



2022年宿迁市城区开发投资有限公司公司 债券2023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与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

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：

2022年宿迁市城区开发投资有限公司公司债券2023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
22 宿城债/22 宿迁宿城债	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：宿城区主导产业突出，工业经济发展较好，出口有力拉动了经济增长，宿迁市城区开发投资有限公司（以下简称“宿城开发”或“公司”）是宿迁市宿城区及宿城经济开发区（以下简称“宿城经开区”）重要的基础设施建设及国有资产运营平台，继续获得较大的外部支持，代建业务短期内仍可提供一定收入保障，自营业务发展较快且持续性较好，此外江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“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仍能有效提升“22 宿城债/22 宿迁宿城债”或“本期债券”的安全性；同时中证鹏元也关注到，公司安置房业务持续性存在不确定性，项目资金支出压力较大，资产流动性仍偏弱，非标融资占比仍较高，现金流表现欠佳，整体偿债压力依然很大，且存在一定或有负债风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司业务在区域内保持重要地位，且将继续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023 年 6 月 26 日

联系方式

项目负责人：秦风明
qinfm@cspengyuan.com

项目组成员：何馨逸
hexy@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	2021	2020
总资产	133.96	116.44	101.74
所有者权益	60.78	59.11	57.47
总债务	49.06	34.21	31.56
资产负债率	54.63%	49.23%	43.51%
现金短期债务比	0.27	0.18	0.14
营业收入	7.62	7.53	6.51
其他收益	0.60	1.23	0.68
利润总额	0.97	1.24	1.69
销售毛利率	16.04%	7.06%	18.03%
EBITDA	1.13	1.28	1.70
EBITDA 利息保障倍数	0.38	0.58	0.88
经营活动现金流净额	-12.77	0.99	-7.98

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **宿城区主导产业突出，工业经济发展较好，出口有力拉动了经济增长。**宿城区形成了以纺织服装、绿色建材、激光光电三大产业为支柱，新材料、新能源、新一代信息技术、医药健康四大产业为先导的工业产业，2022 年规上工业总产值突破 300 亿元，规上工业增加值增长 7.5%。近年宿城区进出口总额持续增长，2022 年出口总额同比增速达 24.3%。宿城经济开发区（以下简称“宿城经开区”）为省级开发区，形成了两大主导产业以及四大先导产业多点突破的发展格局。
- **公司基础设施代建业务仍具有一定持续性，市场化转型加快，大力开发自营厂房，租赁业务持续性较好。**截至 2022 年末公司主要在建基础设施项目尚需投资 13.98 亿元，存货中已完工待结转代建项目仍具有一定规模，短期内仍可提供一定收入保障；同期末公司主要在建的厂房项目较多，预计总投资 43.45 亿元，已投资 13.93 亿元，尚需投资 29.52 亿元，自持物业出租率较高，未来租赁收入有望进一步增长。
- **继续获得较大的外部支持。**公司是宿迁市宿城区及宿城经开区重要的基础设施建设及国有资产运营平台，2022 年，公司收到来自于江苏宿城经济开发区管理委员会（以下简称“宿城经开区管委会”）的财政补贴 0.60 亿元，有效提升了公司的利润水平。
- **保证担保依然有效提升本期债券的安全性。**经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体信用等级为 AAA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升本期债券安全性。

关注

- **安置房业务持续性存在不确定性。**截至 2022 年末，公司在建的安置房仅御水佳园二期项目，且存货中待结转安置房规模较小，暂无其他拟建项目，需关注该业务未来持续性。
- **公司资金大量沉淀于投资性房地产、存货和应收款项，资产流动性仍偏弱。**2022 年投资性房地产、存货和应收款项占公司总资产比重仍较高，其中投资性房地受限比例较高，存货中代建项目结算受政府资金安排影响，自建厂房完工后出租投资回收期较长，存货变现能力仍较弱，应收款项规模较大、回收时间存在一定不确定性，对公司营运资金形成较大占用。
- **债务规模大幅增长，非标融资占比仍较高，现金流表现欠佳，整体偿债压力依然较大。**2022 年公司继续举债投建厂房推高债务规模，自营项目后续资金支出压力仍较大，较高占比的非标借款大幅抬升公司平均融资成本，2022 年经营现金流大幅净流出，账面现金流类资产较少，融资弹性一般，偿债指标较弱。
- **存在一定或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外提供担保金额为 13.86 亿元，占同期末净资产比重为 22.79%。被担保方企业主要为地方国有企业，但均未设置反担保措施。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
宿城国资	宿迁市宿城区基础设施建设与国有资产运营平台	492.57	160.46	26.53
惠农发展	宿城区基础设施建设及安置房建设平台	218.37	76.27	12.04
众安建设	主要从事宿城区的安置房及基础设施建设业务	231.51	71.93	11.30
宿城开发	宿城区和宿城经开区范围内城市基础设施建设及国有资产运营平台	133.96	60.78	7.62
港区公司	宿城区运河港区基础设施建设平台	144.06	47.91	7.67

注：（1）宿城国资为江苏宿城国有资产经营管理有限公司的简称、港区公司为宿迁市运河港区开发集团有限公司的简称、众安建设为江苏众安建设投资（集团）有限公司的简称、惠农发展为宿迁市惠农产业发展股份有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2022 年末/2022 年度数据。

资料来源：iFind，中证鹏元城投数据库，中证鹏元整理

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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
区域状况	区域状况评分	4/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	4/7		财务状况	3/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a
外部特殊支持					3
主体信用等级					AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是宿城经开区重要的基础设施建设及国有资产运营平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，宿城区人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在公司与宿城区人民政府的联系非常紧密以及对宿城区人民政府非常重要。同时，中证鹏元认为宿城区人民政府提供支持的能力很强，主要体现在很强的经济实力、财政实力和偿债能力。

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/22 宿城债 /22 宿迁宿城债	2022-6-10	秦风明、何馨逸	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）	阅读全文

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
22 宿城债/22 宿迁宿城债	8.00	8.00	2022-6-10	2029-11-29

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2022年11月公开发行7年期8.00亿元公司债券“22宿城债/22宿迁宿城债”，募集资金计划用于新材料标准化厂房项目。截至2023年5月31日，募集资金账户余额为0.00元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本均未发生变动。截至2022年末，公司注册资本、实收资本仍为20.00亿元。2023年3月21日，宿城经开区管委会和宿城国资中心将全部股份转让给宿迁宿城国有资本控股（集团）有限公司（以下简称“宿城国控”），当月已完成工商变更。截至2023年5月末，公司控股股东为宿城国控，实际控制人仍为宿城国资中心，详细股权结构图如附录二。

2022年公司主营业务无变化，仍从事宿迁市宿城区和宿城经开区范围内城市基础设施建设、房产销售、厂房租赁等业务。2022年5月，公司经营范围增加人工智能双创服务平台、创业间服务；2022年7月，公司经营范围增加园林绿化工程施工、城市绿化管理、建筑材料销售，均已完成工商变更。2022年公司合并范围无变化，截至2022年末，公司合并范围子公司共9家，详见附录四。

根据2023年6月《宿迁市城区开发投资有限公司关于无偿划转资产的公告》，为进一步优化宿迁市国有资本布局，公司将所持有子公司宿迁市亿勋建设有限公司100%的股份划转给宿迁市耀园激光科技有限公司，该公司股权划转已于2023年5月完成工商变更登记。2022年末公司及划转标的公司财务情况如下表所示，该股权无偿划转事项对公司合并净资产、营业收入、净利润的影响较小，对生产经营、财务状况及偿债能力无重大不利影响。

