



内部编号: 2024060483

睢宁县润企投资有限公司及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告

项目负责人: 周文哲  zwz@shxsj.com
项目组成员: 吴晓丽  wxl@shxsj.com
评级总监: 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.

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。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

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。本次跟踪评级的上一次债券（跟踪）评级有效期为上一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

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、出售或以其他方式外传。

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。

评级概要

编号：【新世纪跟踪（2024）100375】

评级对象： 睢宁县润企投资有限公司及其发行的公开发行债券

	17 睢宁润企债	23 睢宁润企债 01	23 睢宁润企债 02
主体/展望/债项/评级时间			
本次跟踪：	AA/稳定/AA/2024 年 6 月 27 日	AA/稳定/AAA/2024 年 6 月 27 日	AA/稳定/AAA/2024 年 6 月 27 日
前次跟踪：	AA/稳定/AA/2023 年 6 月 13 日	AA/稳定/AAA/2023 年 6 月 13 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	AA/稳定/AAA/2023 年 6 月 1 日

评级观点

主要优势：

- 业务地位较突出。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。
- 股东支持。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。
- 23 睢宁润企债 01 与 23 睢宁润企债 02 担保增信。跟踪期内中投保为 23 睢宁润企债 01 和湖北省担保为 23 睢宁润企债 02 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：

- 代建项目回款压力。睢宁润企委托代建项目主要由地方政府安排资金回款，资金回笼周期长。
- 资产流动性较弱。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。
- 债务持续增长，偿付压力较重。近年来睢宁润企债务融资规模不断增长并累积到一定规模，公司偿债压力较重，或持续面临债务滚续压力。
- 盈利对非经营性收益依赖度高。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。
- 或有损失风险。睢宁润企对外担保金额较大，面临较大的或有损失风险。

评级结论

通过对睢宁润企及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级；认为 17 睢宁润企债还本付息安全性很强，并维持该债券 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，并维持该债券 AAA 信用等级；23 睢宁润企债 02 由湖北省担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，并维持该债券 AAA 信用等级。

未来展望

本评级机构预计睢宁润企信用质量在未来 12 个月持稳，维持其主体信用评级展望为稳定。

主要财务数据及指标

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度
发行人母公司口径数据：				
货币资金[亿元]	7.46	2.28	11.13	13.45
刚性债务[亿元]	50.49	43.93	53.53	54.42
所有者权益[亿元]	96.10	102.60	115.54	115.38

主要财务数据及指标				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度
经营性现金净流入量[亿元]	11.65	-1.78	1.90	2.46
发行人合并口径数据及指标:				
总资产[亿元]	465.03	489.80	581.19	597.58
总负债[亿元]	302.07	317.94	377.06	393.45
刚性债务[亿元]	210.62	188.65	241.32	266.67
所有者权益[亿元]	162.97	171.86	204.13	204.13
营业收入[亿元]	21.77	20.37	23.47	2.24
净利润[亿元]	4.60	3.00	1.78	0.00
经营性现金净流入量[亿元]	7.74	7.40	1.90	-14.53
EBITDA[亿元]	9.17	6.66	5.21	—
资产负债率[%]	64.96	64.91	64.88	65.84
权益资本/刚性债务[%]	77.37	91.10	84.59	76.55
长短期债务比[%]	106.40	70.87	126.51	158.19
短期刚性债务现金覆盖率[%]	65.49	31.85	52.35	73.11
EBITDA/利息支出[倍]	0.92	0.70	0.45	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.03	0.02	—
中投保合并口径数据及指标:				
	2021 年	2022 年	2023 年	
总资产[亿元]	262.56	279.76	275.47	
所有者权益[亿元]	111.35	109.42	110.93	
融资性担保责任余额[亿元]	634.62	827.82	902.10	
融资性担保责任放大倍数[倍]	4.53	5.37	5.23	
累计担保代偿率[%]	0.00	0.38	0.78	
湖北省担保合并口径数据及指标:				
	2021 年	2022 年	2023 年	
总资产[亿元]	150.46	183.19	195.71	
所有者权益[亿元]	119.83	133.64	155.46	
融资性担保责任余额[亿元]	397.43	542.51	694.89	
融资性担保责任放大倍数[倍]	4.17	4.64	4.91	
累计担保代偿率[%]	0.50	0.48	0.73	

注：发行人数据根据唯宁润企经审计的 2021-2023 年及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算；中投保数据根据中投保经审计的 2021-2023 年财务数据整理、计算；湖北省担保数据根据湖北省担保经审计的 2021-2023 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：城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）			
评级要素		结果	
个体信用	业务风险	3	
	财务风险	4	
	初始信用级别		a ⁺
	调整因素	合计调整（子级数量）	/
		其中：①ESG 因素	/
		②表外因素	/
		③业务持续性	/
④其他因素	/		
个体信用级别		a ⁺	
外部支持	支持因素	+2	
主体信用级别		AA	

调整因素：（/）

支持因素：（+2）

公司为唯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。

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、2023 年第一期睢宁县润企投资有限公司公司债券和 2023 年第二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”和“23 睢宁润企债 02”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据睢宁县润企投资有限公司（简称“睢宁润企”）提供的经审计的 2023 年财务报表、未经审计的 2024 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 2020-2023 年累计偿还本金 6.72 亿元，截至 2024 年 3 月末待偿还本金为 1.68 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 年末，23 睢宁润企债 01 所募资金均已使用。

经发改委发改企业债券[2023]21 号文核准，该公司于 2023 年 9 月发行了 23 睢宁润企债 02，发行规模为 10.00 亿元，期限为 7 年，发行利率为 5.00%。23 睢宁润企债 02 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 02 由湖北省融资担保集团有限责任公司（简称“湖北省担保”）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一期项目和补充公司营运资金。截至 2023 年末，23 睢宁润企债 02 所募资金均已使用。

数据基础

本评级报告的数据来自于该公司提供的 2021-2023 年财务报表及 2024 年第一季度财务报表，以及相关经营数据。中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2021-2023 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。

2022 年该公司收购子公司 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 15 家。2023 年公司新并入子公司 5 家，通过收购股权方式将徐州润友印业有限公司（简称“润友印业”）和江苏润城文旅发展有限公司（简称“润城文旅”）纳入合并范围，注销子公司 5 家，当年末公司合并范围内一级子公司共 17 家。

业务

睢宁县处于徐州市东南部，徐连经济带的中心区域，是传统农业大县，近年来经济保持增长。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，总体面临一定资金平衡压力。公司其他业务涉及工程施工、粮食销售、材料销售、有限电视、供热等，对收入可形成一定补充。

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2024 年第一季度，全球经济景气度和贸易活动有所好转，经济体间的分化持续。经济增长与通胀压力的差异或促使欧洲央行较美联储更早开启降息，日本央行退出负利率政策在短期内的影响有限；持续攀升的债务规模推升风险，特别是在强势美元与利率高位的背景下，发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率提升值得期待，而供应链体系的区域化转变、保护主义盛行、地缘冲突多发等将带来负面影响。

