



# 2016年徐州市贾汪城市建设投资有限公司 公司债券2022年跟踪评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



## 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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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等级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 2016年徐州市贾汪城市建设投资有限公司公司债券 2022年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
16 贾汪城投债/ PR 贾汪债	AAA	AAA

## 评级观点

- 中证鹏元维持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”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“16 贾汪城投债/PR 贾汪债”的信用等级为 AAA。
- 该评级结果是考虑到：贾汪区经济保持增长，为公司发展提供了良好基础，公司业务持续性仍然较好，继续得到当地政府的较大力度支持，中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）为本期债券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的安全性；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，面临一定的资金压力和较大的偿债压力，且存在一定的或有负债风险等因素。

## 未来展望

- 预计公司业务持续性较好，业务在区域内仍将保持重要性，且持续获得一定的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 评级日期

2022 年 6 月 27 日

## 联系方式

**项目负责人：**秦风明  
qinfm@cspengyuan.com

**项目组成员：**张旻燊  
zhangmy@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	257.71	239.97	188.56	172.14
所有者权益	92.80	88.95	63.76	63.86
总债务	87.07	87.16	72.31	71.95
资产负债率	63.99%	62.93%	66.19%	62.90%
现金短期债务比	0.59	0.34	0.34	0.83
营业收入	1.82	7.99	7.43	7.46
其他收益	0.06	0.59	0.51	0.86
利润总额	0.21	1.43	1.17	0.94
销售毛利率	8.60%	11.73%	10.05%	9.98%
EBITDA	--	1.69	1.87	1.87
EBITDA 利息保障倍数	--	0.35	0.56	0.59
经营活动现金流净额	-4.97	7.99	9.00	-3.33
收现比	119.48%	95.28%	270.20%	77.27%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及 2022 年未经审计的一季度财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **贾汪区经济总量持续增长，为公司发展提供了良好基础。**贾汪区是徐州市辖区，区域交通便捷，贾汪区产业转型成效突出，已初步形成高端装备与智能制造、新能源汽车、现代物流和文化旅游等为重点的现代产业体系。近年贾汪区经济总量持续增长，整体发展水平较好。
- **代建业务持续性仍较好。**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，业务在区域内具有一定重要性，2021年末公司存货中待回购规模较大，业务持续性仍较好。
- **外部支持力度仍较大。**资产注入方面，2021年政府向公司划拨价值3.79亿元的徐州双楼物流园区安置房以及注入了19.99亿元的资金；政府补贴方面，2021年公司合计获得0.59亿元的政府补贴，提升了公司的利润水平。
- **中合担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任担保，仍有效提升了本期债券的安全性。**经中证鹏元综合评定，维持中合担保主体长期信用等级为AAA，评级展望由负面调整为稳定。中合担保提供的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的安全性。

## 关注

- **资产流动性较弱。**公司资产主要以存货为主，主要为公司安置房、基础设施项目及部分土地使用权，变现能力较差，且存货中土地使用权抵押比率较高。
- **公司仍面临一定资金压力。**截至2021年末，公司主要在建及拟建项目尚需投资规模较大。
- **公司仍存在较大的偿债压力。**截至2021年末，公司资产负债率为62.93%，EBITDA利息保障倍数降至0.35，现金短期债务比表现不佳，整体偿债压力仍较大。
- **存在一定的或有负债风险。**截至2021年末，公司对外担保合计57.40亿元，占期末净资产的64.53%，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，且未设置反担保措施。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	中等	财务风险状况	有效净资产规模	5
	GDP规模	2		资产负债率	3
	GDP增长率	5		EBITDA利息保障倍数	3
	地区人均GDP/全国人均GDP	4		现金短期债务比	3
	公共财政收入	2		收现比	7
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	非常强			
	业务竞争力	7			
	业务持续性和稳定性	6			
	业务多样性	4			
业务状况等级		强	财务风险状况等级		中等
指示性信用评分					aa-
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa-
外部特殊支持调整					1
公司主体信用等级					AA

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AAA	2021-06-25	刘书芸、秦风明	<a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	AAA	2016-01-18	刘书芸、张伟亚	<a href="#">城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0)</a> 、 <a href="#">城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
16 贾汪城投债/PR 贾汪债	16.00	3.20	2021-06-25	2023-03-23

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2016年3月公开发行了7年期16.00亿元公司债券，募集资金计划用于徐州市贾汪区棚户区改造一期工程项目，具体包括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五个子项目。截至2022年3月21日，本期债券募集资金专项账户余额为2,219.24元。

## 三、发行主体概况

2021年公司名称、主营业务、注册资本均未发生变化，2022年3月末公司实收资本仍为10.04亿元，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）。2021年末公司纳入合并范围子公司共25家，具体情况见附录四，2021年公司合并范围新增子公司7家，减少2家，具体情况如下表所示：

**表 1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况**

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况			
子公司名称	持股比例	主营业务	合并方式
徐州市城茂置业有限公司	100%	房地产	设立
徐州市城赫置业有限公司	100%	房地产	设立
徐州市城文置业有限公司	100%	房地产	设立
徐州市城华置业有限公司	100%	房地产	设立
徐州市城耀置业有限公司	100%	房地产	设立
徐州市湖赋置业有限公司	100%	房地产	设立
徐州市贾汪区博展广告有限公司	100%	物业服务	设立
2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况			
子公司名称	不再纳入的原因		
徐州泓泽置业有限公司	注销		
徐州市贾汪区城投建筑工程有限公司	划转		

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 四、运营环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

**2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势**

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印



发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

## 区域经济环境

徐州市地处江苏省东北部，是淮海经济区中心城市、省域副中心城市，交通区位优势显著，素有“五省通衢”之称；产业发展逐步形成了“6+4”的双引擎发展结构，近年来财政实力稳步提升，但存在一定的收支缺口，政府债务余额不断扩张且增速较快

**区位特征：**徐州市地处江苏省东北部，处苏鲁豫皖四省交界地区，交通区位优势显著，素有“五省通衢”之称。徐州市隶属于江苏省，是江苏省北部最大城市、江苏省重点规划建设的三大都市圈中心城市、淮海经济区的中心城市和江苏省四大城市之一。徐州市下辖丰县、沛县、睢宁县三县，邳州市、新沂市二市、云龙区、鼓楼区、贾汪区、泉山区、铜山区五区，另设有徐州经济技术开发区（以下简称“徐州经开区”）（国家级经济技术开发区）、徐州国家高新技术产业开发区（以下简称“徐州高新区”）（国家级高新技术产业开发区）以及徐州港务区（江苏自贸试验区联动创新发展区）。根据第七次全国人口普查数据，徐州市常住人口为908.38万人，较2010年第六次全国人口普查的857.72万人相比，十年共增加50.66万人，共增长5.91%，年平均增长率为0.58%，人口增长位于江苏省第五位。徐州市位于江苏省东北部，东襟黄海，西接中原，南屏江淮，北扼齐鲁，已形成公路、铁路、水运、航空、管道“五通汇流”的立体化交通格局，是国家综合交通枢纽。公路方面，徐州是国家级公路主枢纽，境内共有5条国道，20条省道，市到县均以干线一级公路连接，截至2021年底，徐州累计建成快速路网133公里，中心城市“环形+放射”的快速路网体系基本形成。铁路交通方面，徐州是重要的铁路枢纽，京沪铁路、陇海铁路两大干线在徐州交汇，徐州站一直是中国铁路上的特等站之一。徐州东站是京沪高铁七大主要站区之一，也是徐兰高铁的东起点。徐州北站是亚洲第二大编组站，同时也是中国最高等级编组站（双