表1 2022年末公司及划转标的公司财务情况（单位：万元）

项目	公司	标的公司	占比
资产总计	1,339,574.09	64,861.39	4.84%
所有者权益	608,821.31	58,805.64	9.66%
营业收入	76,190.17	71.05	0.09%
净利润	7,673.84	-63.03	-

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020 年，城投公司融资环境相对宽松；2021 年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022 年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020 年，为了缓解经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021 年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。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。

2022 年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4 月，央行 23 条提出“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”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《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，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

宿迁市位于陇海经济带、大运河文化带、淮河生态经济带和沿江经济带的交叉辐射区，以机电装备、绿色食品、高端纺织、光伏新能源、绿色家居、新材料为主导产业，宿迁市经济总量在江苏省地级市中排名靠后，整体经济发展水平略低于全国平均水平且财政自给能力较弱

区位优势：宿迁市位于陇海经济带、大运河文化带、淮河生态经济带和沿江经济带的交叉辐射区，海空港优势突出，交通较为便利。宿迁市隶属于江苏省，1996年7月建市，是江苏省最年轻的地级市，下辖3个县、2个区和2个国家级经济技术开发区（宿迁经济技术开发区、沭阳经济技术开发区）及1个国家级高新技术产业开发区（宿迁高新技术产业开发区），面积合计8,555平方公里，是著名的“杨树之乡”、“水产之乡”、“名酒之乡”、“花卉之乡”和“蚕茧之乡”。根据宿迁市人民政府网站数据，2022年末，宿迁市常住人口497.53万人。宿迁市位于江苏省北部，地处淮海经济区20个地级市的核心区，属陇海经济带、大运河文化带、淮河生态经济带和沿江经济带的交叉辐射区，交通较为便利。京杭大运河纵贯南北，内河通航里程达980公里，拥有对外开放二类水运口岸、京杭大运河沿线第一大港——运河宿迁港。京沪高速、淮徐高速、新扬高速、新长铁路、宿淮铁路穿境而过。徐宿淮盐高铁于2019年建成通车，宿迁迈入高铁时代。潍坊至宿迁高铁规划为京沪二通道，计划年内开工建设，合肥至宿迁高铁或将年底前开工建设，宿迁将成为区域高铁枢纽。宿连航道于2020年开工，计划2025年建成通航，将构建河南、安徽、江苏地区至连云港港的重要出海通道。从市区乘车西至徐州观音国际机场40分钟，北至连云港花果山机场80分钟，南至淮安涟水国际机场70分钟，东至连云港港口90分钟，海空港优势突出。

图 1 宿迁市及长三角区位图



资料来源：宿迁市自然资源和规划局，公开资料，中证鹏元整理

经济发展水平：近年来宿迁市经济总量在江苏省13个地级市中排名靠后，整体经济发展水平略低于全国平均水平，固定资产投资增速持续反弹，进出口总额增长强劲。近年宿迁市地区生产总值持续增长，经济结构以第三产业为主，主要为零售批发业，三次产业结构由2020年的10.44:41.81:47.75调整为2022年的9.11:44.84:46.05，第二产业比重有所上升。2022年宿迁市经济体量一般，在江苏省地级市中排名靠后，GDP同比增速为3.6%，高于全国及江苏省增速，人均GDP略低于全国平均水平。从拉动经济增长因素看，2022年宿迁市固定资产投资增速为9.5%，其中工业投资增速达16.2%，2022年宿迁市新签约10亿元以上项目149个、百亿级5个，新开工、新竣工亿元以上项目分别达350个、300个，桐昆一期、国望高科一期、天合光能一期等百亿级项目建成投产，“三大类”项目累计完成投资2,553亿元。但受房地产市场波动影响，2022年宿迁市房地产开发投资同比下降2.1%，土地市场热度也有所下降，根据宿迁市自然资源和规划局综合统计情况报告，2022年宿迁市市区出让经营性用地11宗1065亩。近年宿迁市社会消费品零售总额规模呈波动趋势，尽管2022年出台了一系列促内需政策，但当年消费增长依然疲软。贸易方面，近年来宿迁市进出口总额增长强劲，增速表现亮眼，但相对其他江苏地级市其外贸总体规模较小。

表2 2022 年江苏省部分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	23,958.30	2.00	18.60	2,329.18	1,735.68
南京市	16,907.85	2.10	17.88	1,558.21	1,560.29
常州市	9,550.10	3.50	17.80	631.78	1,414.95
徐州市	8,457.84	3.20	9.37	517.43	828.99
盐城市	7,079.80	4.60	10.56	453.26	742.80

泰州市	6,401.77	4.40	14.18	416.62	523.01
淮安市	4,742.42	3.60	10.41	300.10	504.30
宿迁市	4,111.98	3.60	8.26	271.78	355.39

注：宿迁市人均GDP按2022年末常住人口计算所得。

资料来源：企业预警通，各市国民经济和社会发展统计公报、月报和财政预决算报告、各市2023年政府工作报告、江苏统计年鉴2022等，中证鹏元整理

表3 宿迁市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	4,111.98	3.60%	3,719.01	9.1%	3,262.37	4.50%
固定资产投资	-	9.50%	-	6.5%	-	0.10%
社会消费品零售总额	1,465.89	0.40%	1,460.36	16.1%	1,258.08	-4.70%
进出口总额（亿美元）	83.93	25.9%	69.67	45.7%	47.83	39.60%
人均 GDP（元）	82,648		74,476		65,663	
人均 GDP/全国人均 GDP	96.44%		91.97%		90.64%	

注：“-”表示数据未公布，2022 年人均 GDP 按年末常住人口计算所得

资料来源：企业预警通，宿迁市 2020-2021 年国民经济和社会发展统计公报，宿迁市 2022 年 12 月统计月报，江苏统计年鉴 2022，中证鹏元整理

产业情况：宿迁市初步建构了“6+3+X”现代产业体系，以机电装备、绿色食品、高端纺织、光伏新能源、绿色家居、新材料六大产业为主导，工业经济发展较好。得益于良好的区位优势，宿迁市初步建构了“6+3+X”现代产业体系，重点构建机电装备、绿色食品、高端纺织、光伏新能源、绿色家居、新材料六个主导产业，新一代信息技术、生物医药、数字经济以及X个先导产业。绿色食品产业是宿迁市税收贡献最大的产业，目前拥有规上企业200余家，既有洋河、双沟等本土品牌，也汇聚了青岛啤酒、百威啤酒、海天味业、娃哈哈、蒙牛等知名企业，获得“国家级食品产业园”、“中国白酒之都”等称号。机电装备产业方面，格力电器、可成科技、瑞声科技等一批行业龙头企业均在宿迁市设有厂房等；高端纺织产业方面，产业链条完整，种类齐全，目前全国四大纤维纺织巨头恒力集团、恒逸集团、桐昆集团、盛虹集团以及新加坡赛得利公司，都在宿迁新设生产基地。绿色家居产业方面，目前已集聚金牌厨柜、大亚圣象等企业400余家，形成了“杨树种植→木材加工→木地板→家具（橱柜）”较为完整的产业链条。新材料产业方面，拥有双星新材、博迁新材料、斯迪克新材料等多家上市企业，其中双星新材年产30万吨高功能聚酯光学薄膜在全国同行业中排名前列，博迁新材料目前是国内最大、全球前三的高端纳米镍粉制造企业，高端镍粉产量约占世界总产量的15%。光伏新能源产业是宿迁市近一两年快速壮大的产业，天合光能、龙恒新能源、阿特斯阳光电力等行业龙头企业相继在宿迁设立生产基地。此外，三大先导产业新一代信息技术产业、生物医药产业及数字经济等产业发展迅速，为宿迁市经济发展贡献较大。截至2022年末，宿迁市共有A股上市企业9家，整体市场活跃性尚可。2022年全市规模以上工业总产值同比增长13.9%，六大主导产业产值预计同比增加15%，工业经济增长强劲。

