



内部编号:2023060106

睢宁县润企投资有限公司

及其发行的 17 睢宁润企债与 23 睢宁润企债 01

跟踪评级报告

分析师: 周文哲 周文哲 zwz@shxsj.com
吴晓丽 吴晓丽 wxl@shxsj.com

评级总监: 鞠海龙 鞠海龙
联系电话: (021) 63501349
联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层
公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

概述

编号：【新世纪跟踪（2023）100113】

评级对象： 睢宁县润企投资有限公司及其发行的 17 睢宁润企债与 23 睢宁润企债 01

	17 睢宁润企债	23 睢宁润企债 01
主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪：	AA/稳定/AA/2023 年 6 月 13 日	AA/稳定/AAA/2023 年 6 月 13 日
前次跟踪：	AA/稳定/AA/2022 年 6 月 29 日	--
首次评级：	AA/稳定/AA/2017 年 8 月 24 日	AA/稳定/AAA/2022 年 7 月 12 日



跟踪评级观点

主要优势：

- 睢宁润企系睢宁县重要的城市基础设施、棚户区改造和保障性住房项目建设主体，业务地位较突出。
- 近年来睢宁润企在资本注入、资产划拨及财政补贴等方面持续获得股东及当地政府的支持。
- 跟踪期内中投保为 23 睢宁润企债 01 提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保增信效力持续。

主要风险：

- 近两年睢宁县土地市场热度较为低迷，土地出让总价较 2020 年有明显下滑。
- 睢宁润企委托代建项目主要由地方政府安排资金回款，回笼周期长。因回款规模不及后续投资支出规模，公司资金筹措高度依赖外部融资，持续面临较大的投融资压力。
- 睢宁润企应收类款项规模大，回收时间存在不确定性，存货变现能力较弱，同时货币资金部分受限，资产流动性较弱。
- 随着委托代建项目与定销房项目的持续开发，睢宁润企加大债务融资力度，债务规模持续增长；此外，公司存续债券逾半集中于 2023-2024 年到期，面临集中偿付压力。
- 睢宁润企期间费用对毛利侵蚀严重，业务盈利能力较弱，盈利对政府补贴及公允价值变动收益依赖度高。
- 睢宁润企对外担保金额较大，面临较大的或有损失风险。

未来展望

通过对睢宁润企及其发行的 17 睢宁润企债与 23 睢宁润企债 01 主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为 17 睢宁润企债还本付息安全性很强，并给予该债券 AA 信用等级；23 睢宁润企债 01 由中投保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，认为该债券还本付息安全性极强，并给予该债券 AAA 信用等级。

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
母公司口径数据：				
货币资金[亿元]	1.52	7.46	2.28	8.61
刚性债务[亿元]	52.38	50.49	43.93	41.22
所有者权益[亿元]	85.29	96.10	102.60	102.38
经营性现金净流入量[亿元]	6.80	11.65	-1.78	10.62
合并口径数据及指标：				
总资产[亿元]	390.10	465.03	489.80	508.23
总负债[亿元]	253.34	302.07	317.94	336.31

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
母公司口径数据:				
刚性债务[亿元]	193.91	210.62	188.65	207.91
所有者权益[亿元]	136.76	162.97	171.86	171.92
营业收入[亿元]	18.84	21.77	20.37	2.73
净利润[亿元]	4.98	4.60	3.00	0.06
经营性现金净流入量[亿元]	-21.40	7.74	7.40	0.95
EBITDA[亿元]	9.25	9.17	6.66	—
资产负债率[%]	64.94	64.96	64.91	66.17
长短期债务比[%]	154.96	106.40	70.87	87.98
短期刚性债务现金覆盖率[%]	51.94	65.49	31.85	60.96
EBITDA/利息支出[倍]	1.34	0.92	0.70	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.05	0.03	—
担保人合并口径数据及指标:				
	2020 年	2021 年	2022 年	
总资产[亿元]	258.52	262.56	279.76	
所有者权益[亿元]	116.42	111.35	109.42	
期末担保余额[亿元]	480.03	634.62	827.82	
融资性担保放大倍数[倍]	3.67	4.53	5.37	
当期担保代偿率[%]	0.15	0.00	0.38	

注：发行人数据根据睢宁润企经审计的 2020-2022 年及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算；担保人数据根据中投保经审计的 2020-2022 年财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）

评级要素			风险程度
个体信用	业务风险		4
	财务风险		4
	初始信用级别		a ⁺
	调整因素	ESG 因素	0
		表外因素	0
		业务持续性	0
		其他因素	0
	调整理由： 无		
个体信用级别		a ⁺	
外部支持	支持因素		+2
	支持理由： 公司为睢宁县重要的城市基础设施、棚户区改造和保障性住房项目建设主体，可获得股东及当地政府支持。		
主体信用级别			AA

同类企业比较表

企业名称（全称）	2022 年/末主要数据					
	总资产 （亿元）	所有者权益 （亿元）	资产负债率 （%）	营业收入 （亿元）	净利润 （亿元）	经营性现金净流入 量（亿元）
武汉市硚口国有资产经营有限公司	326.55	76.85	76.46	0.96	0.04	22.32
兰溪市城市投资集团有限公司	300.42	90.54	69.86	10.76	0.93	-29.76
苏州市吴中城区建设发展有限公司	132.66	61.24	53.84	5.78	0.54	5.90
龙游县国有资产经营有限公司	332.03	139.33	58.04	18.53	2.19	-15.87
睢宁县润企投资有限公司	489.80	171.86	64.91	20.37	3.00	7.40

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2017 年睢宁县润企投资有限公司公司债券和 2023 年第一期睢宁县润企投资有限公司公司债券（分别简称“17 睢宁润企债”、“23 睢宁润企债 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据睢宁润企提供的经审计的 2022 年财务报表及未经审计的 2023 年第一季度财务报表及相关经营数据，对睢宁润企的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经国家发展和改革委员会（简称“发改委”）发改企业债券[2016]355 号文核准，该公司于 2017 年 11 月发行了 17 睢宁润企债，发行规模为 8.40 亿元，期限为 7 年，发行利率为 6.78%。17 睢宁润企债设置了本金提前偿还条款，即自债券发行后第 3 年起，分 5 年等额偿还债券本金，即后 5 年每年偿还债券本金的 20%。17 睢宁润企债于 2020-2022 年累计偿还本金 5.04 亿元。17 睢宁润企债募集资金在扣除发行费用后已全部用于人民东路南保障安居（凯旋府邸保障房）项目。

经发改委发改企业债券[2023]21 号文核准，该公司于 2023 年 4 月发行了 23 睢宁润企债 01，发行规模为 8.00 亿元，期限为 7 年，发行利率为 4.27%。23 睢宁润企债 01 设置了本金提前偿还条款，即自债券发行后第 3 年起，分 5 年等额偿还债券本金，即后 5 年每年偿还债券本金的 20%。23 睢宁润企债 01 由中国投融资担保股份有限公司（简称“中投保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，募集资金在扣除发行费用后用于广厦家园北保障安居工程二期项目和补充公司营运资金。

截至 2023 年 5 月 20 日，该公司合并范围内存续债券发行金额合计 67.90 亿元，待偿还本金余额为 62.86 亿元，其中将于 2023 年内到期的债券本金余额合计 22.67 亿元。公司存续债券付息情况（若有）正常。

图表 1. 公司存续债券概况（单位：亿元，%）

承债主体	债项名称	发行金额	债券余额	期限	发行利率	起息日	到期日	本息兑付情况
睢宁润企	17 睢宁润企债	8.40	3.36	7 年	6.78	2017-11-02	2024-11-02	正常付息，部分本金已偿还
	20 润企投资 PPN001	4.00	4.00	3 年	7.00	2020-07-30	2023-07-30	正常付息
	21 润企投资 MTN001	6.00	6.00	3+2 年	6.38	2021-09-06	2026-09-06	正常付息
	21 润企投资 MTN002	4.50	4.50	3+2 年	6.30	2021-12-17	2026-12-17	正常付息
	22 润企投资 PPN001	6.00	6.00	2 年	5.00	2022-07-14	2024-07-14	未到付息期
	23 睢宁润企债 01	8.00	8.00	7 年	4.27	2023-04-11	2030-04-11	未到付息期
博融农业	20 博融 01	3.00	3.00	3 年	7.50	2020-12-04	2023-12-04	正常付息
	21 博融 02	2.13	2.13	3 年	6.80	2021-04-19	2024-04-19	正常付息
	21 博融专项债	6.00	6.00	7 年	6.50	2021-04-30	2028-04-30	正常付息
	21 博融 03	1.50	1.50	2 年	7.30	2021-06-30	2023-06-30	正常付息
	21 博融 04	4.17	4.17	2 年	7.00	2021-09-01	2023-09-01	正常付息
	21 博融 05	2.00	2.00	3 年	7.40	2021-09-28	2024-09-28	正常付息
	21 博融 C1	4.00	4.00	2 年	7.30	2021-10-25	2023-10-25	正常付息
	21 博融 C2	6.00	6.00	2 年	7.30	2021-11-08	2023-11-08	正常付息
	22 博农 01	2.20	2.20	3 年	5.00	2022-11-09	2025-11-09	未到付息期
合计	—	67.90	62.86	—	—	—	—	—

