企业或事业单位，但担保金额较大，未设置反担保措施，存在较大的或有负债风险。

### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,721,411.16	1,561,599.66	1,596,488.23
所有者权益	638,619.58	572,508.58	564,454.70
有息债务	719,482.68	692,270.27	799,577.33
资产负债率	62.90%	63.34%	64.64%
现金短期债务比	0.83	0.62	1.28
营业收入	74,623.73	72,142.51	57,851.67
其他收益	8,600.00	14,000.00	23,296.15
利润总额	9,412.23	8,051.44	8,535.62
综合毛利率	9.98%	8.58%	8.50%
EBITDA	18,652.47	22,061.47	29,592.50
EBITDA 利息保障倍数	0.59	0.67	0.78
经营活动现金流净额	-33,282.15	49,199.38	-13,180.05
收现比	0.77	0.73	1.09

资料来源：2017-2019 年公司审计报告，中证鹏元整理

担保方中合担保主要财务指标（单位：亿元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	101.94	116.50	122.48
所有者权益	80.79	83.60	86.33
担保余额	-	1,004.98	1,088.79
准备金覆盖率	-	2.38%	1.95%
融资担保放大倍数（倍）	-	9.54	4.33
当期担保代偿率	-	4.52%	3.42%

资料来源：中合担保2018和2019年审计报告及中合担保提供，2017年数据采用2018年审计报告的上期数，中证鹏元整理

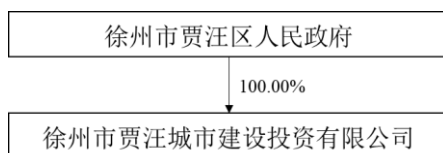
## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2016年3月23日公开发行了7年期16.00亿元公司债券，募集资金计划用于夏桥工业广场片区安置房、丰裕粮油安置房、耐火厂片区安置房、英才中学片区安置房和湖畔小区二期安置房项目。截至2019年12月21日，本期债券募集资金专项账户余额为243.69万元。

## 二、发行主体概况

2019年公司名称、主营业务、注册资本均未发生变化，2019年末公司实收资本由108,400.00万元降至100,400.00万元<sup>1</sup>，控股股东和实际控制人仍为徐州市贾汪区人民政府（授权徐州市贾汪区国有资产管理服务中心履行出资人职责）。

图1 截至2020年3月末公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供

根据公司2019年12月公告，公司董事长由王健变更为袁锋，同时选举王波、黄慧、佟怡春为董事，桑燕泥为监事，任期均为3年。2019年公司新纳入合并范围子公司1家，具体情况如下表所示：

表1 2019年公司合并范围变化情况（单位：万元）

### 纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
徐州万泽置业有限公司	100.00%	30,000.00	房地产开发经营等	设立

资料来源：公司提供

## 三、外部运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础

<sup>1</sup> 公司实收资本中原国家开发基金 8,000.00 万元将于未来逐步退出，审计将该 8,000.00 万元从实收资本调至长期借款核算。

## 设施建设投资增速有望反弹

2019年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019年全年国内生产总值（GDP）99.09万亿元，比上年增长6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长8.4%，高于同期工业增加值增速2.7个百分点；战略性新兴产业营业收入比上年增长12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019年末爆发的COVID-19疫情，进一步加大了经济下行压力。2020年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的2020年新增地方政府债务限额1.85万亿元，同比增长32.95%；其中专项债新增限额1.29万亿，同比增长59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由25%调整为20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

### **2019年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅**

2019年以来，延续2018年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐形债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019年3月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务

问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号），切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。5月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11号），从提升开放型经济质量等5个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发COVID-19疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

## （二）区域环境

**徐州市经济实力较强，2019年工业经济及固定资产投资均企稳回升，对经济增长形成支撑**

依托优越的区位优势，徐州市经济持续增长，2019年徐州市地区生产总值突破7,000亿元，全年实现地区生产总值7,151.35亿元，按可比价格同比增长6.0%，增速较上年回升1.8个百分点。从产业结构来看，第二产业和第三产业增加值分别同比增7.0%和6.0%，三次产业增加值结构从2018年的9.4：41.6：49.0调整为9.5：40.4：50.1，第三产业比重持续上升。2019年徐州市人均GDP为81,138元，同比增长5.6%，为当年全国人均GDP的114.45%。