发展规划与机遇：“一带一路”、长三角区域一体化、淮河生态经济带、大运河文化带等多重国家

战略在宿迁市叠加交汇，宿迁市将加快速度建设成为长三角先进制造基地、区域创新创业基地；构建“徐州-宿迁-连云港”区域发展走廊，加入徐州都市圈，强化苏北经济产业链互补错位发展；同时加速融入长三角新兴产业链，构建“飞地经济”区域合作模式。

财政及债务水平：近年来宿迁市财力稳步提升，财政质量相对较高，但财政自给能力较弱。近年宿迁市一般公共预算收入持续增长，对比江苏其他地级市，2022年宿迁市一般公共预算收入中税收占比较高，产业对地方财政收入形成一定支撑，财政收入质量相对较高。近年来宿迁市财政自给率均低于50%，财政自给能力较弱，较为依赖上级政府转移支付以平衡公共预算支出。近年来宿迁政府性基金收入有所波动，地方政府债务余额规模有所扩大。

表4 宿迁市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	271.78	267.82	221.17
税收收入占比	80.38%	86.76%	85.55%
财政自给率	43.66%	45.80%	37.52%
政府性基金收入	355.39	390.18	302.86
地方政府债务余额	902.15	875.84	794.17

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：宿迁市财政预决算报告，中证鹏元整理

宿城区工业以纺织服装、绿色建材、激光光电为主导产业，工业经济发展较好，出口有力拉动了经济增长

区位特征：宿城区为宿迁市主城区，地理位置尚可，交通较为便利。宿城区隶属于江苏省宿迁市，位于宿迁市的中西部，下辖8个乡镇、7个街道和1个省级经济开发区（江苏宿城经济开发区，以下简称“宿城经开区”）、1个省级现代农业产业园区，面积合计854平方公里，根据第七次全国人口普查数据，宿城区常住人口为84.51万人，较第六次全国人口普查呈上升趋势。宿城区地处江苏省北部，北和东与宿豫区接壤，南与泗阳县、泗洪县毗邻，西与徐州市睢宁县相连，属于陇海经济带、沿海经济带、沿江经济带交叉辐射区，是宿迁市的主城区。交通方面，宿城区交通较为便捷，合宿青高铁、徐宿淮盐高铁和宁宿徐高速公路、徐宿淮盐高速公路过境而过，京杭大运河、古黄河、民便河纵贯南北。西距徐州观音国际机场60公里，北离连云港白塔埠机场100公里。

经济发展水平：宿城区经济总量在宿迁市5个区县中排名靠后，整体经济水平在全国一般，固定资产投资保持一定增速，出口有力拉动了经济增长。近年宿城区地区生产总值持续增长，三次产业结构由2020年的6.8:25.4:67.8调整为2022年的5.8:28.6:65.6，经济结构以第三产业为主。按第七次全国人口普查的常住人口计算，2022年宿城区人均GDP为62,130元，在宿迁市区县中处于末游。2022年宿城区经济体量在宿迁市“两区三县”中排名靠后，GDP同比增速为3.3%，低于宿迁市增速。近年固定资产投资总体保持一定增速，2022年宿城区规模以上固定资产投资增速达5.6%，其中工业投资增速达15.2%，此外，近年宿城区进出口总额持续增长，2022年增长迅速，其中出口总额为9.51亿美元，同比增速达24.3%。

表5 宿迁市各区县 2022 年经济财政指标情况（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
沭阳县	1,308.45	3.60%	7.89	60.71	47.10
泗阳县	676.39	3.20%	8.15	30.03	68.72
泗洪县	651.81	3.80%	7.59	27.57	35.71
宿城区	525.09	3.30%	7.89	40.50	22.65
宿豫区	430.22	3.30%	9.62	35.02	29.50

注：沭阳县、宿豫区人均GDP采用2022年末常住人口计算，宿城区人均GDP采用2021年末常住人口计算，其余人均GDP均采用第七次人口普查数据计算。

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、政府网站等，中证鹏元整理

表6 宿城区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	525.09	3.3%	463.92	9.5%	403.2	4.50%
固定资产投资	-	5.6%	-	8.7%	-	13.00%
社会消费品零售总额	-	-	308.56	16.6%	264.6	-4.30%
进出口总额（亿美元）	10.20	25.6%	8.12	51.8%	5.3	21.00%
人均 GDP（元）		78,912		69,719		47,708
人均 GDP/全国人均 GDP		92.08%		86.10%		65.86%

注：“-”表示数据未公布，2020年人均GDP采用第七次人口普查数据计算，2021-2022年人均GDP采用2021年末常住人口计算。

资料来源：2020-2021年宿城区国民经济和社会发展统计公报，2022年1-12月宿城区主要经济指标运行情况简析，中证鹏元整理

产业情况：宿城区工业以纺织服装、绿色建材、激光光电为主导产业，工业经济发展较好，制造业投资增速较高。宿城区形成了以纺织服装、绿色建材、激光光电三大产业为支柱，新材料、新能源、新一代信息技术、医药健康四大产业为先导的工业产业；2022年宿城区10条重点产业链产值增长7%，规上工业总产值突破300亿元，规上工业增加值增长7.5%。三大支柱产业给经济带来有效支撑，2022年恒力产业园获批全市纺织服装产业链首批链主企业，绿色建材产业集聚企业79家，激光光电产业产值突破30亿元；四个先导产业2022年产值增长均超20%。“5321”工程继续推进，2022年新增规上企业46家、开票销售超亿元企业13家、超10亿元企业1家，新认定省级以上专精特新“小巨人”企业8家，实现“千企千万”技改竣工项目34个、完成投资11.14亿元，联合水务顺利通过A股IPO发审会，箭鹿股份转入新三板创新层，并顺利通过北交所上市辅导验收。

招商引资方面，宿城区2022年新签约亿元以上项目111个、协议投资额863亿元，其中10亿元以上项目32个，总投资50亿元的新瑞邦科技已开工，总投资106亿元的润泽新材料已完成落户。2022年凯乐机电、亿兴科技等10个10亿元以上项目相继开工，嘉泰激光智能装备、烨弘智能科技等8个10亿元以上项目竣工投产，总投资110亿元的南玻院新材料一期点火投产。运河宿迁港产业园港口三期投入运营，实

现与连云港海港、徐州陆港、淮安空港“四港联动”，“公铁水”联运枢纽初具成效。⁵

财政及债务水平：近年来宿城区财力持续提升，财政自给能力一般。宿城区一般公共预算收入持续增长，税收占比较高。2022 年受外部因素影响，宿城区税收收入占比较上年略有下降。近年宿城县财政自给率水平持续上升，政府性基金收入呈波动趋势，2022 年受经济大环境不佳及房地产市场波动影响，宿城区土地成交规模萎缩，政府性基金收入下滑。近年地方政府债务余额持续上升，截至 2022 年末在宿迁市区县中处于末游，债务压力尚可。

表7 宿城区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	40.50	30.00	20.75
税收收入占比	94.00%	95.60%	89.01%
财政自给率	69.74%	55.75%	37.32%
政府性基金收入	22.65	44.43	31.10
地方政府债务余额	80.21	71.11	68.47