我国经济平稳开局，为实现全年增长目标打下良好基础，但仍面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。就业形势总体平稳，价格水平在低位运行。服务业生产活动受高基数影响增速放缓；工业生产稳步提升，企业经营绩效边际改善，其中有色、化工及电子信息制造表现相对较好。消费增速回落，维持服务消费强、商品消费偏弱的格局，促消费政策的成效有待释放；制造业、基建投资增速均回升，房地产投资继续收缩；出口改善的持续性有待观察，对美欧日出口降幅明显收窄，对“一带一路”沿线国家和地区的出口表现相对较好。内外利差较大促使人民币对美元面临阶段性贬值压力，但人民币对一篮子货币有效汇率基本稳定，境外机构对境内股票、债券投资规模增加。

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；短期内宏观政策将维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。我国积极的财政政策适度加力、提质增效，财政支出节奏较上年加快，专项债及超长期国债等财政资金将有力地发挥带动作用；稳健货币政策灵活适度、精准有效，保持流动性合理充裕，央行在通过降准、“降息”促进社会综合融资成本稳中有降的同时，运用抵押补充贷款、再贷款等多种政策组合积极配合“三大工程”建设以及大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案。

经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计 2024 年我国经济增速有所放缓；基数效应的褪去及居民大额商品的消费意愿不足导致消费增速回落；制造业投资保持较快增长，基建投资稳增长的功能持续，房地产业投资依旧低迷；出口表现仍具不确定性，价格回升和海外制造业补库或带动出口增速有所提高。在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

(2) 行业因素

在我国基础设施建设快速推进的过程中，城投企业作为其中的主要参与者，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。而后，政府隐性债务的管理及化解也被提上日程。坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量成为地方债务风险管控的主基调，也是城投债务管控的主导方向。一方面，地方政府通过城投新增融资的行为受限，城投企业融资环境总体趋严；但另一方面，基础设施建设在稳增长中的作用仍受到肯定，存量融资的接续工作始终受到重视，政策端为隐性债务周转仍留有空间。

主要受房地产及土地市场行情下滑，公共卫生支出等需求扩大影响，地方财政给予城投的回款进度放缓，城投企业债务周转压力有所加大。短期内，金融资源化债是相对主要且有效的化债方式，尤其在中央提出制定实施一揽子化债方案后，地方积极落实响应，特殊再融资债券等化债措施较快落实，此外政策端有意引导商业银行参与化债，央行也表示必要时对债务负担相对较重的地区提供应急流动性支持。短期内化债求稳的政策意图相对明确，城投债务周转的安全性预期得到加强。

政策导向支持地方政府通过并购重组、注入资产等方式，逐步剥离融资平台政府融资功能，转型为市场化企业。中期来看，政府投资带动作用仍被强调，保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设属需积极推动的领域，数字经济、先进制造业和现代服务业等相关服务于区域经济转型的引导性投资列于重要地位。在企业与政府推行市场化合作的基础上，相关基础设施和重大项目建设有望持续获得金融支持。与此同时，地方的化债进程将持续推进，在已明确的分级责任机制下，自上而下的债务管控持续严格，高层级平台的统筹职能或被加强，低层级平台融资自主性或受考验。

长期来看，无实业支撑的投融资平台的发展空间受限，城投企业需提高自身收入及资产质量以保障可持续经营

能力，其可通过参与城市运营、提供城市服务、进行产业投资等获取市场化现金流，并逐步化解存量债务。城市服务收入的规模化与经济化，产业对基建的反哺对区域的经济水平、资源禀赋、人口集聚等具有较高要求，各地城投转型资源条件存在较大差异。从全国范围来看，由于各地资源禀赋和经济发展水平不同，城投转型也将呈现差异化特征。

(3) 区域因素

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 1,769 平方公里。睢宁县下辖 15 个镇、3 个街道、2 个省级开发区，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。2021-2023 年，该县实现地区生产总值分别为 675.81 亿元、682.56 亿元和 707.89 亿元，同比分别增长 8.7%、0.40% 和 7.2%。农业方面，2023 年该县粮食稳产丰收，实现面积、总产“双增”，全年粮食作物播种面积 220.7 万亩，比上年增加 0.7 万亩；总产量 94.9 万吨，比上年增加 0.6 万吨，实现“二十连丰”。工业方面，2023 年该县规上工业总产值 352 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（简称“2+3”产业），2023 年全县“2+3”产业总产值 253 亿元，占规上工业总产值比重达 72%，具体看，2023 年全县高端纺织服饰行业产值为 87.1 亿元，电商家居网络交易额 150 亿元，电商家居销售额位居全国县域第四；三大新兴特色产业产值增速呈两位数增长。2021-2023 年，该县固定资产投资同比分别增长 8.8%、7.0% 和 5.4%，其中工业投资占比逾五成。

图表 1. 睢宁县主要经济数据

指标	2021 年		2022 年		2023 年	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值	675.81	8.7	682.56	0.4	707.89	7.2
人均地区生产总值	6.21	—	6.27	—	6.61	—
人均地区生产总值倍数 (倍) ¹	0.76	—	0.73	—	0.74	—
工业增加值 (亿元)	—	—	188.45	—	205.60	9.1
全社会固定资产投资 (亿元)	—	8.80	—	7.00	332.50	5.40
社会消费品零售总额 (亿元)	517.50	22.6	464.80	-10.18	499.90	7.6
进出口总额 (亿元)	64.00	2.2	72.00	12.50	35.00	-46.3
三次产业结构	16.8:40.1:43.1		17.2:39.4:43.4		23.8:35.1:41.1	
城镇居民人均可支配收入 (万元)	3.38	-	3.51	-	3.69	-

注：①根据睢宁县历年国民经济和社会发展统计公报及睢宁润企提供数据整理；②2022 年社会消费品零售总额增速、工业增加值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；③人均地区生产总值按照常住人口计算。

房地产市场方面，根据 DM 数据，2021-2023 年睢宁县新房住宅平均报价分别为 6,327 元/平方米、6,207 元/平方米和 7,098 元/平方米，2021-2022 年价格相对平稳，2023 年四季度价格有较大幅度提升并带动全年均价抬升；同期该县二手房挂牌均价分别为 7,144 元/平方米、7,045 元/平方米和 7,225 元/平方米，呈一定波动。

土地市场方面，2021 年睢宁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。2023 年因住宅用地和商办用地成交量的上升，带动总体土地出让金规模同比有所增加，住宅用地出让楼面均价同比则呈明显下降。

图表 2. 睢宁县土地市场交易情况

指标	2021 年	2022 年	2023 年
土地出让总建筑面积 (万平方米)	262.45	365.39	430.46

¹ 人均地区生产总值/人均国内生产总值。

指标	2021年	2022年	2023年
其中：住宅用地出让建筑面积（万平方米）	67.53	94.52	203.43
综合用地（含住宅）出让建筑面积（万平方米）	75.99	61.60	19.74
商办用地出让建筑面积（万平方米）	43.80	57.29	87.65
工业用地出让建筑面积（万平方米）	55.96	142.99	119.64
土地出让总价（亿元）	37.80	36.85	46.58
其中：住宅用地出让总价（亿元）	10.39	20.42	27.90
综合用地（含住宅）出让总价（亿元）	17.52	8.65	6.01
商办用地出让总价（亿元）	8.77	5.99	10.27
工业用地出让总价（亿元）	0.68	1.42	2.41
土地出让楼面均价（元/平方米）	1,440	1,009	1,082
其中：住宅用地出让楼面均价（元/平方米）	1,538	2,161	1,371
综合用地（含住宅）出让楼面均价（元/平方米）	2,306	1,404	3,046
商办用地出让楼面均价（元/平方米）	2,002	1,046	1,171
工业用地出让楼面均价（元/平方米）	121	99	201