是仍高于全国平均水平，整体经济发展水平较高。

**表2 江苏省 2021 年主要地级市经济财政指标情况（单位：亿元）**

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
苏州市	22,718.30	8.7%	17.82	2,510.00	2,315.57
南京市	16,355.32	7.5%	17.56	1,729.52	2,493.14
常州市	8,807.60	9.1%	16.69	688.10	1,467.75
<b>徐州市</b>	<b>8,117.44</b>	<b>8.7%</b>	<b>8.94</b>	<b>537.31</b>	<b>1,035.23</b>
盐城市	6,617.40	7.7%	9.86	451.01	799.89
连云港市	3,727.92	8.8%	8.11	274.81	262.74
宿迁市	3,719.01	9.1%	7.46	267.82	390.18

注：上表中GDP、GDP增速为各市政府工作报告中公布的预计数；

资料来源：各市2022年政府工作报告、2021年财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

**表3 徐州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	8,117.44	8.7%	7,319.77	3.4%	7,151.35	6.0%
固定资产投资	-	8.1%	-	0.4%	-	7.0%
社会消费品零售总额	4,038.02	22.9%	3,286.09	-7.0%	-	7.0%
进出口总额	1,254.23	18.3%	1,067.16	14.2%	-	7.0%
人均 GDP（元）		89,361		82,800		81,138
人均 GDP/全国人均 GDP		110.36%		114.48%		114.45%

注：“-”表示数据未公布；2021 年人均 GDP 数据根据第七次全国人口普查常住人口数计算

资料来源：徐州市 2022 年政府工作报告、2020-2022 年徐州市国民经济和社会发展统计公报及徐州市政府网站等，中证鹏元整理

**产业情况：徐州重工业基础良好，已经形成装备制造、食品与农副产品加工、煤盐化工、冶金和建材等六大优势产业。与此同时，装备与智能制造产业、生物医药与大健康产业、集成电路与ICT产业、新能源等新兴产业实现较快增长**

近年徐州市逐步形成了以装备制造、食品与农副产品加工、煤盐化工、冶金和建材等六大优势产业和以装备与智能制造产业、生物医药与大健康产业、集成电路与ICT产业、新能源等四大新兴产业的“6+4”的双引擎发展结构。智能制造、工程机械分别入选国家战略性新兴产业集群、先进制造业集群，徐工集团跻身全球工程机械行业前三。2021年建成智能制造示范工厂5家、智能车间70家，获评首（台）套重大技术装备44个。净增“四上”企业2,085家，其中规上工业企业539家；获批省级以上专精特新“小巨人”企业21家，新增上市企业1家、百亿级工业企业3家，跃居中国先进制造业百强市第24位，获批国家级服务业标准化试点城市。工程机械与智能装备、集成电路与ICT、节能环保、生物医药与大健康、新材料和新能源产业产值分别增长12.1%、25.6%、13.6%、9.0%、42.0%和46.2%，铁冶金、建筑建材、绿色化工、食品及农副产品加工产业产值分别增长48.3%、12.2%、33.5%和14.4%，工业经济保持快速增长态势。

**发展规划和机遇：**近年来，徐州市逐步确立徐州淮海经济区中心城市、省域副中心城市定位，区域中心城市的定位得到国家层面的批复与认可。2017年，《国务院关于徐州市城市总体规划的批复》（国函〔2017〕78号）明确徐州是国家历史文化名城，全国重要的综合性交通枢纽，淮海经济区中心城市。2018年，《国务院关于淮河生态经济带发展规划的批复》（国函〔2018〕126号）同意《淮河生态经济带发展规划》，规划提出构建“一带、三区、四轴、多点”的总体格局，着力提升徐州区域中心城市辐射带动能力。同时江苏省将徐州规划为四个特大城市之一，定位于“依托徐州都市圈推动淮海城市群的规划建设，打造苏北地区振兴发展的重要支撑”。2022-2027年，徐州市规划建设先进制造业强市、现代服务业高地，形成以新兴产业和高新技术产业为支撑的现代产业体系，推进淮海经济区中心城市和省域副中心城市建设，保持快于全省、领跑周边的发展态势，跻身万亿级城市行列，省域副中心城市地位持续巩固。

**财政及债务水平：**近年来徐州市财力稳步提升，财政收入质量较好，但财政自给程度较低，政府债务余额不断扩张且增速较快。2021年，徐州市一般公共预算收入537.31亿元，比上年增长11.5%。其中，税收收入429.20亿元，同比增长12.7%，税收收入占一般公共预算收入比重达79.9%，高于上年0.9个百分点，财政收入质量较高，但财政自给率为53.49%，存在一定的收支缺口。近年来随着基础设施建设的不断推进，全市地方政府债务余额规模不断扩大，2021年徐州市地方政府债务余额达1,332.27亿元。

**表4 徐州市主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	537.31	481.82	468.32
税收收入占比	79.9%	79.01%	79.82%
财政自给率	53.49%	50.27%	53.08%
政府性基金收入	1,035.23	779.64	608.41
地方政府债务余额	1,332.27	1,174.23	937.71

资料来源：徐州市2019-2021年财政预决算报告，中证鹏元整理

**贾汪区是徐州市辖区，区域交通便捷，贾汪区产业转型成效突出，已初步形成高端装备与智能制造、新能源汽车、现代物流和文化旅游等为重点的现代产业体系。近年来贾汪区财力存在一定波动，区域政府债务余额增速较快**

**区位特征：**贾汪区地处徐州市主城东北、苏鲁两省交界处，是徐州市副中心，区域交通便捷，物流体系完备。贾汪区隶属江苏省徐州市，是徐州市辖五区之一，下辖5个镇、5个街道、1个省级经济开发区、1个省级现代农业产业园区、1个省级高新技术产业开发区（筹），根据第七次全国人口普查数据，贾汪区常住人口为45.36万人。贾汪位于徐州市主城东北、苏鲁两省交界处，作为徐州市的城市副中心、重要功能区。贾汪区交通便捷，距徐州观音国际机场车程40分钟、徐州高铁站车程20分钟，京台、连霍两条高速公路穿境而过，并设有出入口，京杭大运河横贯贾汪东西36公里。物流方面，具有完备发达的“公铁水空”多式联运物流体系，为发展高端装备与智能制造产业提供了便捷的交通条件。目前“半小时交通圈”建设成效显著，徐贾快速通道北延、佳运路西延、外环公路贾汪段工程按序时推进，城市轨

道S1号线、徐临高速、徐州东部绕越高速纳入全市“十四五”综合交通运输体系发展规划，贾汪与徐州主城区的时空距离将进一步拉近。

**经济发展水平：**贾汪区经济总量在徐州下辖区县中排名靠后，近年经济总量持续增长，整体发展水平较好。贾汪区GDP规模在徐州下属区县中排名较为靠后，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，贾汪区积极进行产业转型。近年贾汪区地区生产总值持续增长，2021年贾汪区GDP达408.0亿元，同比增速为9.5%，按第七次全国人口普查的常住人口计算，2021年贾汪区人均GDP为89,956元，是同期全国人均GDP的111.09%。

**表5 徐州市 2021 年各区县经济财政指标情况（单位：亿元）**

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
铜山区	1,300.00	11.0%	105,025	56.07	95.09
邳州市	1,108.22	9.5%	75,772	47.34	146.20
新沂市	781.43	10.10%	80,568	43.71	50.72
泉山区	750.00	7.00%	121,007	41.86	5.91
睢宁县	680.00	10.0%	62,466	42.69	89.44
丰县	550.00	-	58,811	33.02	79.84
<b>贾汪区</b>	<b>408.00</b>	<b>9.50%</b>	<b>89,956</b>	<b>25.24</b>	<b>73.11</b>
鼓楼区	339.83	6.1%	79,933	23.90	0.00

注：“-”表示数据未公布，2021年人均GDP根据第七次人口普查数据中常住人口计算所得。

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报、政府工作报告和财政预决算报告等，中证鹏元整理

**表 6 贾汪区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	408.00	9.50%	366.00	4.0%	350.00	6.0%
社会消费品零售总额	168.50	20.05%	140.36	-	155.52	-
进出口总额	-	-	40	6.7%	-	-
人均 GDP（元）		89,956		80,696		67,586
人均 GDP/全国人均 GDP		111.09%		111.39%		95.34%

