

宿迁市经济开发总公司

2012 年企业债券 2018 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2018】跟踪第
【252】号 01

债券简称:

PR 宿开发/12 宿迁开发债

增信方式:

保证担保

担保主体:

江苏洋河集团有限公司

债券剩余规模:

1.80 亿元

债券到期日期: 2019 年 03
月 26 日

债券偿还方式: 每年付息,
在债券存续期的第 3-7 年
末每年按债券发行总额的
20%偿还本金

分析师

姓名:

阮航 汪永乐

电话:

0755-82870012

邮箱:

ruanh@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信评
估有限公司城投公司主体
长期信用评级方法, 该评
级方法已披露于公司官方
网站。

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦 3
楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

宿迁市经济开发总公司 2012 年企业债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 05 月 18 日	2017 年 05 月 24 日

评级观点:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对宿迁市经济开发总公司(以下简称“宿迁经开”或“公司”)及其 2012 年 3 月 26 日发行的企业债券(以下简称“本期债券”)的 2018 年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持为 AA+, 公司主体长期信用等级维持为 AA, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到宿迁市经济实力和固定资产投资保持增长, 为公司发展提供了良好的外部环境, 公司城建工程业务可持续性较好, 获得外部支持力度较大, 担保方江苏洋河集团有限公司(简称“洋河集团”或“担保方”)经营状况良好, 仍可为本期债券提供较强的偿债保障; 同时我们也关注到了公司资产流动性一般, 应收民营企业款项存在较大的回收风险, 在建项目资金缺口较大, 面临一定资金压力和存在较大的偿债压力, 以及有一定或有负债风险等风险因素。

正面:

- 宿迁市经济实力和固定资产投资保持增长, 为公司发展提供了良好的外部环境。2017 年宿迁市实现地区生产总值 2,610.94 亿元, 按可比价格计算, 同比增长 7.5%; 全市固定资产投资完成 2,194.23 亿元, 同比增长 8.5%, 为公司城建工程业务提供了良好的外部环境。
- 公司城建工程项目业务可持续性较好。公司作为宿迁经开区重要的城建工程建设主体, 2017 年公司实现城建工程项目收入 23.06 亿元, 占 2017 年公司营业收入比重的 95.20%。截至 2017 年底, 公司主要在建城建工程项目总投资额 55.16 亿元,

累计已投资 40.05 亿元，城建工程业务可持续性较好。

- **公司获得外部支持力度较大。**2017 年公司获得建设项目补贴、城镇保障性住房专项资金、环卫补贴、省级财政促进金融业创新发展专项资金和市级金融发展引导资金合计 3.09 亿元，对公司盈利贡献较大。
- **担保方洋河集团经营状况良好，仍可为本期债券提供较强的偿债保障。**洋河集团经营情况良好，其为本期债券的偿还提供了较强的保障。

关注：

- **公司资产流动性一般。**2017 年末公司存货和其他应收款占总资产的比重分别为 34.46% 和 34.30%，存货主要为城建工程项目和土地资产，其他应收款回收时间存在不确定性，属受限资产的土地资产、房产和货币资金合计 52.57 亿元，占总资产比重的 13.79%，整体资产流动性一般。
- **公司应收民营企业款项存在较大的回收风险。**截至 2017 年末，公司应收民营企业款项（包括应收账款、其他应收款和委托贷款）账面余额合计 15.67 万元，坏账准备余额达 3.98 万元，存在较大的回收风险。
- **公司存在较大的偿债压力。**2017 年末公司资产负债率为 69.25%，资产负债水平仍较高。2017 年末有息债务规模达 172.45 亿元，同比增长 2.46%，其中 2018-2020 年需偿还的有息债务本息分别为 72.28 亿元、61.00 亿元和 58.50 亿元，公司存在较大的偿债压力。
- **公司经营活动现金流表现一般，面临一定的资金压力。**其他应收款对公司资金造成较大占用，致使 2017 年公司经营活动产生现金净流入 0.35 亿元，规模较小，经营活动现金流表现一般；截至 2017 年底，公司在建城建工程项目尚需投资 15.11 亿元，面临一定的资金压力。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2017 年末，公司对外担保合计 49.41 亿元，占期末净资产的 42.15%，其中对民营企业担保金额为 10.86 亿元，占对外担保总额的 21.98%，存在一定或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	3,812,101.39	3,694,231.57	2,980,835.20
所有者权益合计（万元）	1,172,328.37	1,021,042.99	966,950.86
有息债务（万元）	1,724,482.48	1,683,095.07	1,075,345.96