徐州市逐步形成了以装备制造、食品行业（含烟草）、能源产业、煤盐化工业、冶金业和建材业等传统产业为主的工业格局。2018年徐州市对高污染、高耗能、高排放行业进



行治理，导致工业经济增速大幅下降，2019年工业经济整体企稳回升，全年规模以上工业增加值同比增长8.2%，其中轻工业增长2.5%，重工业增长11.8%，工业发展对重工业仍存在一定依赖。从产业结构来看，徐州市六大传统产业仍占据绝对主导地位，2019年产值同比增长15.7%，占规模以上工业总产值比重达88.1%；其中装备制造、煤盐化工、冶金和建材产业产值分别增长15.4%、22.1%、71.6%和32.3%，能源和食品加工产业产值分别下降18.3%和1.8%。此外，徐州市加快发展战略性新兴产业、高新技术产业和高端装备制造业，推动产业转型升级，2019年四大战略性新兴产业产值同比增长13.8%，增速仍低于传统行业，占全部规上工业比重为36.1%；其中生物医药与大健康、集成电路与ICT、装备与智能制造产业分别增长19.0%、19.8%和20.8%。

固定资产投资是徐州市经济增长重要动能之一，工业投资结构有所优化调整。2019年徐州市固定资产投资增速回升至7.0%，其中第二产业、第三产业投资增速分别为4.8%和8.1%；工业投资方面，2019年徐州工业技改投资同比增长7.7%，提升2个百分点，高耗能行业投资同比下降9.6%，高新技术产业投资同比增长36.9%，增速大幅提高，投资结构有所优化。2019年第三产业投资占全部固定资产投资比重提升至54.4%，同比提高2个百分点，其中房地产市场发展仍较快，2019年房地产开发投资中住宅开发投资同比增长21.4%；从销售情况来看，全年商品房销售面积同比增长17.6%，商品房销售额同比增长36.4%，房地产市场销售情况较好。从新开工情况来看，2019年徐州市房地产新开工面积同比下降1.3%，未来房地产开发投资的增速可能存在一定下行压力。

消费市场增速有所下滑，2019年徐州市实现社会消费品零售总额同比增长4.7%，增速较上年下滑2.8个百分点，其中石油及制品类、汽车类商品零售额分别下降2.5%和9.9%。进出口总额增速仍较快，2019年徐州市实现进出口总额931.88亿元，同比增长20.4%，但2020年以来海外疫情仍在发展过程中，出口可能存在较大不确定性。区域金融市场方面，2019年全市金融机构人民币各项存款余额、贷款余额分别同比增长13.1%和17.6%，为区域经济发展提供一定金融支持。

**表 2 2018-2019 年徐州市主要经济指标（单位：亿元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	7,151.35	6.0%	6,755.23	4.2%
第一产业增加值	682.80	2.4%	631.39	2.4%
第二产业增加值	2,886.18	7.0%	2,812.02	1.5%
第三产业增加值	3,582.37	6.0%	3,311.82	7.0%
固定资产投资	-	7.0%	-	2.0%

社会消费品零售总额	3,246.25	4.7%	3,102.00	7.5%
进出口总额	931.88	20.4%	773.69	46.8%
存款余额	8,036.56	13.1%	7,107.39	11.1%
贷款余额	5,777.28	17.6%	4,912.47	17.7%
人均 GDP (元)		81,138		76,915
人均 GDP/全国人均 GDP		114.45%		118.98%

资料来源：2018-2019 年徐州市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年徐州市全市公共财政收入468.32亿元，同比下降11.00%，其中税收收入373.80亿元，占公共财政收入的比重为79.82%；实现政府性基金收入608.41亿元，同比增加13.23%；同期徐州市公共财政支出为882.21亿元，同比增长0.15%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为53.08%。

#### 贾汪区整体经济规模不大，2019年经济增速有所提升，固定资产投资仍是主要动力

贾汪区位于徐州市主城区东北部，地处苏、鲁两省结合部，全区设5个镇、5个办事处、1个省级经济开发区，总面积671.95平方公里。贾汪区因煤而兴，因矿设区，随着煤炭资源的枯竭及环保治理，贾汪区近年加快开展钢铁、焦化、水泥、热电四大行业布局优化、转型升级和化工产业安全环保整治提升工作，逐步形成了徐工配套产业园、电子产业园、不锈钢产业园、绿色智慧建材产业园、家具产业园五大特色园区。