资料来源：睢宁润企（截至 2023 年 5 月 20 日）

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2023 年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济基本面长期向好。

2023 年第一季度，全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升，主要经济体的通胀压力依然很大，美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露，政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力，但金融领域的潜在风险并未完全消除；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展，俄乌军事冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解，消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产与盈利增长明显放缓；除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善，其中餐饮消费显著回暖，除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长；基建和制造业投资延续中高速增长，房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄；剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，实际有效汇率稳中略升，境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长，人民币的基本面基础较为坚实。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；短期内宏观政策调控力度仍较大，为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债靠前发行，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具，加大对国内需求和供给体系的支持力度，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023 年，随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效，我国经济将恢复性增长：高频小额商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复；基建投资表现平稳，制造业投资增速有所回落，房地产投资降幅明显收窄；出口在外需放缓影响下呈现疲态，或将对工业生产形成拖累。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

(2) 行业因素

近年来，随着政府隐性债务“控增化存”管理政策常态化，城投企业融资重点受控，区域融资表现持续分化。城投企业有望在区域开发中保持重要作用，中短期内对其的融资监管预计仍将有保有压，自身市场化转型也将加速推进，期间高债务率而化债资源相对有限地区的城投企业债务周转压力值得关注。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施

不断完善。“十四五”时期，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是我国经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性预计中短期内仍将保持。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于2014年9月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，简称“43号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。

近年来，政府隐性债务“控增化存”监管政策常态化趋严，城投企业融资环境相对较紧。2021年，国发[2021]5号文、沪深交易所公司债发行上市审核指引、银保监发[2021]15号文及补充通知等政策相继发布；2022年5月和7月，财政部先后通报和问责了16个新增隐性债务和隐性债务化解不实的典型案例，再次强调要坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量；此外，2022年6月，国务院办公厅下发《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确坚持省级党委和政府对本地区债务风险负总责。但在“稳增长、防风险”的政策基调下，有效投资仍可受到金融支持。2022年4月，政策层面提出金融机构要合理购买地方政府债券，支持地方政府适度超前开展基础设施投资；要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。此外，在城投融资“分类管控”、房地产调控政策和土地市场景气度变化等因素综合影响下，区域融资分化加剧。

2023年，稳增长、防风险的政策基调未变。随着地方经济增长的恢复，城投企业所处外部环境有望回稳，但政府隐性债务严监管预计仍将延续，城投企业融资仍会受到重点管控，业务模式调整 and 市场化转型仍是可持续发展的题中之义。中短期内，城投企业融资监管预计仍将有保有压，承担新型城镇化建设等重大项目的城投企业合理融资需求预计仍有一定保障，但高债务率而化债资源相对有限、同时近年土地出让大幅下降地区的城投企业再融资压力可能进一步加大。

（3）区域因素

睢宁县系传统农业大县，工业起步较晚，近年来重点培育推进高端纺织服饰和电商家居2个优势产业集群，以及智能制造、新能源新材料、生物医药和大健康3个新兴特色产业集群。2022年睢宁县地区生产总值同比略有增长；受客观因素及房地产市场较为低迷等因素影响，该县税收收入及土地出让金有所下滑。近年来该县政府债务余额保持逐年增长。

睢宁县处于徐州市东南部，徐连经济带的中心区域，管辖面积1,767平方公里。睢宁县下辖16个镇，是徐州市的重要卫星城市。睢宁县交通便利，西距全国重要铁路交通枢纽徐州87公里，东离宿迁市仅35公里，2020年睢宁高铁站通车运行。104国道、宁徐高速公路及多条省道在县内交汇，徐洪河纵贯南北，徐州观音机场坐落在境内，形成了水陆空立体交通网络，为农产品及工业品运输提供了可靠的保证。第七次人口普查数据显示，睢宁县常住人口为108.86万人。

睢宁县属于传统农业大县，农业产业化程度较高，是江苏省开展设施种植、养殖最早的县份之一，而工业起步较晚，地方经济总量在徐州市下辖各县、市中排名相对靠后。2020-2022年，该县实现地区生产总值分别为619.34亿元、675.81亿元和682.56亿元，同比分别增长2.8%、8.7%和0.40%。农业方面，2022年该县粮食生产“十九连丰”，粮食总产量达18.85亿斤，粮食种植面积稳定在220万亩；当年该县新建高标准农田12.35万亩，实施52项乡村振兴重大项目共计投资58.4亿元；稻麦、果蔬、肉禽等产业集群年产值超150亿元，获评“2022年江苏省绿色种养循环农业示范县”。工业方面，2022年该县规上工业总产值288亿元，新增规上工业企业80家。近年来该县重点培育推进高端纺织服饰、

电商家居 2 个优势产业集群，以及智能制造、新能源新材料、生物医药和大健康 3 个新兴特色产业集群（简称“2+3”主导产业集群）。2022 年全县高端纺织服饰行业产值为 74 亿元，电商家居产业全网销售额突破 260 亿元并获评“首批江苏省县域电商产业集聚区”，三大新兴特色产业实现产值 110 亿元。2020-2022 年，该县固定资产投资同比分别增长 6.2%、8.8%和 7.0%，其中工业投资占比逾五成。

图表 2. 睢宁县主要经济数据

项目	2020 年		2021 年		2022 年	
	金额	增速（%）	金额	增速（%）	金额	增速（%）
地区生产总值（亿元）	619.34	2.8	675.81	8.7	682.56	0.4
人均地区生产总值（元）	6.60	—	6.21	—	6.27	—
全社会固定资产投资（亿元）	—	6.2	—	8.8	—	7.0
社会消费品零售总额（亿元）	422.29	-9.7	517.5	22.6	464.80	-10.18
进出口总额（亿元）	60.00	6.2	64.00	2.2	72.00	12.50

资料来源：2020-2021 年睢宁县国民经济和社会发展统计公报、睢宁润企

注：2022 年社会消费品零售总额增速及进出口总额增速根据上年数据倒算而得，或与官方口径存在差异；人均地区生产总值按照常住人口计算。

土地市场方面，2020 年主要因住宅用地成交量价齐升，带动总体出让金规模增加，睢宁县土地市场景气度较好。2021 年全县房地产市场景气度下行，土地市场降温明显，虽地价有所上涨，但因成交量大幅萎缩，土地出让金总价同比减少。2022 年全县土地出让面积同比增加，土地出让金总价较上年大抵持平，土地市场延续低迷态势。

图表 3. 睢宁县土地市场交易情况

业务类型	2020 年	2021 年	2022 年
土地出让总建筑面积（万平方米）	1,109.43	262.45	365.39
其中：住宅用地出让建筑面积（万平方米）	384.62	67.53	94.52
综合用地（含住宅）出让建筑面积（万平方米）	—	75.99	61.60
商办用地出让建筑面积（万平方米）	196.01	43.80	57.29
工业用地出让建筑面积（万平方米）	498.78	55.96	142.99
土地出让总价（亿元）	54.78	37.80	36.85
其中：住宅用地出让总价（亿元）	36.13	10.39	20.42
综合用地（含住宅）出让总价（亿元）	—	17.52	8.65
商办用地出让总价（亿元）	13.25	8.77	5.99
工业用地出让总价（亿元）	4.15	0.68	1.42
土地出让楼面均价（元/平方米）	494	1,440	1,024
其中：住宅用地出让楼面均价（元/平方米）	939	1,538	2,161
综合用地（含住宅）出让楼面均价（元/平方米）	—	2,306	1,404
商办用地出让楼面均价（元/平方米）	676	2,002	1,046
工业用地出让楼面均价（元/平方米）	83	121	99

