

沛县经济开发区发展有限公司

2020 年度跟踪评级报告

项目负责人：梅楚霖 clmei@ccxi.com.cn

项目组成员：陆楚云 chylu@ccxi.com.cn

胡 迁 qhu@ccxi.com.cn

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2020 年 07 月 29 日

声 明

- 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。
- 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。
- 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，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 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。
- 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。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪3188号

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**；

维持“19 沛经开”的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年七月二十九日

评级观点：中诚信国际维持沛县经济开发区发展有限公司（以下简称“公司”或“沛县经开”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18沛经01”的债项信用等级为 **AAA**，该信用等级主要考虑了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的保障作用；维持“19沛经开”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了区域经济实力较强、公司地位突出、沛县经济开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）支持力度较大以及偿债保障措施有效等方面对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到安置房和产业园区建设项目对应的土地成本资金平衡情况面临不确定性、债务增长较快、资产流动性较弱以及部分拆借款存在一定回收风险等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

沛县经开（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	76.45	102.37	114.89
所有者权益合计（亿元）	40.91	42.18	47.07
总负债（亿元）	35.54	60.19	67.82
总债务（亿元）	21.62	37.35	51.12
营业总收入（亿元）	15.99	19.17	21.43
经营性业务利润（亿元）	1.01	1.17	1.43
净利润（亿元）	0.75	0.93	0.96
EBITDA（亿元）	1.33	1.81	1.63
经营活动净现金流（亿元）	-2.93	-8.30	-5.45
收现比(X)	0.55	1.03	1.07
营业毛利率(%)	7.28	6.58	6.29
应收类款项/总资产(%)	27.25	38.58	28.19
资产负债率(%)	46.49	58.79	59.03
总资本化比率(%)	34.58	46.96	52.06
总债务/EBITDA(X)	16.23	20.62	31.39
EBITDA 利息倍数(X)	1.56	1.52	1.03
江苏再担保（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	122.24	143.93	172.17
担保损失准备金（亿元）	14.75	17.10	19.56
所有者权益（亿元）	71.73	75.27	104.52
在保余额（亿元）	1,036.64	1,215.72	1,230.43
净利润（亿元）	3.19	3.78	4.81
平均资本回报率(%)	4.51	5.15	5.35
累计代偿率(%)	0.07	0.03	0.03

注：1、中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告整理；2、中诚信国际将公司各期“长期应付款”中的有息债务调整至“长期债务”核算。

正面

■ **区域经济实力较强。**沛县是徐州市下辖县，经济基础较好，2019 年沛县实现地区生产总值 777.96 亿元，同比增长 6.0%；沛县经济开发区（以下简称“经开区”）是沛县唯一的省级开发区，集聚了全县大部分工业企业，是全县主要的税收来源，当年实现地区生产总值 375.36 亿元。沛县及经开区经济实力较强，为公司发展提供了较好的外部环境。

■ **地位突出，经开区管委会支持力度较大。**公司是经开区内最重要的基础设施和保障房建设主体，获政府支持力度较大，2019 年 5 月，经开区管委会同意以货币出资 30 亿元增加公司注册资本至 50 亿元，截至 2019 年末，公司实收资本为 24 亿元，剩余部分经开区管委将每年出资 3 亿元，于 2029 年 12 月前缴足；2019 年，公司收到政府补助同比增长 31.88%至 1.12 亿元。

■ **有效的偿债保障措施。**江苏再担保对“18沛经01”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，上述担保措施增强了对

相关债券还本付息的保障。

关注

■ **安置房和产业园区建设项目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，但该部分土地成本并未包含在经开区管委会回购的成本投入中，而是长期列支存货科目，且对于该成本，暂无明确的补偿方案。截至 2019 年末，存货中安置房和产业园区建设的土地成本为 22.66 亿元，该部分土地成本的资金平衡情况值得关注。

■ **债务增长较快，杠杆水平偏高。**截至 2019 年末，公司总债务同比增长 36.87%至 51.12 亿元，资产负债率和总资本化比率分别较上年增加 0.24 个百分点和 5.10 个百分点至 59.03%和 52.06%，公司债务规模增长较快，财务杠杆率较高。

■ **资产流动性较弱，且部分拆借款存在一定回收风险。**2019 年末，公司存货和应收类款项合计占总资产比重为 75.20%，其中存货中的部分土地使用权受限，应收类款项回收进度较慢，整体资产流动性较弱。此外，公司其他应收款中账面余额 3.52 亿元款项主要系对经开区内民营企业的拆借款，账龄较长，且坏账准备计提比例较低，需关注回收风险。

评级展望

中诚信国际认为，沛县经济开发区发展有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**地方经济实力显著增强；公司获得优质资产注入，资产质量显著提升，或资本实力显著增强等。

■ **可能触发评级下调因素。**地方经济环境显著恶化或公司地位下降，致使股东及相关各方支持能力或支持意愿减弱；重要资产划出导致公司业务稳定性或可持续性下降；公司财务指标明显恶化，再融资环境恶化等。

同行业比较
同区域基础设施投融资企业 2019 年主要指标对比表

公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	总债务 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
沛县国资	219.63	129.94	40.84	73.68	7.22	1.40	1.90
沛县城投	212.83	75.46	64.54	113.97	10.23	1.28	-11.01
沛县经开	114.89	47.07	59.03	51.12	21.43	0.96	-5.45

注：“沛县城投”为“沛县城市投资开发有限公司”简称；“沛县国资”为“沛县国有资产经营有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期
18 沛经 01	AAA	AAA	9.50	9.50	2018/10/24~2025/10/24
19 沛经开	AA	AA	6.00	6.00	2019/11/4~2026/11/4

注：“18 沛经 01”和“19 沛经开”均设置了本金提前偿付条款，自债券存续期第三年末至第七年末止，每年分别偿还债券本金金额的 20%，每年的应付利息随当年兑付的本金一起支付。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“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 2019 年末，本期债券募集资金已使用 5.09 亿元，账户余额为 4.41 亿元。公司已按照监管约定使用募集资金，已履行相关内部审批手续。