近年贾汪区经济保持增长，但整体经济体量不大，2019年全区实现地区生产总值350亿元，按可比价格计算，同比增长6%，增速较上年回升2个百分点。2019年全年新增规模以上工业企业38家，实现工业应税销售收入同比增长13%，实现工业增值税同比增长7%，实现服务业增加值同比增长11.2%。从经济增长的驱动力来看，2019年贾汪区规模以上固定资产投资同比增长7.5%，增速较上年提升1.5个百分点，且高于GDP增速1.5个百分点，但消费端增速较上年有所下降，区域经济增长对固定资产投资依赖性较强。此外，2019年贾汪区金融市场发展加快，存、贷款余额分别同比增长15.04%和16.68%。

**表3 2018-2019年贾汪区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	350	6%	340	4%
固定资产投资	-	7.5%	-	6%
存款余额	285.02	15.04%	242	10.5%
贷款余额	194.12	16.68%	166	14.5%

资料来源：关于贾汪区 2018 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2019 年国民经济和社会发展计划草案的报告、关于贾汪区 2019 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2020 年国民经济和社会发展计划草案的报告，中证鹏元整理

2019年贾汪区实现公共财政收入22.20亿元，同比下降1.64%，其中税收收入18.51亿元，占公共财政收入的比重为83.38%；实现政府性基金收入28.04亿元，同比增加3.51%；同期贾汪区公共财政支出为41.92亿元，同比增长10.84%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为52.96%。

## 四、经营与竞争

公司主要从事贾汪区内的基础设施、安置房等项目的投资建设，2019年实现营业收入74,623.73万元，同比增长3.44%，其中代建工程收入占比达96.19%，租赁及物业收入规模较小。从毛利率来看，代建工程和租赁业务毛利率均小幅提升，2019年公司综合毛利率上升1.40个百分点至9.98%。

**表4 2018-2019年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
代建工程	71,783.57	9.09%	69,455.91	7.72%
租赁	2,806.20	33.79%	2,686.60	30.85%
物业收入	33.97	-78.40%	0.00	-
合计	<b>74,623.73</b>	<b>9.98%</b>	<b>72,142.51</b>	<b>8.58%</b>

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

**公司代建业务持续性较好，但收入受政府回购安排影响可能存在波动，且在建项目尚需投资规模较大，仍面临较大的资金支出压力**

公司是贾汪区内的基础设施、安置房项目的重要投资建设主体，其业务承接在区域内具有一定垄断性。根据公司与贾汪区棚户区改造领导小组办公室签订的工程建设转让（以下简称“BT”）项目框架协议，公司负责代建工程项目的投资、融资和施工建设，并在项目建成后移交给贾汪区政府，贾汪区政府以回购的方式向公司支付BT项目回购款。项目的回购成本由贾汪区审计局对工程造价进行审计，并按照最终审计结果和经双方确认的其他费用合计，项目完工移交后，贾汪区政府按项目决算金额的10%支付回购收益。

2019年公司实现代建工程收入为71,783.57万元，来自泉城花都安置房、锦凤溪安置房和湖畔二期安置房三个项目。

**表5 2019年公司代建工程收入确认明细（单位：万元）**

回购单位	项目名称	代建项目成本	代建项目收入确认
棚改办	泉城花都安置房	16,629.86	18,292.84
棚改办	锦凤溪安置房	16,191.2	17,810.33

棚改办	湖畔二期安置房	32,436.73	35,680.4
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>64,096.18</b>	<b>71,783.57</b>

注：湖畔二期安置房项目为本期债券募投项目，原计划用于定向销售，现由贾汪区棚户区改造领导小组办公室直接回购。

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司主要在建项目包括湖畔三期、韩桥嘉苑和鲁尔小区，计划总投资520,000.00万元，尚需投资469,068.00万元，且存货中已完工未回购项目量（约450,345.37万元）仍较大，代建业务持续性较好，但未来收入规模受政府回购安排影响可能存在波动。此外，在建项目尚需投资金额较大，随着项目建设推进，公司亦面临较大的资金压力。

截至2019年末，本期债券募投项目夏桥工业广场片区安置房、湖畔小区二期安置房、丰裕粮油安置房、耐火厂片区安置房已经完工，英才中学项目仍未进行；募投项目原计划采取定向销售加政府补贴模式进行结算，2019年结算模式转变为直接由贾汪区棚户区改造领导小组办公室进行回购，其中湖畔小区二期已于2019年完成回购，剩余募投项目的回购时间受政府回购安排影响存在一定不确定。