资料来源：CREIS

2020-2022 年睢宁县一般公共预算收入分别为 38.50 亿元、42.69 亿元和 42.25 亿元，以税收收入为主。同期该县一般公共预算支出分别为 100.87 亿元、103.63 亿元和 108.50 亿元，一般公共预算自给率一般，对转移支付依赖度高。2020-2022 年该县政府性基金预算收入分别为 77.36 亿元、89.44 亿元和 76.70 亿元。近年来该县政府债务余额逐年增长，截至 2022 年末为 147.55 亿元。

图表 4. 睢宁县主要财政数据（单位：亿元）

业务类型	2020 年	2021 年	2022 年
一般公共预算收入	38.50	42.69	42.25
其中：税收收入	31.48	35.48	29.33

业务类型	2020 年	2021 年	2022 年
一般公共预算支出	100.87	103.63	108.50
政府性基金预算收入	77.36	89.44	76.70
政府性基金预算支出	—	84.77	73.97
政府债务余额	129.99	136.95	147.55

资料来源：睢宁润企、睢宁县历年国民经济和社会发展统计公报

2. 业务运营

该公司系睢宁县重要的城市基础设施、棚户区改造和保障性住房项目建设主体。公司主营业务中基建项目资金沉淀量较大，实际回款周期长。公司房产开发项目以定向安置为主，亦有部分市场化销售，定销部分回款受财政资金安排影响大，同时在建及拟建项目后续仍有较大资金投入压力，资金筹措对外部融资的依赖性高。公司其他业务涉及工程施工、材料销售、粮食销售、有限电视、供热等，对收入可形成一定补充。

该公司是睢宁县重要的城市基础设施、棚户区改造和保障性住房项目建设主体，公司主营业务包括委托代建、工程施工和房屋销售。2020-2022 年公司分别实现营业收入 18.84 亿元、21.77 亿元和 20.37 亿元。具体看，近三年公司委托代建收入先升后降，主要受项目施工进度及财政回款影响；房屋销售业务收入持续增长，其中 2021 年公司将定销房销售收入由委托代建收入转入该项核算，当年房屋销售业务收入同比增幅较大；工程施工业务收入先升后降，仍为公司收入提供有益补充。2022 年公司其他收入还包括材料销售 1.93 亿元，粮食销售¹1.43 亿元，供热 0.27 亿元，垃圾处理收入 0.17 亿元和电费 0.15 亿元²等。

图表 5. 公司营业收入构成情况

业务类型	2020 年		2021 年		2022 年	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
营业收入	18.84	100.00	21.77	100.00	20.37	100.00
其中：委托代建业务	4.30	22.81	4.49	20.63	2.38	11.70
房屋销售业务	7.33	38.87	10.34	47.49	10.76	52.82
工程施工业务	2.10	11.17	2.97	13.66	2.38	11.69
其他	5.11	27.14	3.97	18.22	4.85	23.80

资料来源：睢宁润企

(1) 主业运营状况/竞争地位

A. 基础设施代建业务

受睢宁县人民政府的委托，该公司主要承担县城范围内的城市基础设施建设职责。睢宁县人民政府与公司签订了《委托代建及项目回购协议书》（简称“委托代建协议”），承诺对于 2009-2020 年委托公司投资建设的工程项目在完工后予以回款。委托代建协议为一揽子协议，每个具体项目再由公司与睢宁县人民政府签订项目回购协议。2020 年起睢宁县人民政府与公司的委托代建协议根据当年实际的项目需求签订，当年共签订协议合同金额 48.98 亿元。2021-2022 年公司未新签委托代建协议。

项目委托代建前期，该公司以自有资本金或外部融资对代建项目进行投资、建设和管理，项目建设完工并验收合格后与政府结算工程款，由县财政局安排支付。实际回款对价以县审计局审定的数额为准。如为棚户区改造等项目，政府方将根据地块出让情况，偿还公司前期垫资，或协调财政周转资

¹ 该公司以政策性粮食收储为主，粮权归属国家，该部分收入主要来自政策性收储相关补助，包括保管费、收购服务费、出库费等，自营性业务规模较少，价格随行就市。

² 2020 年该公司以 1.27 亿元现金收购原参股公司睢宁宝源新能源发电有限公司（简称“宝源新能源”，从事垃圾焚烧发电业务）90.21%股份并实现全资持股。

金给公司置换前期投资。公司根据睢宁县人民政府的年度工作目标，制定项目资金安排计划，业务经营对政府的依赖性较大。

该公司委托代建项目的回款金额由项目建设成本和建设服务费构成，项目建设成本为项目竣工验收后审计确定的实际投入成本（包含产生的相关利息及税费），一般建设服务费为经审定的实际投入成本金额的一定比例，具体比例根据每个项目的筹资成本、公司投入的工作量等因素依协议确定。

图表 6. 公司主要已完工待回款的基础设施建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设期间	总投资额	拟回款金额	已回款金额	拟回款期间
元府西路延伸段棚户区改造	2018-2019	5.79	6.60	2.98	2020-2023
睢城街道西片区棚户区改造项目	2018-2020	5.09	6.80	1.60	2020-2025
徐沙河 2 号、小闫河 4 号地块棚户区改造	2018-2020	5.00	6.60	2.50	2020-2025
人民路北侧一号地（人民东路一号地）	2019-2022	5.50	6.00	—	2023-2025
睢河北路一标段、二标段	2019-2022	1.90	2.05	—	2023-2025
三利皮革厂城镇化	2017-2022	3.50	3.78	—	2023-2025
文学路棚户区改造项目	2018-2022	6.50	8.55	—	2023-2025
北陵片区棚户区改造项目	2018-2022	6.30	8.50	—	2023-2025
徐沙河河南棚户区改造项目	2018-2022	6.01	7.90	—	2023-2025
合计	—	45.59	56.78	7.08	—

资料来源：睢宁润企（截至 2023 年 3 月末）

该公司委托代建的基建项目资金实际回收受财政安排影响大，与收入确认不完全一致。截至 2023 年 3 月末，公司主要已完工未完成回款的委托代建基建项目实际投资金额合计 45.59 亿元，拟回款金额合计 56.78 亿元，实际到账金额为 7.08 亿元，尚未回笼资金 49.70 亿元。

图表 7. 公司主要在建的基建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	累计已投资额	计划回款金额
中央大街南旧城改造	5.90	5.55	6.40
现代农业示范园二期项目	2.10	1.26	2.50
农贸市场项目	1.62	1.00	1.85
合计	9.62	7.81	10.75

资料来源：睢宁润企（截至 2023 年 3 月末）

截至 2023 年 3 月末，该公司主要在建的基建项目共计 3 个，预计投资额合计 9.62 亿元，累计已投资 7.81 亿元，还需投资 1.81 亿元；拟建项目 3 个，总投资 7.70 亿元，建设周期在 1-3 年不等。

图表 8. 公司主要拟建的基建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划建设期间	计划投资额	2023 年拟投资额	计划回款金额	拟回购期间
中山北路延伸段地下综合管廊项目	2023-2025	3.30	1.00	3.80	2026-2028
睢宁人家 2 地块	2023-2024	2.91	1.00	3.12	2025-2027
耿庄地块	2023-2024	1.49	0.80	1.60	2025-2027
合计	--	7.70	2.80	8.52	--

资料来源：睢宁润企（截至 2023 年 3 月末）

B. 房屋销售业务

该公司定销房业务一般由睢宁县人民政府委托公司承建，根据政府定销房建设计划，国土部门通过土地市场“招拍挂”将定销房建设用地带条件上市供应，公司摘牌后，缴纳土地出让金，并办理项目建设手续。项目完成竣工验收后，对棚户区改造项目居民进行定向销售或由政府根据委托代建协议分期支付购房款。2021 年之前公司将定销房业务收入纳入“委托代建收入”分类项下核算，2021 年改为纳入“房屋销售收入”项下核算。此外，部分项目配套一定数量可非定向销售的商品房，该部分房

屋销售收入纳入“房屋销售收入”分类项下核算。

该公司早期承建的房产开发项目为定销房项目（如睢河湾保障房），全部用于旧改居民安置，回款来源为政府财政资金。之后部分项目（如金泰名城、下邳公园等）全部用以市场化销售，回款来自于销售资金回笼。其他多数项目一般配合政府的拆迁安置计划保留一定户数对旧改居民定向安置，政府按协议价进行回款，剩余户数则按市场化进行销售。

