中证鹏元
CSCI Pengyuan

宿迁市城区开发投资有限公司相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【1179】号 01

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，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

宿迁市城区开发投资有限公司相关债券2025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

- 本次等级的评定是考虑到：宿城区作为宿迁市核心主城区，经济财政实力继续增强，宿迁市城区开发投资有限公司（以下简称“宿迁城开”或“公司”）跟踪期内层级下移一级，由宿城区核心一级平台宿迁宿城国有资本控股（集团）有限公司（以下简称“宿城国控”）的子公司变更为孙公司，职能定位保持稳定，未来收入仍有一定保障，获得的外部支持力度仍较大；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”（以下简称“本期债券”）的安全性；同时中证鹏元也关注到，公司募投项目尚未实际取得营运收入，安置房业务持续性存在不确定性，资产流动性仍偏弱，面临一定项目建设资金压力和较大的偿债压力，且存在较大或有负债风险等风险因素。

评级日期

2025 年 07 月 30 日

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仍保持重要地位，未来有望继续获得外部支持。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024	2023	2022
总资产	188.66	163.71	133.96
所有者权益	65.46	63.66	60.78
总债务	48.64	48.42	49.06
资产负债率	65.31%	61.12%	54.63%
现金短期债务比	0.33	0.35	0.27
营业收入	8.68	8.18	7.62
其他收益	0.50	1.00	0.60
利润总额	1.76	0.99	0.97
销售毛利率	24.43%	16.62%	16.04%
EBITDA	2.01	1.26	1.13
EBITDA 利息保障倍数	0.72	0.46	0.38
经营活动现金流净额	-4.75	4.50	-12.77

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：吕凤鸣
lvfm@cspengyuan.com

项目组成员：党哲远
dangzy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **宿城区经济实力继续增强，特色产业稳步发展。**宿城区是宿迁市的主城区，形成了以纺织服装、绿色建材、激光光电三大产业为主导的产业模式，工业经济发展较好；2024 年经济水平继续提升，固定资产投资保持一定增速，消费继续复苏，出口仍较快增长，整体经济环境为公司发展提供了良好基础。宿城经开区为省级开发区，形成了以纺织服装等为主导的“3+5”产业体系。
- **公司职能定位稳定，未来收入有一定保障。**跟踪期内公司仍主要服务于宿城区和宿城经开区范围内的园区建设和产业发展，截至 2024 年末，存货中已完工待结算基础设施项目和在建厂房尚具有一定规模，未来租赁收入有望进一步增长。
- **获得的外部支持力度较大。**2024 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 0.50 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

- **募投项目收益实现情况有待关注。**截至 2024 年末公司募投项目已完工并部分出租，但受招商政策影响尚未实际取得营运收入，未来能否实现预期收入受政策、市场等因素影响存在不确定性。
- **基础设施代建业务与房产销售业务持续性存在不确定性。**2024 年公司基础设施代建业务在建项目规模较小，后续业务承接存在一定不确定性。2024 年公司房产销售收入来源于偶发性的投资性房地产出售。截至 2024 年末，公司存货中待结转安置房规模较小，原拟建的御水佳园二期项目因计划调整，尚未启动建设，且暂无其他拟建项目
- **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。**2024 年末投资性房地产、存货和应收款项占公司总资产比重超 90%。其中，投资性房地受限比率为 48.73%；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。
- **公司面临较大的偿债压力。**2024 年末公司总债务规模仍较大，现金短期债务比仍处于较低水平，面临较大的偿债压力；经营活动现金流由流入转为流出，且后续项目建设存在一定资金支出压力，公司仍需依赖外部融资。
- **面临较大或有负债风险。**截至 2024 年末，公司对外担保余额合计 64.56 亿元，占年末净资产的 98.61%，均为对国企担保，未设置反担保措施。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	控股股东	总资产	所有者权益	营业收入	职能定位及业务
宿城国控	宿城区国有资产运行监测中心	863.53	274.62	40.69	宿城区最重要的基础设施建设主体
宿城国资	宿城国控	545.94	164.33	26.43	宿城区基础设施建设与国有资产运营平台
惠农发展	宿城国资	238.66	79.09	9.54	宿城区基础设施建设及安置房建设平台
众安建设	宿城国资	241.53	73.20	9.43	主要从事宿城区的安置房及基础设施建设业务
宿迁城开	**宿迁城区发展**	**188.66**	**65.46**	**8.68**	**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**
港区公司	宿迁产业发展集团有限公司	156.35	50.14	6.31	宿城区运河港区基础设施建设平台