资产负债率	69.25%	72.36%	67.56%
流动比率	1.91	2.04	1.69
营业收入（万元）	242,218.36	309,287.61	278,406.13
营业外收入（万元）	120.26	41,408.07	37,174.62
利润总额（万元）	22,327.75	44,937.12	11,265.10
综合毛利率	15.51%	17.57%	18.08%
EBITDA（万元）	57,846.00	87,577.91	36,752.40
EBITDA 利息保障倍数	0.53	0.70	0.39
经营活动现金流净额（万元）	3,471.81	-132,616.62	-218,941.33

注：2015 年数据采用 2016 年审计报告的期初数，下同。

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

洋河集团主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	5,227,896.88	5,105,116.81	4,997,766.26
归属于母公司所有者权益（万元）	1,085,526.51	1,041,830.84	945,865.41
资产负债率	42.20%	46.12%	50.95%
营业收入（万元）	2,016,144.49	1,755,936.49	1,641,315.29
净利润（万元）	693,608.33	572,504.39	526,972.68
经营活动现金流净额（万元）	873,058.31	887,566.07	731,843.83

资料来源：洋河集团 2015-2017 年度审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2012年3月26日公开发行9亿元企业债券，其中5.40亿元拟用于宿迁经济开发区道路管网基础设施建设项目，1.80亿元拟用于偿还银行贷款，1.80亿元拟用于补充营运资金。截至2018年4月30日，募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

2017年公司名称、注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人没有变化。截至2017年末，公司注册资本和实收资本均为22.00亿元，控股股东和实际控制人为宿迁经济技术开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”），持股比例100%。2017年公司无新纳入合并范围的子公司，不再纳入合并范围的子公司1家，为宿迁软件园发展有限公司，不再纳入合并范围原因为股权全部转让，为有偿划转，此次转让对公司经营情况影响不大。

根据公司2017年7月12日公布的《宿迁市经济开发总公司关于变更董事长、总经理、法定代表人、董事会成员和监事会成员的公告》，公司已免去高玉华公司董事长和总经理职务，免去李井泉和许彬董事职务，免去陈军监事会主席职务，免去徐建兵、徐中华和姚军的监事职务；已任命徐建兵为公司董事长和总经理，王坚和姚军担任公司董事，徐中华担任公司监事会主席，王腾涛和曹媛担任公司监事；根据公司章程规定，法定代表人由高玉华变更为徐建兵，截至2017年7月11日已完成工商变更登记。此次人事调整对公司日常管理、生产经营及偿债能力未产生影响，对公司董事会决议有效性未产生影响。

截至2017年末，公司资产总额为381.21亿元，所有者权益合计为117.23亿元，资产负债率为69.25%；2017年度，公司实现营业收入24.22亿元，利润总额2.23亿元，经营活动现金净流入0.35亿元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健

增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长6.9%，增速比上年加快0.2个百分点，是2011年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨6.3%，结束了自2012年以来连续5年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入172,566.57亿元，一般公共预算支出203,330.03亿元，财政赤字率控制在3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币M2增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017年5月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号，以下简称“50号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不

得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自2015年1月1日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017年6月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号，以下简称“87号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50号文、87号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018年2月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表 1 2017 年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017 年 5 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017 年 5 月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017 年 6 月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开

2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97号）	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》（发改投资[2017]1266号）	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式，扩大PPP存量项目社会资本投入比例
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92号）	财政部	严格新PPP项目入库标准，清理已入库PPP项目
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号）	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资