注：“-”表示数据未公布；2019 年人均 GDP 根据当年户籍人口计算所得；2021 年及 2020 年人均 GDP 根据第七次人口普查数据中常住人口计算所得。

资料来源：江苏统计年鉴，2021 年贾汪区政府工作报告，中证鹏元整理

**产业情况：**贾汪区已初步形成以**高端装备与智能制造、新能源汽车、现代物流和文化旅游**等为重点的现代产业体系。贾汪区作为徐州市的老煤炭工业区，受到煤炭资源枯竭的影响，近年进行产业转型，成效突出。贾汪区近年坚持“生态立区、产业强区、旅游旺区、文明兴区”四区并进发展战略，初步形成以**高端装备与智能制造、新能源汽车、现代物流和文化旅游**等为重点的现代产业体系。2021年贾汪区完成规上工业总产值400亿元、增长36.1%，工业应税销售收入480亿元、增长32%，增速始终位于全市前列。

近年贾汪重点培育以下六大支柱产业：一是**高端装备与智能制造产业**。目前贾汪区集聚了中国工程



机械行业龙头-徐工集团等具有国际影响力和品牌美誉度的企业。二是新能源汽车产业，贾汪区所属淮海经济区初步形成了整车和动力电池、电机、电控“三电”总成全产业链发展格局，正努力打造全国知名新能源汽车产业基地，重点企业包括吉麦新能源汽车、重庆新特整车、金致新能源等。三是电子与ICT产业，重点发展电机电控、消费电子及工业电子、电子工业设备、电子新材料、物联网、人工智能等战略新兴产业，重点企业包括宝康电子新材料、标格柔性线路板、立宁电子触摸屏等。四是现代物流产业，贾汪区航空、铁路、水运、公路等交通基础设施完善，建设有江苏省省级示范物流园区，拥有B型保税物流中心，重点企业包括普洛斯、远洋泉康、凯雷熠跃、酷派同程。五是城郊农业产业，贾汪区具备充足旅游资源，深度推进农旅融合发展，以旅带农、以农促旅，大力发展精品民宿、农家乐、采摘体验等富民旅游项目，协同发展张场米业、甘薯产业园等龙头项目，打造了一批特色田园乡村，主要企业为徐州绿健。六是文化旅游产业，贾汪区拥有4家4A级风景区和1家3A级风景区，其中潘安湖生态湿地公园为徐州市“三重一大”项目和城建重点工程，是贾汪经济社会发展的头号工程。

**财政及债务水平：**近年来贾汪区财力存在一定波动，财政收入质量较高，但区域政府债务余额增速较快。近年来贾汪区财力存在一定波动。2020年一般公共预算收入受疫情影响有所下滑，2021年，贾汪区实现一般公共预算收入25.24亿元，同比增长25.6%。税收收入占比较高，财政收入质量较高。2021年贾汪区财政自给率为55.03%，财政自给能力一般。贾汪区近年政府性基金收入增幅较大，对贾汪区综合财力形成较强支撑，但需关注土地出让受房地产市场影响较大，未来存在一定的不确定性。近年来随着贾汪区基础设施建设持续推进，地方政府债务余额增速较高，2021年贾汪区地方政府债务余额达70.37亿元。

**表7 贾汪区主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	25.24	20.10	22.20
税收收入占比	83.64%	92.54%	83.36%
财政自给率	55.03%	45.14%	52.96%
政府性基金收入	73.11	47.09	28.04
地方政府债务余额	70.37	57.13	31.80

资料来源：贾汪区政府工作报告和财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

**投融资平台：**贾汪区的区属主要投融资主体有3家，分别为贾汪城投、徐州工业园区投资发展有限公司（以下简称“徐州工投”）、徐州市贾汪都市旅游投资发展有限公司（以下简称“贾汪旅投”），其中贾汪城投主要负责贾汪区内的基础设施、安置房等项目的投资建设，徐州工投主要负责徐州工业园区内的基础设施建设以及资产租赁业务，贾汪旅投主要负责对贾汪区旅游景区工程代建与景区公共设施管理。

**表8 贾汪区主要投融资主体情况（单位：亿元）**

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
------	------	-----	-------	------	-----	------

贾汪城投	贾汪区人民政府	88.95	62.93%	7.99	87.16	贾汪区内重要的基础设施和安置房项目投资建设主体。
徐州工投	贾汪区人民政府	49.26	51.46%	10.33	44.66	主要负责江苏徐州工业园区内的基础设施建设。
贾汪旅投	贾汪区人民政府	55.65	54.65%	5.17	56.26	贾汪区重要的旅游发展、投资开发企业。

注：数据采用 2021 年末/2021 年数据，徐州工投总债务采用 2020 年末数据。

资料来源：中证鹏元数据库、企业预警通，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司仍主要从事贾汪区内的基础设施、安置房等项目的投资建设，2021年实现营业收入79,863.54万元，较上年有所上升，其中代建收入占比为64.76%、房地产收入占比为28.73%，租金及物业收入规模较小。物流业务相关设施仍处在建设期，预计2022年8月主体建设完工，建好后物流收入可能有所增加。2022年1-3月，公司实现营业收入18,206.95万元，销售毛利率为8.64%。

从毛利率来看，代建业务和租金收入毛利率较为稳定，物业收入毛和物流收入毛利率较上年大幅增加。2021年公司整体销售毛利率较上年略有提升。

**表9 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
代建收入	9,168.88	7.20%	51,721.07	9.09%	71,226.05	9.12%
房地产收入	8,035.65	7.86%	22,948.54	9.47%	-	-
租金收入	797.28	37.74%	3,000.10	36.61%	2,721.58	35.10%
物业收入	52.29	37.08%	1,288.66	91.47%	58.46	-1.94%
物流收入	152.24	-30.29%	897.45	23.28%	246.62	2.57%
其他业务	0.60	0.00%	7.73	62.33%	11.4	71.93%
<b>合计</b>	<b>18,206.95</b>	<b>8.60%</b>	<b>79,863.54</b>	<b>11.73%</b>	<b>74,264.12</b>	<b>10.05%</b>

注:2021年1-3月合计营业收入和分项和差值0.01万元为四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司收入仍主要来自代建工程业务，待回购规模较大，业务具有持续性较好但受政府回购安排影响较大，且后续资金投入规模较大，仍面临较大的资金压力**

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（以下简称“棚改办”）签订的工程建设转让项目框架协议（以下简称“BT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。2021年公司实现代建工程确认收入为51,721.07万元，具体明细情况如下表。



**表10 2021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
棚改办	泉城E地块（丰裕粮油）	16,111.29	17,722.42
棚改办	幸福家园项目	13,344.45	14,678.90
棚改办	光明棚户区改造项目	4,340.03	4,774.04
棚改办	光明小区回购房项目	3,554.25	3,909.67
棚改办	永兴一期安置房建设项目（民惠园）	3,456.43	3,802.07
棚改办	久地二期	1,743.17	1,917.49
棚改办	湖畔二期	1,128.74	1,241.61
棚改办	民康园安置费建设项目	1,063.28	1,169.61
棚改办	康馨家园安置房建设项目	947.80	1,042.58
棚改办	永福路小学	849.37	934.30
棚改办	新城安置房建设项目（永福城）	342.46	376.71
棚改办	永兴二期安置房建设项目	137.88	151.67
<b>合计</b>		<b>47,019.15</b>	<b>51,721.07</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021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、英才中学项目均已经完工；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，夏桥工业广场片区安置房于2020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。

截至2021年末，公司主要在建项目为湖畔三期项目，计划总投资20.00亿元，尚需投资9.81亿元。综合来看，公司尚有部分已完工尚未结算项目，在建项目投资规模较大，代建业务可持续性较好，但未来收入受政府回购安排影响可能存在波动，同时，在建项目尚需投资金额较大，公司面临较大的建设资金支出压力。