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、惠农发展为宿迁市惠农产业发展股份有限公司的简称、港区公司为宿迁市运河港区开发集团有限公司的简称；众安建投为江苏众安建设投资（集团）有限公司的简称，宿迁城区发展是宿迁市城区发展集团有限公司的简称。（2）以上各指标均为 2024 年/2024 年末数据。

资料来源：中证鹏元数据库，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
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
区域状况	区域状况评分	4/7	经营&财务状况	经营状况	5/7
				财务状况	3/7
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					4
主体信用等级					**AA**

注：（1）各指标得分越高，表示表现越好。（2）本次评级公司个体信用状况较上次评级下调 1 个级别，主要是由于公司目前基础设施代建业务在建项目规模较小，业务未来持续性一般，且业务多样性下滑，公司经营状况评分下调所致；经评估，宿城区人民政府对公司提供支持的能力和意愿较上次评级均未发生变化，本次评级公司个体信用状况下调 1 个级别后，使得公司个体信用状况与支持方之间的等级差增加 1 个级别，依据《外部特殊支持评价方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0），同时考虑到跟踪期内公司所面临的区域环境、经营和财务状况均未发生重大变化，外部特殊支持由上次评级的“+3”调整为“+4”。

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	2024-7-25	2029-11-29

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金原计划用于新材料标准化厂房项目。截至2025年7月18日，本期债券募集资金专项账户余额为79.95元。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、实际控制人均未发生变化。2025年7月4日，公司免去石艳荣、荣磊公司董事职务，重新委派徐栋、徐珂为公司新任董事，与原董事杨望、包江淦、李飞组成新的一届董事会，同时取消监事会；2025年7月24日，公司股东宿城国控将公司100%股权无偿划转给宿迁城区发展，公司股权结构下移一级。截至2025年7月26日，公司注册资本、实收资本仍均为20.00亿元，控股股东为宿迁城区发展，实际控制人仍为宿城区国有资产运行监测中心[1]。

跟踪期内公司职能定位保持稳定，仍是宿城区和宿城经开区重要的基础设施建设及国有资产运营平台，主要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、对外投资等业务。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年上半年经济迎难而上，平稳向好；下半年加强宏观政策储备，坚定不移办好自己的事，做强国内大循环，推动经济转型和高质量发展

2025年以来中国经济顶压前行、稳定运行，面对外部的严峻挑战和内需压力，宏观政策积极发力，果断出手，稳住了市场预期和信心，上半年GDP同比增长5.3%，比去年同期和全年均提升0.3个百分点。今年消费市场的表现可圈可点，“两新”政策持续发力，服务消费活力提升，上半年社会消费品零售总额已经达到24.55万亿元，同比增长5%。“抢出口”和“抢转口”效应下，叠加近期中美贸易缓和，出口仍维持较强韧性。新动能在积聚，各地因地制宜发展新质生产力，上半年高技术产业增加值同比增长9.5%。下半年全球经济形势复杂多变，要继续统筹国内经济和国际经贸工作，推进贸易多元化，同时进一步做强国内大循环，以高质量发展的确定性应对外部不确定性，预计全年经济目标能顺利完成。宏观政策加快落实一揽子存量政策和储备增量政策，以应对不时之需。财政政策加快支出进度，持续做好“两新”和“两重”工作， 推动新型政策性金融工具落地实施。货币政策维持适度宽松，保持流动性充裕，降息降准仍可期，发挥结构性工具的效能，支持科技创新、服务消费等。落实中央城市工作会议的要求，更大力度推动房地产市场止跌回稳，构建房地产发展新模式，建设现代化人民城市。纵深推进

[1] 由宿迁市宿城区国有资产管理中心改名而来

全国统一大市场建设，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出，关注相关行业的“反内卷”政策。

“一揽子化债”政策实施以来，基础设施类企业债务增速得到明显抑制；2024年地方债务化解延续“控增化存”总基调，化债政策进一步细化落实，同时强调化债与发展的统筹兼顾，基础设施投资类企业转型加快

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，基础设施投资类企业债务增速得到抑制。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“控增化存”的总体思路上，以地方政府发行特殊再融资债券和金融机构参与化债为主要方式将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段，12个重点省份以化债为主，非重点省份化债和发展并存。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，各地化债进度和成效存在分化。