注：根据 CREIS 中指数据整理。

2021-2023 年睢宁县一般公共预算收入分别为 42.69 亿元、42.25 亿元和 44.25 亿元，以税收收入为主。同期该县一般公共预算支出分别为 103.63 亿元、108.50 亿元和 111.76 亿元，一般公共预算自给率一般，对转移支付依赖度高。2021-2023 年该县政府性基金预算收入分别为 89.44 亿元、76.70 亿元和 60.64 亿元，主要来自国有土地使用权出让收入。2021-2022 年该县政府性基金预算收入可覆盖当年政府性基金预算支出并略有节余，2023 年则收不抵支。

近年来睢宁县政府债务余额逐年增长，截至 2023 年末为 164.56 亿元。根据企业预警通显示，同年末该县城投企业有息债务为 439.65 亿元，同比增加 124.52 亿元；其中债券融资 144.83 亿元。

图表 3. 睢宁县主要财政数据（单位：亿元）

指标	2021年（末）	2022年（末）	2023年（末）
一般公共预算收入	42.69	42.25	44.25
其中：税收收入	35.48	29.33	35.17
一般公共预算支出	103.63	108.50	111.76
政府性基金预算收入	89.44	76.70	60.64
其中：国有土地使用权出让收入	81.33	72.99	57.64
政府性基金预算支出	84.77	73.97	70.52
政府债务余额	136.95	147.55	164.56

注：根据睢宁县历年国民经济和社会发展统计公报及睢宁润企提供的数据整理。

2. 业务运营

（1）业务地位

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，其主营业务包括委托代建、工程施工和房屋销售，同时亦开展材料销售、粮食销售、供热、有线电视等业务，但体量较为有限。公司业务聚焦于睢宁县县城内。

（2）经营规模

2021-2023 年该公司分别实现营业收入 21.77 亿元、20.37 亿元和 23.47 亿元。具体看，近三年公司委托代建收入先降后升，主要受项目施工进度及财政回款影响；2023 年因结转规模减少房屋销售业务收入下降；工程施工业务收入呈小幅波动。2023 年公司其他收入还包括粮食销售 5.39 亿元、材料销售 1.16 亿元、供热 0.73 亿元、电费 0.38 亿元和有线电视 0.11 亿元等。

该公司以房屋开发销售及基础设施委托代建为主的业务结构决定了其资产以存货为主，此外，公司与当地政府

及国有企业存在较为密切的交易往来，使得其他应收款金额较大。与此同时，公司拥有有一定规模的物业资产，分别计在投资性房地产和固定资产等。在业务拓展的推动下，2021年以来公司资产总额呈不断增长态势。

图表 4. 公司资产及营业收入规模（单位：亿元，%）

项目	2021 年（末）		2022 年（末）		2023 年（末）	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
总资产	465.03	--	489.80	--	581.19	--
营业收入	21.77	100.00	20.37	100.00	23.47	100.00
其中：委托代建业务	4.49	20.63	2.38	11.70	4.96	21.12
房屋销售业务	10.34	47.49	10.76	52.82	5.46	23.27
工程施工业务	2.97	13.66	2.38	11.69	2.73	11.62
粮食销售	1.10	5.04	1.43	7.02	5.39	22.95
其他	2.87	13.18	3.42	16.77	4.93	21.04

注：根据睢宁润企提供的数据整理、计算。

A. 基础设施建设

受睢宁县人民政府的委托，该公司主要承担县城范围内的市政、道路、园区等城市基础设施建设任务。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。2021-2023 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。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），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。

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 2024 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 43.35 亿元，拟回款金额合计 53.73 亿元，实际到账金额为 6.85 亿元，尚未回笼资金 46.88 亿元。

图表 5. 截至 2024 年 3 月末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
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
高铁商务区实验学校	2019-2022	1.85	2.06	1.51	2022-2024
新城区第二实验小学	2021-2022	1.70	1.49	1.24	2022-2024
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
徐沙河南棚户区改造项目	2018-2022	6.01	7.90	--	2023-2025
合计	--	43.35	53.73	6.85	--

注：根据睢宁润企提供的资料整理、计算。

截至 2024 年 3 月末，该公司无在建的基建项目；拟建项目 2 个，总投资 5.45 亿元，建设周期在 2-3 年不等，2024 年 4-12 月拟投资 1.10 亿元。总体上，公司基建项目后续待投入金额不大。

图表 6. 截至 2024 年 3 月末公司主要拟建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称/运作模式	计划总投资额	建设周期（年-年）	2024 年 4-12 月拟投资额	计划回款金额	拟回购期间
永昶路贯通项目	0.10	2024-2025	0.05	0.12	2025-2026
睢中北校	5.35	2024-2026	1.05	6.15	2026-2028
合计	5.45	--	1.10	6.27	--

注：根据睢宁润企提供的资料整理、计算。

B. 房屋销售业务

该公司早期的房产开发项目为定销房业务，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，当地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。公司大部分项目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，剩余户数则可按市场化进行销售，与此同时，公司亦有少量项目全部用于定向安置。经过多年项目开发经验的积累，公司亦自主开发下坯公园等纯市场化房产项目。

截至 2024 年 3 月末，该公司主要已完工在售的房产开发项目共 7 个，实际投资合计 68.34 亿元，总可售面积 154.39 万平方米，其中 38.92 万平方米已用于居民定向安置，70.29 万平方米实现市场化销售，累计定向及市场化销售金额合计 59.59 亿元。公司已完工在售项目剩余可售面积合计 45.19 万平方米。

图表 7. 截至 2024 年 3 月末公司主要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	累计投资额	总建筑面积	总可售面积	定向已售面积	市场化已售面积	剩余可售面积	去化率	累计销售金额
润丰园	2017	2019	4.55	4.55	20.11	17.65	--	9.40	8.25	53.26	4.33
云河嘉苑	2018	2019	4.30	4.30	11.11	9.42	--	6.82	2.60	72.40	4.16
下邳公园	2018	2020	6.76	6.76	18.20	11.22	--	5.48	5.74	48.84	4.91
北辰花园	2018	2023	14.95	14.22	57.24	42.02	23.06	17.59	1.37	96.74	10.21
润柏华庭	2019	2023	14.32	12.44	43.56	27.79	--	17.16	10.63	61.75	11.02
凯旋雅苑	2020	2023	6.46	6.32	19.55	14.58	--	13.84	0.74	94.92	8.38
中医院北侧安置房	2021	2024	17.00	9.95	43.33	31.71	15.86	--	15.86	50.00	6.90
合计	--	--	68.34	58.54	213.10	154.39	38.92	70.29	45.19	70.74	59.59

注：根据睢宁润企提供的资料整理、计算。

截至 2024 年 3 月末，该公司主要在建房产开发项目 6 个，总建筑面积合计 173.30 万平方米，计划投资额合计 99.82 亿元，累计已投资 58.40 亿元，尚待投入约 41.42 亿元；在建项目均未开盘。