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：宿城区财政预决算报告，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2022 年末，宿城区的发债城投平台共 5 家，宿城国资为宿城国控下属控股平台，主要负责对下属子公司的业务管理，下属企业有惠农发展及众安建设，众安建设及惠农发展均主要负责宿城区部分基础设施建设及安置房建设业务；宿城开发的业务范围主要集中在宿城经开区，主要从事宿城经开区的安置房、基础设施建设和厂房租赁业务，港区公司主要负责运河港区基础设施建设工作。

宿城经开区为省级开发区，形成了两大主导产业以及四大先导产业多点突破的发展格局。宿城经开区成立于 2002 年 4 月，2006 年被省政府批准为省级开发区，分为南、西两个片区，目前在全省 119 家省级以上开发区中排名第 64 位。园区成立近 20 年来，形成了纺织服装、激光光电两大主导产业集群集聚，新一代信息技术、新能源、新材料、新医药等“四大”先导产业多点突破的发展格局。近年来，先后获得了省级知识产权示范园区、省级科技企业孵化器、省特色创新产业园、省级循环化改造示范试点园区、省级双创示范园区、省级两化融合示范区、省级科技产业园、省级生态园区等一系列称号。

五、经营与竞争

公司是宿迁市宿城区主要的基础设施建设投融资主体之一，2022 年营业收入继续增长，基础设施建设业务仍是主要收入来源，但目前在建项目较少，安置房业务持续性存在一定不确定性，在建的自营厂房规模较大，未来可提供一定租赁收入，但仍存在较大资金支出压力

跟踪期内公司仍主要从事宿迁市宿城区和经开区内城市基础设施建设、房产销售、厂房租赁、对外投资等业务，主营业务模式未发生变化。2022 年，公司营业收入继续增长，其中建设业务收入仍是主要

⁵资料及数据来自宿城区第六届人民代表大会第二次会议上的政府工作报告。

收入来源，得益于当年结算的基础设施项目较多，建设业务收入同比增加，安置房销售和租赁收入有所下降。

毛利率方面，建设业务采用成本加成的方式，毛利率比较稳定。房地产销售业务因安置房销售价格远低于市价，毛利率依然为负。受部分承租企业经营情况不佳及租金价格下降影响，2022年租赁业务毛利率有所下滑，但得益于安置房亏损减少影响，当年公司销售毛利率有所回升。

表8 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
建设业务	6.79	89.10%	16.58%	5.74	76.28%	16.47%
房产销售业务	0.32	4.20%	-83.60%	1.20	15.94%	-74.05%
租赁业务	0.46	6.08%	78.06%	0.58	7.72%	81.43%
其他业务	0.05	0.61%	4.52%	0.00	0.06%	12.98%
合计	7.62	100.00%	16.04%	7.53	100.00%	7.06%

注：其他业务为厂房出售和部分材料出售业务，2021 年其他业务收入为 48.26 万元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）基础设施工程建设业务

基础设施工程建设业务是公司的主要收入来源，近年营业收入小幅波动，存货中已完工待结算项目仍具一定规模，短期内仍可提供一定收入保障，但目前公司在建的代建项目较少，需关注未来新项目获取情况

公司的基础设施建设业务主要由公司本部负责，具体承担宿迁市宿城区和经开区片区基础设施建设工程的职能。公司与宿城区财政局和江苏城厦建设工程有限公司（以下简称“城厦建设”，系宿城国资中心的全资子公司）签订了委托代建协议，根据协议约定，宿城区财政局和城厦建设委托公司负责建设基础设施项目，承诺在项目竣工验收后，按照委托代建协议约定对项目进行审计决算，确定项目实际投入成本。根据实际投入成本确认的金额120%向公司支付委托建设费用，公司根据委托方出具的工程移交确认书确认收入。

2022年公司代建收入主要来自121省道（宿城段）工程、凤巢农产品智慧广场（城西综合农贸市场）、扬帆大道工程。截至2022年末，存货中已完工待结算项目仍具一定规模，该业务仍具有一定持续性，短期内仍可提供一定收入保障，公司在建的基础设施代建项目主要为朱海·牛角淹生态旅游及水环境修复项目，预计总投资达20.24亿元，尚需投资13.98亿元，存在一定资金支出压力。公司目前在建的代建项目较少，需关注未来新项目获取情况。

（二）安置房业务

2022年公司安置房销售收入受政府安置计划影响有所下降，存量安置房项目较少，该业务持续性存在一定不确定性

公司承担了宿城经开区内的拆迁安置房的建设任务，该业务主要由公司本部负责经营。政府就各个拆迁安置区块单独或合并制定相应拆迁安置办法，确定保障房的安置标准和安置销售价格，公司合法取得保障房项目相关土地产权，经政府批准进行保障房项目投资和建设，委托工程建设单位完成安置房具体建造工作，建设完工达到安置标准后，再根据安置办法将安置房直接出售给拆迁安置户。此外，公司也会从外部购入安置房项目，委托相应施工方进行安置房建设，待项目完工达到安置标准后，由公司根据安置办法将安置房直接出售给拆迁安置户。公司安置房售价低于当地市场房产均价，售价与市场均价差额由政府通过补贴方式进行补偿。

2022年公司房产销售业务主要来自御水佳园小区（自建）和铂金美寓项目（收购）。御水佳园小区位于宿城经济开发区南片区，规划占地面积232亩，总建筑面积23.80万平方米。其中一期总建筑面积13.75万平方米，可安置被征收户居民1,246户，2015年10月已完工并陆续交付用于安置；二期项目总用地面积62.14亩，总建筑面积约为8.29万平方米，拟建设高层、小高层及多层住宅20栋，以及道路、雨污水管网、绿化等附属设施，二期项目预计总投资为4.00亿元，截至2022年末尚在前期手续办理过程中。铂金美寓小区位于耿车镇，东至科苑路，西至科兴路，南至纬四路，北至纬二路，规划占地面积94.60亩，总建筑面积16.37万平方米。其中一期项目为政府所有，公司不确认收入，已完工并用于安置；二期用地面积54.60亩，建筑面积10.76万平方米，主要建设高层、小高层及多层住宅10栋以及其他附属设施，2021年4月已完工并陆续交付。

截至2022年末，公司在建的安置房仅御水佳园二期项目，且存货中待结转安置房规模较小，暂无其他拟建项目，该业务持续性存在一定不确定性。

表9 截至 2022 年末公司安置房销售业务项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	总建筑面积	存货账面价值	2022 年销售收入	2021 年销售收入
御水佳园一期	13.75	2.17	0.11	0.80
铂金美寓二期	10.88	1.75	0.22	0.40

资料来源：公司提供

（三）租赁业务

公司自持租赁物业较多，出租面积继续增加，整体出租率较高，在建厂房规模较大，未来租赁收入有望进一步增长，但存在较大资金支出压力

公司租赁业务主要由公司本部负责，业务模式主要是通过购买或自建方式获得位于宿迁市宿城区及经开区内的物业资产后，进行出租赚取租金收入。近年来，公司租赁业务收入主要来源于西城大厦科技综合体物业出租以及江苏宿城经济开发区电子电器产业园、宿迁激光产业园等园区内的工业厂房的出租。其中宿迁经开区对部分产业园入园企业设置一定准入标准，出租企业需满足管委会设置的进园标准，如投资额需要达到亿元以上，亩均税收达20万等，除此之外，还需符合产业要求，主要以光电、绿色建材等产业为主。