2024年以来，地方债务化解延续“控增化存”总基调，进一步落实细化“一揽子化债”政策，同时强调化债与发展的统筹兼顾。在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，化债政策进一步细化落实，“统借统还”、新增专项债券偿还存量债务等新化债方式落地，多地政府在化债总方案下结合自身情况制定了“1+N”化债方案并积极落实；同时，严控基础设施投资类企业债券新增，非标、离岸债等融资渠道收紧。随着“一揽子化债”方案持续落地，化债政策效果显著，地方债务风险得到整体缓解。但基础设施投资类企业新增融资渠道仍处于收紧状态，债券净偿还趋势明显，利息偿付压力仍较大，且区域间差异仍存。随着“化债”深入推进，基础设施投资类企业数量压减，转型步伐加快，转型路径和产业化政策方向逐渐明晰。

区域经济环境

宿城区为宿迁市主城区，工业发展向好，形成纺织服装、绿色建材、智能电网（激光装备）的“2+1”主导产业，近年经济实力持续增强，但政府性基金收入受地产下行影响持续下滑

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，下辖8个乡镇、7个街道和1个省级经济开发区（宿城经开区）、1个省级现代农业产业园区。宿城区属于陇海经济带、沿海经济带、沿江经济带交叉辐射区，是宿迁市的主城区。

经济发展水平：宿城区经济总量及增速在宿迁市5个区县中排名靠后，整体经济水平一般，固定资产投资及进出口保持一定增速，仍是经济的主要推力。近年宿城区地区生产总值持续增长，2024年经济总量在宿迁市“两区三县”中排名靠后，同比增速在宿迁市“两区三县”中排名靠前。宿城区三次产业结构2024年为5.4:29.0:65.6，经济结构仍以第三产业为主。近年固定资产投资总体保持一定增速，是经

济增长的主要推力，其中，工业投资拉动作用明显，2024年全区工业投资同比增长21.4%。此外，2024年消费市场继续复苏，且出口总额仍保持较高增速。

表1 宿迁市各区县2024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	1,560.39	7.80%	9.40	71.16	24.11
泗阳县	787.56	6.80%	9.49	35.64	49.80
泗洪县	768.23	6.80%	8.93	35.00	33.76
宿城区	**618.27**	**7.40%**	**9.30**	**36.29**	**14.23**
宿豫区	528.96	6.90%	11.81	42.08	29.49

注：人均GDP来自当年国民经济和社会发展统计公报或采用2024年末常住人口计算。
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2 宿城区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2024年		2023年		2022年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	618.27	7.40%	562.11	7.7%	525.09	3.3%
固定资产投资	-	10.7%	-	7.5%	-	5.6%
社会消费品零售总额	353.82	6.4%	332.95	7.9%	310.10	0.5%
进出口总额（亿美元）	15.40	13.1%	13.67	33.7%	10.20	25.6%
人均GDP（元）		92,980		84,655		78,961
人均GDP/全国人均GDP		97.11%		94.74%		92.14%

注：“-”表示数据未公布。
资料来源：2022-2024年宿城区国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：宿城区工业形成了以纺织服装、绿色建材、智能电网（激光装备）的“2+1”主导产业，工业经济发展较好。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；2024年宿城区实现规上工业高新技术产业产值131.97亿元，同比增长4.0%，占全区规上工业总产值32.6%。招商引资方面，2024年宿城区新签约项目80个、协议投资总额636亿元，其中50亿元以上项目4个；82个先进制造业项目完成投资450亿元，新开工项目78个、增长18.2%，其中50亿元以上项目2个；新竣工项目60个，其中10亿元以上项目11个、凯盛新材料项目完成投资40亿元；新瑞邦科技等53个项目正式投产，竣工项目投产率达88%。

财政及债务水平：2024年宿城区一般公共预算小幅下降，区域财政自给率呈下降趋势，受房地产市场影响，政府性基金收入有所下滑。宿城区2024年一般公共预算收入小幅下降，主要系地方级企业所得税同比下降10.5%所致。近年全区财政自给率持续下降，且政府性基金收入受房地产市场下行影响逐年下滑。

表3 宿城区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2024年	2023年	2022年
一般公共预算收入	36.29	38.17	31.11