图表 8. 截至 2024 年 3 月末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	计划投资额	累计投资额	总建筑面积	总可售面积
新城区二小周边地块一期工程项目	2022	2025	16.00	6.68	32.00	25.02
庆夏庄地块安置房项目	2022	2025	13.00	10.97	18.43	11.61
桃李春风	2021	2024	44.32	25.83	69.20	49.21
苑南人家	2023	2025	11.00	6.66	14.19	9.18
广厦家园北保障安居工程二期项目	2023	2025	8.99	5.66	24.48	16.93
云河郡	2021	2024	6.51	2.60	15	9.95
合计	—	—	99.82	58.40	173.30	121.90

注：根据睢宁润企提供的资料整理、计算。

截至 2024 年 3 月末，该公司主要拟建的定销房项目为广厦家园北保障安居工程一期项目和龙韵中学西侧安置房项目，拟建的商品房项目为紫云集、十家庄项目和桃李天下（三者均为通过招拍挂方式取得），总建筑面积为 63.59 万平方米，预计投资额合计 25.41 亿元，预计于 2024-2025 年开工。

图表 9. 截至 2024 年 3 月末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一期项目	2025	2027	9.33	25.42	17.95

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
紫云集	2024	2026	4.31	11.25	8.98
十家庄项目	2024	2025	2.07	3.80	2.60
桃李天下	2024	2026	4.00	6.31	5.30
龙韵中学西侧安置房项目	2024	2026	5.70	16.81	12.55
合计	--	--	25.41	63.59	47.38

注：①根据睢宁润企提供资料整理、计算；②十家庄项目为该公司于2023年获得。

土地储备方面，2021-2023年该公司通过招拍挂获得土地33.28万平方米、98.32万平方米和126.47万平方米，土地出让金合计分别为25.61亿元、31.72亿元和24.30亿元，后续计划用于建设安置房、商品房等项目。截至2024年3月末，公司拥有计入存货中的待开发的土地306.15万平方米，账面价值54.89亿元，部分土地开工建设时间未定。

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。2021-2023年，公司分别实现工程施工收入2.97亿元、2.38亿元和2.73亿元，毛利率分别为11.02%、11.31%和8.02%。截至2023年3月末，公司主要在建施工工程合同金额合计5.46亿元，已动工累计投入金额3.20亿元。

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，已于2022年10月竣工，实际投资6.5亿元。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，截至目前公司未收到回款。

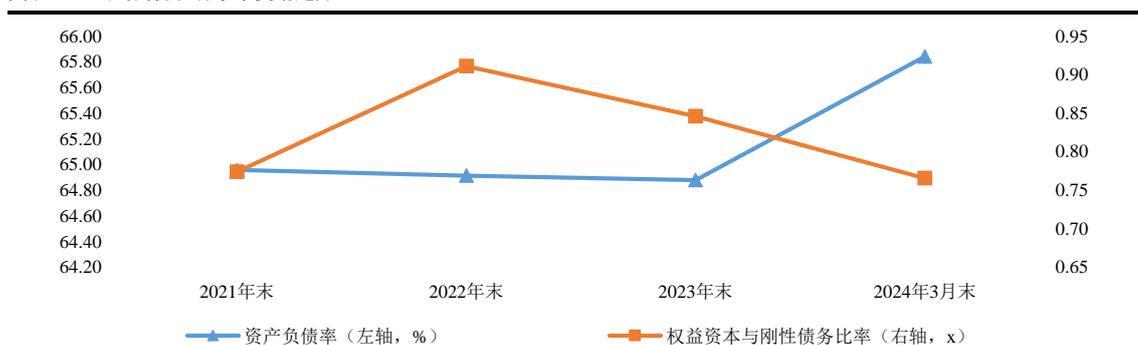
财务

2023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。2023年公司委托代建业务及房产项目销售回款较缓慢，主要依靠专项债到位资金、外部融资等弥补资金缺口。公司资产以流动资产为主，但存货变现能力较弱，应收类款项回收时间存在一定不确定性，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. 财务杠杆

2021-2023年末及2024年3月末，该公司资产负债率分别为64.96%、64.91%、64.88%和65.84%，保持相对稳定；公司股东权益与刚性债务比率分别为77.37%、91.10%、84.59%和76.55%，2023年末该比率主要因刚性债务规模增加而下降。

图表 10. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据睢宁润企所提供的数据整理、绘制。

(1) 资产

2021-2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司资产总额分别为 465.03 亿元、489.80 亿元、581.19 亿元和 597.58 亿元，其中流动资产占资产总额的比重维持在 80%以上。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。2023 年末货币资金为 30.98 亿元，其中受限金额 2.71 亿元（系保证金）。应收账款为 8.20 亿元，按照金额排序，应收睢宁县住房和城乡建设局等前五名应收对象金额合计 3.79 亿元，占比 45.00%。预付款项为 49.45 亿元，较上年末增加 21.39 亿元，主要为预付的土地出让金及工程款。其他应收款为 65.23 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 2023 年末累计计提坏账准备 1.23 亿元。存货为 308.43 亿元，主要包括 54.89 亿元待开发土地使用权与 241.05 亿元开发成本，其中因用于借款抵押而受限部分为 32.42 亿元。此外，公司其他流动资产为 6.49 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、固定资产和在建工程构成。2023 年末投资性房地产为 59.75 亿元，具体包括 50.32 亿元土地使用权和 9.43 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，2021-2023 年公允价值变动净收益分别为 2.94 亿元、1.97 亿元和 0.98 亿元。固定资产为 20.30 亿元，主要为房屋建筑物。在建工程为 20.58 亿元，包括睢宁县历史文化街区改造项目²、魏集镇湖畔槐园农业园等多个项目。此外，同期末公司其他权益工具投资为 3.43 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；长期股权投资较上年末减少 2.84 亿元至 0.66 亿元，主要系原投资企业润城文旅和润友印业变更为子公司所致；无形资产 4.19 亿元，以土地使用权和特许经营权为主。

2024 年 3 月末，该公司货币资金较上年末增长 32.25%至 40.97 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 37.93%至 5.09 亿元；固定资产较上年末下降 48.64%至 10.43 亿元，主要系道路管网重分类至其他非流动资产所致，其他非流动资产较上年末增加 9.80 亿元至 11.21 亿元。除上述科目外，公司其他主要资产科目较上年末无明显变化。

图表 11. 公司资产构成情况（单位：亿元）



注：根据睢宁润企所提供的数据整理、绘制。

截至 2024 年 3 月末，该公司受限资产账面价值合计 51.99 亿元，占资产总额的 8.70%。

图表 12. 截至 2024 年 3 月末公司受限资产情况（单位：亿元）

科目	受限金额	受限金额占该科目的比例 (%)	受限原因
货币资金	4.76	11.62	保证金
存货	32.42	10.28	抵押
投资性房地产	14.80	24.78	抵押
合计	51.99	8.70	—