**表11 截至2021年末公司主要在建的代建项目明细（单位：亿元）**

项目名称	预计总投资	累计总投资
湖畔三期	20.00	11.19

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2021年公司商品房销售规模较大，后期在售商品房项目较为有限，拟建项目不多，加上房地产市场景气度下行，未来商品房销售业务有一定不确定性**

公司自2016年开始从事房地销售业务，具体包括安置房附属铺面销售以及商品房销售。安置房附属铺面销售主要是在代建的安置房项目中，公司配套建设的商铺等的出售。商品房销售业务则主要由公司子公司徐州市泉城房地产开发有限公司负责开发。

公司2021年房地产销售收入22,948.54万元，均来自于公司目前唯一在售的金水湾小区商品房项目。

截至2021年末，金水湾项目已售面积107,827.58平方米，剩余可供出售面积23,244.59平方米，公司合同负债中尚有部分未结转房款余额，仍可在短期内对收入形成一定保障。

**表12 截至2021年末公司主要在售项目（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	131,072.17	107,827.58	59,295.00	23,244.59

注：总面积、已售面积和剩余面积不包含储藏室、车库、车位等

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司无在建房地产的商品房项目，主要拟建项目为桃源居以及全民健身中心项目，预计总投资为17.00亿元，拟建设面积为30.02万平方米。

整体而言，公司在售项目未来的实际销售进度及资金回笼情况仍有待观察，公司无在建项目，拟建商品房项目数量较少，目前房地产市场景气度下行趋势，长期来看房地产业务有一定不确定性。

**表13 截至2021年末公司主要拟建项目（单位：万元、万平方米）**

项目名称	预计建设时间	预计投资总额	拟建筑面积
桃源居	2022.10	140,000.00	26.40
全民健身中心	2022.12	30,000.00	3.62
<b>合计</b>		<b>170,000.00</b>	<b>30.02</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2021年公司租赁业务收入和毛利率保持基本稳定，物业收入和物流收入增速较快，对营业收入形成一定补充**

2021年公司租赁业务收入主要来源于公司自有的泉城商务大厦，泉城商务大厦总建筑面积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，由2016年贾汪区财政局无偿划转而来。目前该大厦的主要承租对象为徐州市贾汪区机关事务管理局。根据双方于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，在租赁期内保持不变。另外，2021年的租赁收入部分来自于安置房门面的出租，使得2021年租赁收入略有提升，毛利率较上年也略有增加。

公司物业服务主要由下属子公司徐州市贾汪区域物业管理有限公司负责运营；该公司前身为成立于2017年8月的徐州市贾汪区乾通物业管理有限公司，经营范围主要涉及物业管理、家政服务等。公司物业服务主要是为公司代建的安置房小区进行服务，随着代建安置房的陆续交付投入使用，公司物业服务收入在2021年取得了较为明显的增长，未来仍有希望进一步扩大收入。

公司物流收入主要来自于下属子公司宏康物流发展有限公司（以下简称“宏康物流”）。2020年9月公司完成对宏康物流的收购，该公司主要负责淮海国际陆港双楼内河港的建设运营。该内河港为徐州城区范围内唯一的多用途公共码头，目前仍处在建设期，公司预计2022年8月份完成主体建设。根据区委、区政府工作部署，本着边建设边运行边培育的原则，公司拟建设11个生产经营中心和9个代泊泊位，其中有5个生产经营中心和6个代泊泊位已建设完毕并投入使用，从而带动2021年公司物流收入较上年明

显上升，达到897.45万元。

### 贾汪区政府继续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。资产注入方面，2021年向公司划拨价值37,935.22万元的徐州双楼物流园区安置房以及注入了199,934.06万元的财政资金作为资本性投入从而增加了公司的资本公积。政府补贴方面，2021年公司合计获得5,880.13万元的政府补贴，提升了公司的利润水平。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于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公司2020-2021年审计报告及2022年未经审计的一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。

### 资产结构与质量

**2021年公司资产规模有所增长，存货为公司资产的主要构成部分，土地抵押比率较高，资产流动性仍较弱**

截至2021年末，公司资产总额受政府注入资产影响同比增加27.27%至2,399,730.39万元，其中流动资产占比较大，2021年末占比达89.63%。

截至2021年末，公司货币资金余额89,170.63万元，其中57,900万元作为保证金而受限，受限比例达64.93%。2022年3月末，公司货币资金增至177,410.46万元。2021年末应收账款较上年末有所下降，账目余额为44,222.07万元，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，占应收账款总额的99.54%，应收账款回收风险相对较小，整体呈下降趋势，对公司营运资金占用不大，但回收时间存在不确定性。2021年末其他应收款账面价值75,363.01万元，主要为往来款项，前五大应收对象中民营企业余额为10,458.97万元，为应收浙江万达建设集团有限公司夏桥工业广场片区安置房项目借款6,000.00万元和应收江苏永业集团有限公司安置房项目回购款4,458.97万元，2021年末已分别按照账龄组合计提坏账准备600.00万元和445.90万元，剩余主要为地方政府机构及国有企业往来款项，公司有价值32,442.23万元的应收账款用于借款而受限。

存货大部分为合同履行成本、开发产品以及库存商品，主要为公司安置房、基础设施项目及土地使用权，2021年末，公司存货规模为1,905,457.55万元，较上年末有所增加，但其中2021年新增的190,917.29万元土地以及政府划拨的价值37,935.22万元的徐州双楼物流园区安置房尚未办理权证，另有价值500,299.00万元的土地被用于抵押借款而受限。

非流动资产方面，其他非流动金融资产为公司对徐州矿务集团有限公司以及江苏省信用再担保集团有限公司的股权投资。投资性房地产2021年末账面价值59,799.49万元，主要为泉城商务大厦，采用成本法计量，主要用于出租，能带来稳定收益。

整体来看，公司资产主要以存货和其他应收款为主，但存货变现与其他应收款回收时间均存在不确定性，且存货中土地使用权抵押比率较高，资产流动性较弱。

**表14 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	177,410.46	6.88%	89,170.63	3.72%	64,457.00	3.42%
应收账款	41,253.22	1.60%	44,222.07	1.84%	52,554.72	2.79%
其他应收款	105,471.07	4.09%	75,363.01	3.14%	43,187.04	2.29%
存货	1,956,817.43	75.93%	1,905,457.55	79.40%	1,559,676.11	82.72%
<b>流动资产合计</b>	<b>2,320,508.59</b>	<b>90.04%</b>	<b>2,150,976.27</b>	<b>89.63%</b>	<b>1,741,307.65</b>	<b>92.35%</b>
其他非流动金融资产	60,600.00	2.35%	60,600.00	2.53%	0.00	0.00%
投资性房地产	59,326.82	2.30%	59,799.49	2.49%	61,001.14	3.24%
<b>非流动资产合计</b>	<b>256,630.94</b>	<b>9.96%</b>	<b>248,754.12</b>	<b>10.37%</b>	<b>144,279.15</b>	<b>7.65%</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,577,139.52</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,399,730.39</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,885,586.80</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 收入质量与盈利能力

### 2021年营业收入略有增加，政府补贴对公司利润贡献度较高

公司营业收入主要来源于代建收入以及房地产销售收入，2021年实现营业收入79,863.54万元，较上年略有增加，考虑到目前公司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，2021年销售毛利率为11.73%，较上年略有提升。

利润方面，2021年公司利润总额同比增加21.89%，主要系2021年投资收益增加以及财务费用的下降所致。此外，公司2021年收到政府补贴5,880.13万元，占利润总额的比重为41.17%，政府补贴对公司利润贡献度较高。

**表15 公司主要盈利指标（单位：万元）**

指标名称	2022年1-3月	2021年	2020年
收现比	119.48%	95.28%	270.20%
营业收入	18,206.95	79,863.54	74,264.12
营业利润	2,162.24	15,002.93	12,229.94
其他收益	588.70	5,880.13	5,055.21
利润总额	2,144.52	14,281.15	11,716.12
销售毛利率	8.60%	11.73%	10.05%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