“19 沛经开”募集资金 6.00 亿元，计划将其中 0.50 亿元用于沛县经济开发区汉祥家园棚户区改造项目，5.50 亿元用于补充公司运营资金。截至 2019 年末，公司本期债券募集资金已使用 5.50 亿元，账户余额为 0.50 亿元。公司已按照监管约定使用募集资金，已履行相关内部审批手续。沛县经济开发区汉祥家园棚户区改造项目进展详见下文安置房项目分析。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，2020 年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致 2020 年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降

幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完

善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019 年沛县经济发展保持增长，但受减税降费等因素影响，公共财政预算收入有所下降，财政平衡率继续弱化

沛县为江苏省徐州市下辖县，位于徐州市西北部。近年，沛县已逐步形成以能源化工、农副产品加工、铝加工、轻工纺织、冶金铸造五大优势传统产业为主体，以光伏光电、装备制造两大战略新兴产业为先导的“5+2”现代工业体系。2019 年，沛县经济保持稳定增长，全年实现地区生产总值 777.96 亿元，位列徐州市第三位，按可比价格计算，较 2018 年增长 6.0%。2019 年沛县全社会固定资产投资 374.41 亿元，同比增长 6.7%；规模以上

工业增加值完成 93.91 亿元，同比增长 5.6%；进出口总额 52.58 亿元，同比增长 17.6%，其中出口额 49.35 亿元，同比增长 15.6%。

2019 年以来，在减税降费大背景影响下，沛县一般公共预算收入同比下降 19.94%，其中税收收入同比下降 15.83%。财政支出方面，2019 年沛县一般公共预算支出同比继续增加 2.09%；同期，财政平衡率下降至 42.66%，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，2019 年，沛县政府性基金收入同比大幅增长 81.90%，主要为国有土地使用权出让金增加影响；政府性基金支出同比增长 13.39%。

政府性债务方面，截至 2019 年末，沛县地方政府债务余额 86.98 亿元，其中，一般债务余额 29.35 亿元，专项债务余额 57.63 亿元。

表 1：2017 年~2019 年沛县财政收支情况（亿元）

项目	2017	2018	2019
一般公共预算收入	54.46	56.21	45.00
其中：税收收入	36.37	43.99	37.03
政府性基金收入	34.74	34.76	63.23
其中：国有土地使用权出让金	31.72	31.40	60.50
一般公共预算支出	89.09	103.34	105.49
政府性基金预算支出	42.57	44.28	50.21
财政平衡率(%)	61.13	54.71	42.66

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 2019 年预算执行情况与 2020 年预算草案，中诚信国际整理

受环保大气污染防治以及产业结构调整影响，2019 年，经开区地区生产总值大幅下滑，但财政收入仍实现增长，财政平衡能力有所提升

沛县经济开发区成立于 2001 年 12 月，规划面积 70 平方公里，下辖汉兴街道办事处 19 个居委会，常驻人口 4.6 万人，2006 年 4 月被省政府批准为省级开发区。经过多年的发展，经开区基础设施不断完善，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。经开区产业结构逐步完善，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，已拥有工业企业 369 家，其中，规模以上企业 109 家，高新技术企业 18 家。

沛县大部分工业企业集中于经开区内，2019 年受环保大气污染防治以及产业结构调整影响，经开区内部分重点工业企业关停及减收明显，区域地区生产总值大幅下滑，当年经开区实现 GDP 375.36 亿元，较上年同比下降 21.68%。2020 年以来受疫情影响，区域经济或仍面临较大压力。

财政收入方面，2019 年经开区一般公共预算收入同比增长 3.45% 至 39.89 亿元，其中税收收入为 35.78 亿元，受减税降费及环保政策趋严等因素影响同比下降 3.97%，但税收占比仍达到 90% 以上。财政支出方面，2019 年经开区一般公共预算支出为 42.56 亿元，财政平衡率为 93.73%，整体财政平衡维持较好水平。

政府性基金收入方面，2019 年经开区实现政府性基金收入 13.57 亿元，受益于土地出让收入的增长大幅增加；政府性基金支出 13.51 亿元。

表 2：2017 年-2019 年沛县经济开发区财政收支情况（亿元）

项目	2017	2018	2019
一般财政预算收入	35.17	38.56	39.89
其中：税收收入	33.45	37.26	35.78
税收收入占比(%)	95.11	96.63	89.70
政府性基金收入	7.68	2.66	13.57
上级补助收入	8.33	1.45	0.88
一般财政预算支出	43.05	41.42	42.56
政府性基金支出	7.62	2.61	13.51
财政平衡率(%)	81.70	93.10	93.73

资料来源：沛县经济开发区财政局

地方政府债务方面，截至 2019 年末，经开区地方政府债务余额为 47.88 亿元，位列徐州市第八位。

中诚信国际认为，随着基础设施建设以及产业结构逐步完善，2019 年经开区经济实力稳步增长，财政平衡能力进一步提升。

作为经开区最重要的基建主体，跟踪期内，公司区域地位及职能定位未发生变化，且各板块业务运营相对稳定

公司系经开区范围内负责基础设施、安置房、产业园区等方面投资的核心主体，2019 年主要业务板块未发生明显变化，当年实现营业收入 21.43 亿元，同比增长 11.79%。具体来看，2019 年，公司代建业务收入进一步增长，但由于不同项目开发及结算的周期性导致细分业务收入变动出现差异，其中安置房项目回购及销售收入增加，以及基础设施建设业务工程结算量增加推动代建收入同比增长 6.90% 至 6.35 亿元，而当年产业园无项目移交故未结转收入；商品销售业务占总收入比重较高，近年相对较稳定；工程施工、资产租赁、房屋销售以及土地销售等业务均有不同程度增长，对公司收入形成一定补充。

表 3：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2017	2018	2019
代建工程项目	5.88	5.94	6.35
其中：产业园区建设	1.01	1.06	-
安置房建设	4.30	3.09	4.27
基础设施建设	0.56	1.79	2.08
工程施工	0.03	0.14	1.01
资产租赁	0.10	0.18	0.28
房屋销售	0.18	0.88	1.13
销售土地	--	0.69	1.63
商品销售	9.80	11.27	11.03
其他业务	0.01	0.06	--
合计	15.99	19.17	21.43
占比	2017	2018	2019
代建工程项目	36.77	30.99	29.63
其中：产业园区建设	6.32	5.53	--
安置房建设	26.89	16.12	19.93
基础设施建设	3.50	9.34	9.71
工程施工	0.19	0.73	4.71
资产租赁	0.63	0.94	1.31
房屋销售	1.13	4.59	5.27
销售土地	--	3.60	7.61
商品销售	61.29	58.79	51.47
其他业务	0.06	0.31	--
合计	100.00	100.00	100.00