2022年随着自建园区厂房的不断完工，公司物业总出租面积继续增长，2022年受部分承租企业经营情况不佳及租金价格下降影响，当年租赁业务收入、毛利率有所下滑。

截至2022年末，公司主要在建的厂房预计总投资合计为43.45亿元，已投资13.93亿元，尚需投资29.52亿元。整体来看，公司自营租赁物业资产数量较多，出租厂房规模不断增加，出租率较高，在建、拟建的物业规模较大，未来租赁收入有望进一步增长，但仍存在较大资金支出压力。

表10 截至 2022 年末公司主要物业出租情况（单位：万平方米）

名称	已出租面积	出租率
开发区西区	74.67	64.00%
开发区南区	31.99	100.00%
电子电气标准化厂房	15.26	77.10%
智能电网标准化厂房	13.82	80.60%
光电综合体二期	9.79	88.60%
激光产业园 B 区厂房	3.31	38.35%
西城大厦	2.65	68.00%
宿城区宝龙城市广场 6 幢 301 室	0.04	100.00%
合计	151.53	-

资料来源：公司提供

表11 截至 2022 年末公司主要在建厂房情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计已投资
亿茂二期	12.00	2.18
新材料标准化厂房	11.45	3.25
光电综合体三期	5.00	1.90
光电综合体四期	5.00	1.97
牛仔产业园厂房（含江苏德利恒棉业厂房）	5.00	2.34
亿腾厂房	5.00	2.30
合计	43.45	13.93

注：牛仔产业园厂房系江苏德利恒棉业有限公司委托代建。

资料来源：公司提供

公司继续获得较大的外部支持

公司系宿迁市经开区和宿城区基础建设工程、安置房建设等重要的投融资和建设主体，为支持公司城建工程与房地产业务的开展，宿城经开区管委会给予公司大力支持。2022年，公司收到来自于宿城经开区管委会的财政补贴 0.60 亿元，有效提升了公司的利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

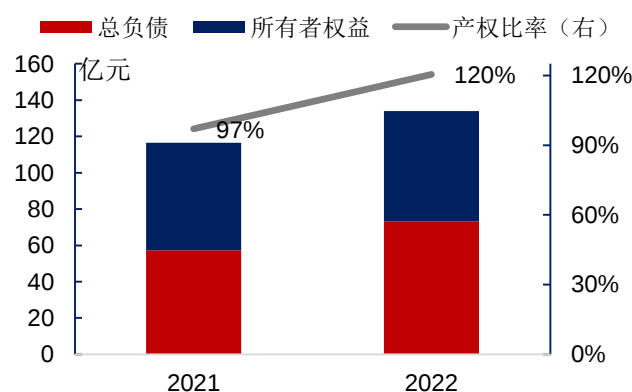
以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并范围未发生变动。

资本实力与资产质量

公司资金仍大量沉淀于投资性房地产、存货和应收款项，投资性房地产受限比例较高，存货变现能力仍较弱，应收款项回款风险较小，但规模仍较大、回收时间存在一定不确定性，对公司营运资金形成较大占用，公司整体资产流动性仍偏弱

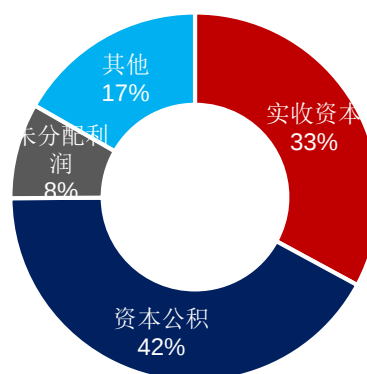
2022年公司资本公积未发生变动，所有者权益小幅增长主要来自其他综合收益及未分配利润增加，同期随着融资规模扩大，公司总负债快速增长，从而使得产权比率有所提升，公司净资产对总负债的覆盖程度下降。截至2022年末，公司净资产以资本公积和实收资本为主，主要来自宿城区财政局资本注入。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 3 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年末公司资产仍以流动资产为主，但资金大量沉淀于投资性房地产、其他应收款和存货中，三者在总资产中合计占比仍在80%以上。2022年随着光电综合体二三期、纳米新材料、亿茂二期的厂房及凤巢置业门面房陆续建成出租，公司投资性房地产规模大幅增长。截至2022年末，公司投资性房地产主要由西城大厦及各类园区的厂房构成，是公司最核心的资产，采用公允价值模式进行后续计量，每年租金可为公司带来一定现金流。2022年末投资性房地产中土地均为出让性质的工业用地，均已办理权证，当年末抵押受限的投资性房地产共25.92亿元，受限比率为64.79%较高。

公司存货主要为代建工程、安置房的开发成本及自建厂房形成的开发产品，随着项目结算及厂房完工后转入投资性房地产，2022年公司存货规模有所下降。截至2022年末，公司存货无抵押受限情况，但代建项目结算受政府资金安排影响，回款时间存在不确定性，自建厂房完工后出租投资回收期较长，整体来看公司存货变现能力较弱。

公司其他应收款主要系应收当地政府单位及国企的往来款，回款风险较小，截至2022年末，公司其他应收款前五大欠款方余额合计占比为85.79%，集中度较高。此外，2022年末应收民企江苏省佳利实业发展有限公司192.15万元，该公司已破产注销，公司已单项全额计提减值准备。2022年末公司应收账款主要系应收宿城经开区管委会、城厦建设的项目工程款。整体来看，公司应收款项回款风险总体可控，但规模较大、回收时间存在一定不确定性，对公司营运资金形成较大占用。2022年末公司账面留存货币资金规模仍较小，受限比例为65.66%，主要系用于担保的定期存款或通知存款。

2022年末，公司长期股权投资主要系对江苏那米之家科技有限公司、江苏省吴中宿城工业园开发有限公司、宿迁国际汽车城产业发展有限公司、江苏先进光源技术研究院有限公司4家联营公司的投资，收益较低，当年按权益法确认小额净损失。2022年末公司其他权益工具投资系对宿迁粮食物流发展有限公司、中电建江苏激光智造发展有限公司的投资，2022年末其他非流动金融资产系对4家产业基金的投资（原列示在其他权益工具投资），尚未见到明显收益，公司不确认权益工具的公允价值变动。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.11	3.07%	3.71	3.18%
应收账款	10.73	8.01%	3.37	2.89%
其他应收款	39.47	29.47%	35.06	30.11%
存货	34.18	25.51%	37.40	32.12%
流动资产合计	88.54	66.10%	79.72	68.46%
其他权益工具投资	1.28	0.96%	2.62	2.25%
其他非流动金融资产	1.32	0.98%	0.00	0.00%
长期股权投资	1.62	1.21%	1.59	1.37%
投资性房地产	40.01	29.86%	31.62	27.15%
非流动资产合计	45.42	33.90%	36.72	31.54%
资产总计	133.96	100.00%	116.44	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入继续增长，建设业务收入仍为主要收入来源，但存在增收不增利的情况，2022年因首次发债财务费用、管理费用大幅增长，一定程度侵蚀公司盈利，政府补助对利润贡献仍较大

2022年公司营业收入继续增长，主要仍来源于宿迁市宿城经开区和宿城区范围内的基础设施建设、安置房销售和厂房租赁等业务，但增收不增利，营业利润有所下降，主要系当年首次发行企业债，管理费用（主要为咨询费）、财务费用大幅增长。

毛利率方面，基础设施建设业务因采用成本加成的结算模式，毛利率波动不大。安置房售价远低于市场价格，其毛利率仍为负。截至2022年末公司虽然存货中已完工未结转的代建项目尚有一定规模，但