税收收入占比	81.10%	75.18%	94.00%
财政自给率	54.23%	62.82%	69.74%
政府性基金收入	14.23	18.03	22.65

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

宿城经开区为省级开发区，形成了以纺织服装、绿色建材和激光光电为主导的“3+5”产业体系。

宿城经开区成立于 2002 年 4 月启动建设，总规划面积 33.86 平方公里，分为南、西两个片区。其中，南片区 15.5 平方公里，西片区 18.36 平方公里。经过多年的开发建设，宿城经开区形成了以“高端纺织、激光光电、绿色建材”三大主导产业和“新材料、新能源、微电子信息、医药健康以及数字经济”等五大新兴产业为主的“3+5”产业体系。区域内现有规上纺织服装企业 23 家，包含中国民营企业 500 强恒力集团、中国毛纺企业 50 强箭鹿集团等一批重点企业。激光光电产业拥有华工激光、嘉泰激光、先河激光、永年激光、凯普林光电等重点企业 80 余家，年产值超过 40 亿元。近年来，宿城经开区先后设立恒力工业园、激光产业园、牛仔服装产业园、新材料产业园等四大园区，出台针对性政策，推动特色主导产业集聚，先后荣获国家级科技企业孵化器、省级特色创新示范园区、省级知识产权示范园区、省级科技产业园区、省级生态园区等称号。

四、 经营与竞争

公司仍主要从事宿迁市宿城区和宿城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。2024年公司营业收入小幅增长，其中基础设施建设业务收入仍是主要收入来源且保持增长，房产销售收入小幅减少，租赁收入小幅增长，对收入形成有益补充。毛利率方面，建设业务毛利率小幅上升。租赁业务毛利率受厂房维护成本下降的影响毛利率有所上升。房地产销售业务2023年主要为安置房销售，2024年主要为厂房回购，故毛利率同比变动较大。整体影响下，2024年公司销售毛利率同比有所提升。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
基础设施建设	75,141.41	86.55%	18.58%	69,953.88	85.57%	16.79%
租赁业务	8,948.03	10.31%	75.11%	8,755.28	10.71%	46.12%
房产销售	2,356.47	2.71%	22.76%	2,681.10	3.28%	-82.45%
其他	368.78	0.42%	-1.65%	361.45	0.44%	4.51%
合计	**86,814.69**	**100.00%**	**24.43%**	**81,751.71**	**100.00%**	**16.62%**

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

（一）基础设施建设业务

2024年基础设施建设业务收入保持增长、回款仍欠佳，存货中已完工待结算项目具有一定规模，

短期内可为收入提供一定保障；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仍主要由公司本部负责，仍承担宿迁市宿城区和经开区片区基础设施建设项目的职能。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”，由宿城国资中心直接全资持股）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，根据实际投入成本确认的金额的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。近年公司受宿城区财政局委托建设的项目实际与宿城经开区管委会进行结算。

2024年公司代建收入主要来自于朱海·牛角淹生态旅游及水环境修复项目。截至2024年末，存货中已完工待结算项目具有一定规模，该业务具有一定持续性，短期内仍可提供一定收入保障，但近年回款情况不佳；公司在建的基础设施代建项目主要为园区内道路工程，投资规模较小，考虑到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。

表5　截至 2024 年末公司在建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资
复旦路、经三路、隆锦路	0.70	0.50
合计	**0.70**	**0.50**

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）租赁业务

公司自持租赁物业较多，整体出租率较高，在建厂房具有一定规模，未来租赁收入有望进一步增长，但存在一定资金支出压力

2024年公司租赁业务收入仍主要来源于西城大厦科技综合体物业出租以及宿城经开区范围内园区厂房的出租。租金价格在10元/平方米上下浮动，较上年无变动。随着益丰数字经济产业园完工投入使用，2024年公司租赁收入小幅提升，租赁业务毛利率受厂房维护成本下降等影响较上一年有所上升。截至2024年末，公司主要在建的厂房预计总投资合计为11.10亿元，已投资5.70亿元，尚需投资5.40亿元。本期债券募投项目新材料标准化厂房项目已完工并部分出租，但受招商政策影响只向客户收取了保证金，尚未形成运营收入，需关注未来收益实现情况。

表6　截至 2024 年末公司主要物业出租情况（单位：万平方米，万元）

名称	已出租面积	出租率	2024 年租金收入
开发区南区	31.99	100.00%	1,714.00
开发区西区	74.67	64.00%%	1,682.60
亿腾一期	6.19	100.00%	841.29
原杰龙晶瓷厂房	10.44	66.54%	743.85
光电综合体二期	9.79	88.60%	522.55
西城大厦	2.65	68.00%	474.23
电子电气标准化厂房	15.26	77.10%	472.40