截至 2023 年 3 月末，该公司已完工在售的房产开发项目共计 11 个（含售罄但尚未全额回款项目 7 个），实际投资合计 81.38 亿元，总可售面积 197.76 万平方米，其中 91.82 万平方米已用于旧改居民安置，76.78 万平方米实现市场化销售，累计定向及市场化销售 90.17 亿元，累计回笼资金（政府回款实际到账金额+合同销售金额）48.58 亿元。公司主要在售的完工项目为润丰园、云河嘉苑和下邳公园，去化率分别为 44.31%、37.63%和 35.04%，剩余可售面积合计 29.16 万平方米，按照市场化销售均价计算，对应货值约 18.84 亿元。政府回款部分资金到账速度较慢。

图表 9. 公司已完工在售房产开发项目（单位：亿元，万平方米）

项目名称	开工时间	竣工时间	计划投资额	实际投资额	总建筑面积	总可售面积	政府结算面积	合同销售面积	剩余可售面积	去化率	预计回款金额	已回款金额	合同销售金额
睢河湾保障房	2015	2017	4.72	4.72	19.65	17.68	17.68	—	—	100%	5.66	3.70	—
润丰园	2017	2019	4.55	4.55	20.11	17.65	—	7.82	9.83	44.31%	—	—	3.60
凯旋家园（人民东路北保障安居工程）	2017.12	2019	5.30	5.30	21.61	15.78	12.73	3.05	—	100%	4.92	0.10	1.71
金泰名城	2017.5	2019.2	4.50	4.50	20.24	16.35	—	16.35	—	100%	—	—	8.30
润景新城	2015.6	2019	10.11	10.11	34.18	24.75	9.07	15.68	—	100%	4.26	—	9.45
凯旋府邸	2017	2020	18.75	18.75	44.52	30.35	19.10	11.25	—	100%	13.56	—	6.33
阳光家园北（徐沙河南侧地块定销房）	2017.6	2020	12.00	12.00	27.35	20.20	8.67	11.53	—	100%	5.88	1.00	6.26
云河嘉苑	2018	2019	4.30	4.30	22.06	16.93	—	6.37	10.56	37.63%	—	—	4.00
下邳公园	2018.6	2020.9	6.76	6.76	18.20	13.50	—	4.73	8.77	35.04%	—	—	4.25
康桥新苑	2020	2022	6.10	6.10	17.40	12.63	12.63	—	—	100%	7.20	—	—
永昶嘉园（新城区北侧地块定销房）	2018	2022	4.29	4.29	14.99	11.94	11.94	—	—	100%	4.90	—	—
合计	—	—	81.38	81.38	260.31	197.76	91.82	76.78	29.16	85.25%	46.39	4.80	43.90

资料来源：睢宁润企（截至 2023 年 3 月末）

注：1、预计回款金额为基于立项测算与实际结算面积占比测算所得；2、售罄项目因尚未全额回款，暂列在售名单。

截至 2023 年 3 月末，该公司主要在建房产开发项目 10 个，总建筑面积合计 348.75 万平方米，预计投资额合计 115.43 亿元，累计已投资 68.51 亿元，尚待投入约 47 亿元。在建项目中在售的北辰花园、润柏华庭和凯旋雅苑的整体去化率分别为 93%、40%和 70%，市场化销售部分合计 23.07 亿元，北辰花园政府回款资金尚未到账；其他在建项目则尚未开盘。

图表 10. 公司主要在建房产开发项目（单位：亿元、万平方米）

项目名称	开工时间	（预计）竣工时间	开盘销售时间	计划投资额	已完成投资	总建筑面积	总可售面积	政府结算面积	合同销售面积	剩余可售面积	全项目概算回款金额	累计合同销售金额
北辰花园	2018	2023	2019.06	14.95	14.22	68.20	42.36	23.40	15.86	3.10	19.08	9.63
润柏华庭	2019	2023	2020.03	14.32	12.44	44.90	28.27	--	11.20	17.07	--	7.20
凯旋雅苑	2020	2023	2020.01	6.46	6.32	20.20	14.65	--	10.29	4.36	--	6.24
文华中学南、人民西路延伸段 3 号 4 号地	2019	2025	--	17.60	10.50	61.46	39.82	--	--	39.82	20.20	--

项目名称	开工时间	(预计)竣工时间	开盘销售时间	计划投资额	已完成投资	总建筑面积	总可售面积	政府结算面积	合同销售面积	剩余可售面积	全项目概算回款金额	累计合同销售金额
红叶路东侧青年路北侧保障安居工程(润景嘉苑)	2020	2023	--	6.90	4.50	23.14	16.81	--	--	16.81	8.65	--
中医院北侧安置房	2021	2025	--	17.00	5.58	44.00	25.83	--	--	25.83	19.65	--
云和郡	2021	2024	--	6.51	1.00	15.00	9.95	--	--	9.95	7.55	--
新城区二小周边地块一期工程项目	2022	2025	--	14.43	4.52	31.11	23.49	--	--	23.49	16.35	--
庆夏庄地块安置房项目	2022	2024	--	13.00	8.43	18.43	12.67	--	--	12.67	14.90	--
四季花城	2021	2024	--	4.26	1.00	22.31	15.28	--	--	15.28	4.92	--
合计	--	--	--	115.43	68.51	348.75	229.13	23.40	37.35	168.38	111.30	23.07

资料来源：睢宁润企（截至 2023 年 3 月末）

注：全项目概算回款金额为公司立项测算值（假设项目 100%由政府回款），润柏华庭、凯旋雅苑为市场化销售项目因此无概算回款金额测算。

截至 2023 年 3 月末，该公司主要拟建的定销房项目和商品房项目共计 5 个，总建筑面积为 94.21 万平方米，预计投资额合计 33.74 亿元，均计划于 2023 年内开工并预计集中于 2025 年竣工。

图表 11. 公司主要拟建房产开发项目（单位：亿元、万平方米）

项目名称	(预计)开工时间	(预计)竣工时间	计划投资额	总建筑面积	总可售面积
广厦家园北保障安居工程二期项目	2023	2025	8.99	24.48	16.93
广厦家园北保障安居工程一期项目	2023	2025	9.33	25.42	17.95
龙韵中学西侧安置房项目	2023	2025	5.70	16.81	12.55
徐沙河南侧安置房项目	2023	2025	7.65	23.70	15.82
十家庄项目	2023	2025	2.07	3.80	2.60
合计	-	-	33.74	94.21	65.85

资料来源：睢宁润企（截至 2023 年 3 月末）

注：龙韵中学西侧安置房项目、十家庄项目（商品房项目）为该公司于 2023 年通过招拍挂获得。

2020 年该公司结转房产销售收入 7.33 亿元，主要来自于凯旋府邸（2.40 亿元）、润景新苑（3.73 亿元）、润福苑（1.11 亿元）等项目。2021 年结转收入 10.34 亿元，主要来自于北辰花园南区（6.16 亿元）和虹润花园（5.63 亿元）等项目。2022 年结转收入 10.76 亿元，主要来自于凯旋府邸（3.15 亿元）、尚德花苑（2.47 亿元）和北辰花园（1.13 亿元）等项目。2020-2022 年公司房屋销售毛利率分别为 23.31%、16.90%和 15.08%，受结转项目构成影响呈现波动。

土地储备方面，2021-2022 年该公司通过招拍挂获得土地 33.28 万平方米和 98.32 万平方米，土地出让金合计分别为 25.61 亿元和 31.72 亿元，后续计划用于建设安置房、商品房、动物园等项目。截至 2023 年 3 月末，公司拥有计入存货中的待开发的土地 344.02 万平方米，账面价值 70.63 亿元。

C. 工程施工业务及其他

该公司下属子公司睢宁县水利工程建筑安装公司具有水利水电工程施工总承包二级资质、房屋建筑工程施工总承包三级资质、地基与基础工程专业承包三级资质等，涉及的业务包括桥梁涵洞建设，河道水环境整治，水库除险加固，土地复垦、荒滩工地开发整理和农田水利改造等。2020-2022 年，公司分别实现工程施工收入 2.10 亿元、2.97 亿元和 2.38 亿元，毛利率分别为 12.90%、11.02%和 11.31%。截至 2023 年 3 月末，公司主要在施工程合同金额合计 3.00 亿元，已动工累计投入金额 1.20 亿元。