**表6 截至2019年末公司主要在建项目明细（单位：万元）**

序号	项目	总投资	已投资
1	湖畔三期	200,000.00	19,243.00
2	韩桥嘉苑	300,000.00	19,446.00
3	鲁尔小区	20,000.00	12,243.00
<b>合计</b>		<b>520,000.00</b>	<b>50,932.00</b>

注：其他项目大部分已完工，因此从上表中删除，仅列示在建项目。

资料来源：公司提供

**预收账款及剩余可售面积的销售仍可对短期内的收入形成一定保障，但公司无其他在建商品房项目，长期来看业务持续性偏弱**

公司目前在售房地产项目较少，其中泉城花都、五号井花园、桃园小区、康馨园、大泉幸福家园均为安置房，住宅部分用于定向安置，仅少数住宅及商铺等用于对外销售，规模不大，且受政策安排影响大。金水湾为商品房项目，截至2020年3月3日，金水湾项目已售面积75,678.65平方米，剩余可供出售面积61,253.36平方米，预收账款中未结转房款尚有34,175.26万元，仍可对短期内收入形成一定保障；除此之外，公司不存在其他在建及在售商品房项目，长期来看业务持续性偏弱。

**表7 截至2020年3月3日公司主要在售项目（单位：平方米、万元）**

项目	预售总面积	已售面积	回款金额	剩余面积
金水湾	136,932.01	75,678.65	36,817.89	61,253.36

注：总面积、已售面积和剩余面积均包含储藏室、车库、车位等。

资料来源：公司提供

### 公司租赁业务收入和毛利率整体较稳定，对营业收入形成一定补充

公司租赁业务收入全部来源于公司自有的泉城商务大厦，泉城商务大厦建筑面积39,143.59平方米，由地下一层、地上十二层大厦主楼和四栋附属楼组成。根据公司和徐州市贾汪区机关事务管理局于2014年1月1日签订的房屋租赁合同，租赁价格为2元/平方米/天，租赁期限为20年。由于泉城商务大厦租赁期限较长且租赁价格确定，近年租赁业务收入规模和毛利率整体保持稳定，2019年公司实现租赁业务收入2,806.20万元，较上年略有上升。

### 贾汪区财政局给予公司较大的外部支持力度

公司在贾汪区城市基础设施建设中占有重要地位，贾汪区政府在资产注入和政府补助方面继续给予公司较大支持，2019年贾汪区财政局拨付公司70,000.00万元作为国有资本金投入，大幅提升了公司资本实力，此外，贾汪区财政局拨付公司8,600.00万元专项财政补贴，提升了公司利润水平。

## 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2018-2019年审计报告，公司审计报告均采用新会计准则编制。

### 资产结构与质量

**流动资产为公司资产的主要构成，存货与其他应收款即时变现能力不强，且存货中土地抵押比率较高，资产流动性较弱**

截至2019年末，公司资产总额同比增加10.23%至1,721,411.16万元，其中流动资产占比较大，2019年末占比达94.24%。

截至2019年末，公司货币资金余额同比增加32.64%至187,352.13万元，其中受限比例达64.40%。应收账款主要为贾汪区棚户区改造工作领导小组办公室工程回购款，2019年末占应收账款总额的99.77%，回收风险相对较小，但整体呈上升趋势，回收时间存在不确定，对公司营运资金占用较大。其他应收款主要为往来款，2019年末账面价值35,481.63万元，前五大应收对象中民营企业余额14,248.00万元，其中宏康物流发展有限公司为公司参股企业（公司对其持股比例26.32%），江苏永业集团有限公司和江苏康之捷医药有限公司2019年末已全额计提坏账准备，剩余主要为地方政府机构及国有企业往来款项，整体回

收风险相对可控。

存货均为开发成本，主要为公司安置房、基础设施项目及部分土地使用权，2019 年末安置房及基础设施项目投入的增加使得存货同比增长 7.18% 至 1,204,126.74 万元，其中所涉及的国有土地使用权账面价值合计 628,434.23 万元，抵押比率为 66.05%，另有账面价值合计 40,285.25 万元的土地资产尚未办理权证，需关注后续权证办理情况。长期股权投资系对宏康物流发展有限公司投资（持股比例为 26.32%），2019 年末同比下降 25.43%，系对江苏省信用再担保集团有限公司 10,900.00 万元投资转至可供出售金融资产核算。投资性房地产为泉城商务大厦，采用成本法计量，2019 年末账面价值 62,821.78 万元，已全部用于抵押。