原精科电气（路西侧）	2.33	100.00%	412.82
原精科智能电气路东侧	3.24	100.00%	363.72
激光产业园 B 区厂房	3.31	38.35%	351.61
原强伟光电及标准化厂房四期扩建	5.82	88.05%%	276.90
智能电网标准化厂房	13.82	80.60%	241.54
光电综合体三期	4.7	67.72%	187.66
那米新材料地块	11.97	100.00%	133.00
原德普厂房	2.91	100.00%	70.96
宿城区宝龙城市广场 6 幢 301 室	0.04	100.00%	19.55
亿茂二期	7.46	100.00%	0.00
合计	**206.59**	**-**	**8,508.68**

注：以上为公司主要物业租赁情况，部分租金收入较少的厂房未纳入统计。亿茂二期厂房尚在免租期内无租金收入
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表7 截至 2024 年末公司主要在建厂房情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资
牛仔产业园厂房（含江苏德利恒棉业厂房）	5.00	4.90
科耐特智能化标准厂房项目	3.27	0.22
乐凯二期项目	1.24	0.08
益丰苏北区域中心项目	1.10	0.01
日立能源扩建项目	0.49	0.49
合计	**11.10**	**5.70**

注：牛仔产业园厂房系江苏德利恒棉业有限公司委托代建，项目预计总投资根据公司实际投资计划填写。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）房产销售业务

2024年公司房产销售收入主要系厂房回收补偿；安置房销售业务收入受政府安置计划影响，且存量安置房项目较少，业务可持续性存在一定不确定性

公司房产销售业务以安置房销售为主，可销售项目主要包括御水佳园小区（自建）和铂金美寓二期项目（收购）。受到政府安置计划的影响，2024年公司无安置房销售收入，房产销售收入来源于偶发性的宿迁经开区管委会对华兴橡胶与丰艺厂房（原计入投资性房地产科目）的回收补偿。截至2024年末，公司除御水佳园二期项目（因项目计划调整，截至2024年末仍未启动建设）以外，暂无其他拟建的安置房项目，且存货中待结转安置房规模较小，该业务可持续性存在一定不确定性。

表8 截至 2024 年末公司安置房销售项目情况

项目名称	总建筑面积（万平方米）	存货账面价值（亿元）	2024 年销售收入（万元）	2023 年销售收入（万元）
御水佳园一期	13.75	2.75	0.00	0.00
铂金美寓二期	10.88	1.41	0.00	2,681.10

合计	**24.63**	**4.16**	**0.00**	**2,681.10**

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

当地政府在政府补贴方面继续给予公司较大支持

2024年公司收到来自于宿城经开区管委会的财政补贴0.50亿元，有效提升了公司的利润水平。

五、 财务分析

财务分析基础说明

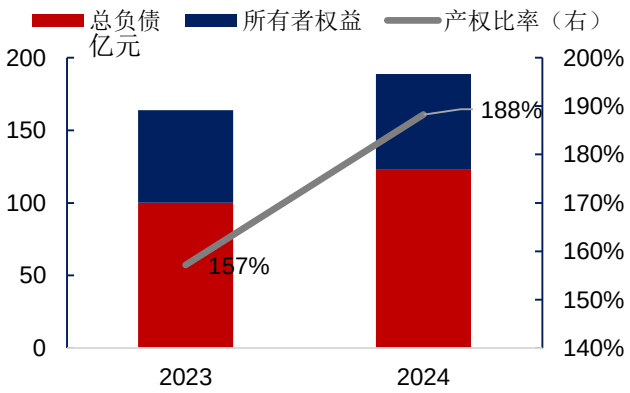
以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023年审计报告及安礼华粤（广东）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

公司资金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，存货变现能力较弱，应收款项规模较大，对营运资金形成较大占用，整体资产流动性偏弱；2024年末公司总债务小幅上升，EBITDA利息保障倍数和现金短期债务比仍处于较低水平，整体面临较大偿债压力

资本实力与资产质量

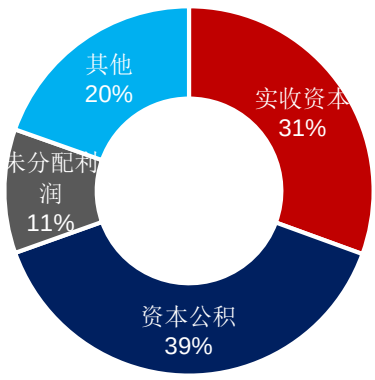
2024年公司资本公积小幅下降，主要由于长期股权投资权益法核算时其他权益下降引起的资本公积下降，所有者权益小幅增长主要来自其他综合收益及未分配利润增加；2024年对宿迁市建园工程有限公司的其他应付款大幅增加导致公司负债总额快速增长，产权比率随之抬升，公司净资产对总负债的覆盖程度继续下降。截至2024年末，公司净资产以资本公积和实收资本为主，主要来自宿城区财政局资本注入。