公司债务规模较大，负债水平较高，仍面临较大的偿债压力

截至2021年底，公司负债总额1,510,238.58万元，同比增加21.01%；所有者权益余额为889,491.81万元，同比增加39.52%。2021年底公司产权比率为169.79%，较上年末下降25.96个百分点，所有者权益对负债的保障程度仍然较弱。

图2 公司资本结构

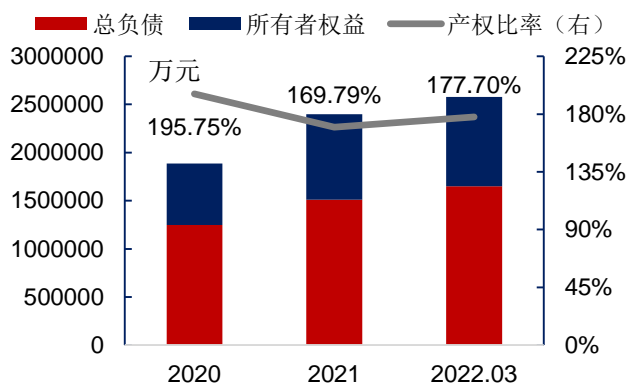
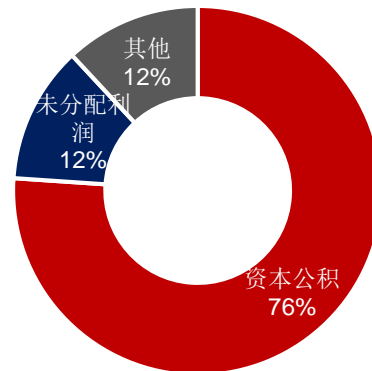


图3 2022年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的2022年1-3月财务报表，中证鹏元整理

负债结构方面，2021年末公司仍以流动负债为主，其中短期借款主要为保证借款和质押借款，截至2021年末增加至34,407.71万元；应付票据主要为商业承兑汇票和银行承兑汇票，截至2021年末为29,000.00万元，较上年略有下降；应付账款则主要为应付工程款；其他应付款主要为往来款和暂借款，2021年末较上年末有所增加，主要系新增资金往来款所致；2021年末一年内到期的非流动负债主要包括借款15,058.83万元、应付债券32,000.00万元。此外，预收款项全部为公司预收的物业费，2021年末较2020年末出现明显下滑，主要是公司预收的商品房销售款在2021年转入合同负债进行核算所致，转入部分构成了公司目前全部的合同负债。

非流动负债方面，公司2021年末长期借款期末余额99,000.00万元，其中主要为质押借款以及抵押借款。应付债券为本期债券、20贾汪城投MTN001、20贾汪城投MTN002、2021贾汪城投MTN001以及2021贾汪城投MTN002。2021年末应付债券较上年末有所增加，主要系公司2021年发行了2021贾汪城投MTN001（10.40亿元）和2021贾汪城投MTN002（3.6亿元）所致。长期应付款主要为江苏省城乡建设投资有限公司借款以及贾汪区财政局专项债。

表16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

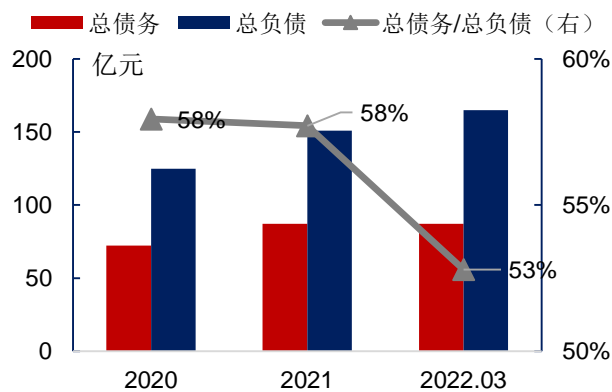
项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	34,407.71	2.09%	34,407.71	2.28%	29,000.00	2.32%

应付票据	67,000.00	4.06%	29,000.00	1.92%	32,000.00	2.56%
应付账款	83,978.13	5.09%	83,690.73	5.54%	65,599.65	5.26%
预收款项	95.06	0.01%	103.83	0.01%	50,375.20	4.04%
合同负债	33,890.94	2.06%	34,741.73	2.30%	0.00	0.00%
其他应付款	696,934.72	42.26%	556,414.84	36.84%	463,338.79	37.13%
一年内到期的非流动负债	66,506.63	4.03%	68,911.05	4.56%	69,250.00	5.55%
<b>流动负债合计</b>	<b>998,742.64</b>	<b>60.56%</b>	<b>823,299.21</b>	<b>54.51%</b>	<b>717,288.10</b>	<b>57.47%</b>
长期借款	98,000.00	5.94%	99,000.00	6.56%	120,676.49	9.67%
应付债券	339,076.63	20.56%	370,889.38	24.56%	262,467.53	21.03%
长期应付款	213,300.00	12.93%	217,050.00	14.37%	147,600.00	11.83%
<b>非流动负债合计</b>	<b>650,376.63</b>	<b>39.44%</b>	<b>686,939.38</b>	<b>45.49%</b>	<b>530,744.03</b>	<b>42.53%</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,649,119.26</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,510,238.58</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,248,032.12</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

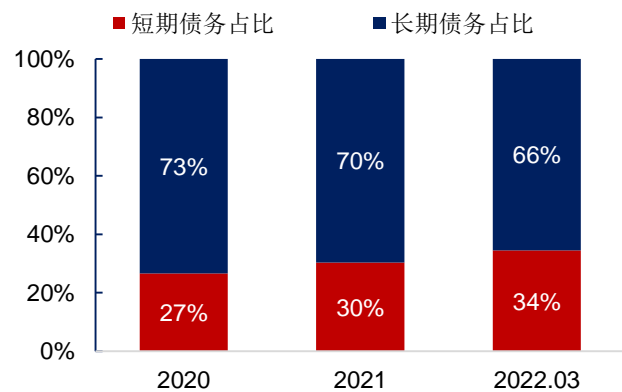
2022年3月末公司总债务规模870,675.71万元，占负债总额的比重为52.80%，其中短期债务占比34.49%，长期债务占比为65.51%，长期债务占总债务的比重较上年有所下降。整体来看，公司债务规模较大，仍面临较大的偿付压力。

图 4 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 5 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债指标方面，2021年末公司资产负债率为62.93%，整体负债水平依然较高。2021年公司利润总额较上年有所上升，但由于利息支出规模较大，EBITDA利息保障倍数较上年有所下降，息税折旧摊销前利润对利息的保障程度仍较弱。

表17 公司偿债能力指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	63.99%	62.93%	66.19%
现金短期债务比	0.59	0.34	0.34
EBITDA 利息保障倍数	-	0.35	0.56



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日2022年4月15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

### 或有事项分析

截至 2021 年末，公司对外担保余额合计 573,974.88 万元，占期末净资产的 64.53%，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，存在一定的或有负债风险。公司对外担保具体情况见附录五。

截至 2022 年 5 月末，经中国执行信息网查询，公司于 2022 年 3 月 23 日被徐州市贾汪区人民法院进行立案，相关案号为(2022)苏 0305 执 611 号，执行标的金额为 6,086.00 元。

## 八、抗风险能力分析

徐州市贾汪地区经济保持增长，为公司发展提供了良好的外部环境，且较大的外部支持力度有效提升了公司的资本实力和盈利水平。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，业务具有一定的持续性。

但中证鹏元也关注到，公司资产主要以存货为主，存货中土地使用权抵押比率较高，整体资产流动性较弱，公司主要在建项目尚需投资规模较大，公司资产负债率较高，公司对外担保金额较大。

总体来看，基于对公司外部运营环境、经营竞争力及偿债能力等综合判断，公司抗风险能力尚可。

## 九、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一定程度上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。

中合担保是落实国务院利用外资设立担保公司的试点项目，成立于 2012 年 7 月，初始注册资本为 51.26 亿元。后经增资扩股及股权变更，截至 2021 年末，中合担保注册资本及实收资本均为 71.76 亿元，