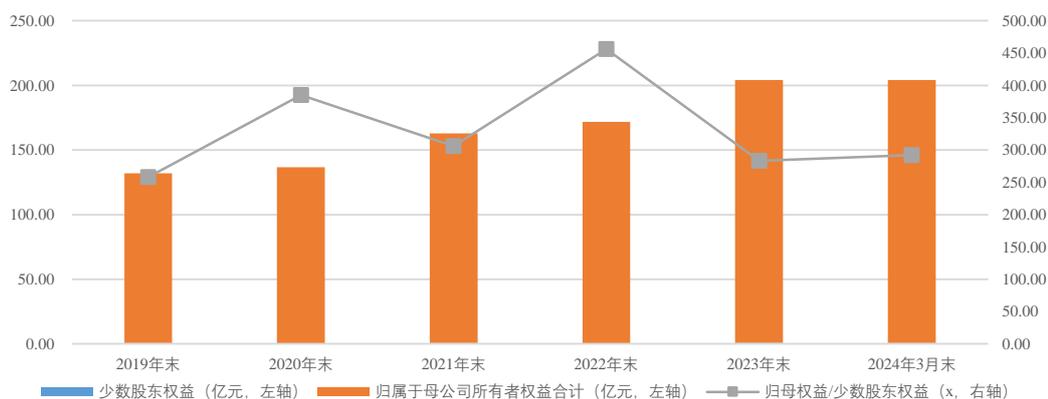
注：根据睢宁润企所提供的数据整理、计算。

² 睢宁县历史文化街区改造项目的项目公司为润城文旅。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，总建筑面积约 90.36 万平方米，计划总投资为 51.63 亿元。项目分期开发，其中：一期西南侧安置房项目（润景嘉苑），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。润景嘉苑已于 2023 年完工，并已全部用于拆迁安置，实现定向销售收入 7.69 亿元。

(2) 所有者权益

2021-2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 162.97 亿元、171.86 亿元、204.13 亿元和 204.13 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，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，睢宁融合传媒集团有限公司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（简称“润凌实业”）16.67%股权而增加资本公积 0.22 亿元所致；2023 年末同比增加 30.29 亿元至 142.86 亿元，除因合并新增子公司外，增长主要来自睢宁县财政局对公司及下属子公司所有者投入 13.40 亿元，睢宁县凌城镇财政所对润凌实业注入的实物资产 2.27 亿元，以及睢宁县凌城镇土地增减挂钩指挥部拨付款项转增资本公积 1.64 亿元。公司未分配利润占所有者权益比重约 18~21%，主要为留存利润逐年累积。公司少数股东权益数额很小，2023 年末仅为 0.72 亿元。

图表 13. 公司所有者权益构成及其变动趋势



注：根据睢宁润企所提供的数据整理、绘制。

(3) 负债

2021-2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司负债总额分别为 302.07 亿元、317.94 亿元、377.06 亿元和 393.45 亿元，呈增长态势。同期末，公司长短期债务比分别为 106.40%、70.87%、126.51%和 158.19%，2023 年末主要系长期借款、专项应付款、应付债券大幅增加及其他应付款减少，负债期限结构趋向长期化。负债构成方面，公司负债主要由刚性债务、合同负债、其他应付款（不含应付利息和应付股利，下同）和专项应付款构成，2023 年末上述科目占负债总额的比重分别为 64.00%、13.89%、9.92%和 6.17%。其中，刚性债务为 241.32 亿元，以中长期为主（2023 年末占比为 75.36%）。合同负债为 52.37 亿元，主要包括预收售房款 48.54 亿元和财政预拨付的委托代建工程款 2.81 亿元（上年末分别为 47.31 亿元和 2.94 亿元）。其他应付款为 37.39 亿元，其中往来款 35.56 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 51.05 亿元）。专项应付款为 23.28 亿元，其中专项债资金 19.96 亿元（上年末为 6.02 亿元）。此外，2023 年末公司应付账款较上年末增加 4.25 亿元至 10.80 亿元，主要系收购润城文旅的款项尚未支付所致。

2024 年 3 月末，该公司刚性债务为 266.67 亿元，较上年末增加 25.35 亿元，其中短期刚性债务同比减少 3.07 亿元，中长期刚性债务增加 28.41 亿元，期限结构有所优化。同期末公司其他应付款因往来款变动较上年末减少 14.40 亿元至 23.00 亿元，其他主要负债科目同比则无明显变化。

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），2021-2023 年末分别为 124.16 亿元、114.78 亿元和 156.29 亿元，约占刚性债务的 5-6 成。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。2023 年末公司质押借款、抵押借款、保证借款分别为 10.66 亿元、45.20 亿元和 92.37 亿元，占借款总额逾 90%。同期末公司应付债券（含一年内到期的应付债券，下同）为 70.88 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”）。此外，公司还通过融资租赁公司获取借款，2023 年末长期应付款（不含专项应付款，含一年内到期的长期应付款）为 8.15 亿元。2024 年 3 月末，公司借款为 179.38 亿元，应付债券为 70.88 亿元，长期应付款为 7.14 亿元。总体上，公司融资渠道较为多元。

图表 14. 截至 2024 年 6 月 21 日公司存续债券概况

承债主体	债项名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	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	1.68	7 年	6.78	2017-11-02	2024-11-02	正常付息, 部分本金已偿还
	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	正常付息
	23 睢宁润企债 01	8.00	8.00	7 年	4.27	2023-04-11	2030-04-11	正常付息
	23 润企投资 PPN001	4.00	4.00	2 年	4.50	2023-07-24	2025-07-24	未到付息期
	23 睢宁润企债 02	10.00	10.00	7 年	5.00	2023-09-21	2030-09-21	未到付息期
	24 润企投资 PPN001	12.00	12.00	3 年	2.85	2024-04-26	2027-04-26	未到付息期
博融农业	21 博融专项债	6.00	4.80	7 年	6.50	2021-04-30	2028-04-30	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
	22 博农 01	2.20	2.20	3 年	5.00	2022-11-09	2025-11-09	正常付息
	23 博融 01	10.00	10.00	3 年	5.76	2023-07-27	2026-07-27	未到付息期
	23 博融 02	8.67	8.67	3 年	5.28	2023-09-20	2026-09-20	未到付息期
	24 博融 01	4.13	4.13	3 年	3.00	2024-04-11	2027-04-11	未到付息期
合计	--	91.90	83.98	--	--	--	--	--

注: 根据 Wind 整理。

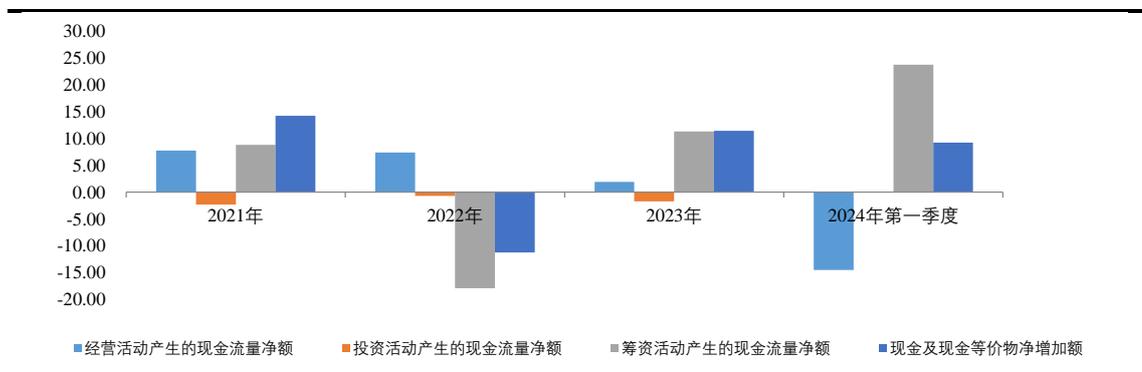
2. 偿债能力

(1) 现金流量

该公司基础设施建设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。2021-2023 年及 2024 年第一季度, 公司营业收入现金率分别为 225.89%、115.75%、81.16%和 126.71%, 呈现较大波动。