图1 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

图2 2024年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

公司资产仍大量沉淀于投资性房地产、应收款项和存货中，2024年末上述资产合计占比在90%以上。随着益丰数字经济产业园建成转入投资性房地产，2024年末投资性房地产小幅增长，当期末主要由西城

大厦及各类园区的厂房构成，是公司核心的资产，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，但出租的投资回收期较长。2024年末抵押受限的投资性房地产共25.64亿元，受限比率48.73%。

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。由于朱海·牛角淹生态旅游及水环境修复项目结算及厂房完工后转入投资性房地产，2024年末公司存货规模小幅下降。截至2024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，整体来看公司存货变现能力较弱。

应收账款主要系应收宿城经开区管委会、城厦建设的代建款；此外，公司有对民企的应收账款合计1,052.54万元，其中中天建设集团有限公司、江苏申苏环境科技有限公司两家民企均有多笔被执行信息，且后者已申请破产，有较大的回收风险，已计提坏账准备132.19万元。

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，2024年末同比大幅增加，当期末前五大欠款方余额合计占比为73.65%。此外2024年末公司有对民企江苏金柏年房地产开发有限责任公司的其他应收款3,800万元[2]。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。

公司长期股权投资主要为配合招商引资对经开区小微企业及区域内国企的股权投资，2024年权益法核算长期股权投资确认亏损405.02万元，需持续关注后续投资风险。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.95	1.03%	5.74	3.51%
应收账款	26.90	14.26%	18.29	11.17%
其他应收款	77.76	41.22%	56.60	34.57%
存货	24.08	12.76%	27.63	16.88%
流动资产合计	**130.92**	**69.39%**	**108.37**	**66.20%**
长期股权投资	1.62	0.86%	1.65	1.01%
投资性房地产	52.62	27.89%	50.06	30.58%
非流动资产合计	**57.74**	**30.61%**	**55.34**	**33.80%**
资产总计	**188.66**	**100.00%**	**163.71**	**100.00%**

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2024年末总债务小幅上升到48.64亿元，债务期限结构显著改善。按债务结构来看，2024年末公司债务以银行借款为主，主要为工商银行、江苏银行、国开行，以及苏州银行等城农商行、光大银行、兴

[2] 为代宿城经开区管委会支付的对其所开发房产的回购款

业银行等股份制银行对新建厂房的项目贷，期限较长，借款期限多在三年以上。债券融资为本期债券。2024年末公司非标融资全部清零。

此外，公司其他应付款主要系与当地国企的往来款，2024年末大幅增加主要系增加对宿迁市建园工程有限公司的应付往来款所致。

表10 截至 2024 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	平均融资成本	融资余额	1 年以内	1 年以上
银行借款	4.67%	40.45	5.19	35.26
债券融资	4.70%	7.99	0.03	7.96
合计	--	**48.46**	**5.72**	**42.74**

注：表中未包括应付票据，故与总债务存在差别
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.37	3.55%	7.36	7.36%
应付票据	0.18	0.15%	1.64	1.64%
其他应付款	65.40	53.08%	43.75	43.73%
一年内到期的非流动负债	0.85	0.69%	6.76	6.75%
流动负债合计	**75.74**	**61.48%**	**63.38**	**63.35%**
长期借款	34.78	28.23%	22.78	22.77%
长期应付款	0.00	0.00%	1.35	1.35%
其他非流动负债	0.85	0.69%	0.85	0.85%
非流动负债合计	**47.46**	**38.52%**	**36.67**	**36.65%**
负债合计	**123.21**	**100.00%**	**100.05**	**100.00%**
总债务	**48.64**	**39.48%**	**48.42**	**48.40%**
其中：短期债务	5.90	12.14%	16.35	33.76%
长期债务	42.74	87.86%	32.08	66.24%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

2024年末公司资产负债率小幅上升，由于货币资金的下降幅度较大，公司现金短期债务比小幅下降，仍处于较低水平。受利润水平上升影响2024年EBITDA利息保障倍数有所提升，但整体表现依旧欠佳，面临较大的偿债压力；2024年公司经营活动现金流由流入转为流出，基础设施建设业务回款不佳，在建项目仍面临一定建设资金需求，公司依旧依赖外部融资，未来财务杠杆水平或进一步提高，偿债压力进一步加大。截至2024年末，公司尚未使用的银行授信额度为20.55亿元，备用流动性尚可。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2024 年	2023 年
资产负债率	65.31%	61.12%
现金短期债务比	0.33	0.35