无控股股东和实际控制人，股权结构如下表所示。截至 2021 年末，海航集团有限公司<sup>1</sup>（以下简称“海航集团”）通过海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”）和海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）合计持有中合担保 43.34% 的股权。2022 年 4 月，海航集团宣布风险处置工作基本结束，包括海航集团、海航资本等在内的 321 家公司实质合并重整计划已经执行完毕，海航科技不在重整范围内。2022 年 4 月 28 日，海航科技发布公告称，海航集团等 321 家公司因执行重整计划而将其股权结构调整为重整计划规定的股权结构，因此导致海航科技实际控制人由海南省慈航公益基金会变更为无实际控制人。截至 2022 年 5 月末，中合担保股权结构与 2021 年末一致。

**表 18 截至 2022 年 5 月末中合担保股权结构（单位：亿元）**

股东名称	出资额	持股比例
海航科技股份有限公司	19.10	26.62%
JPMorgan China Investment Company Limited	12.76	17.78%
海航资本集团有限公司	12.00	16.72%
中国宝武钢铁集团有限公司	10.50	14.63%
海宁宏达股权投资管理有限公司	6.80	9.47%
中国进出口银行	5.00	6.97%
西门子（中国）有限公司	3.50	4.88%
内蒙古鑫泰投资有限公司	2.10	2.93%
<b>合计</b>	<b>71.76</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：中合担保提供，中证鹏元整理

受海航集团破产重整影响，中合担保董事长和总经理均于 2020 年发生变更，新任总经理（代行董事长职权）由第四大股东中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称“中国宝武”）委派人员担任；2020 年，中合担保重新制定发展规划，计划未来在坚持担保主业的同时，加大与中国宝武在供应链金融等领域的合作，强化与中国宝武间的协同效应。

中合担保主要从事直接和间接等融资担保、非融资担保、自有资金投资等业务，其中以直接融资担保业务为最主要业务构成。近年来中合担保尚处于存续期内的债券担保规模排名相对靠前，具备一定的业务竞争力。

担保业务方面，受监管政策要求及自身经营策略调整影响，近年来中合担保持续压缩担保业务规模，当期担保发生额持续处于较低水平，期末担保余额快速下降。截至 2021 年末中合担保融资担保余额为 423.25 亿元，同比减少 32.42%。从业务类型来看，近年来中合担保主要从事直接融资担保业务，担保品种主要包括企业债、中期票据、公司债、超短期融资券等。截至 2021 年末，中合担保直接融资担保余额 407.85 亿元，占期末担保余额的比重为 96.36%，其中企业债担保余额 374.12 亿元，被担保人已基本全部调整为地方基础设施投融资建设企业；截至 2021 年末，中合担保间接融资担保余额为 15.40 亿元，

<sup>1</sup> 2021 年 1 月，海航集团正式进入破产重整程序；2021 年 10 月，海南省高级人民法院裁定批准海航集团重整计划。

均为银行贷款担保。此外，自 2020 年新管理团队到位以来，中合担保重点围绕股东中国宝武探索开展供应链金融业务，2021 年内同中国宝武协同开展的“订单宝”、“赊销宝”、“小额宝”、“宝武应付产品”等创新型担保产品已先后落地，2021 年全年累计实现业务规模 4.80 亿元，在业务转型方面取得了初步进展。

担保代偿方面，2018-2019 年中合担保当期担保代偿规模达到近年来顶峰水平，自 2020 年开始当期代偿规模呈持续下降态势，2021 年中合担保当期担保代偿额为 5.30 亿元，同比下降 31.88%，当期担保代偿率为 2.20%，同比下降 1.04 个百分点，但仍处于偏高水平。整体来看，近年来中合担保担保代偿风险得到一定控制，但在宏观经济增速放缓、地方基础设施投融资建设企业融资政策持续调整的背景下，中合担保未来可能面临的代偿风险仍需关注。代偿回收方面，截至 2021 年末中合担保累计代偿回收率为 26.28%，虽较 2020 年末有所提升，但仍处于较低水平，未来追偿表现仍需持续关注。

**表 19 中合担保业务开展情况（单位：亿元）**

项目	2021 年	2020 年	2019 年
当期担保发生额	37.84	29.44	43.46
当期解除担保额	240.87	240.20	207.41
期末担保余额	423.25	626.28	837.04
融资担保余额	423.25	626.28	833.84
其中：直接融资担保余额	407.85	599.47	800.32
间接融资担保余额	15.40	26.81	33.53
非融资担保余额	0.00	0.00	3.20
融资担保责任余额	342.35	510.38	681.45
融资担保责任余额放大倍数	4.70	7.01	8.28
当期担保代偿额	5.30	7.78	16.91
当期担保代偿率	2.20%	3.24%	8.15%
累计担保代偿额	48.70	43.40	35.63
累计担保代偿率	3.60%	3.90%	4.08%
累计代偿回收额	12.80	10.65	5.71
累计代偿回收率	26.28%	24.53%	16.02%
担保风险准备金	19.07	26.01	28.69
拨备覆盖率	88.58%	106.37%	98.71%

资料来源：中合担保提供，中证鹏元整理

资金业务方面，近年来中合担保投资业务策略有所调整，投资标的以债券、资产管理计划、基金产品和银行理财产品为主，整体流动性相对较好。截至 2021 年末，中合担保投资资产账面余额合计 63.31 亿元，其中债券 36.86 亿元，资产管理计划 6.00 亿元，基金产品 2.70 亿元，银行理财产品 1.89 亿元。

营业收入方面，中合担保营业收入主要包括担保业务净收入和投资收益。受担保业务净收入规模下

降以及投资业务回报规模下滑等因素影响，2020年中合担保营业收入同比显著下降；2021年，中合担保的担保业务净收入和投资收益同比进一步下降，但受益于公允价值变动损失同比显著收窄影响，中合担保当年营业收入较2020年基本持平。2021年，中合担保实现营业收入5.91亿元，其中担保业务收入3.96亿元，投资收益2.06亿元，同比分别下降33.05%和29.34%。

营业支出方面，随着近年担保业务代偿风险和投资业务损失风险持续上升，2019-2020年中合担保准备金计提规模维持高位，2020年中合担保针对投资资产计提了较大规模减值准备，以上均对利润形成明显侵蚀，并导致中合担保2020年净亏损6.52亿元。2021年以来，随着存量风险持续化解，中合担保当期计提减值损失5.34亿元，同比减少60.63%，而担保业务规模的下降亦使其当期转回担保合同准备金2.51亿元。在收入和成本两端综合影响下，中合担保2021年实现扭亏为盈，当期实现净利润1.58亿元。整体来看，近年来中合担保盈利能力波动明显，未来主要收入来源变化情况以及整体盈利表现仍有待持续关注。

**表 20 中合担保主要盈利指标情况（单位：亿元）**

项目	2021年	2020年	2019年
担保业务净收入	3.96	5.92	7.58
已赚保费	3.89	5.80	7.40
投资收益	2.06	2.91	3.63
公允价值变动损益	-0.01	-2.65	-1.11
营业收入	5.91	5.91	10.22
资产减值损失	0.00	4.48	10.01
信用减值损失	5.34	9.09	-
营业支出	4.03	15.27	10.02
营业利润	1.88	-9.36	0.20
利润总额	1.87	-9.36	0.20
净利润	1.58	-6.52	0.29
净资产收益率	2.16%	-8.48%	0.35%

资料来源：中合担保2019-2021年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年末，中合担保货币资金为5.85亿元，均为活期存款，不存在使用受限情况；另有定期存款4.45亿元，剩余到期期限均在1年以内；应收代位追偿款余额21.58亿元，已计提减值准备13.49亿元，账面净额8.09亿元，同比减少18.61%。2021年末，中合担保其他资产主要为投资资产，主要计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、以摊余成本计量的金融资产科目下。按照投资标的情况来看，2021年末中合担保投资资产以债券为主，其中债券余额36.86亿元、资产管理计划余额6.00亿元。