2021-2023 年及 2024 年第一季度, 该公司经营性现金流净额分别为 7.74 亿元、7.40 亿元、1.90 亿元和-14.53 亿元, 2024 年第一季度因经营性支出较大同时净拆出资金而为负值。同期, 公司投资环节现金净流量分别为-2.30 亿元、-0.70 亿元、-1.75 亿元和 0.01 亿元, 其中 2021 年净流出主要系购置固定资产、在建工程投入及睢宁县润诚投资有限公司(简称“润诚投资”)不再并表, 资金划出所致; 2022 年净流出主要系投资润友印业支付现金 0.50 亿元及项目支出; 2023 年净流出主要系购置固定资产及投资睢宁县菁华高级中学有限公司 0.72 亿元。公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 8.81 亿元、-17.91 亿元、11.31 亿元和 23.77 亿元, 其中 2022 年公司对外融资收缩, 以债务净偿付为主; 2023 年以来公司筹资环节呈现大额净融入。

图表 15. 公司现金流情况(单位: 亿元)



注: 根据睢宁润企提供材料整理、绘制。

(2) 盈利

2021-2023 年, 该公司分别实现营业毛利 2.96 亿元、3.13 亿元和 3.11 亿元, 综合毛利率分别为 13.61%、15.35% 和 13.23%。同期公司期间费用分别为 3.31 亿元、4.24 亿元和 3.73 亿元, 2023 年销售费用、管理费用及财务费

用同比均有所减少；期间费用率分别为 15.19%、20.83%和 15.88%，对毛利侵蚀较为严重。2021-2023 年，公司公允价值变动净收益分别为 2.94 亿元、1.97 亿元和 0.85 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，同期分别为 3.94 亿元、3.04 亿元和 3.37 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。2021-2023 年，公司分别实现净利润 4.60 亿元、3.00 亿元和 1.78 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。

2024 年第一季度，该公司实现营业毛利 0.49 亿元，期间费用为 0.44 亿元（其中财务费用 0.19 亿元），营业外净收入及其他收益合计 0.10 亿元，公司实现净利润 16.63 万元。

（3）偿债能力

该公司基础设施建设及房屋销售业务现金回流的稳定性及可靠性偏弱，回笼周期偏长且存在一定不确定性；而公司刚性债务规模较大，尽管后续投资规模相对不大，但依靠主业进行刚性债务偿还的周期仍较长，总体上公司有很大的债务循环需求。2021-2023 年公司 EBITDA 分别为 9.17 亿元、6.66 亿元和 5.21 亿元，公司折旧摊销金额较小，EBITDA 主要由利润总额及费用化利息支出构成。2023 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。

图表 16. 公司偿债能力主要指标情况

指标名称	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年 第一季度/末
EBITDA/利息支出(倍)	0.92	0.70	0.45	—
EBITDA/刚性债务(倍)	0.05	0.03	0.02	—
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	6.30	4.45	1.08	—
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	3.83	3.71	0.88	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	4.43	4.03	0.09	—
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	2.69	3.35	0.07	—
流动比率(%)	263.73	215.55	281.77	318.64
现金比率(%)	26.78	11.72	18.70	27.05
短期刚性债务现金覆盖率(%)	65.49	31.85	52.35	73.11

注：根据睢宁润企提供的资料整理、计算。

该公司流动资产中存货主要为代建项目及房产开发项目，项目回款或去化存在不确定性，资产实际流动性或明显弱于指标显示；公司保有一定存量可动用货币资金，但其短期刚性债务规模较大，无法对即期债务全额覆盖，2024 年 3 月末短期刚性债务现金覆盖率为 52.35%，公司短期债务或仍有一定循环需求。

据该公司统计，2023 年该公司综合融资成本为 5.80%。公司间接融资渠道较畅通，截至 2024 年 3 月末公司共获银行综合授信额度 342.40 亿元，尚未使用额度 116.27 亿元（其中，中国农业发展银行睢宁县支行尚未使用额度 37.25 亿元、国开行江苏省分行尚未使用额度 17.29 亿元），尚有一定再融资空间。

调整因素

1. ESG 因素

该公司不设股东会，江苏润鑫城市投资集团有限公司依法履行出资人职责、行使股东职权。公司设董事会、监事会及经营管理机构。董事会为公司的权力和决策机构，由 7 名董事组成（其中 5 名由股东委派，2 名通过职工代表大会选举产生）；公司监事会由 5 名成员组成（其中 3 名由股东委派，2 名通过职工代表大会选举产生）；公司实行董事会管辖下的总经理负责制，设总经理一人，由董事会决定聘任或解聘。2023 年 5 月根据徐州市纪委监委网站公布的相关信息，睢宁县纪委监委、邳州市纪委监委对公司董事长、法定代表人邢学钊进行纪律审查和监察调查；7 月经睢宁县国资办批复，陈维化出任公司董事长及总经理。2024 年 1 月公司董事长兼法定代表人由陈维化变更为张艳清。同月公司免去朱清、周凯、胡晓辉监事职务，委派任义、仝欢欢、王全担任公司监事；免去朱清监事会主席职务，选举董浩担任监事会主席。

2. 表外因素

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 2024 年 5 月末公司对合并范围外企业提供担保余额为 86.50 亿元，被担保企业包括江苏润科建设工程有限公司、润诚投资等 41 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。

3. 业务持续性

该公司主营业务包括委托代建、房屋销售和工程施工等，截至目前未发现公司存在主业持续性明显减弱的迹象。

4. 其他因素

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 2023 年末公司其他应收款为 65.23 亿元（上年末为 72.77 亿元），具体看，应收睢宁县城市建设指挥部、睢宁县睢河街道办事处和睢宁县物资站财政所往来款分别为 23.09 亿元、3.11 亿元和 2.28 亿元，账龄均在 3 年以上；应收睢宁县姚集镇财政所往来款分别为 4.34 亿元，账龄部分在 1 年以内、部分在 2-3 年、部分在 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 1-2 年。同期末公司其他应付款为 37.39 元（上年末为 52.73 亿元），前五大应付对象为中建八局第三建设有限公司、睢宁县姚集镇财政所、江苏润美建设发展有限公司、中国核工业二四建设有限公司和古邳镇土地增减挂钩建设指挥部，合计占比为 40.76%。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 2024 年 5 月 31 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 2024 年 6 月 10 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。

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。2021-2023 年公司获得的政府补贴分别为 3.94 亿元和、3.04 亿元和 3.37 亿元。

附带特定条款的债项跟踪分析

1.23 睢宁润企债 01：外部担保

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。

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《关于国家开发投资集团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 2023 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 17. 中投保主要股东持股概况