EBITDA 利息保障倍数	0.72	0.46

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年7月7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。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年7月24日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

或有事项分析

截至2024年末，公司对外担保余额合计64.56亿元，占年末净资产的98.61%，较上年末增长52.06%，均为对国企担保，未设置反担保措施，存在较大或有负债风险。

七、 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；但近年来公司补贴收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。

八、 本期债券偿还保障分析

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。

江苏再担保前身为成立于2009年的江苏省信用再担保有限公司，初始注册资本为30.00亿元，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。后经过多次增资扩股和股权变更，截至2024年末，江苏再担保实收资本为130.30亿元，股东数合计22家，控股股东和实际控制人均为江苏省财政厅，其持股比例为24.30%，其他股东主要为江苏省各级地方政府和国有企业。

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。截至 2023 年末，江苏再担保的担保余额合计 3,126.01 亿元，其中融资担保业务余额和再担保业务余额分别为 1,899.63 亿元和 1,189.65 亿元，分别占担保余额的 60.77%和 38.06%。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，截至 2023 年末，江苏再担保直接融资担保业务余额为 913.11 亿元，同比增长 14.91%。2023 年以来，地方政府融资平台融资政策进一步收紧，未来江苏再担保直接融资担保业务或将面临一定的转型压力。截至 2023 年末，江苏再担保的间接融资担保余额合计 953.00 亿元，同比增长 32.00%。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，截至 2023 年末纳入再担保体系的机构达到 132 家，近年来国担基金对江苏再担保的授信额度逐步增加，截至 2023 年末国担基金的授信额度增至 1,680 亿元。2023 年末，江苏再担保的再担保余额合计 1,189.65 亿元，同比增长 8.38%。2023 年，江苏再担保当期担保代偿额合计 3.88 亿元，同比下降 9.98%；当期担保代偿率为 0.17%，同比下降 0.17 个百分点，保持在较低水平。截至 2023 年末，江苏再担保近三年累计代偿回收率为 38.02%，同比下降 6.23 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。

表13 江苏再担保主要业务和财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024	2023	2022
资产总额	415.75	355.58	333.33
货币资金	74.78	49.23	46.23
应收代偿款	3.37	3.28	3.65
所有者权益合计	262.31	209.31	190.89
营业总收入	40.14	39.30	27.71
担保业务收入	21.75	17.61	17.93
净利润	14.34	12.22	9.45
净资产收益率	6.08%	6.11%	5.41%
期末担保余额	-	3,126.01	2,779.72
其中：融资担保余额	-	1,899.63	1,634.08

直接融资担保余额	-	913.11	878.37
间接融资担保余额	-	953.00	721.95
其他		33.53	33.76
再担保余额	-	1,189.65	1,097.71
非融资担保余额	-	36.73	47.93
融资担保责任余额*	-	1,001.63	874.18
融资担保责任余额放大倍数（X）*	-	8.62	7.61
当期代偿率	-	0.17%	0.34%
累计代偿回收率*	-	38.02%	44.25%
拨备覆盖率	1,259.09%	1,235.70%	1,013.14%

注：*均不含再担保业务，为母公司口径；累计担保代偿率和累计代偿回收率为使用江苏再担保提供的近三年累计数据计算；“其他”主要为保理、融资租赁、票据承兑等担保业务。
资料来源：江苏再担保 2022-2024 年审计报告及江苏再担保提供，中证鹏元整理

截至 2024 年末，江苏再担保资产总额为 415.75 亿元，较 2023 年末增长 16.92%；主要由货币资金、投资资产和融资租赁子公司业务开展形成的应收融资租赁款构成，其中金融投资资产账面价值合计 202.65 亿元，较 2023 年末增长 18.36%，在资产总额中的占比为 48.74%，投资资产主要由委托贷款以及债券投资组成，债券投资主要投向江苏省内地方国有企业，信用等级集中于 AA 至 AAA，江苏再担保投资资产规模快速增长，投资资产信用风险需关注；应收融资租赁款余额同比增长 10.90%至 86.37 亿元，在资产总额中的占比为 20.77%，共计提减值准备 1.27 亿元，在宏观经济增长承压的背景下，需关注江苏再担保的融资租赁资产质量的变化情况；货币资金为 74.78 亿元，其中受限资金为 4.95 亿元，主要包括监管资金、备付金等。截至 2024 年末，江苏再担保负债总额为 153.45 亿元，同比增长 4.91%，其中未到期责任准备金和担保赔偿准备金合计 41.78 亿元，同比增长 4.29%，在负债总额中的占比为 27.23%。截至 2024 年末，江苏再担保所有者权益合计 262.31 亿元，同比增长 25.32%。2023 年末江苏再担保母公司口径直保业务融资担保责任余额放大倍数为 8.62 倍，随着担保业务的持续发展，未来面临一定的资本补充压力。江苏再担保营业收入主要来源于担保业务收入、利息收入和投资收益。2024 年江苏再担保实现营业收入 40.14 亿元，较 2023 年增长 2.14%，其中担保业务收入为 21.75 亿元，在营业收入中的占比为 54.17%。2024 年，江苏再担保实现净利润 14.34 亿元，同比增长 17.36%，净资产收益率为 6.08%，整体盈利能力较强。