整体来看，公司资产主要以应收款项与存货为主，但其他应收款回收时间与存货变现均存在不确定性，且存货中土地使用权抵押比率较高，资产流动性较弱。

**表8 2018-2019年公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	187,352.13	10.88%	141,250.89	9.05%
应收账款	169,563.77	9.85%	144,651.11	9.26%
其他应收款	35,481.63	2.06%	31,289.59	2.00%
存货	1,204,126.74	69.95%	1,123,487.07	71.94%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,622,220.04</b>	<b>94.24%</b>	<b>1,450,122.08</b>	<b>92.86%</b>
长期股权投资	19,913.95	1.16%	26,703.86	1.71%
投资性房地产	62,821.78	3.65%	64,679.44	4.14%
<b>非流动资产合计</b>	<b>99,191.12</b>	<b>5.76%</b>	<b>111,477.58</b>	<b>7.14%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,721,411.16</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,561,599.66</b>	<b>100.00%</b>

注：其他应收款不包含应收利息。

资料来源：2018-2019 年公司审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

**代建业务收入仍具有一定保障，但受政府回购安排影响可能存在波动，利润对政府补贴依赖较大**

公司营业收入主要来源于基础设施、安置房项目的代建收入，2019 年实现营业收入 74,623.73 万元，同比小幅增加 3.44%，其中代建收入占比达 96.19%，考虑到目前公司在建项目业务量充足，且存货中已完工待回购项目金额较大，未来收入仍具有一定保障，但受政府回购安排影响可能存在一定波动。毛利率方面，2019 年受代建业务毛利率小幅上升影响，综合毛利率上升 1.40 个百分点。

利润方面，2019 年公司利润总额同比增加 16.90%，其中政府补贴占利润总额的比重为 91.37%，利润对政府补贴依赖较大，未来受补贴规模变化影响可能存在波动。

**表9 2018-2019年公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2019 年	2018 年
营业收入	74,623.73	72,142.51
其他收益	8,600.00	14,000.00
营业利润	9,390.18	8,087.99
利润总额	9,412.23	8,051.44
综合毛利率	9.98%	8.58%

资料来源：2018-2019 公司审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

公司主营业务回款能力不强，代建业务的大幅投入使得经营活动现金呈净流出状态，且在建项目尚需投资金额较大，未来仍面临较大的资金压力

2019 年收现比为 0.77，主营业务回款能力不强，其他与经营活动有关的现金主要为往来款，2019 年依然呈净流入状态，但难以抵消代建业务大额的现金流出，导致 2019 年公司经营活动现金净流出 33,282.15 万元。

投资活动现金流入主要为处置徐州慈泽置业有限公司收到 5,107.70 万元，流出主要为追加宏康物流发展有限公司投资 4,300.00 万元、购买理财支出 16,065.00 万元，全年净流出 15,197.01 万元。

筹资活动流入主要为当期贾汪区财政局拨款 70,000.00 万元及借款流入，流出主要系偿还债务本息（包含票据贴现、偿还），全年净流入 41,100.40 万元。整体来看，公司代建业务回款能力不强，对筹资活动存在一定依赖，且 2019 年末在建项目尚需投资约 469,068.00 万元，仍存在较大的资金压力。

**表10 2018-2019年公司现金流情况表（单位：万元）**

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.77	0.73
销售商品、提供劳务收到的现金	57,658.56	52,923.93
收到其他与经营活动有关的现金	370,983.51	392,205.54
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>428,642.06</b>	<b>445,129.46</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	135,761.76	145,156.42
支付其他与经营活动有关的现金	323,322.85	246,925.93
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>461,924.21</b>	<b>395,930.08</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-33,282.15</b>	<b>49,199.38</b>

投资活动产生的现金流量净额	-15,197.01	-12,933.56
筹资活动产生的现金流量净额	41,100.40	-116,934.50
现金及现金等价物净增加额	-7,378.76	-80,668.68

资料来源：2018-2019 公司审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 有息债务规模持续上升，面临较大的偿债压力