在建的基础设施代建项目较少，需关注该业务未来长期持续性，自持物业出租年收益率较低、投资回收期长，租金收入受招商引资企业落地及经营情况影响较大。

公司的其他收益主要为政府补助，2022年其他收益占利润总额的比重为61.71%，对公司利润贡献仍较大。

表13 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022 年	2021 年
营业收入	7.62	7.53
营业利润	0.96	1.23
其他收益	0.60	1.23
利润总额	0.97	1.24
销售毛利率	16.04%	7.06%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司债务规模大幅增长，非标融资占比仍较高，综合融资成本仍较高，盈利回款能力仍偏弱，举债投建自营项目推高债务规模，日常账面维持的现金类资产仍较少，再融资能力尚可，但融资弹性一般，整体偿债压力依然较大

2022年公司债务规模大幅增长，主要系长期借款大幅增加及新发行8.00亿元企业债所致，公司债务结构也由此转为以长期债务为主。具体债务类别上看，截至2022年末，公司融资以银行借款和非标融资为主，存量债券仅2022发行的7年期8.00亿元22宿迁宿城债一支。截至2022年末，公司银行借款主要为国开行、四大行及城商行对公司新建厂房的项目贷，期限较长，大部分到期时间在三年以上，流贷规模不大。截至2022年末，公司非标规模较大，在总融资中占比超三成，主要为融资租赁、小额贷款及4笔定融产品，期限以2-3年期为主，主要列示在长期应付款及其他应付款科目中，未见有成本明显高出市场水平的非标融资，但较高的非标占比大幅拉升了公司平均融资成本。

表14 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	融资成本	融资余额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行借款	3.00%-7.80%	23.26	8.19	-	-	15.07
债券融资	5.70%	8.00	-	-	-	8.00
非标融资	5.80%-8.50%	15.09	3.60	7.54	3.95	-
合计		46.34	11.79	7.54	3.95	23.07

注：不含应付票据

资料来源：公司提供

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比

短期借款	7.24	9.89%	7.21	12.57%
应付票据	2.75	3.75%	2.71	4.73%
其他应付款	18.12	24.77%	24.98	43.57%
一年内到期的非流动负债	3.66	5.00%	1.44	2.51%
流动负债合计	36.24	49.53%	40.77	71.11%
长期借款	18.24	24.93%	9.82	17.12%
应付债券	7.93	10.83%	0.00	0.00%
长期应付款	7.58	10.36%	3.89	6.78%
非流动负债合计	36.93	50.47%	16.56	28.89%
负债合计	73.18	100.00%	57.33	100.00%
总债务	49.06	67.04%	34.21	59.67%
其中：短期债务	15.31	20.92%	20.50	35.76%
长期债务	33.75	46.12%	13.71	23.91%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年随着公司融资规模的扩大，公司资产负债率进一步提高，利息支出的增加及营业利润的持续下滑导致公司EBITDA利息保障倍数进一步下降，息税折旧摊销前利润对利息支出的保障程度仍较低。虽然2022年公司债务结构有所改善，短期债务规模不断下降，但由于账面现金类资产规模较小，2022年末公司现金短期债务比指标表现依然欠佳。2022年公司经营现金流大幅净流出，经营活动无法提供盈余现金，项目投资仍依赖外部融资。截至2022年末，公司获得银行授信总额为67.74亿元，尚未使用授信额度为46.07亿元，主要系项目贷授信，其中国开行、农发行授信规模较大，因项目尚未开工，故尚未提款。

整体来看，公司盈利回款能力仍偏弱，举债投建自营项目推高债务规模，日常账面维持的现金类资产仍较少，综合融资成本仍较高，考虑到地区债务率水平尚能新发债券补流、公司在手自营项目及尚未使用授信额度较多，公司再融资能力尚可，但融资弹性一般，整体偿债压力依然较大。

表16 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	54.63%	49.23%
现金短期债务比	0.27	0.18
EBITDA 利息保障倍数	0.38	0.58

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生负面影响

环境方面，根据《宿迁市城区开发投资有限公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放、废水、废弃物排放而受到政府部门处罚的情形。

社会方面，根据《宿迁市城区开发投资有限公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，公司根据《中华人民共和国公司法》等有关法律、法规制定了《公司章程》，并按照现代企业制度建立了公司的法人治理结构和内部控制制度，公司组织结构图如附录三所示。根据《宿迁市城区开发投资有限公司关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。2022年3月23日，法定代表人变更为张智刚。2022年4月29日，法定代表人变更为杨望。

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（2023年5月16日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外提供担保金额为13.86亿元，占同期末净资产比重为22.79%。被担保方企业主要为地方国有企业，公司对外担保金额较大，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表17 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额（万元）	担保到期日
宿迁市兴园管理服务有限公司	9,300.00	2024/9/20
宿迁市耿车循环经济产业园投资发展有限公司	7,475.00	2031/9/18
宿迁市创达建设有限公司	7,400.00	2023/6/23
宿迁市创达建设有限公司	5,975.00	2023/8/14
宿迁市创达建设有限公司	4,000.00	2023/3/23
宿迁市耿车循环经济产业园投资发展有限公司	3,000.00	2023/6/23
宿迁粮食物流发展有限公司	1,000.00	2023/6/23
江苏众安建设投资（集团）有限公司	1,000.00	2031/9/18
江苏润民环境集团有限公司	1,900.00	2023/8/14
宿迁市运河港区开发集团有限公司	53,500.00	2030/6/28
宿迁市运河港区开发集团有限公司	12,000.00	2025/9/8

江苏润民环境集团有限公司	10,650.00	2036/6/20
宿迁市运河港区开发集团有限公司	6,800.00	2036/6/20
宿迁市兴园管理服务有限公司	5,000.00	2023/3/27
宿迁市国盛贸易有限公司	3,050.00	2036/6/20
宿迁市上园园林绿化有限公司	3,000.00	2034/11/17
江苏循颂建设有限公司	2,500.00	2023/8/30
宿迁市国盛贸易有限公司	1,000.00	2023/2/7
合计	138,550.00	

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是宿城区及宿城经开区重要的基础设施建设及国有资产运营平台，宿城区人民政府间接持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，宿城区人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与宿城区人民政府的联系非常紧密。宿城区人民政府间接持有公司100%股权，没有迹象表明政府会在可预见的未来降低持股比例；宿城区人民政府对公司经营战略、重大项目投融资、人员任命有绝对影响力；公司业务基本来源于政府及其相关单位；但近年来公司补贴及资产注入大部分来自宿城经开区管委会；展望未来，公司与政府的联系将比较稳定。

（2）公司对宿城区人民政府非常重要。公司最主要的目标是提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，在宿城区及宿城经开区的基础设施建设、安置房和园区开发方面对当地政府贡献很大，但非宿城区最大最核心的平台，政府在付出一定努力及成本下是可以取代公司的，公司已发行过债券，公司违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、债券偿还保障分析

江苏再担保经营状况良好，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的安全性

本期债券由江苏再担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保人保证的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，保证期间为本期债券存续期间及债券到期之日起两年。本期债券持有人在此期间未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

江苏再担保原名江苏省信用再担保有限公司，成立于2009年12月，初始注册资本为30亿元，是江苏省人民政府牵头组建的省属再担保机构。2019年12月，江苏省人民政府将其持有江苏再担保的全部股权