资料来源：各政府部门网站，鹏元整理

（二）区域环境

宿迁市经济保持增长，固定资产投资规模有所提升，为公司发展提供了良好的外部环境

2017年宿迁市实现地区生产总值2,610.94亿元，按可比价格计算，同比增长7.5%，增速有所放缓。其中第一产业、第二产业和第三产业增加值分别为292.14亿元、1,253.48亿元和1,065.32亿元，分别同比增长2.7%、7.8%、8.5%，二、三产业增速相对较快。三次产业结构由2016年的11.7:48.5:39.8调整至2017年的11.2:48.0:40.8，第三产业占比有所提高。固定资产投资仍是拉动宿迁市经济发展的重要因素，2017年全市固定资产投资完成2,194.23亿元，同比增长8.5%，为公司城建工程业务提供了良好的外部环境。

工业生产运行平稳，全年规模以上工业增加值比上年增长8.9%。房地产市场总体稳定，全年房地产开发投资完成243.00亿元，其中住宅投资完成189.74亿元。全市商品房销售面积936.96万平方米，比上年增长12.1%，其中住宅销售面积764.12万平方米，增长7.0%。社会消费品零售总额和进出口总额均较上年有所增长，为宿迁市经济增长提供了有益补充。存款余额和贷款余额亦保持增长态势，为当地企业提供了良好的金融环境。

总体来看，2017年宿迁市主要经济指标继续保持快速增长，固定资产投资规模有所提升，为公司发展提供了良好的外部环境。

表 2 2016-2017 年宿迁市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	2,610.94	7.5%	2,351.12	9.1%
第一产业增加值	292.14	2.7%	275.23	2.0%
第二产业增加值	1,253.48	7.8%	1,140.37	10.1%
第三产业增加值	1,065.32	8.5%	935.52	10.2%
固定资产投资	2,194.23	8.5%	2,059.58	12.0%
社会消费品零售总额	781.39	10.8%	705.54	12.6%
进出口总额（亿美元）	29.48	21.7%	24.22	-6.8%
存款余额	2,514.96	13.9%	2,207.43	21.3%
贷款余额	2,223.45	13.4%	1,960.37	15.5%
人均 GDP（元）	53,317.00		48,309.00	
人均 GDP/全国人均 GDP	89.37%		89.49%	

资料来源：宿迁市 2016-2017 年国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

宿迁经开区地区生产总值增长迅速，招商引资和科技创新成果较好

公司提供数据显示，2016年¹宿迁经开区完成地区生产总值294.67亿元，同比增长12.64%，增速较快。宿迁经开区《经济发展局2016年部门决算》报告显示，全区新增规模以上工业企业21户，其中销售收入超亿元以上工业企业6户，新增规模以上服务业企业31个，新兴产业实现销售收入76亿元。

招商引资方面，2016年宿迁经开区新引进项目3个，分别为新德新能源外资光伏发电项目、旻辉针织机械项目和膜可光学材料项目。美百加电器项目和东旭亿泰项目结转竣工。

科技创新方面，全区6家企业通过国家高新企业认定、10家企业通过省民营科技企业资质认定、13家企业通过省科技型中小企业资质认定；新增省级高新技术产品7个，全区有效高新技术产品达35个；企业申请3个PCT专利，实现全区PCT国际专利申请零的突破。

2017 年宿迁市公共财政收入负增长，财政自给能力有所趋弱

财政收入方面，根据《宿迁市2017年国民经济和社会发展统计公报》显示，2017年宿迁市实现财政总收入439.9亿元，其中公共财政收入200.6亿元，同比明显下滑，主要系当期房地产业入库地方税收等大幅减少所致；受经济增速放缓等因素影响，公共财政收入中税收收入占比小幅降至77.07%，公共财政收入的质量仍较好。

财政支出方面，2017年宿迁市财政支出595.8亿元，同比增长8.7%，其中公共财政支出424.5亿元。2017年宿迁市财政自给率下降8.81个百分点至47.26%，财政自给能力有所趋弱，公共财政收入对公共财政支出的保障程度一般。