受贾汪区财政局拨款影响，2019 年末公司所有者权益同比增加 11.55%，负债规模增速为 9.47%，产权比率较上年末小幅下降，净资产对债务的保障水平仍较低。

**表11 2018-2019年公司资本结构情况（单位：万元）**

项目	2019 年	2018 年
负债总额	1,082,791.58	989,091.07
所有者权益	638,619.58	572,508.58
产权比率	169.55%	172.76%

资料来源：2018-2019 年公司审计报告，中证鹏元整理

负债结构方面，2019 年末公司流动负债占比提升 9.55 个百分点，其中短期刚性债务包括银行借款、应付票据、其他应付款中有息部分和一年内到期的非流动负债，2019 年末合计 243,929.96 万元；短期借款主要为保证借款和信用借款，2019 年末大幅增至 55,000.00 万元；应付票据主要为商业承兑汇票、信用证和银行承兑汇票，2019 年末同比增加 48.36% 至 77,000.00 万元；其他应付款主要为往来款和暂借款，2019 年末大幅增加 37.62%，其中有息金额为 80,953.07 万元；一年内到期的非流动负债包括借款 39,187.22 万元、债券 41,148.48 万元。此外，预收款项主要为金水湾项目的预收购房款，2019 年末同比增加 15.80%。

非流动负债方面，构成主要为长期借款、应付债券和长期应付款，为公司刚性债务的主要构成部分，2019 年末长期借款同比下降 9.85%，主要为国开行贷款及少部分信托、租赁借款（12,836.12 万元）；应付债券为本期债券和两期债权融资计划，2019 年末同比下降 17.61%。长期应付款全部为向江苏省城乡建设投资有限公司借款。截至 2019 年末，公司有息债务合计 719,482.68 万元，同比增长 3.93%，整体债务负担有所上升，其中短期有息债务占比 33.90%。

**表12 2018-2019年公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	55,500.00	5.13%	5,900.00	0.60%
应付票据	77,000.00	7.11%	51,900.00	5.25%
预收款项	43,521.19	4.02%	37,582.31	3.80%



其他应付款	378,644.22	34.97%	275,133.41	27.82%
一年内到期的非流动负债	87,835.70	8.11%	129,696.18	13.11%
<b>流动负债合计</b>	<b>664,597.67</b>	<b>61.38%</b>	<b>512,584.25</b>	<b>51.82%</b>
长期借款	154,180.28	14.24%	171,023.78	17.29%
应付债券	104,013.63	9.61%	126,250.31	12.76%
长期应付款	140,000.00	12.93%	147,500.00	14.91%
<b>非流动负债合计</b>	<b>418,193.91</b>	<b>38.62%</b>	<b>476,506.82</b>	<b>48.18%</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,082,791.58</b>	<b>100.00%</b>	<b>989,091.07</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	719,482.68	66.45%	692,270.27	69.99%

注：其他应付款不包含应付利息，长期应付款不包含专项应付款。

资料来源：2018-2019 年公司审计报告，中证鹏元整理

**表13 截至2019年末公司其他应付款主要单位明细（单位：万元）**

单位名称	金额	款项性质	占其他应付款总额比例
徐州市贾汪都市旅游投资发展有限公司	95,257.93	往来款	25.16%
徐州市贾汪区财政局	60,845.59	往来款	16.07%
贾汪城市房屋征收办	43,759.39	往来款	11.56%
以贾建名义从莱商银行贷款 3 亿元	30,000.00	融资款	7.92%
徐州市贾汪交通投资发展有限公司	18,719.36	往来款	4.94%
<b>合计</b>	<b>248,582.27</b>	<b>-</b>	<b>65.65%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司资产负债率为 62.90%，较上年末略有下降，负债经营程度仍较高；2019 年末现金短期债务比降至 0.83，考虑到货币资金受限比例较高，公司短期偿债能力较弱。2019 年末 EBITDA 利息保障倍数为降至 0.56，有息债务/EBITDA 升至 38.57，盈利对债务本息的保障程度较弱。

**表14 2018-2019年公司偿债能力指标**

项目	2019 年	2018 年
资产负债率	62.90%	63.34%
现金短期债务比	0.83	0.62
EBITDA 利息保障倍数	0.59	0.67
有息债务/EBITDA	38.57	31.78