截至2021年末，中合担保I、II、III级资产占扣除应收代偿款后的资产总额的比例分别为64.86%、0.00%和21.85%，以国债、AAA级信用债等金融资产为主的I级资产占比较高，资产流动性较好，但暂不满足I级、II级资产之和不低于资产总额扣除应收代偿款后的70%的监管要求。

截至 2021 年末，中合担保负债主要以担保业务相关准备金以及债券回购业务产生的卖出回购金融资产款为主。截至 2021 年末，中合担保的担保合同准备金和未到期责任准备金（递延收益）分别为 3.45 亿元、1.93 亿元，卖出回购金融资产 3.34 亿元。

截至 2021 年末，中合担保所有者权益合计 73.13 亿元，其中实收资本为 71.76 亿元，资本实力较强。2021 年末中合担保融资担保责任余额放大倍数为 4.70 倍，较 2019 年末的 8.28 倍有明显下降，未来担保业务发展空间进一步扩大。

**表 21 中合担保主要财务数据情况（单位：亿元）**

项目	2021 年	2020 年	2019 年
资产总计	83.55	83.78	101.94
实收资本	71.76	71.76	71.76
股东权益合计	73.13	73.05	80.79
融资担保责任余额放大倍数（倍）	4.70	7.01	8.28

资料来源：中合担保 2019-2021 年审计报告及中合担保提供，中证鹏元整理

整体来看，中合担保在直接融资担保业务领域经营期限较长，行业地位较为突出，资本实力较强，I 级资产占比很高，资产流动性好；2021 年以来加大与中国宝武在担保产品创新方面的合作，担保业务转型战略逐步推进；担保业务代偿风险在 2021 年得到进一步控制；受益于减值损失计提规模同比下降、公允价值变动损益情况改善以及当期担保合同准备金转回，2021 年中合担保在之前年度大额亏损的基础上实现了扭亏为盈。

但中证鹏元也关注到，之前年度受海航集团破产重整等因素影响，中合担保的担保业务规模和收入持续萎缩，2021 年担保业务规模和收入萎缩态势仍未得到有效缓解；2021 年代偿规模虽有所下降但仍较大，代偿回收率处于较低水平，未来担保代偿和追偿情况仍需关注；同时中合担保未来股权结构仍存在不确定性；与中国宝武协同开展的创新型担保业务的模式仍处于探索、产品仍处于尝试阶段，对中合担保的担保业务规模以及相关收益等方面的帮助仍待更长时间检验。

经中证鹏元综合评定，中合担保主体信用等级维持 AAA，评级展望由上次评级的负面调整为稳定，其提供的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。

## 十、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为 AA，维持评级展望稳定，维持“16 贾汪城投债/PR 贾汪债”的信用等级为 AAA。

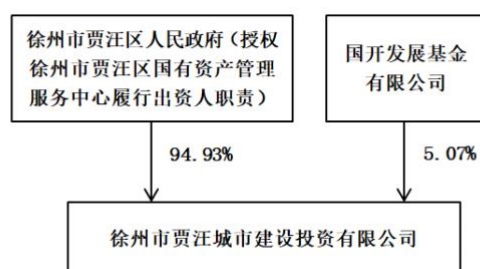
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	177,410.46	89,170.63	64,457.00	187,352.13
存货	1,956,817.43	1,905,457.55	1,559,676.11	1,204,126.74
流动资产合计	2,320,508.59	2,150,976.27	1,741,307.65	1,622,220.04
非流动资产合计	256,630.94	248,754.12	144,279.15	99,191.12
资产总计	2,577,139.52	2,399,730.39	1,885,586.80	1,721,411.16
短期借款	34,407.71	34,407.71	29,000.00	55,500.00
其他应付款	696,934.72	556,414.84	463,338.79	384,432.79
一年内到期的非流动负债	66,506.63	68,911.05	69,250.00	87,835.70
流动负债合计	998,742.64	823,299.21	717,288.10	664,597.67
长期借款	98,000.00	99,000.00	120,676.49	154,180.28
应付债券	339,076.63	370,889.38	262,467.53	104,013.63
长期应付款	213,300.00	217,050.00	147,600.00	140,000.00
非流动负债合计	650,376.63	686,939.38	530,744.03	418,193.91
负债合计	1,649,119.26	1,510,238.58	1,248,032.12	1,082,791.58
总债务	870,675.71	871,642.88	723,117.45	719,482.68
营业收入	18,206.95	79,863.54	74,264.12	74,623.73
所有者权益	928,020.26	889,491.81	637,554.67	638,619.58
营业利润	2,162.24	15,002.93	12,229.94	9,390.18
其他收益	588.70	5,880.13	5,055.21	8,600.00
利润总额	2,144.52	14,281.15	11,716.12	9,412.23
经营活动产生的现金流量净额	-49,692.21	79,899.79	90,034.78	-33,282.15
投资活动产生的现金流量净额	-34.22	-104,375.99	153.98	-15,197.01
筹资活动产生的现金流量净额	30,866.26	-3,710.18	-97,433.89	41,100.40
<b>财务指标</b>	<b>2022年3月</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>	<b>2019年</b>
销售毛利率	8.60%	11.73%	10.05%	9.98%
收现比	119.48%	95.28%	270.20%	77.27%
资产负债率	63.99%	62.93%	66.19%	62.90%
现金短期债务比	0.59	0.34	0.50	0.83
EBITDA（亿元）	--	1.69	1.87	1.87
EBITDA 利息保障倍数	--	0.35	0.56	0.59