该公司以 PPP 模式开发睢宁县历史文化街区改造项目，项目公司为江苏润城文旅发展有限公司（简称“润城文旅”），项目公司实缴资本 4.00 亿元，中国核工业二四建设有限公司持股 60%，公司本部及下属子公司持股 40%。该项目总投资为 51.63 亿元，其中资本金 12.91 亿元。该项目位于睢宁县青年路以北、红叶路以东、新市街以南、文学路以西，项目占地约 700 亩，建设期 5 年，总建筑面积约 90.36

万平方米。其中：一期西南侧安置房项目，占地约 150 亩；二期基础设施建设项目，包括道路、污水管网及综合管廊的建设；三期规划历史文化街区项目，占地约 150 亩，包括复建文庙、修建剧场等文化基础设施保护、历史商业文化街区建设项目；四期西侧与东南侧安置房项目，占地约 150 亩，全部用于安置；五期配套产业项目，占地约 250 亩，主要包括安置房、少年宫、培训中心、产业孵化中心、地方非物质文化遗产展示保护中心等建设项目。本项目采用可行性缺口补助的回报机制，PPP 合作期 15 年（含 5 年项目建设期），根据可研报告测算，该项目资本金内部收益率为 7.20%。项目一期已于 2019 年开工，于 2023 年 4 月竣工，四期计划于 2023 年内开工。此外，项目公司目前已获得三期及四期的土地证。截至 2023 年 3 月末，该项目已累计投入 9.00 亿元，预计 2023 年 4-12 月和 2024 年分别拟投入 2.00 亿元和 2.00 亿元。

此外，该公司建设的九顶山野生动物园项目建筑面积约 6.50 万平方米，建设内容包括动物馆舍、绿化种植、道路、停车场及水上配套设施等，预计总投资 6.27 亿元，实际投资 6.5 亿元，已于 2022 年 10 月竣工。该项目开园后由南通野生森林动物园有限公司负责运营，运营方每年按照建设投资的 5% 支付给公司。

（2）运营规划/经营战略

该公司未来将围绕建筑安装工程与房地产、农业、资产管理及金融四大板块发展业务。在建筑安装工程与房地产业务方面，公司将直接参与小型市政工程、绿化工程及房屋建筑工程等招投标建设，并升级为一级资质；同时合作开发润企品牌房地产业务，增加公司经营性开发用地，并打造品牌商业区。在农业方面，通过下属子公司发展新型规模种植和现代观光型农业，开展环境修复、农业景观改造、有机农产品深加工等业务。在资产管理方面，除项目销售和出租外，公司计划成立资管公司，与金融机构合作开展不良资产处置业务。

管理

跟踪期内，该公司控股股东为润鑫集团，实际控制人为睢宁县人民政府；公司董事会及监事会人员发生调整。公司与政府部门、行政事业单位及其关联方等资金往来金额较大，以被净占用为主。

截至 2023 年 3 月末，江苏润鑫城市投资集团有限公司（简称“润鑫集团”）持有该公司 100% 股权，为公司控股股东，公司实际控制人仍为睢宁县人民政府。

润鑫集团成立于 2016 年 5 月，由睢宁县预算外资金管理局全资控股。2022 年末，润鑫集团经审计的资产总额为 675.21 亿元，所有者权益为 313.16 亿元；当年实现营业收入 30.71 亿元，净利润为 4.73 亿元。

跟踪期内，该公司董事会及监事会人员变动。公司免去陈良、夏斌、刘波董事职务，委派蒋德君、吴宇、余鹏飞担任公司董事；免去陈良公司董事长职务，选举邢学钊担任公司董事长；免去邱栋梁公司监事职务，委派朱清担任公司监事。两席位职工董事、两席位职工监事及监事会主席人选亦有调整。

该公司与当地政府部门、行政事业单位及其关联方等单位的资金往来较为频繁且金额较大。根据审计报告所载，截至 2022 年末公司其他应收款为 72.77 亿元（上年末为 85.17 亿元），具体看，应收睢宁县城市建设指挥部往来款为 24.19 亿元，账龄部分为 2-3 年，部分在 3 年以上；应收睢宁县睢河街道办事处财政所、睢宁县交通运输局和睢宁县物资站往来款分别为 3.11 亿元、1.92 亿元和 2.28 亿元，账龄均在 3 年以上；应收睢宁县岚山镇财政所往来款 3.11 亿元，账龄在 1 年以内。同期末公司其他应付款为 52.73 亿元（上年末为 21.42 亿元），前五大应付对象为睢宁经济开发区威科建设有限公司、江苏润美建设发展有限公司、土地增减挂钩指挥部、江苏润水建设有限公司及睢宁县房屋征收办公室，占比合计为 34.62%。整体看，公司资金被关联方净占用规模大，且账龄相对较长，对其流动性产生不利影响。

根据该公司提供的本部 2023 年 4 月 21 日《企业信用报告》，公司本部无信贷违约记录。经查询国家企业信用信息公示系统（查询日为 2023 年 5 月 17 日），公司本部无行政处罚、列入经营异常名录及严重违法失信名单记录。

财务

2022 年该公司负债规模持续增加，主要得益于资本注入，资产负债率基本维持稳定。公司期间费用对毛利侵蚀严重，主业盈利能力不佳，利润对政府补助和公允价值变动依赖度高。公司委托代建业务及定销房回款受财政资金安排影响大，2022 年商品房销售去化较缓慢，主要依靠往来款、专项债到位资金及外部融资等弥补资金缺口。公司资产以流动资产为主，但应收类款项回收时间存在一定不确定性，存货变现能力较弱，同时货币资金部分受限，整体看公司资产流动性较弱。此外，公司对外担保金额较大，面临较大的或有损失风险。

1. 数据与调整

中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2020-2022 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则及其补充规定。

2021 年该公司新设四级子公司 2 家，下属一级子公司睢宁融合传媒集团有限公司（简称“融合传媒”）无偿划入子公司 5 家，处置一级子公司 1 家，当年末公司合并范围一级子公司共 13 家。2022 年公司收购子公司 1 家（江苏中润商品混凝土有限公司），通过无偿划入方式新增子公司 17 家，因股比下降、丧失控制权而减少子公司 2 家，注销子公司 3 家，并入子公司 2 家，当年末公司合并范围内一级子公司共 14 家。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司负债总额分别为 253.34 亿元、302.07 亿元、317.94 亿元和 336.31 亿元，呈增长态势。同期末公司所有者权益分别为 136.76 亿元、162.97 亿元、171.86 亿元和 171.92 亿元，以实收资本、资本公积及未分配利润为主。具体来看，2021 年公司获得股东增资，当年末实收资本增至 19.60 亿元，之后无变化。公司资本公积逐年增长，2021 年末同比增加 13.55 亿元主要系睢宁县财政局以往来款转增子公司万国实业资本公积 12.35 亿元，转让睢宁县润诚投资有限公司（简称“润诚投资”）股权增加资本公积 1.11 亿元，睢宁县粮食局及睢宁县国有资产监督管理委员会合计拨款 0.08 亿元，以及融合传媒无偿划入 5 家子公司增加资本公积 0.01 亿元所致；2022 年末公司资本公积同比增加 6.25 亿元至 112.57 亿元，主要系睢宁县财政局以往来款转增公司资本公积 5.81 亿元，融合传媒无偿获得股东赠予股权增加资本公积 0.01 亿元及无偿获取江苏润凌实业有限公司 16.67% 股权而增加资本公积 0.22 亿元所致。公司未分配利润占所有者权益比重约 20%，主要为留存利润逐年累积。

2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司资产负债率分别为 64.94%、64.96%、64.91% 和 66.17%，保持相对稳定；公司股东权益与刚性债务比率分别为 70.53%、77.37%、91.10% 和 82.69%，2022 年末该比率主要因部分债券到期而明显上升。

（2）债务结构

2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 154.96%、106.40%、70.87% 和 87.98%，2022 年末主要系其他应付款大幅增加及应付债券减少，负债期限结构趋向短期化。负债构成方面，公司负债主要由刚性债务、合同负债（含预收款项，下同）和其他应付款（不含应付利息和应付股利，下同）构成，2022 年末上述科目占负债总额的比重分别为 59.34%、15.85% 和 16.59%。其中，刚性债务