¹ 2017 年宿迁经开区经济和财政数据未公开披露。

表 3 2016-2017 年宿迁市全口径及本级财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	全口径	本级	全口径	本级
地方综合财力（一+二+三）	439.9	-	531.98	143.60
（一）公共财政收入	200.6	-	238.08	54.40
其中：税收收入	154.6	-	186.27	44.37
非税收入	46.0	-	51.81	10.03
（二）上级补助收入	-	-	201.68	71.94
其中：返还性收入	-	-	27.93	10.33
一般性转移支付收入	-	-	109.84	38.25
专项转移支付	-	-	63.92	23.36
（三）政府基金收入	-	-	92.22	17.26
其中：土地出让收入	-	-	84.78	14.13
财政支出	595.8	-	548.23	105.75
（一）公共财政支出	424.5	-	424.57	79.05
（二）政府基金支出	171.3	-	123.66	26.69
税收收入/公共财政收入	77.07%	-	78.24%	81.57%
财政自给率	47.26%	-	56.07%	68.81%

注：“-”表述数据缺失；2017 年地方综合财力数据为全市实现财政总收入。

资料来源：鹏元数据库、宿迁市 2017 年国民经济和社会发展统计公报、宿迁市政府网站，鹏元整理

受统计口径调整影响，2016 年宿迁经开区公共财政收入大幅增长，财政自给率仍保持很高水平

根据宿迁经开区财政局提供的说明，2016年宿迁市经开区财政数据与2015年数据统计口径有所调整，根据宿政[2013]176号《市政府关于对宿迁经济技术开发区特色园区有关管理事项的补充通知》，宿迁经开区洋河产业园、软件产业园、高教产业园三个特色产业园的人事、财政、规划及招商等管理权统一纳入宿迁经开区，在经开区管委会领导下进行开发建设。文件下发后，由于人事、财政、规划等事项一直未调整到位，所以前几年宿迁财政局统计的财政收支数据一直按照经开区单独入库口径进行上报。从2016年开始，上述涉及的相关事项均已调整到位，所有数据口径均调整为宿政发[2013]176号文件涵盖的区域合并数据口径，受此影响，2016年宿迁经开区各项财政收入均大幅增长。

宿迁经开区财政局提供数据显示，2016年宿迁市经开区实现财政总收入521,161.00万元，实现公共财政收入321,205.00万元，其中，税收收入286,122.00万元，占比89.08%，公共财政收入质量较高。2016年宿迁经开区共收到上级补助收入87,085.00万元，其中返还性收入和一般性转移支付收入分别实现33,300.00万元和16,127.00万元，对地方综合财政实力提供有力支撑。2016年宿迁经开区政府基金收入实现112,871.00万元，其中土地出让收入

100,247.00万元。2016年财政自给率为127.01%，较上年有所下滑，但仍处于很高水平。

表 4 2015-2016 年宿迁市经济开发区财政收支情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
财政收入	521,161.00	266,378.00
（一）公共财政收入	321,205.00	206,389.00
其中：税收收入	286,122.00	192,422.00
非税收收入	35,083.00	13,967.00
（二）上级补助收入	87,085.00	23,674.00
其中：返还性收入	33,300.00	568.00
一般性转移支付收入	16,127.00	13,698.00
专项转移支付	37,658.00	9,408.00
（三）政府基金收入	112,871.00	36,315.00
其中：土地出让收入	100,247.00	-
财政支出	362,107.00	167,251.00
（一）公共财政支出	252,896.00	130,718.00
（二）政府性基金支出	109,211.00	36,533.00
财政自给率	127.01%	157.89%

注：2016 年宿迁经开区洋河产业园、软件产业园、高教产业园三个特色产业园财政统一纳入宿迁经开区。
 资料来源：宿迁经开区财政局，鹏元整理

四、经营与竞争

2017年公司实现营业收入24.22亿元，同比下滑21.69%，主要系土地收储收入和房地产销售收入减少所致；2016年土地收储收入较高是由于经开区管委会将公司子公司宿迁市开诚实业有限公司的部分土地收回，具有偶发性。城建工程项目收入仍是公司收入的主要来源，占2017年公司营业收入比重的95.20%，其他业务规模均相对较小；其他收入主要来自于园区企业会计服务和园林绿化等，为新进企业提供企业服务收费标准较低，故持续亏损。毛利率方面，综合各业务收入占比和毛利率调整的影响，2017年公司综合毛利率较上年小幅下降2.06个百分点至15.51%。