无偿划转至江苏省财政厅。经过多次增资扩股和股权变更，截至2021年末，江苏再担保注册资本和实收资本均为98.98亿元。2022年江苏省财政厅以及江苏金信金融控股集团有限公司等2家省内国有企业以基金份额和现金出资等方式合计对江苏再担保增资17.86亿元，其中12.72亿元计入注册资本，剩余以资本溢价形式计入资本公积，截至2022年末江苏再担保注册资本为108.70亿元，实收资本为111.69亿元，其中2.99亿元尚未进行工商变更。江苏再担保控股股东和实际控制人均为江苏省财政厅，其持股比例为27.73%，其他股东主要为江苏省各级地方政府和国有企业。

表18 截至 2022 年末江苏再担保前十大股东情况

股东名称	出资额（万元）	持股比例
江苏省财政厅	309,743.12	27.73%
江苏省国信集团有限公司	44,000.00	3.94%
江苏国经控股集团有限公司	33,000.00	2.95%
常高新集团有限公司	33,000.00	2.95%
启东国有资产投资控股有限公司	33,000.00	2.95%
宿迁市人民政府	27,522.94	2.46%
丹阳市鑫盛产业集团有限公司	22,000.00	1.97%
扬州市邗江区人民政府国有资产监督管理办公室	22,000.00	1.97%
扬州广陵国有资产投资运营有限公司	22,000.00	1.97%
如皋市人民政府	22,000.00	1.97%
合计	568,266.06	50.88%

资料来源：江苏再担保 2022 年审计报告，中证鹏元整理

江苏再担保作为江苏省财政厅直接管理的省级再担保机构，主要在江苏省内经营直接担保、再担保、投资、融资租赁、小额贷款和典当等业务，其子公司江苏省融资再担保有限责任公司（以下简称“江苏融资再担”）承担着构建完善江苏省政府性融资担保体系的职能。江苏再担保的担保业务包括直接担保业务和再担保业务，客户主要集中于江苏省内，受益于江苏省经济发展情况良好，江苏再担保的担保业务承接情况较好，特别是直接担保业务规模不断增长。截至 2021 年末，江苏再担保的担保余额为 1,813.91 亿元，其中融资担保业务余额和再担保业务余额分别为 1,212.10 亿元和 582.94 亿元；分别占期末担保余额的 66.82%和 32.14%。

表19 江苏再担保的担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年
当期担保发生额	1,300.42	1,221.50
当期解除担保额	1,066.09	1,056.62
期末担保余额	1,813.91	1,579.59
其中：融资担保余额	1,212.10	1,031.79
直接融资担保余额	794.60	628.90
间接融资担保余额	388.42	385.72
再担保余额	582.94	542.46

非融资担保余额	18.88	5.34
融资担保责任余额*	789.04	626.99
融资担保责任余额放大倍数*	7.78	7.31

*均不含再担保业务，为母公司口径。

资料来源：江苏再担保提供，中证鹏元整理

江苏再担保直接融资担保业务主要为债券担保，重点服务于江苏省内城投类企业的资本市场融资。近年来，江苏再担保直接融资担保业务保持较快发展，截至2021年末江苏再担保直接融资担保业务余额为794.60亿元，同比增长26.35%，占期末融资担保余额的65.56%，被担保企业主体信用级别均在AA级及以上。近年来江苏再担保持续优化间接融资担保业务结构，收缩大额贷款担保业务的同时，加快发展创新业务和产品，并推动普惠类贷款担保业务发展。2020年以来，江苏再担保相继推出了“增额保”、“鑫科保”、“泰信保”、“信保贷”、“东吴贷”等普惠类以及科创类担保产品。截至2021年末江苏再担保间接融资担保余额为388.42亿元，同比增长0.70%。

2020年以来，为更好的对接国家担保基金业务，公司逐步将本部再担保业务转移至子公司江苏融资再担进行统一管理。截至2021年末江苏融资再担的再担保业务已实现江苏省13个地级市的全覆盖。近年来国担基金对江苏再担保的授信额度逐步追加，截至2021年末国担基金的授信额度增至1,180亿元。目前，公司再担保业务主要包括风险补偿、风险分担和比例再担保三种模式。2021年末江苏再担保的再担保余额为582.94亿元，较2020年末增长7.46%，其中比例再担保模式和风险补偿模式下的再担保余额分别为424.54亿元和158.33亿元，分别占比72.83%和27.16%。

2021年江苏再担保当期担保代偿额为2.26亿元，同比增加64.96%；当期担保代偿率为0.21%。从代偿回收情况看，截至2021年末累计代偿回收率为33.79%，较2020年末下降4.89个百分点。在宏观经济增速放缓等外部因素影响下，需持续关注担保项目的风险代偿及回收情况。

为提升资金利用效率和收益，江苏再担保在兼顾资产安全性和流动性的前提下开展投资业务，江苏再担保资金业务主要包括银行理财、委托贷款、权益投资和信托及债权投资，另有部分债券和不良债权投资。近年来江苏再担保投资资产规模快速上升，截至2022年末投资资产合计156.45亿元，其中银行理财、委托贷款以及债权类投资分别占比28.27%、26.21%和25.37%。

得益于资本的持续注入，近年来江苏再担保总资产规模快速增长，截至2022年末总资产规模为333.33亿元，较2021年末增长25.86%。江苏再担保资产主要由货币资金、投资资产、发放贷款与垫款和应收融资租赁款构成。截至2022年末，江苏再担保的货币资金为46.23亿元，其中受限资金为3.74亿元，主要因质押、保理以及拟用于代偿项目而受限。截至2022年末，江苏再担保投资资产为156.45亿元，主要包括银行理财、委托贷款以及债权类投资，占投资资产的比例分别为28.27%、26.21%和25.37%。整体来看江苏再担保投资资产规模较大，对盈利提供了显著帮助，但需关注投资业务面临的信用以及市场等风险。近年来江苏再担保小额贷款及典当业务快速发展，截至2022年末，江苏再担保发放贷款及垫款净额为36.56亿元，同比增加38.20%，主要为通过子公司江苏信保科技小额贷款股份有限公司（以下简称“信保科贷”）发放的贷款及垫款，占比为98.81%。信保科贷按照风险特征对贷款业务进行风险五级

分类，截至2022年末信保科贷发放的贷款及垫款不良率为1.09%，处于较低水平。截至2022年末，江苏再担保应收融资租赁款余额为80.70亿元，同比增长37.16%，并根据融资租赁业务风险情况合计计提减值准备1.14亿元。在宏观经济增长承压的背景下，江苏再担保的融资租赁资产质量需持续关注。

江苏再担保负债构成主要以长、短期债务和应付债券为主，截至2022年末，江苏再担保负债合计142.44亿元，较2021年末增长34.07%，主要系融资租赁业务规模增长带动总债务规模增长所致。2022年随着新增担保业务规模大幅上升，江苏再担保计提的未到期责任准备金和担保赔偿准备金规模显著增长，2022年末未到期责任准备金和担保赔偿准备金分别为8.96亿元和27.80亿元，同比分别增长19.36%和53.24%。得益于增资扩股、永续债发行和经营积累，江苏再担保净资产规模持续增长，截至2022年末所有者权益190.89亿元，较2021年末增长20.36%，其中实收资本111.69亿元，较2021年末增长12.84%。

得益于业务规模快速扩张，江苏再担保收入和利润规模均持续增长，2022年江苏再担保营业总收入为27.71亿元，同比增长22.50%；实现净利润9.45亿元，同比增长30.66%。2022年江苏再担保计提资产减值损失0.11亿元，较上年下降0.79亿元。近年来江苏再担保营业利润、利润总额、净利润均持续增长，2022年江苏再担保净资产收益率同比有所提升，整体盈利能力有所增强。