注：小数点差异由四舍五入导致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理。

公司代建业务正常推进，但在手项目较多，资本支出压力较大，且自营的产业园后续运营及投资回收亦存在不确定性

公司代建工程业务包括安置房建设、基础设施建设、产业园区建设等，2019 年，确认工程代建收

入 6.35 亿元，同比增长 6.90%，主要受益于安置房建设收入增长。

安置房建设：公司安置房业务仍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。跟踪期内该业务模式仍包括代建和自建两种，代建一直按项目成本（不包括土地成本）加成 20% 回购，款项回收节点也未有变化。但对于安置房的土地成本，一直未有明确的补偿方案，长期列支在存货科目。自建则系由公司自行销售，价格仍低于周边商品房 5%~10%。

2017 年~2019 年，公司主要已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，其中前两个项目系代建，已确认全部收入 5.10 亿元。

汉祥家园项目为自建，亦系本次跟踪债券的募投项目，总投资 15.02 亿元，分为两期，其中一期已完工，总投资额为 6.02 亿元，2019 年首次确认

销售收入 1.14 亿元；二期于 2020 年正式开工建设，计划总投资 9.00 亿元，截至 2019 年末前期土地等成本支出共计 1.82 亿元。

截至 2019 年末，公司在建安置房项目有 3 个，其中代建项目 1 个，为汉润家园棚户区改造项目，总投资 12.07 亿元，已投资 11.53 亿元，剩余部分投资将于 2020 年完成；其余均为自建。截至 2019 年末，公司的在建安置房项目累计已投资 20.42 亿元，尚需投入 13.44 亿元。2020 年和 2021 年，公司在建安置房项目分别计划投资 5.65 亿元和 4.00 亿元。

2019 年公司实现安置房收入 4.27 亿元，主要来自于汉润家园棚户区改造项目确认收入 2.00 亿元，汉沛家园确认收入 0.36 亿元，以及汉祥家园一期销售收入 1.14 亿元等，推动当年安置房收入同比增长 38.19%。

表 4：截至 2019 年末公司在建安置房项目情况（万平方米、亿元）

在建项目名称	建筑面积	建设周期	总投资	已投资	建设模式	2020 年计划投资	2021 年计划投资
汉润家园棚户区改造	40.30	2016.1-2020.5	12.07	11.53	代建	0.54	--
汉沛家园	32.04	2017.10-2020.8	10.00	7.39	自建	2.61	--
汉兴棚户区（城中村）改造项目一期	26.20	2019.11-2022.5	11.79	1.50	自建	2.50	4.00
合计	98.54	-	33.86	20.42	-	5.65	4.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2019 年末，公司共有 4 个拟建安置房项目，均为自建模式，总建筑面积 130.79 万平方米，总投资合计 45.80 亿元，计划 2020 年和 2021 年分

别投资 12.00 亿元和 14.00 亿元，未来面临较大投资压力。

表 5：截至 2019 年末公司拟建安置房项目情况（万平方米、亿元）

在建项目名称	建筑面积	建设周期	总投资	已投资	建设模式	2020 年计划投资	2021 年计划投资
汉祥家园二期	22.07	2020.5-2022.11	9.00	1.82	自建	3.00	3.00
汉沛家园小区项目（二期）	21.76	2020.5-2022.12	10.00	2.70	自建	2.00	3.00
汉兴家园新型社区一期	35.60	2020.7-2023.1	11.80	2.40	自建	4.00	3.00
汉康小区安置房	51.36	2020.11-2023.12	15.00	0.00	自建	3.00	5.00
合计	130.79	-	45.80	6.92	-	12.00	14.00

注：部分项目已投资额为前期土地成本，实际未开工建设。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

基础设施建设：作为经开区内基础设施建设的重要主体，公司受经开区管委会委托，承担经开区内的道路、桥梁和管道等建设任务，成本加成比例

亦为 20%。2017 年~2019 年，公司已完工基础设施建设项目总投资 4.82 亿元，截至 2019 年末已确认收入 5.81 亿元，已收到回购款 5.32 亿元，实际回

款情况良好。2019 年因工程结算量增加，公司基础设施建设收入同比增长 16.20% 至 2.08 亿元。

截至 2019 年末，公司在建基础设施建设项目共计 10 个，计划总投资为 1.42 亿元，截至 2019 年末已投资 0.75 亿元，剩余投资将于 2020 年集中完成。

表 6：截至 2019 年末公司在建基础设施建设情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资	2020 投资计划
汉兴路	0.15	0.12	0.03
汉康路	0.15	0.11	0.04
沛公西路	0.13	0.09	0.04
樊吟西路	0.20	0.09	0.11
白庄地块道路	0.10	0.06	0.04
污水管网	0.20	0.06	0.14
马庄安置小区	0.10	0.06	0.04
路灯工程	0.12	0.06	0.06
天津路	0.14	0.05	0.09
西环路	0.13	0.05	0.08
合计	1.42	0.75	0.67

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2019 年末，公司拟建基础设施建设项目共计 7 个，计划总投资 2.21 亿元，计划于 2020 年完成全部投资。总体来看，公司基础设施建设项目未来投资规模不大。

表 7：截至 2019 年末公司拟建基础设施建设情况（亿元）

项目名称	总投资	2020 投资计划
汉旺路	0.50	0.50
汉康路及西侧健身步道	0.50	0.50
汉沛路	0.09	0.09
汉兴北路改造	0.35	0.35
曹参路	0.28	0.28