表 5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
城建工程项目收入	230,600.25	15.76%	235,730.13	16.49%
土地收储收入	0.00	0.00%	46,532.16	30.63%
房地产销售收入	7,951.25	9.26%	23,541.63	3.56%
担保收入	565.18	100.00%	789.88	100.00%
租赁收入	1,601.84	21.68%	1,232.46	16.31%

其他收入	1,499.85	-27.60%	1,461.35	-43.20%
合计	242,218.36	15.51%	309,287.61	17.57%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

2017 年公司城建工程业务收入略有下降，目前在建项目较多，业务可持续性较好，但存在一定的资金压力

公司作为宿迁经开区重要的城建工程建设主体，承担了宿迁经开区全部基础设施和市政工程的建设任务。按照经开区管委会与公司签订的《市政基础设施及城建工程项目建设与开发委托协议》，经开区管委会委托公司对宿迁经开区规划范围内的市政基础设施及城建工程项目按照经开区管委会统一安排进行建设及整理开发。公司受托开发整理的主要内容包括：交通工程、土地收储、桥梁道路建设和实施征地拆迁等工作。每个项目结束后，公司向经开区管委会出具项目费用报告单，由经开区管委会审核，并在审核完成后十五个工作日内付款。经开区管委会按公司在市政基础设施及城建工程项目中实际发生的开发成本并加计一定比例的委托建设酬劳，2017年至2021年该比例为项目决算核定造价的20%，公司以此确认为城建工程收入；从实际决算情况来看，公司实际造价与决算造价略有差异。

2017年公司确认城建工程项目收入230,600.25万元，较上年略有下降，主要项目为开发区路网工程、开发区2013年度新建道路工程B1、B2标段、开发区2012年新建道路BT项目五标段、绿化工程和水杉大道等；毛利率为15.76%，同比下滑0.73个百分点，建设主体分别为公司和子公司宿迁市湖滨新城投资开发有限公司（以下简称“湖滨新城”）。2017年城建工程业务回款情况良好，当期公司收现比升至0.98。

截至2017年底，公司主要在建城建工程项目总投资额55.16亿元，累计已投资40.05亿元，未来城建工程业务可持续性较好；主要在建城建工程项目尚需投资15.11亿元，资金主要由公司自筹，预计公司将面临一定的资金压力。

表 6 截至 2017 年 12 月 31 日公司主要在建城建工程项目情况（单位：万元）

项目	总投资额	已投资额	尚需投资
宿迁市保税物流园	300,700.00	204,093.87	96,606.13
国开区科技创业产业园	116,900.00	77,817.83	39,082.17
开发区 2013 年交通工程 B1-B7 标段	80,000.00	74,591.80	5,408.20
国际汽车城	54,000.00	44,046.46	9,953.54
合计	551,600.00	400,549.96	151,050.04

注：已投资额均包含用地成本。

资料来源：公司提供，鹏元整理

2017年公司房地产销售收入大幅下降，预收购房款规模较大，短期内房地产业务收入仍具有一定的保障，但部分安置房项目盈利能力较弱

公司房地产业务主要是宿迁经开区和宿迁湖滨新城开发区内商品房及保障性安居住房的建设与销售，主要由子公司宿迁市开源置业有限公司（以下简称“开源置业”）及宿迁市湖滨新城房地产开发有限公司（以下简称“湖滨房地产”）负责。

2017年公司实现房地产销售收入7,951.25万元，同比下滑66.22%，存在较大波动，主要系当期结转收入规模下滑。房地产销售业务毛利率略有增长主要系已售项目中银湖广场为商业房地产，毛利率相对较高，古楚名苑和金桂花园为安置房项目毛利率较低。

表 7 2017 年公司房地产项目收入构成情况（单位：万元）

项目	成本	收入	毛利率
古楚名苑	3,435.54	3,616.79	5.01%
金桂花园	2,123.60	2,162.05	1.78%
银湖广场	1,563.34	2,039.10	23.33%
白领公寓	92.55	133.31	30.57%
合计	7,215.03	7,951.25	9.26%

资料来源：公司提供

截至2017年末，公司主要在建房地产项目均已完工，拟建房地产项目计划总投资17,826.07万元，考虑到年末公司预收购房款账面价值8.07亿元，短期内房地产销售业务收入仍具有一定的保障；但蓝天苑和新城家园中部分房产以及古楚名苑、金桂花园、三树新城均为安置房项目，毛利率偏低，盈利能力较弱。