表20 江苏再担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
资产总额	333.33	264.83	223.4
货币资金	46.23	37.93	62.13
应收代偿款	3.65	3.00	5.06
所有者权益合计	190.89	158.59	136.36
营业总收入	27.71	22.62	21.57
净利润	9.45	7.23	5.47
净资产收益率	5.41%	4.90%	4.54%
累计担保代偿率*	-	0.21%	0.20%
累计代偿回收率*	-	33.79%	38.68%
拨备覆盖率	1,013.14%	632.11%	434.77%

注：*均不含再担保业务，为母公司口径

资料来源：江苏再担保 2020-2022 年审计报告及江苏再担保提供，中证鹏元整理

从外部支持来看，江苏再担保的控股股东和实际控制人为江苏省财政厅，近年来在江苏省内重点项目融资、普惠金融以及扶持省内实体经济发展等方面发挥了重要作用，同时子公司江苏融资再担保承担着构建完善江苏省政府性融资担保体系的政策职能。基于上述职能及地位重要性，江苏再担保在资本补充、业务拓展、政策支持等方面获得江苏省政府和地方各级政府的有力支持。近年来多次获得多家国资股东的增资，实收资本从最初的10.00亿元增加到2022年末的111.69亿元，资本实力持续增强。

综上，江苏再担保在江苏省内具有较重要的职能定位，在资本补充、业务拓展及政策支持等方面获得江苏省政府和地方各级政府的有力支持；同时江苏再担保资本实力强、业务发展稳健、近年来营业收入和净利润保持增长态势，且现金类资产规模较大，对其代偿能力提供了重要保障；同时中证鹏元也注意到在宏观经济增长承压的背景下，江苏再担保面临的代偿风险以及代偿款的回收风险或将有所增加；

随着融资租赁业务规模的持续增长，融资租赁资产质量需要持续关注等风险因素。

经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性。

十、结论

公司是宿迁市宿城区及宿城经开区重要的基础设施建设及国有资产运营平台，所在宿城区形成了以纺织服装、绿色建材、激光光电三大产业为支柱，新材料、新能源、新一代信息技术、医药健康四大产业为先导的工业产业，工业经济发展较好，出口有力拉动了经济增长，虽然公司安置房业务持续性存在不确定性，自建厂房未来资金支出压力较大，资金仍大量沉淀于投资性房地产、存货和应收款项，资产流动性仍偏弱，债务规模快速增长，非标融资占比仍较高，现金流表现欠佳，整体偿债压力依然较大，且存在一定或有负债风险，但公司代建业务仍具有一定持续性，大力开发自营厂房，租赁业务持续性较好，且继续获得较大的外部。整体来看，公司整体抗风险能力尚可。此外，江苏再担保提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性。

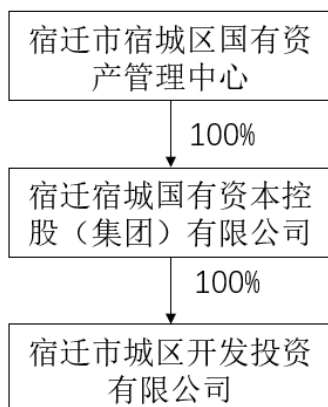
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“22宿城债/22宿迁宿城债”的信用等级为AAA。

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：亿元）	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	4.11	3.71	3.15
其他应收款	39.47	35.06	18.01
存货	34.18	37.40	38.24
流动资产合计	88.54	79.72	69.20
投资性房地产	40.01	31.62	28.24
非流动资产合计	45.42	36.72	32.54
资产总计	133.96	116.44	101.74
短期借款	7.24	7.21	5.83
其他应付款	18.12	24.98	16.31
一年内到期的非流动负债	3.66	1.44	4.86
流动负债合计	36.24	40.77	32.67
长期借款	18.24	9.82	5.46
应付债券	7.93	0.00	0.00
长期应付款	7.58	3.89	3.37
非流动负债合计	36.93	16.56	11.59
负债合计	73.18	57.33	44.26
其中：短期债务	15.31	20.50	22.73
总债务	49.06	34.21	31.56
所有者权益	60.78	59.11	57.47
营业收入	7.62	7.53	6.51
营业利润	0.96	1.23	1.69
其他收益	0.60	1.23	0.68
利润总额	0.97	1.24	1.69
经营活动产生的现金流量净额	-12.77	0.99	-7.98
投资活动产生的现金流量净额	-6.68	-3.11	-3.89
筹资活动产生的现金流量净额	18.56	3.58	12.50
财务指标	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	16.04%	7.06%	18.03%
资产负债率	54.63%	49.23%	43.51%
短期债务/总债务	31.20%	59.93%	72.02%
现金短期债务比	0.27	0.18	0.14
EBITDA（亿元）	1.13	1.28	1.70
EBITDA 利息保障倍数	0.38	0.58	0.88

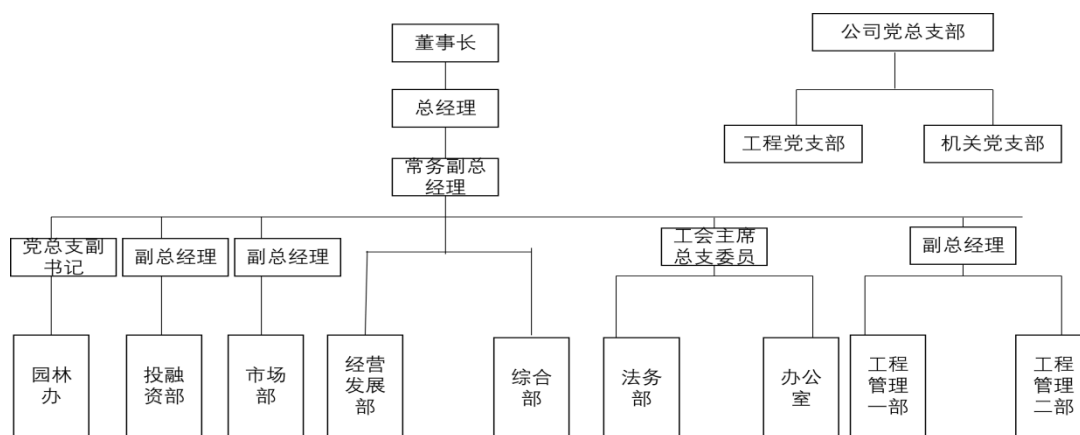
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 5 月末）



资料来源：公开资料

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

序号	企业名称	业务性质	注册资本	持股比例	级次
1	宿迁朗园贸易有限公司	贸易	1,000.00	95%	一级
2	宿迁沃园贸易有限公司	贸易	5,000.00	100%	一级
3	宿迁市先进牛仔产业发展有限公司	服装产业领域内的建设、运营及管理 等。	10,000.00	51%	一级
4	江苏梦润建设有限公司	建设工程施工等	2,499.00	51%	一级
5	江苏那米新材料科技有限公司	货物、技术进出口、各类工程建设活 动、投资活动、园区管理服务等	100,000.00	100%	一级
6	宿迁亿腾实业建设有限公司	建设工程施工等	50,000.00	100%	一级
7	宿迁市亿勋建设有限公司	建设工程施工、物业管理等	100,000.00	100%	一级
8	江苏亿兴科技有限公司	室内环境检测、各类工程建设活动、 日用口罩（非医用）生产及零售等	22,000.00	99%	一级
9	宿迁润园建设有限公司	建设工程施工等	500.00	100%	二级

资料来源：公司 2022 年审计报告

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

附录六 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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。