表 8：截至 2019 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	建设模式	总投资	已投资
科技创业园二期	43.00	2017.7-2020.6	PPP	9.64	9.99
光伏产业园	11.90	2017.3-2020.2	自建	2.20	1.98
产城融合示范区	9.50	2017.6-2020.10	自建	5.10	4.40
5D 智能制造生态谷	6.69	545 天	自建	2.00	1.60
合计	71.09	--		18.94	17.97

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2019 年末，公司拟建产业园区建设项目 3 个，建筑面积约 41.50 亩，计划总投资 9.60 亿元，均采用政府回购模式。2020 年和 2021 年分别计划投资 6.50 亿元和 4.10 亿元。

尾水导流及两处提升泵站项目	0.45	0.45
周勃路到萧何路污水管网	0.04	0.04
合计	2.21	2.21

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

产业园建设：该业务模式与安置房业务相同，也分为代建和自建。代建模式亦按成本（不包括土地）加成 20% 结算。公司代建的产业园项目均已于 2019 年之前移交，故当年未有相关收入体现。截至 2019 年末，公司在手的已完工产业园包括科技创业园一期、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 2019 年末已确认收入 6.58 亿元，已收到回购款 3.02 亿元。

公司自建的产业园主要通过向入驻企业出租或者出售产业园内的办公楼及厂房实现资金平衡。2019 年，未有相关物业出售；科创园一期等办公楼和厂房逐步开始对外出租，出租情况良好，当年实现租赁收入合计 0.28 亿元。

截至 2019 年末，公司在建产业园项目 4 个，计划总投资 16.94 亿元，已投资 17.97 亿元，尚需投资 0.97 亿元。其中，科技创业园二期采用 PPP 模式建设，光伏产业园、产城融合示范区以及 5D 智能制造生态谷采用自建模式，未来自建工业园项目完工将有助于租赁收入的提升，但需关注招商引资和政策优惠等方面的影响。

表 9：截至 2019 年末公司拟建产业园项目情况（亿元）

项目名称	模式	建筑 面积	总投 资	2020 年投资	2021 年 投资
污水处理厂二期	代建	1.20	1.00	1.00	0.00
环保经济产业园	代建	8.30	2.10	1.50	1.60
高端精密产业园	代建	32.00	6.50	4.00	2.50
合计	--	41.50	9.60	6.50	4.10

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，公司代建工程项目板块未来投资主要集中于自建安置房及产业园建设项目，未来实际运营及投资回收情况需持续关注。另外，公司整体工程回款进度较慢，且安置房建设和产业园建设对应的土地成本不由经开区管委会回购，同时政府无明确补偿方案，公司整体面临的资金平衡压力较大。

出口贸易业务对公司收入形成一定支撑，但该业务盈利空间较小，且受国际贸易形势趋紧及疫情影响，该业务未来面临一定不确定性

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，通过购进商品再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需求，待下游客户支付30%的保证金后再进行采购，资金占用期为60~80天。

公司出口贸易上下游客户集中度较高且多为民营企业，2019年前五大供应商采购金额合计3.30亿元，占当年总采购金额的46.52%；前五大客户销售金额合计7.12亿元，占总销售额的65.59%。2019年，公司实现商品销售收入11.03亿元，系公司收入的主要构成之一，但该业务盈利空间较小，对公司利润贡献有限。另外，随着国际贸易形势日趋紧张，以及受疫情影响，公司出口贸易业务或面临一定冲击，该板块收入规模下降对公司整体营业收入

表 11：截至 2019 年末公司主要完工商品房销售情况（万平方米、亿元、元/平方米）

项目名称	总投资	可售面积	已售面积	销售均价	累计收到回款
卢卡庄园一期	4.50	11.58	11.58	4,576.86	5.30
御景云城	1.80	8.36	8.06	3,312.66	2.67
合计	6.30	19.94	19.64	4,058.04	7.97

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2019 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 5.10 亿元。目前该项目已开始预售，截至 2020 年 6

影响较大，中诚信国际对此保持持续关注。

表 10：2019 年公司前五大供应商及客户情况（亿元、%）

	名称	金额	占比
前五大 供应商	深圳市金翎贵材科技有限公司	1.27	17.87
	深圳市乐源实业股份有限公司	0.74	10.45
	广州市美灏纺织服装有限公司	0.44	6.25
	广州市和佳纺织服装有限公司	0.43	6.03
	东莞市榜博毛织有限公司	0.42	5.92
	合计	3.30	46.52
前五大 客户	DI FLY INDUSTRY LIMITED	3.54	32.12
	Osell dinodirect china limited	1.47	13.34
	WESTURE PTY LTD	1.44	13.06
	东莞市弘润塑胶原料有限公司	0.34	3.08
	Hongxiang.Furniture.(HK).Co.,Li mited	0.33	2.99
	合计	7.12	64.59

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司房屋销售收入有所增长，但在当前经济环境下，房地产行业面临的不确定因素加大，公司存量项目的后续去化和收益情况值得关

公司房屋销售业务由下属子公司中金置业运营，中金置业拥有房地产开发二级资质。

截至 2019 年末，公司已完工商品房项目为卢卡庄园一期和御景云城，总投资 6.30 亿元，总可售面积 19.94 万平方米，均于 2016 年开始预售，截至 2019 年末已售面积 19.64 万平方米，去化率为 98.50%，累计收到回款 7.97 亿元。2019 年公司确认房屋销售收入 1.13 亿元，同比增长 28.41%，主要来自卢卡庄园一期项目。公司已完工商品房整销售进度尚可，但公司在商品房领域的项目运作经验有限，前期项目建设和销售期间资金等相关成本持续支出导致项目盈利空间有限。

月末已预售 7.26 万平方米，均价为 5,371.90 元/平方米，收到预售房款 3.90 亿元。除以上项目外，公司无拟建商品房项目。

中诚信国际认为，公司商品房销售进度尚可，但在当前经济环境下，房地产行业面临的不确定因素加大，公司存量项目的后续去化和收益情况仍需关注。另外，公司在开发项目较少且无拟建商品房开发项目，该业务后续可持续性有待观察。

工程施工、土地销售等其他业务收入规模有限，但2019年均实现了增长，可对整体经营形成有益补充

公司其他业务包括工程施工、土地销售业务等。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。2019年，公司确认工程施工收入1.01亿元，受益于前期工程项目集中完工结算，收入较上年大幅增加0.87亿元。