为 188.65 亿元，以中长期为主（2022 年末占比为 63.86%）。合同负债为 50.40 亿元，主要包括预收售房款 47.31 亿元和财政预拨付的委托代建工程款 2.94 亿元（上年末分别为 43.85 亿元和 7.13 亿元）。其他应付款为 52.73 亿元，其中往来款 51.05 亿元主要为与当地政府部门、行政事业单位及其关联方等资金往来（上年末为 21.17 亿元）。此外，2022 年末公司应付账款较上年末增加 0.32 亿元至 6.54 亿元，主要系应付粮食收购款和未完工的工程款；专项应付款为 6.52 亿元，当年新增专项债资金 6.52 亿元。

2023 年 3 月末，该公司刚性债务为 207.91 亿元，较上年末增加 19.25 亿元，其中短期刚性债务减少 6.17 亿元，中长期刚性债务增加 25.42 亿元，期限结构有所优化。同期末公司合同负债较上年末增加 3.40 亿元至 53.81 亿元，主要系预收售房款增加；因往来款变动其他应付款较上年末减少 2.40 亿元至 50.34 亿元；应付票据较上年末增加 4.20 亿元至 7.85 亿元，主要系年前集中支付工程款项；专项应付款同比则无明显变化。

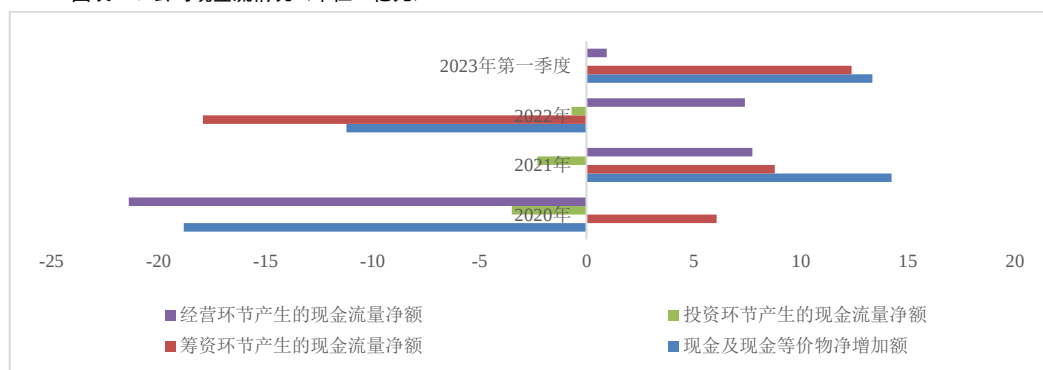
融资渠道方面，该公司刚性债务以借款为主（包括短期借款、一年内到期的长期借款及长期借款，下同），2020-2022 年末金额分别为 135.17 亿元、124.16 亿元和 114.78 亿元，占刚性债务的比重分别为 65.20%、58.95%和 60.84%。公司借款类型以抵押、质押和保证借款为主，信用借款占比很小。2022 年末公司质押借款、抵押借款、保证借款分别为 21.04 亿元、28.12 亿元和 59.84 亿元，占期末借款总额逾 90%。同期末公司应付债券（含一年内到期的应付债券，下同）余额为 59.89 亿元，发行主体为公司本部和子公司江苏博融农业发展有限公司（简称“博融农业”）。公司还通过融资租赁公司获取借款，2022 年末长期应付款（不包括专项应付款，含一年内到期的长期应付款，下同）为 8.62 亿元。此外，公司应付票据 3.65 亿元，为应付银行承兑汇票。2023 年 3 月末，公司借款为 134.79 亿元，应付债券为 54.69 亿元，长期应付款为 9.03 亿元，应付票据为 7.85 亿元。总体上，公司融资渠道较为多元，据其统计，2021-2022 年其综合融资成本在 4%-7.5%。

3. 现金流量

该公司基础设施代建业务专项拨款与收入确认以及房产销售与交付结转均存在时间错配。2020-2022 年及 2023 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 164.67%、225.89%、115.75%和 246.86%，呈现较大波动。同期公司经营性现金流净额分别为-21.40 亿元、7.74 亿元、7.40 亿元和 0.95 亿元。

2020-2022 年及 2023 年第一季度，该公司投资环节现金净流量分别为-3.48 亿元、-2.30 亿元、-0.70 亿元和 0.02 亿元，其中 2020 年净流出主要系收购宝源新能源股权的现金支出 1.27 亿元以及投资参股企业润城文旅支付现金 1.76 亿元；2021 年净流出主要系购置固定资产、在建工程投入及润城投资不再并表，资金划出所致；2022 年净流出主要系投资参股企业徐州润友印业有限公司支付现金 0.50 亿元及购建项目支出。2020-2022 年及 2023 年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 6.08 亿元、8.81 亿元、-17.91 亿元和 12.39 亿元，其中 2020 年公司经营性现金回笼无法满足项目建设等投资需要，主要依赖对外筹资弥补资金缺口；2022 年主要因往来款的增加，公司经营性现金流呈净流入，同时投资环节支出减少，当年公司对外融资收缩，以净偿付为主。基于公司在建及拟建项目仍有较大金额的支出计划，未来公司仍有一定融资需求。

图表 12. 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：睢宁润企

4. 资产质量

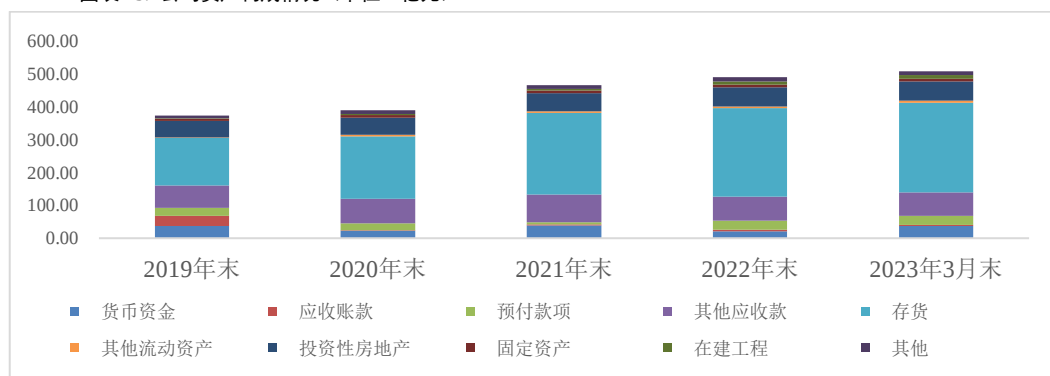
2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司资产总额分别为 390.10 亿元、465.03 亿元、489.80 亿元和 508.23 亿元，其中流动资产占资产总额的比重维持在 80%以上。

该公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。2022 年末货币资金为 21.78 亿元，其中受限金额 4.98 亿元（系票据质押）。应收账款为 4.04 亿元，按照金额排序，应收睢宁县财政局、江苏翔博建设发展有限公司等前五名应收对象金额合计 1.25 亿元，占比 30.15%。预付款项为 28.05 亿元，较上年末增加 21.49 亿元，主要为预付的土地出让金及工程款。其他应收款为 72.77 亿元，主要为与政府相关部门和国有企业的往来款，金额较大且回收期偏长，可能影响公司资金周转，截至 2022 年末累计计提坏账准备 0.81 亿元。存货为 268.48 亿元，主要包括 70.63 亿元待开发土地使用权与 184.49 亿元开发成本，其中受限存货 39.13 亿元用于借款抵押。此外，公司其他流动资产为 5.94 亿元，主要系预交税费。

该公司非流动资产主要由投资性房地产、其他权益工具投资、长期股权投资、固定资产和在建工程构成。2022 年末投资性房地产为 58.36 亿元，具体包括 49.52 亿元土地使用权和 8.84 亿元房屋建筑物；投资性房地产中 14.80 亿元已用于借款抵押，该受限部分原则上不能直接开发处置，变现能力有限；公司投资性房地产采用公允价值计量，2021-2022 年公允价值变动分别为 3.13 亿元、2.94 亿元和 1.97 亿元。其他权益工具投资为 2.72 亿元，主要系对江苏睢宁农村商业银行股份有限公司等企业的投资。长期股权投资 3.50 亿元，为对润城文旅等联合营企业的投资。固定资产为 9.08 亿元，主要为房屋建筑物。在建工程为 10.05 亿元，包括魏集镇湖畔槐园农业园、睢城街道标准厂房等多个项目。此外，公司无形资产 2.81 亿元，以特许经营权为主。

2023 年 3 月末，该公司货币资金较上年末增长 69.24%至 36.86 亿元，主要系筹资取得借款收到的现金增加所致；应收账款主要因部分收回而下降 14.95%至 3.44 亿元。除上述科目外，公司其他主要资产科目无明显变化。