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 2023 年年报

截至 2023 年末，中投保经审计的合并口径总资产为 275.47 亿元，股东权益为 110.93 亿元；当年实现营业收入 16.55 亿元，净利润 5.71 亿元。

中投保着力构建以担保增信为主体、投资资管和金融科技为两翼的“一体两翼三类四型”业务架构，形成中投保特色的综合投融资服务模式，推动业务全面服务国家战略，促进其高质量可持续发展。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，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，围绕担保增信业务链条，形成担保、投资、资管三个业务领域相互协同的局面。金融科技方面，中投保数字科技（北京）股份有限公司充分发挥数字经济引擎作用，构建以金融科技为手段服务普惠金融领域的产品线，推动技术与业务的深度融合，加快构建数字化风控体系，打造有科技含量、有市场吸引力、有复合型能力的金融科技业务平台。资金运用方面，中投保近年来逐步调整投资组合，加大高评级债券资产配置力度，各类资产比例满足监管规定。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。

2.23 睢宁润企债 02：外部担保

23 睢宁润企债 02 由湖北省担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

湖北省担保成立于 2005 年 2 月，初始注册资本 7100 万元，是由湖北联投资本投资发展有限公司³（简称“湖北联投资本”）和湖北融汇投资担保集团有限公司（简称“融汇担保”）共同设立的国有省级担保机构，其出资比例分别为 98.59%和 1.41%。后经多次增资及股权变更，2016 年末湖北省担保注册资本增至 50 亿元，湖北联投资和融汇担保的持股比例分别为 99.98%和 0.02%。2019 年，湖北省担保引入战略投资者中国农发重点建设基金有限公司⁴（简称“农发基金”），注册资本增至 75 亿元，同时融汇担保将其所持湖北省担保 0.02%股份转让给湖北联投资本，湖北联投资和农发基金分别持股 66.67%和 33.33%。截至 2023 年末，湖北省担保的注册资本及股权结构未再变更，其最终控制方仍为湖北联投集团有限公司，实际控制人为湖北省人民政府国有资产监督管理委员会。

截至 2023 年末，湖北省担保经审计的合并口径总资产为 195.71 亿元，股东权益为 155.46 亿元，其中归属于母公司股东权益为 152.50 亿元；当年实现营业收入 14.87 亿元，净利润 8.09 亿元，其中归属于母公司股东的净利润为 7.91 亿元。

湖北省担保主要从事债券担保、贷款担保等融资担保业务，履约担保等非融资担保业务，委托贷款和信托计划等债权投资以及融资租赁业务等。其中服务中小企业的政策性担保业务目前主要由子公司湖北省中小微企业融资担保有限公司（以下简称“小微担保”）负责，债权投资和融资租赁业务系分别由子公司湖北省中经贸易有限公司和湖北省融资租赁有限责任公司开展。近年来，湖北省担保作为国有省级担保机构逐步调整经营思路，本部以债券担保业务为核心，并开发非融保函业务；由子公司小微担保负责新型“政银担”、国担基金合作机制下的中小微企业担保；资金运用方面本部持续加大债券投资，子公司中经贸易则逐步压缩委托贷款、信托计划等非标债权投资。具体来看，湖北省担保债券担保客户主要为城投平台，近两年业务增速较快；受监管政策影响，湖北省担保信托计划担保业务已于 2021 年末清零。子公司小微担保设立后业务发展较快，但“风险-收益”水平尚待检验。湖北省担保非融担保主要为工程类保函业务，2022 年以来业务规模稳步扩大。湖北省担保

³原名湖北中经中小企业投资有限公司，后于 2016 年更名为湖北中经资本投资发展有限公司，又于 2020 年更为现名。

⁴农发基金成立于 2015 年，注册资本 500 亿元，系中国农业发展银行旗下，经国家发改委审批的重点领域建设项目基金。该基金按照“保本经营”原则合理确定具体项目的投资收益率，为重点项目提供低成本、中长期的资本金支持。

本部债券投资规模持续上升，子公司中经贸易的非标类债权投资业务近两年不再新增且存量规模持续压降；随着本轮房地产企业债务危机爆发，湖北省担保部分投资资产面临一定的信用风险管控压力。

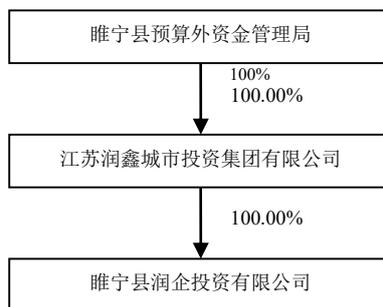
整体来看，湖北省担保提供的担保进一步增强了 23 睢宁润企债 02 的安全性。

跟踪评级结论

综上，本评级机构维持睢宁润企主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，17 睢宁润企债信用等级为 AA，23 睢宁润企债 01 和 23 睢宁润企债 02 信用等级为 AAA。

附录一：

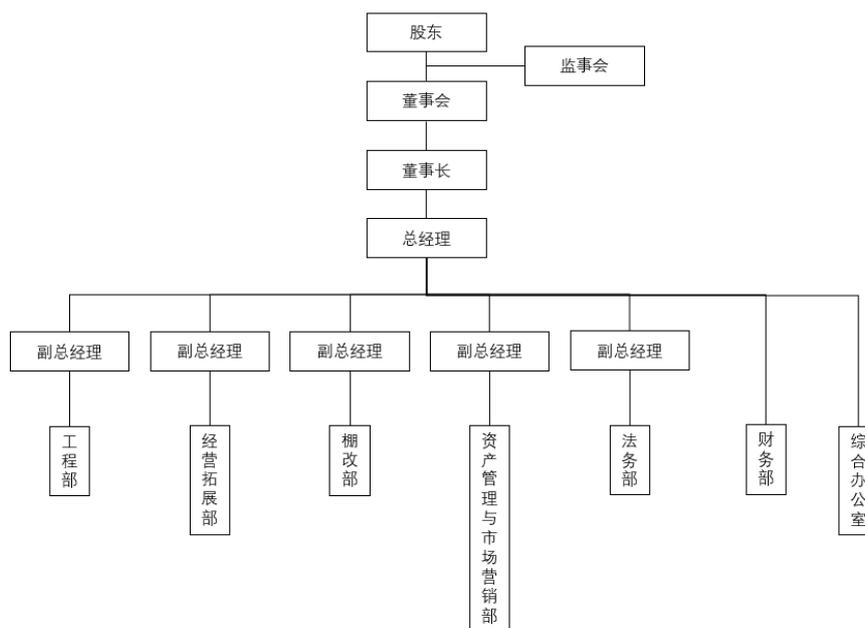
公司与实际控制人关系图



注：根据睢宁润企提供的资料整理绘制（截至 2024 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整理绘制（截至 2024 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	2023 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
				总资产	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
江苏润鑫城市投资集团有限公司	润鑫集团	--	房地产、基建、施工等	785.08	347.13	38.75	3.63	-4.60	
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	307.45	115.54	0.13	0.94	1.90	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	400.94	131.79	18.43	0.74	0.74	
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	6.95	0.97	2.73	0.10	-0.03	