公司土地销售业务系2018年新增，由新农公司负责运营，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，将储备地块转让给入驻企业，收入稳定性较弱。此外，经开区实行低价供地优惠政策，新农公司的土地销售价格较低，甚至会出现售价低于成本价的情况，一般该种情形的差价部分由经开区管委会补偿。2019年，公司对外转让土地增加，实现土地销售收入1.63亿元，较上年增加0.94亿元。

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2017年审计报告，以及亚太（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2018~2019年审计报告，以上财务报告均按照新会计准则编制。评级报告中所用财务数据均为各期财务报表期末数。2019年末，公司合并范围较上年新增5家子公司，均为投资设立。

跟踪期内，公司业务毛利率水平依然较低，期间费

用增长对利润形成进一步侵蚀，但受益于政府补助的稳定获取，公司经营性业务利润实现增长

2019年，公司综合毛利率为6.29%，较上年小幅下滑。分板块来看，公司代建工程业务采用成本加成模式，2019年因公司将自建安置房项目汉祥家园一期销售收入计入安置房建设业务核算，而安置房销售业务盈利空间有限，从而影响代建工程板块毛利率较上年下降2.57个百分点至13.43%；工程施工业务受项目差异影响毛利率波动较大，2019年较上年下降35.91个百分点至16.93%；资产租赁业务因成本结转时点差异导致毛利率波动较大；房屋销售业务2019年结转较多前期成本，当年收入成本倒挂；土地销售业务以优惠价格向入驻企业销售，整体毛利率较低，2019年仅为3.39%；商品销售业务整体盈利空间有限，2019年受益于人民币兑美元贬值，当年商品销售业务毛利率增加1.22个百分点至2.08%。

表 12：公司主要板块毛利率情况（%）

收入	2017	2018	2019
代建工程项目	16.00	16.00	13.43
其中：产业园区建设	16.00	16.00	--
安置房建设	15.98	16.00	12.18
基础设施建设	15.87	16.00	16.00
工程施工	6.87	52.84	16.93
资产租赁	65.79	-32.03	16.47
房屋销售	17.00	32.12	-0.66
销售土地	--	-15.51	3.39
商品销售	1.23	0.86	2.08
其他业务	100.00	39.59	--
合计	7.28	6.58	6.29

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

期间费用方面，公司期间费用以管理费用和财务费用为主。公司管理费用随着合并范围子公司增加而逐年增长，2019年同比增长10.34%至0.32亿元。公司债务规模随着融资需求增长逐年扩大，但公司将大部分债务利息进行资本化处理，故总体财务费用维持较低水平，2019年较上年下降19.51%至0.33亿元。受益于财务费用下降，2019年公司期间费用同比下降7.41%至0.75亿元，期间费用率较上年下降0.74个百分点至3.50%。

表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019
销售费用	0.10	0.12	0.10
管理费用	0.27	0.29	0.32
财务费用	0.34	0.41	0.33
期间费用合计	0.72	0.81	0.75
期间费用率	4.50	4.24	3.50
经营性业务利润	1.01	1.17	1.43
其中：其他收益	0.69	0.85	1.12
利润总额	0.93	1.17	1.38
总资产收益率	1.86	1.73	1.46

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司利润总额基本来源于经营性业务利润，其中经营性业务利润以政府补助为主。2019 年公司补贴收入同比增长 31.76% 至 1.12 亿元，推动当年经营性业务利润实现增长。整体来看，公司利润对政府补贴依赖程度仍较高。

公司大量资产沉淀于存货和应收类款项，资产流动性较弱。此外，公司债务规模继续增长，财务杠杆处于较高水平

随着业务的不断开展，2019 年以来公司资产规模保持稳步增长。所有者权益方面，2019 年末，公司所有者权益同比增长 11.59% 至 47.07 亿元。具体来看，根据公司与经开区管委会于 2019 年 5 月 9 日签署的《沛县经济开发区发展有限公司股东决议》，经开区管委会同意以货币出资 30.00 亿元增加公司注册资本至 50.00 亿元，其中 2019 年到位 4.00 亿元，公司实收资本增至 24.00 亿元，剩余部分，经开区管委会计划每年出资 3.00 亿元，于 2029 年 12 月 31 日前缴足；公司资本公积较为稳定，主要系经开区管委会以公司股权、土地以及房屋建筑物对公司的注资；受益于盈利经营及利润积累，公司未分配利润逐年增加。

表 14：近年来公司资本结构情况（亿元、%）

	2017	2018	2019
实收资本	20.00	20.00	24.00
资本公积	15.28	15.62	15.62
未分配利润	4.32	5.23	6.15
所有者权益合计	40.91	42.18	47.07
资产负债率	46.49	58.79	59.03
总资本化比率	34.58	46.96	52.06

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

财务杠杆方面，随着项目融资需求不断扩大，

公司财务杠杆比率逐年上升。2019 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 59.03% 和 52.06%，分别较上年增加 0.24 个百分点和 5.10 个百分点，公司整体财务杠杆水平偏高。

表 15：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019
货币资金	6.84	11.05	16.76
应收账款	7.74	13.44	11.50
其他应收款	13.10	26.06	20.89
存货	43.24	39.36	54.01
流动资产合计	73.21	93.53	104.67
可供出售金融资产	1.57	3.25	4.75
长期股权投资	0.92	0.92	1.03
投资性房地产	0.55	4.45	4.22
非流动资产	3.24	8.85	10.22
资产总计	76.45	102.37	114.89