图表 13. 公司资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：睢宁润企

5. 盈利能力

2020-2022 年，该公司分别实现营业毛利 3.60 亿元、2.96 亿元和 3.13 亿元，综合毛利率分别为 19.12%、13.61%和 15.35%。毛利最大来源于房屋销售业务，分别为 1.71 亿元、1.75 亿元和 1.62 亿元；同期公司期间费用分别为 2.94 亿元、3.31 亿元和 4.24 亿元，2022 年销售费用、管理费用及财务费用均有所增长；期间费用率分别为 15.60%、15.19%和 20.83%，对毛利侵蚀较为严重。2020-2022 年，公司公允价值变动净收益分别为 3.13 亿元、2.94 亿元和 1.97 亿元，主要系投资性房地产公允价值变动收益；与日常经营相关的政府补贴计入其他收益列示，同期分别为 2.82 亿元、3.94 亿元和 3.04 亿元，主要为市政基础设施建设补贴、粮食储备补贴、文化专项资金补助等。2020-2022 年，公司分别实现净利润 4.98 亿元、4.60 亿元和 3.00 亿元，公司业务盈利能力不佳，盈利主要依赖于公允价值变动净收益和政府补贴。

2023 年第一季度，该公司实现营业毛利 0.53 亿元，期间费用为 0.42 亿元（其中财务费用 0.17 亿元），营业外净收入及其他收益合计 0.11 亿元，公司实现净利润 0.06 亿元。

6. 偿债能力与流动性

2020-2022 年该公司 EBITDA 分别为 9.25 亿元、9.17 亿元和 6.66 亿元，公司折旧摊销金额较小，EBITDA 主要由利润总额及财务费用利息支出构成。2022 年公司利润总额同比有所减少，当年公司 EBITDA 对利息支出的覆盖程度有所下降，对刚性债务覆盖水平维持在低位。2020 年公司非筹资环节现金为净流出状态；2021 年公司加快房产项目销售去化，同时委托代建工程款预拨付增加，2022 年因往来款增加以及减少购建固定资产等的投入，非筹资环节净现金流转正。公司流动比率处于较高水平，但由于流动资产中存货占比较高，该指标显示或高于资产实际流动水平；结合短期刚性债务现金覆盖率指标来看，2022 年公司即期债务偿付压力有所上升，2023 年一季度则趋缓。

图表 14. 公司偿债能力主要指标情况

指标名称	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
EBITDA/利息支出(倍)	1.34	0.92	0.70	—
EBITDA/刚性债务(倍)	0.05	0.05	0.03	—
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-21.17	6.30	4.45	—
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-11.64	3.83	3.71	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-24.61	4.43	4.03	—
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-13.54	2.69	3.35	—
流动比率 (%)	318.26	263.73	215.55	234.56
现金比率 (%)	23.01	26.78	11.72	21.22
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	51.94	65.49	31.85	60.96

资料来源：睢宁润企

截至 2023 年 3 月末，该公司受限资产账面价值合计 61.38 亿元，占资产总额的 12.06%。

图表 15. 截至 2023 年 3 月末公司受限资产情况

名称	受限金额	受限金额占该科目的比例 (%)	受限原因
货币资金	7.35	19.94	票据质押
存货	39.13	14.34	借款抵押
投资性房地产	14.80	25.37	借款抵押
合计	61.38	12.06	—

资料来源：睢宁润企

7. 表外事项

近年来该公司持续为睢宁县人民政府下属企业提供担保。根据公司反馈，截至 2023 年 3 月末公司对合并范围外企业提供担保余额为 103.42 亿元，被担保企业共计 35 家。总体看，公司对外担保余额占净资产比例较高，面临较大的代偿风险。

外部支持

作为睢宁县重要的城市基础设施和重点项目投资、建设及运营主体，该公司在资产划拨注入及财政补贴等方面可获得睢宁县人民政府较大支持。2020-2022 年公司获得的政府补贴分别为 2.82 亿元、3.94 亿元和 3.04 亿元。此外，2021 年公司还获得股东增资 1 亿元。

截至 2023 年 3 月末，该公司共获银行综合授信额度 286.54 亿元，尚未使用额度 101.96 亿元（其

中，中国农业发展银行睢宁县支行尚未使用额度 31.00 亿元、国开行江苏省分行尚未使用额度 19.29 亿元），尚有一定再融资空间。

附带特定条款的债项跟踪分析

23 睢宁润企债 01：外部担保

中投保是经国务院批准特例试办、国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。中投保由财政部和原国家经贸委共同发起组建，成立于 1993 年，初始注册资本 5.00 亿元。2006 年根据国务院国有资产监督管理委员会[2006]1384 号《关于国家开发投资公司和中国投资担保有限公司重组的通知》文件，中投保并入国家开发投资公司（后更名为国家开发投资集团有限公司，简称“国投集团”），同时增资至 30.00 亿元。2010 年 9 月以来，中投保引入多家境内外投资者，并经历多次股权变更，注册资本增至 45.00 亿元。2015 年 8 月，中投保整体改制为股份制公司，并更名为现名；同年 12 月，中投保股票在全国中小企业股份转让系统挂牌。截至 2022 年末，中投保注册资本为 45.00 亿元，控股股东为国投集团，实际控制人为国务院国资委。中投保前五大股东持股情况见下表。

图表 16. 截至 2022 年末中投保前五大股东明细

序号	股东名称	持股数（亿股）	持股比例（%）
1	国家开发投资集团有限公司	22.02	48.93
2	青岛信保投资发展合伙企业（有限合伙）	7.93	17.62
3	信宸资本担保投资有限公司	3.01	6.68
4	金鼎投资（天津）有限公司	2.98	6.63
5	鼎晖嘉德（中国）有限公司	2.70	6.00
合计		38.64	85.86

资料来源：中投保

截至 2022 年末，中投保经审计的合并口径总资产为 279.76 亿元，股东权益为 109.42 亿元；当年实现营业总收入 17.32 亿元，净利润 5.43 亿元。

中投保建立健全以担保增信为一体，资管投资、金融科技为两翼，延伸信用服务链条积极探索第二增长曲线的“一体两翼+”信用服务链条。2022 年，随着发行债券担保业务储备项目大量落地，中投保担保业务规模显著增长。中投保代偿率控制在较低水平，且受益于较充分的反担保措施及严格的保后管理措施，历史追偿效果较好，基本实现当期回收。资产管理方面，中投保信裕资产管理（北京）有限公司（简称“中投保信裕”）作为中投保旗下最重要的投资、资管平台，下设两家子公司开展资产管理业务，通过加强合规经营，增强主动管理能力，借助良好的信誉加大产品开发和资金渠道开拓力度，使得其资产管理规模维持在一定水平。金融科技方面，以促进业务转型升级为目标，持续加强金融科技能力建设，不断丰富金融科技业务场景和应用实践，促进科技与业务深度融合，加快构建数字化风控体系，搭建具有金融科技属性的业务系统，为业务发展提供科技动力。资金运用方面，中投保近年来逐步调整投资组合，目前主要分布于定期存款、债券、基金、股权投资、理财计划、委托贷款、信托计划等，其中非标投资面临一定的信用减值压力。中投保拥有部分变现能力较强的资产，可根据代偿预期调整资产结构，整体代偿能力较强，但宏观经济变化的不确定性和资本市场波动对其风险管理能力提出更高要求。

整体来看，中投保提供的担保进一步增强了 23 睢宁润企债 01 的安全性。

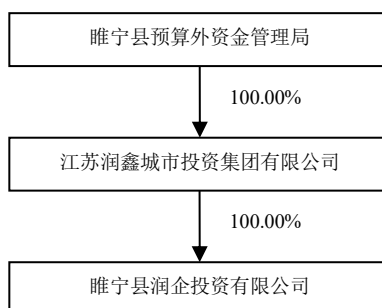
跟踪评级结论

该公司系睢宁县重要的城市基础设施、棚户区改造和保障性住房项目建设主体。公司主营业务中基建项目资金沉淀量较大，实际回款周期长。公司房产开发项目以定向安置为主，亦有部分市场化销售，定销部分回款受财政资金安排影响大，同时在建及拟建项目后续仍有较大资金投入压力，资金筹措对外部融资的依赖性高。公司其他业务涉及工程施工、材料销售、粮食销售、有限电视、供热等，对收入可形成一定补充。