资料来源：2018-2019 年公司审计报告，中证鹏元整理

## 六、本期债券偿还保障分析

中合担保提供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偿付的安全性

本期债券由中合担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。保证期间为债券存续期及债券到期之日起两年，债券持有人在此期间内未要求担保人承担担保责任的，担保人免除保证责任。

中合担保成立于 2012 年 7 月，初始注册资本为 51.26 亿元。2016 年，中合担保以定向增发股份方式增加注册资本人民币 20.50 亿元，由海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”）、海宁宏达股权投资管理有限公司、内蒙古鑫泰投资有限公司分别出资认购 19.10 亿股、0.80 亿股和 0.60 亿股。截至 2019 年末，中合担保注册资本为 71.76 亿元，第一大股东为海航科技，持股比例为 26.62%；海航科技与第三大股东海航资本集团有限公司作为关联方，合计持有中合担保 43.34% 的股权。中合担保无控股股东和实际控制人，股权结构如下表所示。

**表 15 截至 2019 年末中合担保股权结构（单位：万元）**

股东名称	注册资本	持股比例
海航科技股份有限公司	191,040.00	26.62%
JPMorgan China Investment Company Limited	127,600.00	17.78%
海航资本集团有限公司	120,000.00	16.72%
中国宝武钢铁集团有限公司	105,000.00	14.63%
海宁宏达股权投资管理有限公司	68,000.00	9.47%
中国进出口银行	50,000.00	6.97%
西门子（中国）有限公司	35,000.00	4.88%
内蒙古鑫泰投资有限公司	21,000.00	2.93%
<b>合计</b>	<b>717,640.00</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：中合担保提供

中合担保主要从事债券担保、银行贷款担保等融资担保、非融资担保、自有资金投资、投资管理、投资咨询等业务，营业收入主要来源于担保业务和投资业务。2019 年中合担保实现营业收入 10.22 亿元，同比下降 11.67%，其中已赚保费 7.40 亿元，同比下降 13.75%。中合担保投资收益主要来源于可供出售金融资产和以公允价值计量且变动计入当期损益金融资产。受投资资产结构调整和市场行情波动影响，2019 年中合担保投资收益同比下降 24.85%。

截至 2019 年 12 月 31 日，中合担保资产总额为 101.94 亿元，所有者权益合计 80.79 亿元；2019 年度，中合担保实现营业收入 10.22 亿元，利润总额 0.20 亿元。

**表16 2017-2019年中合担保主要财务指标（单位：亿元）**

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	101.94	116.50	122.48
所有者权益合计	80.79	83.60	86.33
现金类资产	-	21.60	29.47
营业收入	10.22	11.57	15.46
已赚保费	7.40	8.58	8.31
投资收益	3.63	4.83	5.89
公允价值变动损益	-1.11	-2.55	0.51
利润总额	0.20	1.14	8.09
净资产收益率	0.35%	0.84%	7.24%
担保余额	-	1,004.98	1,088.79
融资担保责任余额	-	810.97	373.65
当期担保增加额	-	89.26	362.99
拨备覆盖率	-	180.11%	243.72%
准备金覆盖率	-	2.38%	1.95%
融资担保放大倍数（倍）	-	9.54	4.33
当期担保代偿率	-	4.52%	3.42%
累计代偿回收率	-	26.72%	19.75%

注1：2017年数据采用2018年审计报告的上期数。

注2：融资担保责任余额和融资担保放大倍数2017年按《北京市融资性担保机构担保业务风险分级指引（试行）》（京金融〔2015〕91号），2018年按《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算。

资料来源：中合担保2018-2019年审计报告及中合担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，中合担保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能有效提升本期债券的安全性。

## 七、其他事项分析

### （一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，2017年1月1日至报告查询日（2020年5月29日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

### （二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保合计719,202.09万元，占期末净资产的112.62%，担保对象主要为徐州市国有企业或事业单位，均未设置反担保措施，存在较大的或有负债风险。