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产构成方面，公司资产主要由流动资产构成，2019 年末占总资产的比重为 91.10%，主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。2019 年末，公司货币资金 16.76 亿元，主要系银行存款，其中受限规模为 6.00 亿元，主要系保证金存款和质押定期存单；同期，公司应收账款为 11.50 亿元，主要系应收工程代建款，其中，应收经开区管委会 9.88 亿元，占比达到 85.78%，前五大应收对象占比 98.71%，集中度较高且回收进度存在不确定性。其他应收款主要系与政府单位的往来款及当地民营企业拆借款（3.52 亿元），2019 年末其他应收款账面余额为 20.89 亿元，包括无风险组合 17.09 亿元和账龄组合 3.80 亿元，其中无风险组合主要系政府单位往来款，年末应收经开区管委会 14.21 亿元；账龄组合主要系对经开区内民营企业的拆借款，2019 年末同比增长 4.97%，借款利率约 8%，借款对象包括徐州沛驰车业有限公司（0.81 亿元）、徐州鸿莱置业有限公司（0.80 亿元）、江苏珀然股份有限公司（0.78 亿元）等；从表 16 可知，公司部分款项账龄已较长，但由于采用的应收款项坏账准备计提比例较为宽松¹，年末坏账准备余额仅为 0.34 亿元，计提比例为 8.16%，未来需关注该部分款项

¹ 账龄 1 年以内不计提坏账；账龄 1~3 年的计提比例为 10%；账龄 3~5 年的计提比例为 50%，账龄 5 年以上则全额计提。

的回收情况。2019 年末，公司存货为 54.01 亿元，占总资产比重达到 47.01%，土地成本和工程施工成本分别为 32.56 亿元和 21.16 亿元，其中账面价值 22.66 亿元的土地系安置房和产业园区建设的土地成本；截至 2019 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 5.65 亿元。

表 16：2019 年末按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款（亿元、%）

账龄	期末余额	坏账准备	计提比例
1 年以内（含 1 年）	2.40	--	--
1—2 年（含 2 年）	0.36	0.04	10.00
2—3 年（含 3 年）	1.01	0.10	10.00
3—4 年（含 4 年）	0.19	0.09	50.00
4—5 年（含 5 年）	0.15	0.08	50.00
5 年以上	0.03	0.03	100.00
合计	4.14	0.34	8.16

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年末，公司非流动资产为 10.22 亿元，主要由可供出售金融资产、长期股权投资和投资性房地产构成。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；长期股权投资包括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股权投资 0.51 亿元和 0.40 亿元，当年权益法核算的长期股权投资损失 7.47 万元；投资性房地产主要系公司持有的工业厂房和商务办公楼等物业资产，截至 2019 年末已全部受限。

表 17：年来公司主要负债情况（亿元）

	2017	2018	2019
短期借款	1.00	1.20	1.69
预收款项	6.27	10.17	9.20
其他应付款	5.79	8.44	5.03
一年内到期的非流动负债	0.27	2.17	2.73
流动负债合计	18.76	30.51	28.81
长期借款	15.90	19.68	23.37
应付债券	0.00	9.42	15.38
非流动负债合计	16.78	29.68	39.01
负债合计	35.54	60.19	67.82
短期债务	4.85	7.67	12.12
长期债务	16.78	29.68	39.01
总债务	21.62	37.35	51.12

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年末，公司负债结构由以流动负债为主转

变为以非流动负债为主，非流动负债占总负债比重为 57.52%，主要由长期借款和应付债券构成。其中，长期借款主要系保证借款、抵押借款和信用借款，规模较上年增长 18.75%；当年公司成功发行 6 亿元的企业债券“19 沛经开”，发行利率 7.51%，当年末应付债券同比增长 63.27%。2019 年末，公司流动负债为 28.81 亿元，主要由短期借款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，其中短期借款为 1.69 亿元，主要为保证借款和抵押借款，随着运营资金需求的增加而增长；预收款项包括预收购房款 8.88 亿元和预收贸易款 0.32 亿元；其他应付款主要为往来款和保证金等，账龄为 1 年以内的占比为 59.57%；一年内到期的非流动负债为 2.73 亿元，随着长期借款的临近到期有所增长，全部为一年内到期的长期借款。

有息债务方面，2019 年末，公司总债务同比增长 36.87%至 51.12 亿元，其中长期债务占比 76.31%，以长期债务为主的债务结构符合项目建设周期长、资金投入量大、需要长期占用资金的业务模式。随着债务逐年到期，公司短期债务比重有所上升，2019 年末短期债务占总债务比重从上年的 20.54% 上升至 23.70%。根据公司债务到期分布，2020 年、2021 年和 2022 年以后到期的债务本金分别为 7.03 亿元、6.98 亿元和 35.23 亿元，即期偿付压力一般。

表 18：截至 2019 年末公司有息债务到期分布情况（亿元）

	2020	2021	2022 以后
到期本金	7.03	6.98	35.23

注：以上数据未将应付票据计入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年，公司经营现金流继续呈净流出状态，EBITDA 对债务本息覆盖能力较弱，整体偿债指标偏弱

经营活动现金流方面，2019 年，公司代建业务回款相对滞后，经营性现金流呈现持续净流出状态，但当年净流出规模有所缩小，主要系往来款净流入有所增加；同期，公司对联营企业的投资支出较多使得投资活动净现金流持续净流出。公司筹资活动现金流入主要为银行借款和债券融资，2019 年

以来融资增加使得筹资活动现金流大幅净流入。

获现能力方面，2019 年公司 EBITDA 稍有下降，加之总债务规模进一步扩大，EBITDA 对债务本息的覆盖程度有所减弱。2019 年，公司经营活动净现金流仍为负，无法覆盖总债务和利息支出。整体来看，公司主要偿债指标偏弱。

表 19：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019
经营活动净现金流	-2.93	-8.30	-5.45
投资活动净现金流	-0.91	-1.22	-1.63
筹资活动净现金流	6.02	13.20	10.89
经营净现金流/总债务	-0.14	-0.22	-0.11
经营活动净现金流/利息支出	-3.43	-6.97	-3.46
EBITDA	1.33	1.81	1.63
总债务/EBITDA	16.23	20.62	31.39
EBITDA 利息倍数	1.56	1.52	1.03
收现比	0.55	1.03	1.07
货币资金/短期债务	1.41	1.44	1.38

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司备用流动性一般，受限资产规模较大，且存在对民营企业担保，代偿风险仍存

截至 2019 年末，公司获得的银行授信总额为 16.64 亿元，其中尚未使用授信余额为 7.50 亿元，备用流动性一般。

资产受限方面，截至 2019 年末，公司使用权受到限制的资产规模共计 18.13 亿元，包括土地使用权质押 7.87 亿元，投资性房地产质押 4.22 亿元和货币资金中用于质押的定期存单和保证金等 6.00 亿元，受限资产共计占净资产的比例为 38.51%。