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

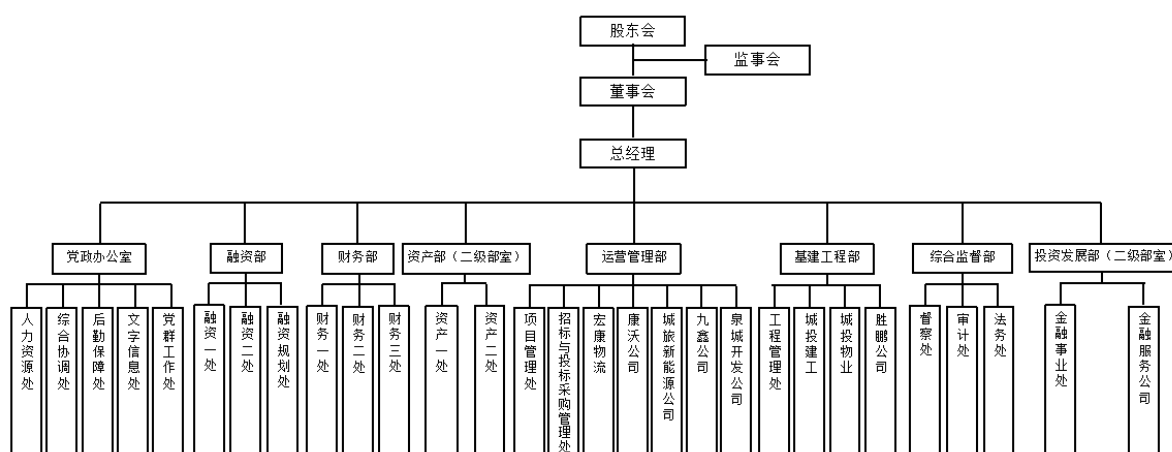


## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
徐州市贾汪潘安湖医院有限公司	73,334.00	70%	服务业
徐州市泉城房地产开发有限公司	39,300.00	100%	房地产
宏康物流发展有限公司	38,000.00	100%	道路运输业
徐州市城宏置业有限公司	33,000.00	100%	房地产
徐州市城景置业有限公司	31,000.00	100%	房地产
徐州万泽置业有限公司	30,000.00	100%	房地产
徐州市城通置业有限公司	26,000.00	100%	房地产
徐州市通顺农业科技有限公司	15,000.00	100%	农业
徐州市大洞山名扬农业科技有限公司	15,000.00	100%	农业
徐州市康沃物资贸易有限公司	10,000.00	100%	房地产
徐州市城诚置业有限公司	10,000.00	100%	房地产
徐州市城航置业有限公司	6,000.00	100%	房地产
江苏杰旭建设工程有限公司*	2,000.00	100%	房屋建筑业
徐州市城旅置业有限公司*	2,000.00	100%	房地产
徐州市城益置业有限公司	1,000.00	100%	房地产
徐州邦通置业有限公司	1,000.00	100%	房地产
徐州市城茂置业有限公司*	1,000.00	100%	房地产
徐州市城赫置业有限公司*	1,000.00	100%	房地产
徐州市城文置业有限公司*	1,000.00	100%	房地产
徐州市城华置业有限公司*	1,000.00	100%	房地产
徐州市城耀置业有限公司*	1,000.00	100%	房地产
徐州市贾汪区域投物业管理有限公司	500.00	100%	物业服务
徐州市湖赋置业有限公司*	500.00	100%	房地产
徐州宏康物业管理有限公司*	200.00	100%	服务业
徐州市贾汪区博展广告有限公司*	100.00	100%	物业服务

注：以上标\*子公司表示截至 2021 年底尚无业务发生，无数据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录五 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	起止日期	是否有反担保
徐州贾汪都市旅游投资发展有限公司	80,000.00	2021 年 11 月 12 日—2023 年 11 月 12 日	否
徐州市贾汪水务投资发展有限公司	45,589.07	2021 年 5 月 28 日—2026 年 5 月 28 日	否
徐州贾汪都市旅游投资发展有限公司	41,700.00	2016 年 11 月 30 日—2031 年 11 月 30 日	否
徐州贾汪都市旅游投资发展有限公司	24,500.00	2021 年 12 月 3 日—2022 年 12 月 2 日	否
徐州贾汪都市旅游投资发展有限公司	24,500.00	2021 年 12 月 3 日—2022 年 12 月 2 日	否
徐州贾汪都市旅游投资发展有限公司	20,000.00	2021 年 12 月 10 日—2022 年 12 月 9 日	否
徐州贾汪都市旅游投资发展有限公司	20,000.00	2021 年 4 月 22 日—2022 年 3 月 23 日	否
徐州贾汪区人民医院	17,970.00	2019 年 3 月 22 日—2022 年 3 月 14 日	否
徐州贾汪都市旅游投资发展有限公司	15,000.00	2019 年 9 月 16 日—2024 年 9 月 1 日	否
徐州鑫泉水务发展有限公司	15,000.00	2021 年 2 月 10 日—2029 年 2 月 9 日	否
徐州双楼物流园区投资发展有限公司	15,000.00	2020 年 12 月 17 日—2025 年 11 月 15 日	否
徐州市贾汪水务投资发展有限公司	15,000.00	2021 年 12 月 31 日—2036 年 9 月 5 日	否
徐州万鹏热力有限公司	15,000.00	2021 年 12 月 2 日—2029 年 11 月 30 日	否
徐州市贾汪水务投资发展有限公司	14,000.00	2021 年 12 月 30 日—2022 年 12 月 29 日	否
徐州市贾汪水务投资发展有限公司	13,847.46	2021 年 8 月 24 日—2024 年 8 月 20 日	否
徐州贾汪都市旅游投资发展有限公司	13,200.00	2021 年 1 月 5 日—2024 年 1 月 5 日	否
徐州市贾汪交通投资发展有限公司	11,000.00	2021 年 5 月 24 日—2022 年 5 月 23 日	否
徐州鑫泉水务发展有限公司	10,932.24	2019 年 4 月 12 日—2024 年 4 月 12 日	否
江苏鼎腾能源发展有限公司	10,000.00	2019 年 7 月 29 日—2023 年 7 月 28 日	否
徐州市贾汪水务投资发展有限公司	10,000.00	2021 年 4 月 30 日—2022 年 4 月 28 日	否
徐州贾汪都市旅游投资发展有限公司	9,900.00	2021 年 12 月 8 日—2022 年 12 月 7 日	否
徐州贾汪都市旅游投资发展有限公司	7,872.00	2020 年 4 月 21 日—2022 年 4 月 20 日	否
徐州贾汪都市旅游投资发展有限公司	7,825.34	2018 年 8 月 22 日—2023 年 8 月 22 日	否
徐州贾汪都市旅游投资发展有限公司	7,500.00	2021 年 8 月 5 日—2022 年 8 月 5 日	否
徐州贾汪都市旅游投资发展有限公司	7,400.00	2020 年 3 月 20 日—2024 年 3 月 20 日	否
徐州工业园区投资发展有限公司	7,000.00	2016 年 10 月 31 日—2024 年 3 月 15 日	否
徐州工业园区污水处理有限公司	5,940.75	2019 年 9 月 3 日—2024 年 9 月 3 日	否
徐州工业园区工业供水有限公司	5,534.81	2019 年 3 月 29 日—2024 年 3 月 29 日	否
徐州工业园区污水处理有限公司	5,466.27	2019 年 4 月 29 日—2024 年 4 月 29 日	否
徐州市贾汪水务投资发展有限公司	5,103.50	2020 年 3 月 20 日—2025 年 3 月 20 日	否
徐州贾汪都市旅游投资发展有限公司	5,000.00	2021 年 1 月 8 日—2031 年 1 月 6 日	否
徐州贾汪都市旅游投资发展有限公司	4,984.42	2021 年 10 月 22 日—2024 年 10 月 22 日	否
徐州贾汪区人民医院	4,800.00	2021 年 9 月 15 日—2022 年 3 月 15 日	否
徐州贾汪都市旅游投资发展有限公司	4,583.33	2021 年 7 月 30 日—2024 年 7 月 30 日	否
徐州贾汪区人民医院	4,500.00	2021 年 4 月 29 日—2022 年 4 月 15 日	否
徐州市贾汪区建筑工程总公司	4,500.00	2021 年 3 月 24 日—2022 年 3 月 21 日	否

徐州市贾汪水务投资发展有限公司	4,230.35	2019年6月28日—2024年6月25日	否
徐州贾汪区人民医院	4,000.00	2021年1月13日—2022年1月12日	否
徐州贾汪区人民医院	4,000.00	2021年7月30日—2022年7月29日	否
徐州贾汪区人民医院	4,000.00	2021年8月20日—2022年8月19日	否
徐州市恒达路桥工程有限公司	4,000.00	2021年1月4日—2022年1月3日	否
徐州市贾汪水务投资发展有限公司	3,724.97	2019年4月24日—2022年4月24日	否
徐州贾汪区人民医院	3,000.00	2021年1月22日—2022年1月22日	否
徐州贾汪区人民医院	3,000.00	2021年3月10日—2022年3月9日	否
徐州市泓瑞水利工程建设有限公司	3,000.00	2021年2月1日—2022年1月31日	否
徐州工业园区污水处理有限公司	2,970.37	2019年8月28日—2024年8月28日	否
江苏马庄文化旅游发展有限公司	2,800.00	2020年1月3日—2027年7月3日	否
徐州贾汪区人民医院	1,500.00	2021年6月16日—2022年6月15日	否
江苏马庄文化旅游发展有限公司	1,100.00	2020年3月11日—2029年1月3日	否
徐州市贾汪区贾汪镇卫生院	500.00	2021年5月26日—2022年5月12日	否
徐州市贾汪区大吴镇卫生院	500.00	2021年5月26日—2022年5月11日	否
徐州市贾汪区江庄镇卫生院	500.00	2021年5月25日—2022年5月9日	否
徐州市贾汪区青山泉镇卫生院	500.00	2021年6月2日—2022年6月1日	否
徐州市贾汪区紫庄镇卫生院	500.00	2021年6月23日—2022年6月15日	否
<b>合计</b>	<b>573,974.88</b>	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$



## 附录七 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。