表 8 截至 2017 年 12 月底公司主要房地产项目情况（单位：万元）

项目	所属公司	项目进度	总投资额	已投资额
三树新城	开源置业	已完工	55,738.43	57,197.36
古楚名苑	开源置业	已完工	33,263.89	33,804.04
蓝天苑	开源置业	已完工	31,360.47	32,960.54
金桂花园	开源置业	已完工	30,636.95	32,071.71
湖滨花园	湖滨房地产	已完工	16,340.78	16,619.58
新城家园	湖滨房地产	已完工	60,000.00	61,938.85
银湖广场	湖滨房地产	已完工	45,000.00	42,702.83
小计	-	-	272,340.52	277,294.91
梨园城市之家	开源置业	拟建	6,626.07	0.00
青海湖路城市之家	开源置业	拟建	6,200.00	0.00
世纪大道城市之家	开源置业	拟建	5,000.00	0.00
小计	-	-	17,826.07	0.00
合计	-	-	290,166.59	277,294.91

注：三树新城、古楚名苑、蓝天苑、金桂花园、湖滨花园和新城家园实际投资额均已超过计划投资额。
资料来源：公司提供

担保和租赁等业务仍可为公司盈利提供一定的补充

公司还有一定的担保业务、租赁业务等，为公司盈利水平提供了一定的补充。公司租赁和担保业务完全市场化运行，收入较为平稳。担保业务由子公司江苏开泉信用担保有限公司负责，担保代偿比例较低，一般都有反担保措施。2017年公司租赁收入主要来源于标准厂房出租，2017年业绩情况持续改善，实现业务收入1,601.84万元，同比增长29.97%，租赁业务毛利率提高到21.68%。

公司获得外部支持力度仍较大

作为宿迁经济开发区重要的城市基础设施项目建设主体，2017年公司获得建设项目补贴、城镇保障性住房专项资金、环卫补贴、省级财政促进金融业创新发展专项资金和市级金融发展引导资金合计3.09亿元，计入其他收益科目，公司获得外部支持力度仍较大。

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中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年审计报告及天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告。2017年公司合并报表范围内子公司减少1家，合并报表范围参见附录五。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，仍以存货、其他应收款为主，整体资产流动性一般，应收民营企业款项存在较大的回收风险

2017年末公司资产规模有所增长，达到381.21亿元，同比增长3.19%，资产结构较为稳定，仍以流动资产为主。

公司流动资产主要由货币资金、预付账款、其他应收款、存货和其他流动资产构成。2017年底公司货币资金规模362,075.17万元，其中银行承兑汇票保证金、用于担保的定期存款或通知存款和担保保证金等其他货币资金合计129,590.10万元，占货币资金的35.79%，属受限资产。预付账款主要系预付宿迁市骆马湖现代生态农业示范区征地拆迁安置办公室、晓店财政所和井头乡财政所的拆迁款等，2017年末预付账款98,247.98万元，较上年基本持平。公司其他应收款主要系应收宿迁市经济开发区财政局、江苏骆马湖文化旅游发展有限公司、湖滨新区财政局、宿迁市骆马湖现代生态农业示范区征地拆迁安置办公室和宿

迁星辰国际酒店有限公司等单位的往来款，2017年末账面价值1,307,596.19万元，规模较上年略有下降。其他应收款占公司年末资产的比例达34.46%，对资金造成了较大的占用。公司其他应收款欠款方多为政府相关单位及地方国有企业，风险相对较小，但回收期限存在一定不确定性。公司应收民营企业其他应收款账面合计137,107.76万元，规模较大，其中按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额为113,460.76万元，存在一定的回收风险；2017年末公司已对其他应收款计提坏账准备39,622.36万元，其中23,647.00万元系应收江苏亿泰旅业发展集团有限公司的往来款，该公司已申请破产，正在清算，存在较大的回收风险。