或有负债方面，截至 2019 年末，公司对外担保余额为 0.70 亿元，占当期净资产的 1.49%，担保对象中沛县海宇建设发展有限公司实际控制人为经开区管委会，江苏德佳建筑工程有限公司为民营企业，尽管担保余额较小，但仍存在一定代偿风险。

表 20：截至 2019 年末公司对外担保情况（亿元）

被担保人	担保余额
江苏德佳建筑工程有限公司	995.00
沛县海宇建设发展有限公司	6,000.00
合计	6,995.00

注：因江苏德佳建筑工程有限公司购买了公司门面房，公司对其购房贷款提供担保。

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》（NO.2020041711380738663034，报告日期 2020 年 4 月 17 日）及相关资料，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。同时，根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司作为经开区内最重要的基础设施建设及投融资主体，在资金注入、财政补贴等方面能够持续获得经开区管委会的支持

公司是经开区内最重要的基础设施建设及投融资主体，在经开区范围内具有较强垄断优势，能够获得经开区管委会在资金注入、财政补贴等方面持续支持。

资金注入方面，2019 年 5 月，经开区管委会同意增加公司注册资本 30 亿元至 50 亿元。当年，公司收到经开区管委会货币增资 4 亿元，年末注册资本增加至 24 亿元，剩余部分经开区管委将每年出资 3 亿元，于 2029 年 12 月前缴足，公司资本实力得到显著提升。

财政补贴方面，2019 年公司获得政府补助资金 1.12 亿元，同比增长 31.88%，成为公司利润的主要来源。

担保实力

江苏再担保

江苏再担保为“18 沛经 01”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

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 2020 年 3 月末,江苏再担保注册资本及实收资本增至 75.63 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持,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。截至 2019 年末,江苏再担保总资产为 172.17 亿元,所有者权益合计为 104.52 亿元。

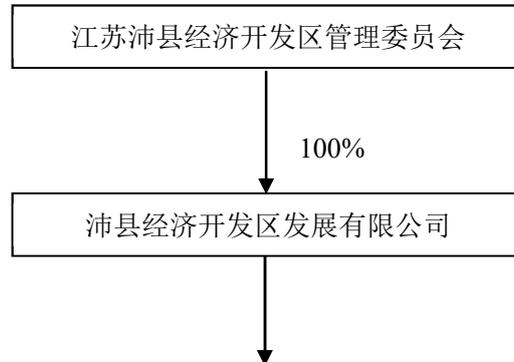
作为江苏省政府直属的省级担保平台,江苏再担保在业务运营、资金来源等方面得到省政府的大力支持,其开展的担保、再担保业务对于促进江苏省经济和金融发展具有重要意义和作用。中诚信国际认为,江苏省政府具有很强的意愿和能力在有必要时对江苏再担保给予支持。

综合上述,中诚信国际评定江苏省信用再担保集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**,评级展望为稳定。江苏再担保提供的全额不可撤销连带责任保证担保能够对“18 沛经 01”债券的到期偿付提供有力保障。

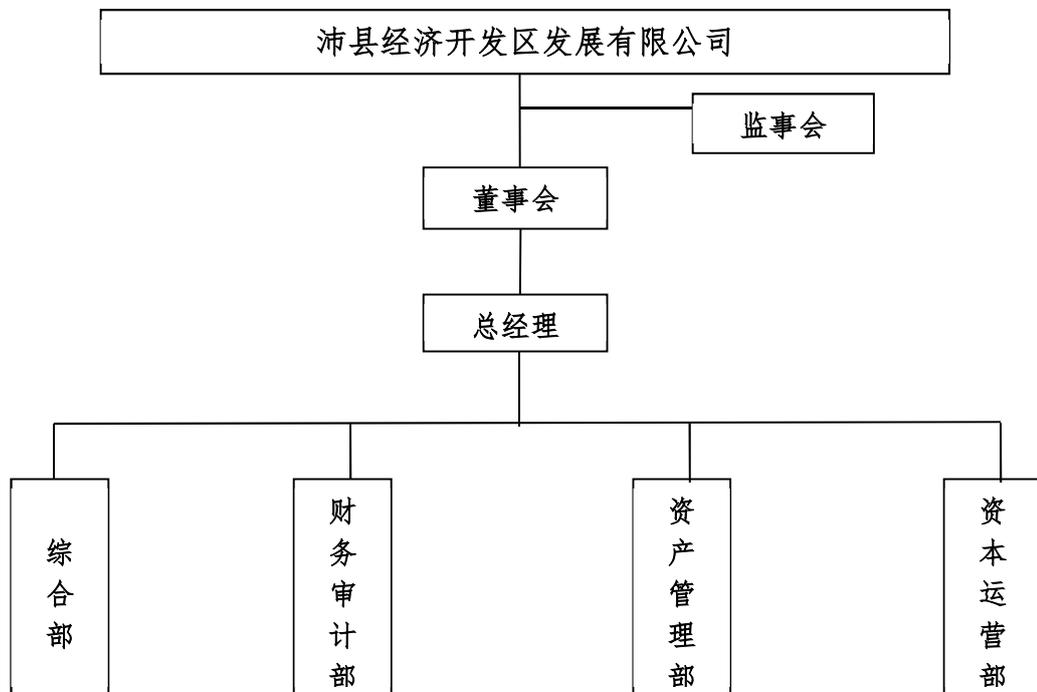
评级结论

综上所述,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”的债项信用等级为 **AAA**;维持“19 沛经开”的债项信用等级为 **AA**。

附一：沛县经济开发区发展有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2019 年末)



一级子公司名称	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
沛县蓝科环保科技有限公司	环保服务	100.00
江苏宜沛工业园投资开发有限公司	园区基础设施建设	40.00