综上所述，江苏再担保的控股股东和实际控制人为江苏省财政厅，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大力支持；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，江苏再担保的直接融资担保业务以江苏省内城投债为主，未来或面临一定的展业难度和转型压力；投资资产规模快速增长，投资资产信用风险需关注等风险因素。

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，本期债券由江苏再担

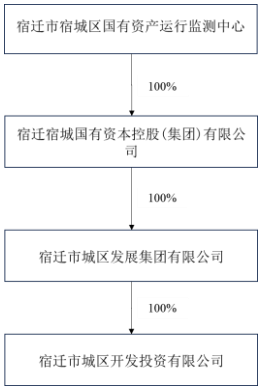
保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

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）	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	1.95	5.74	4.11
应收账款	26.90	18.29	10.73
其他应收款	77.76	56.60	39.47
存货	24.08	27.63	34.18
流动资产合计	130.92	108.37	88.54
投资性房地产	52.62	50.06	40.01
非流动资产合计	57.74	55.34	45.42
资产总计	188.66	163.71	133.96
短期借款	4.37	7.36	7.24
其他应付款	65.40	43.75	18.12
一年内到期的非流动负债	0.85	6.76	3.66
流动负债合计	75.74	63.38	36.24
长期借款	34.78	22.78	18.24
应付债券	7.96	7.94	7.93
长期应付款	0.00	1.35	7.58
非流动负债合计	47.46	36.67	36.93
负债合计	123.21	100.05	73.18
总债务	48.64	48.42	49.06
其中：短期债务	5.90	16.35	15.31
长期债务	42.74	32.08	33.75
所有者权益	65.46	63.66	60.78
营业收入	8.68	8.18	7.62
营业利润	1.74	1.13	0.96
其他收益	0.50	1.00	0.60
利润总额	1.76	0.99	0.97
经营活动产生的现金流量净额	-4.75	4.50	-12.77
投资活动产生的现金流量净额	-0.98	-2.76	-6.68
筹资活动产生的现金流量净额	4.39	0.14	18.56
财务指标	**2024 年**	**2023 年**	**2022 年**
销售毛利率	24.43%	16.62%	16.04%
资产负债率	65.31%	61.12%	54.63%
短期债务/总债务	12.14%	33.76%	31.20%
现金短期债务比	0.33	0.35	0.27
EBITDA（亿元）	2.01	1.26	1.13
EBITDA 利息保障倍数	0.72	0.46	0.38

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

附录二　公司股权结构图（截至 2025 年 7 月 26 日）



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

附录三　担保方评级模型结果

评级要素	评分等级
个体信用状况	aa
外部特殊支持	2
主体信用等级	AAA

注：（1）本次评级采用评级方法模型为：担保公司信用评级方法和模型（版本号：cspy_ffmx_2022V2.0）、外部特殊支持评价方法和模型（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0）；（2）江苏再担保是江苏省委、省政府为有效缓解省内中小企业融资难问题，推动金融机构增加对中小企业的信贷投放，更好地为经济发展服务而批准设立的政策性专业信用再担保机构，在江苏省内具有较为突出的战略重要性，中证鹏元认为江苏再担保在面临债务困难时，江苏省人民政府对其提供特殊支持的意愿极其强。同时，中证鹏元认为江苏省人民政府提供支持的能力极强，因此在江苏再担保个体信用状况基础上上调 2 个子级。

附录四　主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
现金短期债务比	现金类资产/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	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+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+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

附录五　信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。

中证鹏元公众号

中证鹏元视频号

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

通讯地址：深圳市南山区深湾二路 82 号神州数码国际创新中心东塔 42 楼

T：0755-8287 2897

W：www.cspengyuan.com