注：根据睢宁润企提供的资料整理。

附录四：

同类企业比较表

企业名称（全称）	2023 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（亿元）
武汉市硚口国有资产经营有限公司	332.75	76.10	77.13	2.01	-0.02	1.21
兰溪市城市投资集团有限公司	399.08	123.69	69.01	15.34	1.23	-45.03
苏州市吴中城区建设发展有限公司	120.84	61.88	48.79	6.44	0.64	24.74
龙游县国有资产经营有限公司	397.84	162.75	59.09	16.52	2.09	-29.98
睢宁县润企投资有限公司	581.19	204.13	64.88	23.47	1.78	1.90

注：根据公开资料整理。

附录五：

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]	2021年	2022年	2023年	2024年 第一季度
资产总额[亿元]	465.03	489.80	581.19	597.58
货币资金[亿元]	39.00	21.78	30.98	40.97
刚性债务[亿元]	210.62	188.65	241.32	266.67
所有者权益[亿元]	162.97	171.86	204.13	204.13
营业收入[亿元]	21.77	20.37	23.47	2.24
净利润[亿元]	4.60	3.00	1.78	0.002
EBITDA[亿元]	9.17	6.66	5.21	—
经营性现金净流入量[亿元]	7.74	7.40	1.90	-14.53
投资性现金净流入量[亿元]	-2.30	-0.70	-1.75	0.01
资产负债率[%]	64.96	64.91	64.88	65.84
长短期债务比[%]	106.40	70.87	126.51	158.19
权益资本与刚性债务比率[%]	77.37	91.10	84.59	76.55
流动比率[%]	263.73	215.55	281.77	318.64
速动比率[%]	89.37	56.19	66.79	77.49
现金比率[%]	26.78	11.72	18.70	27.05
短期刚性债务现金覆盖率[%]	65.49	31.85	52.35	73.11
利息保障倍数[倍]	0.79	0.62	0.38	—
有形净值债务率[%]	189.20	188.32	189.24	197.44
担保比率[%]	52.38	64.03	52.00	51.98
毛利率[%]	13.61	15.35	13.23	21.92
营业利润率[%]	24.46	15.46	11.34	0.04
总资产报酬率[%]	1.85	1.24	0.84	—
净资产收益率[%]	3.07	1.79	0.95	—
净资产收益率*[%]	3.00	1.76	0.92	—
营业收入现金率[%]	225.89	115.75	81.16	126.71
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	6.30	4.45	1.08	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	3.83	3.71	0.88	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	4.43	4.03	0.09	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	2.69	3.35	0.07	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.92	0.70	0.45	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.03	0.02	—

注：表中数据依据睢宁润金经审计的 2021-2023 年度及未经审计的 2024 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%
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%

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

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

附录六：

中投保主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径/单体口径]	2021年	2022年	2023年
资产总额[亿元]	262.56	279.76	275.47
货币资金[亿元]	27.57	31.87	17.81
所有者权益[亿元]	111.35	109.42	110.93
实收资本[亿元]	45.00	45.00	45.00
刚性债务[亿元]	156.15	167.19	161.62
营业总收入[亿元]	23.81	17.32	16.55
担保业务收入[亿元]	9.99	13.13	8.54
净利润[亿元]	8.07	5.43	5.71
风险准备金[亿元]	26.45	34.53	32.76
担保发生额[亿元]	429.10	470.62	394.59
担保余额[亿元]	634.62	827.82	902.10
融资性担保责任余额[亿元]	431.95	506.67	519.53
当期担保代偿额[亿元]	-	1.06	2.51
融资性担保放大倍数*[倍]	4.53	5.37	5.23
加权平均净资产收益率*[%]	8.21	5.11	5.63
累担保代偿率[%]	0.14	0.18	0.41
当期担保代偿率*[%]	0.00	0.38	0.78
当期代偿回收率*[%]	0.37	11.90	24.27

注：①表中财务数据依据中投保经审计的2021-2023年度财务报告整理、计算。业务数据依据中投保2021-2023年年报，均为中投保单体口径，计算公式详见年报；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。

附录七：

湖北省担保主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2021年(末)	2022年(末)	2023年(末)
资产总额[亿元]	150.46	183.19	195.71
货币资金[亿元]	43.16	35.91	45.80
所有者权益[亿元]	119.83	133.64	155.46
实收资本[亿元]	75.00	75.00	75.00
刚性债务[亿元]	15.23	39.25	38.59
营业总收入[亿元]	11.29	12.50	14.87
担保业务收入[亿元]	8.62	9.10	10.31
净利润[亿元]	7.23	7.82	8.09
担保发生额[亿元]	256.89	303.80	343.47
担保责任余额[亿元]	397.43	542.51	694.89
融资性担保责任余额[亿元]	393.93	519.79	663.60
I级资产[亿元]	64.47	73.91	90.56
当期担保代偿额[亿元]	1.92	0.96	1.31
风险准备金[亿元]	10.36	13.43	16.32
融资性担保责任放大倍数[倍]	4.17	4.64	4.91
净资产收益率[%]	6.22	6.17	5.60
风险准备金/应收代偿款[倍]	2.30	2.57	3.37
累计担保代偿率[%]	0.50	0.48	0.73
当期担保代偿率[%]	0.65	0.78	0.87
累计代偿回收率[%]	44.12	43.45	52.23
I级资产比例[%]	59.01	60.57	62.16
III级资产比例[%]	26.02	27.05	28.53

注：①表中数据依据湖北省担保经审计的2021-2023年度财务数据整理、计算；②2023年湖北省担保调整利润表披露格式，将债券投资收益及银行利息收入等计入营业总收入，表中2023年营业总收入与2021-2022年营业总收入计算口径存在差异；③表中融资性担保责任放大倍数及I-III级资产相关数据为母公司口径数据，融资性担保责任余额及融资性担保责任放大倍数系根据《融资担保责任余额计量办法》计算，I-III级资产及比例根据《融资担保公司资产比例管理办法》统计取得，由湖北省担保提供。

指标计算公式

前十大客户集中度=期末前十大客户融资担保余额/期末融资担保余额×100%

单一客户集中度=期末第一大客户融资担保余额/期末融资担保余额×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%

应收代偿款净额/调整后净资产=期末应收代偿款净额/期末调整后净资产×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%

净资产收益率=净利润/[(上期末净资产+本期末净资产)/2]×100%

调整后净资产=所有者权益-应收代偿款-其他权益工具-持有其他未并表担保公司股权

担保放大倍数=期末担保余额/期末净资产

融资性担保放大倍数=期末融资性担保余额/期末净资产（未考虑风险系数）

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

附录八：

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。

附录九：

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评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2023年6月25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）	-
	本次评级	2024年6月27日	AA/稳定	周文哲、吴晓丽	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	-
	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评级模型（参见注册文件）	报告链接
17 睢宁润企债	前次评级	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）	报告链接
	本次评级	2024年6月27日	AA	周文哲、吴晓丽	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	-
	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
	前次评级	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）	报告链接
23 睢宁润企债 01	本次评级	2024年6月27日	AAA	周文哲、吴晓丽	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	-
	历史首次评级	2022年6月13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
	前次评级	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）	报告链接
	本次评级	2024年6月27日	AAA	周文哲、吴晓丽	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	-
23 睢宁润企债 02	历史首次评级	2023年6月1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）	报告链接
	本次评级	2024年6月27日	AAA	周文哲、吴晓丽	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。