资料来源：公司提供

附二：沛县经济开发区发展有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019
货币资金	68,360.00	110,479.50	167,555.45
应收账款	77,392.78	134,417.23	115,021.54
其他应收款	130,953.49	260,550.41	208,888.44
存货	432,427.14	393,550.85	540,110.82
长期投资	24,961.00	41,746.49	57,779.03
在建工程	--	--	105.97
无形资产	85.35	91.47	80.78
总资产	764,511.23	1,023,725.14	1,148,856.86
其他应付款	57,865.48	84,446.50	50,332.18
短期债务	48,450.00	76,700.00	121,150.00
长期债务	167,784.36	296,787.45	390,070.10
总债务	216,234.36	373,487.45	511,220.10
总负债	355,391.79	601,881.27	678,157.18
费用化利息支出	3,526.43	3,708.24	2,013.88
资本化利息支出	5,007.97	8,200.56	13,764.82
实收资本	200,000.00	200,000.00	240,000.00
少数股东权益	10,000.00	10,000.00	9,245.22
所有者权益合计	409,119.44	421,843.87	470,699.68
营业总收入	159,942.07	191,731.65	214,258.86
经营性业务利润	10,061.41	11,714.23	14,328.16
投资收益	-269.29	44.65	236.34
净利润	7,542.99	9,321.73	9,610.81
EBIT	12,785.26	15,435.10	15,855.15
EBITDA	13,319.53	18,109.48	16,283.58
销售商品、提供劳务收到的现金	88,432.99	197,098.38	230,073.11
收到其他与经营活动有关的现金	47,812.83	17,013.49	51,890.22
购买商品、接受劳务支付的现金	128,908.89	240,060.10	298,816.03
支付其他与经营活动有关的现金	31,252.12	59,634.40	30,830.01
吸收投资收到的现金	--	--	40,000.00
资本支出	774.55	345.45	521.51
经营活动产生现金净流量	-29,295.98	-82,972.31	-54,548.09
投资活动产生现金净流量	-9,146.63	-12,161.33	-16,329.91
筹资活动产生现金净流量	60,155.18	132,003.14	108,934.83

财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	7.28	6.58	6.29
期间费用率(%)	4.50	4.24	3.50
应收类款项/总资产(%)	27.25	38.58	28.19
收现比(X)	0.55	1.03	1.07
总资产收益率(%)	1.86	1.73	1.46
资产负债率(%)	46.49	58.79	59.03
总资本化比率(%)	34.58	46.96	52.06
短期债务/总债务(%)	22.41	20.54	23.70
FFO/总债务(X)	0.05	0.05	0.03
FFO 利息倍数(X)	1.30	1.43	0.98
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-3.43	-6.97	-3.46
总债务/EBITDA(X)	16.23	20.62	31.39
EBITDA/短期债务(X)	0.27	0.24	0.13
货币资金/短期债务(X)	1.41	1.44	1.38
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.56	1.52	1.03

注：1、中诚信根据公司 2017~2019 年审计报告整理；2、中诚信国际将给公司各期“长期应付款”中的有息债务调整至“长期债务”核算。

附三：江苏省信用再担保集团有限公司担保财务数据及主要指标

财务数据（金额单位：百万元）	2017	2018	2019
资产			
货币资金	2,377.31	3,766.03	5,275.14
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	20.00	20.00	20.01
可供出售金融资产	1,429.55	1,782.92	1,980.49
持有至到期投资	0.00	0.00	250.00
长期股权投资	35.26	42.79	43.05
资产合计	12,224.43	14,392.97	17,216.78
负债及所有者权益			
担保损失准备金合计	1,475.43	1,709.93	1,956.30
实收资本	5,734.21	6,307.63	7,513.10
所有者权益合计	7,173.24	7,526.69	10,452.17
利润表摘要			
担保业务收入	552.30	656.81	1,024.61
担保赔偿准备金支出	(253.90)	(251.83)	(211.82)
提取未到期责任准备	(50.08)	(56.97)	(197.30)
利息净收入	--	398.30	414.87
投资收益	74.70	55.72	92.15
业务及管理费用	(241.81)	(282.49)	(350.11)
税金及附加	(6.52)	(6.94)	(13.97)
税前利润	441.10	503.90	639.89
净利润	319.26	378.43	480.68
担保组合			
在保余额	103,664.00	121,572.00	123,043.00
在保责任余额	62,394.00	47,660.00	66,472.00
财务指标	2017	2018	2019
年增长率（%）			
总资产	12.69	17.74	19.62
担保损失准备金合计	17.48	15.89	14.41
所有者权益	2.68	4.93	38.87
担保业务收入	18.97	18.92	56.00
业务及管理费用	24.71	16.82	23.94
税前利润	17.75	14.24	26.99
净利润	12.27	18.53	27.02
在保余额	12.53	17.28	1.21
盈利能力（%）			
平均资产回报率	2.77	2.84	3.04
平均资本回报率	4.51	5.15	5.35
担保项目质量（%）			
累计代偿率	0.07	0.03	0.03
担保损失准备金/在保责任余额	2.36	3.59	3.03
最大单一客户在保余额/核心资本	25.47	23.79	17.39
最大十家客户在保余额/核心资本	194.87	181.98	130.22
资本充足性（%）			
净资产（百万元）	7,173.24	7,526.69	10,452.17
核心资本（百万元）	7,851.28	8,407.66	11,501.34
净资产放大倍数（X）	8.70	6.33	6.17
核心资本放大倍数（X）	7.95	5.67	5.61
流动性（%）			
高流动性资产/总资产	19.45	26.17	30.64
高流动性资产/在保责任余额	3.81	7.90	8.18

附四：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	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/交易性金融负债+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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	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+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	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
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	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
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附五：江苏省信用再担保集团有限公司基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
盈利能力	业务及管理费用	销售费用+管理费用
	平均资本回报率	净利润/[(当期末所有者权益总额+上期末所有者权益总额)/2]
	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]
资产质量	累计代偿率	累计代偿额/累计解除担保额
	担保损失准备金	未到期责任准备金+担保赔偿准备金
流动性	高流动性资产	货币资金+交易性金融资产中的高流动性部分+以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产中高流动性部分
资本充足性	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
	核心资本担保放大倍数	在保责任余额/核心资本

附六：信用等级的符号及定义

主体等级符号	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“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。

担保公司	含义
AAA	受评担保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	受评担保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	受评担保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	受评担保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	受评担保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	受评担保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	受评担保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	受评担保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；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。