**表17 截至2019年末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保单位	担保金额	形成原因	是否有反担保
徐州贾汪都市旅游投资发展有限公司	247,441.16	银行、信托、租赁借款	否
江苏省城乡建设投资有限公司	155,000.00	银行借款	否
徐州工业园区工业供水有限公司	60,466.92	融资租赁	否
徐州市贾汪水务投资发展有限公司	55,000.00	银行、租赁借款	否
徐州市贾汪区建筑工程总公司	50,000.00	银行、信托贷款	否
徐州贾汪区人民医院	36,500.00	银行借款	否
徐州市贾汪国有资产经营管理有限公司	30,000.00	银行借款	否
徐州鑫泉水务发展有限公司	24,498.01	融资租赁	否
徐州市贾汪交通投资发展有限公司	19,900.00	银行借款	否
江苏鼎腾能源发展有限公司	17,000.00	银行借款	否
徐州市国有资产经营管理有限公司	14,000.00	银行借款	否
徐州市贾汪区青山泉城市建设投资发展有限公司	4,000.00	银行借款	否
徐州市泓瑞水利工程建设有限公司	2,296.00	银行借款	否
徐州市第七中学	600.00	银行借款	否
徐州市贾汪区大吴镇卫生院	500.00	银行借款	否
徐州市贾汪区贾汪镇卫生院	500.00	银行借款	否
徐州市贾汪区江庄镇卫生院	500.00	银行借款	否
徐州市贾汪区青山泉镇卫生院	500.00	银行借款	否
徐州市贾汪区紫庄镇卫生院	500.00	银行借款	否
<b>合计</b>	<b>719,202.09</b>	-	-

资料来源：公司提供

## 八、评级结论

2019年，贾汪区经济及固定资产投资增速均较上年有所提升，为公司发展提供了良好基础，代建业务持续性较好，外部支持力度较大，资本实力进一步增强，中合担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，资金压力较大，偿债压力上升以及存在较大的或有负债风险等因素。

基于以上情况，经中证鹏元综合评定，维持本期债券信用等级为 AAA，维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望维持为稳定。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	187,352.13	141,250.89	208,499.57
应收账款	169,563.77	144,651.11	91,322.41
其他应收款	35,481.63	31,289.59	100,851.39
存货	1,204,126.74	1,123,487.07	1,032,577.92
流动资产合计	1,622,220.04	1,450,122.08	1,500,489.97
投资性房地产	62,821.78	64,679.44	66,537.10
其他非流动资产	2,800.00	10,000.00	10,000.00
非流动资产合计	99,191.12	111,477.58	95,998.26
总资产	1,721,411.16	1,561,599.66	1,596,488.23
短期借款	55,500.00	5,900.00	19,000.00
应付票据	77,000.00	51,900.00	26,300.00
其他应付款	378,644.22	275,133.41	233,004.29
一年内到期的非流动负债	87,835.70	129,696.18	125,435.37
流动负债合计	664,597.67	512,584.25	429,458.82
长期借款	154,180.28	171,023.78	227,836.65
应付债券	104,013.63	126,250.31	175,775.31
长期应付款	140,000.00	159,232.74	160,000.00
总负债	1,082,791.58	989,091.07	1,032,033.53
有息债务	719,482.68	692,270.27	799,577.33
所有者权益	638,619.58	572,508.58	564,454.70
营业收入	74,623.73	72,142.51	57,851.67
其他收益	8,600.00	14,000.00	23,296.15
营业利润	9,390.18	8,087.99	8,541.33
净利润	8,411.00	8,053.88	8,551.95
经营活动产生的现金流量净额	-33,282.15	49,199.38	-13,180.05
投资活动产生的现金流量净额	-15,197.01	-12,933.56	4,044.05
筹资活动产生的现金流量净额	41,100.40	-116,934.50	-44,819.03
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	9.98%	8.58%	8.50%
收现比	0.77	0.73	1.09
产权比率	169.55%	172.76%	182.84%
资产负债率	62.90%	63.34%	64.64%
现金短期债务比	0.83	0.62	1.28
EBITDA（万元）	18,652.47	22,061.47	29,592.50

EBITDA 利息保障倍数	0.59	0.67	0.78
有息债务/EBITDA	38.57	31.78	27.02

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	持股比例	主营业务	取得方式
徐州万泽置业有限公司	100.00%	房地产	设立
徐州市通顺农业科技有限公司	100.00%	农业	设立
徐州泓泽置业有限公司	100.00%	房地产	设立
徐州市贾汪区乾通物业管理有限公司	100.00%	物业服务	设立
徐州市康沃物资贸易有限公司	100.00%	房地产	设立
徐州市大洞山名扬农业科技有限公司	100.00%	农业	收购
徐州市泉城房地产开发有限公司	89.06%	房地产	设立

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

### 附录三 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	短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+部分其他应付款+应付债券+长期应付款+长期借款+其他非流动负债



## 附录四 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。