2022 年该公司负债规模持续增加，主要得益于资本注入，资产负债率基本维持稳定。公司期间费用对毛利侵蚀严重，主业盈利能力不佳，利润对政府补助和公允价值变动依赖度高。公司委托代建业务及定销房回款受财政资金安排影响大，2022 年商品房销售去化较缓慢，主要依靠往来款、专项债到位资金及外部融资等弥补资金缺口。公司资产以流动资产为主，但应收类款项回收时间存在一定不确定性，存货变现能力较弱，同时货币资金部分受限，资产流动性较弱。此外，公司对外担保金额较大，面临较大的或有损失风险。

附录一：

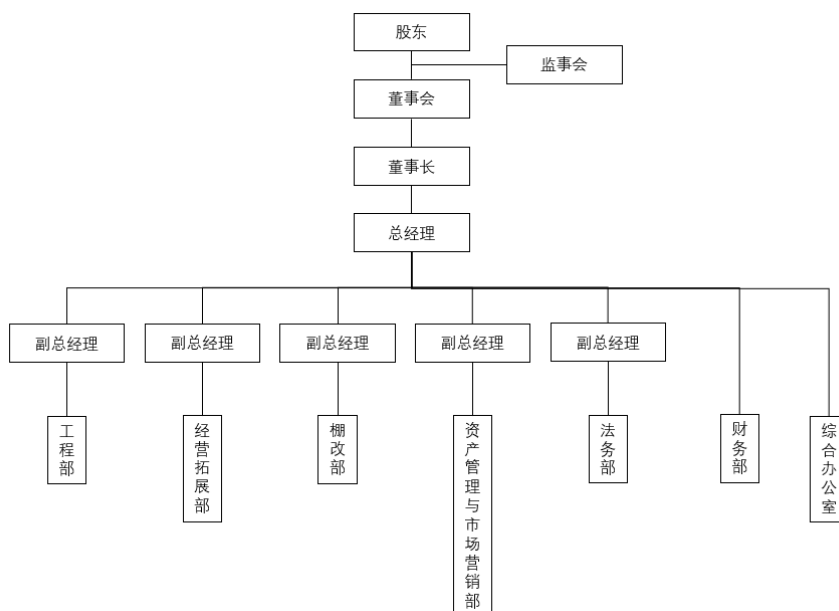
公司股权结构图



注：根据睢宁润企提供的资料绘制（截至 2023 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据睢宁润企提供的资料绘制（截至 2023 年 3 月末）

附录三：

主要经营实体数据概览

全称	简称	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2022 年（末）主要财务数据					备注
				刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流入量 (亿元)	
江苏润鑫城市投资集团有限公司	润鑫集团	--	控股	204.25	313.16	30.71	4.73	11.53	控股股东
睢宁县润企投资有限公司	睢宁润企	--	建筑安装工程 与房地产、农 业、资产管理及 金融	43.93	102.60	1.37	0.82	-1.78	母公司口径
江苏博融农业发展有限公司	博融农业	100.00	农作物种植、销 售、研发及咨询 服务等	125.43	113.23	15.74	1.55	0.77	合并口径
睢宁县水利工程建筑安装有限公司	水利安装	100.00	建筑安装	-	0.90	2.38	0.11	-	合并口径

注：根据睢宁润企 2022 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理

附录四：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
资产总额[亿元]	390.10	465.03	489.80	508.23
货币资金[亿元]	22.86	39.00	21.78	36.86
刚性债务[亿元]	193.91	210.62	188.65	207.91
所有者权益[亿元]	136.76	162.97	171.86	171.92
营业收入[亿元]	18.84	21.77	20.37	2.73
净利润[亿元]	4.98	4.60	3.00	0.06
EBITDA[亿元]	9.25	9.17	6.66	—
经营性现金净流入量[亿元]	-21.40	7.74	7.40	0.95
投资性现金净流入量[亿元]	-3.48	-2.30	-0.70	0.02
资产负债率[%]	64.94	64.96	64.91	66.17
长短期债务比[%]	154.96	106.40	70.87	87.98
权益资本与刚性债务比率[%]	70.53	77.37	91.10	82.69
流动比率[%]	318.26	263.73	215.55	234.56
速动比率[%]	106.71	89.37	56.19	66.28
现金比率[%]	23.01	26.78	11.72	21.22
短期刚性债务现金覆盖率[%]	51.94	65.49	31.85	60.96
利息保障倍数[倍]	1.25	0.79	0.62	—
有形净值债务率[%]	189.73	189.20	188.32	199.10
担保比率[%]	47.29	52.38	64.03	60.15
毛利率[%]	19.12	13.61	15.35	19.43
营业利润率[%]	31.96	24.46	15.46	3.12
总资产报酬率[%]	2.27	1.85	1.24	—
净资产收益率[%]	3.71	3.07	1.79	—
净资产收益率*[%]	3.67	3.00	1.76	—
营业收入现金率[%]	164.67	225.89	115.75	246.86
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-21.17	6.30	4.45	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-11.64	3.83	3.71	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-24.61	4.43	4.03	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-13.54	2.69	3.35	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.34	0.92	0.70	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.05	0.03	—

注：表中数据依据睢宁润企经审计的 2020-2022 年度及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计—期末存货余额—期末预付账款余额—期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%

指标名称	计算公式
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

担保方主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2020 年	2021 年	2022 年
实收资本（亿元）	45.00	45.00	45.00
股东权益（亿元）	116.42	111.35	109.42
总资产（亿元）	258.52	262.56	279.76
货币资金（亿元）	12.42	27.57	31.87
风险准备金（亿元）	18.72	26.45	34.53
营业收入（亿元）	38.95	23.81	17.32
担保业务收入（亿元）	2.16	9.99	13.13
营业利润（亿元）	12.52	10.32	5.80
净利润（亿元）	8.34	8.07	5.43
加权平均净资产收益率*（%）	3.82	8.21	5.11
风险准备金充足率（%）	5.07	5.62	6.81
融资性担保责任放大倍数*（倍）	3.67	4.53	5.37
担保发生额（亿元）	192.03	429.10	470.62
期末担保余额（亿元）	480.03	634.62	827.82
当期担保代偿率*（%）	0.15	0.00	0.38
当期代偿回收率*（%）	1.90	0.37	11.90
当期担保损失率*（%）	1.00	0.84	0.00

注 1：表中数据依据中投保经审计的 2020-2022 年度财务数据以及相关期间业务数据整理计算，2021 年末数据以 2022 年年报披露为准

注 2：指标*均由中投保提供，详见其年报。

指标计算公式

指标名称	计算公式
担保放大倍数[倍]	期末担保余额/期末净资产
融资性担保责任放大倍数[倍]	融资性担保责任余额/调整后净资产
净资产收益率（%）	净利润/[（上期末净资产+本期末净资产）/2] × 100%
风险准备金充足率（%）	担保风险准备金余额/期末担保责任余额 × 100%
代偿保障率（%）	（货币资金+短期投资+存出保证金-存入保证金）/单户最大担保余额 × 100%
I 级资产[亿元]	现金+银行存款+存出保证金+货币市场基金+国债、金融债券+可随时赎回或三个月内到期的商业银行理财产品+债券信用评级 AAA 级的债券+其他货币资金
I 级资产比例（%）	I 级资产/（总资产-应收代偿款） × 100%
III 级资产比例（%）	III 级资产/（总资产-应收代偿款） × 100%
当期担保代偿率（%）	当期担保代偿金额/当期累计解除担保金额 × 100%
累计担保代偿率（%）	近三年累计代偿金额/近三年累计解除担保金额 × 100%
累计代偿回收率（%）	近三年累计代偿回收金额/近三年累计代偿金额 × 100%
累计代偿损失率（%）	近三年累计代偿损失金额/近三年累计代偿金额 × 100%

注：上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	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，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录七：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2015 年 4 月 13 日	AA/稳定	覃斌、周文哲	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2022 年 7 月 12 日	AA/稳定	周文哲、杨亿	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 13 日	AA/稳定	周文哲、吴晓丽	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	-
17 睢宁润企债	历史首次评级	2017 年 8 月 24 日	AA	覃斌、周文哲	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体信用评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2022 年 6 月 29 日	AA	周文哲、钱源	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 13 日	AA	周文哲、吴晓丽	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	-
23 睢宁润企债 01	历史首次评级	2022 年 7 月 12 日	AAA	周文哲、杨亿	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 13 日	AAA	周文哲、吴晓丽	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	-

注 1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。
注 2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。