2017年末存货规模为1,313,539.00万元，同比增长3.54%，其中城建工程成本587,917.66万元、土地使用权391,179.60万元、开发产品265,665.16万元和开发成本67,104.63万元，城建工程项目成本主要系承建的市政工程投入，土地使用权系公司通过土地招拍挂所得的土地；当期土地使用权账面价值有所减少，主要系当期经开区管委会收回土地资产价值合计31,076.81万元，计入其他应收款，同时价值67,111.55万元的土地资产调整至开发产品，用于厂房建设；开发成本和开发产品主要为公司房地产业务项目。2017年末其他流动资产96,706.22万元，同比增长487.76%，主要包括委托贷款38,871.00万元和保本型理财产品47,350.00万元；委托贷款中贷款公司为民营企业规模为15,101.00万元，需关注此部分委托贷款的回收风险。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	362,075.17	9.50%	354,019.96	9.58%
预付账款	98,247.98	2.58%	97,492.39	2.64%
其他应收款	1,307,596.19	34.30%	1,392,748.51	37.70%
存货	1,313,539.00	34.46%	1,268,666.20	34.34%
其他流动资产	96,706.22	2.54%	16,453.34	0.45%
流动资产合计	3,184,195.60	83.53%	3,133,452.99	84.82%
投资性房地产	71,969.72	1.89%	49,836.57	1.35%
固定资产	105,994.49	2.78%	114,831.81	3.11%
在建工程	237,418.58	6.23%	235,632.21	6.38%
商誉	77,515.30	2.03%	77,515.30	2.10%
非流动资产合计	627,905.79	16.47%	560,778.57	15.18%
资产合计	3,812,101.39	100.00%	3,694,231.57	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产、在建工程和商誉构成。投资性房地

产全部为房屋建筑物，2017年末规模为71,969.72万元，同比增长44.41%，主要系当期竣工厂房增加所致，未来用于租赁业务。公司固定资产主要为房屋及构筑物，以及少量机器设备和电子设备等；其中宿迁市广播电视大学、宿迁高等师范学校无偿使用的房屋建筑物账面净值28,207.01万元（含土地使用权），属公益性资产。2017年末公司在建工程规模237,418.58万元，主要有骆马湖水环境整治二期、宿迁市保税物流园、台商产业园等。公司商誉主要系购买湖滨新城股权产生，较上年变动不大。

整体来看，2017年公司资产规模略有增长，仍以存货和其他应收款为主，占总资产的比重分别为34.46%和34.30%，其他应收款回收时间存在不确定性，属受限资产的土地资产、房产和货币资金合计52.57亿元，占总资产比重13.79%，公司整体资产流动性仍一般；截至2017年末，公司应收民营企业款项（包括应收账款、其他应付款和委托贷款）账面余额合计156,694.06万元，坏账准备余额达39,764.25万元，存在较大的回收风险。

盈利能力

2017年公司营业收入规模有所下滑，政府补助有效提升了公司利润水平

受未实现土地收储业务收入以及房地产收入下滑影响，2017年公司实现营业收入242,218.36万元，同比下滑21.69%。城建工程项目收入仍为营业收入的主要来源，2017收入占比达95.20%，目前公司承建的工程项目较多，未来城建工程业务仍具有可持续性。毛利率方面，2017年公司综合毛利率为15.51%，同比下滑2.06个百分点，主要系2016年土地收储业务毛利率相对较高所致。

2017年公司期间费用率为13.64%，较上年略有下降，比率仍偏高；受当期计提其他应收款坏账准备增长影响，资产减值损失增至8,207.90万元，对公司利润造成一定侵蚀。综合影响下，2017年公司实现利润总额22,327.75万元，同比下滑50.31%；公司获得政府补贴30,904.64万元，归入其他收益核算，有效提升了公司利润水平。

表 10 公司主要盈利指标

项目	2017年	2016年
营业收入（万元）	242,218.36	309,287.61
资产减值损失（万元）	8,207.90	3,931.25
其他收益（万元）	30,904.64	0.00
营业利润（万元）	22,596.17	4,042.34
营业外收入（万元）	120.26	41,408.07
利润总额（万元）	22,327.75	44,937.12
综合毛利率	15.51%	17.57%

期间费用率	13.64%	14.76%
-------	--------	--------

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现一般，仍面临一定的资金压力

2017年公司收现情况有所改善，收现比增至0.98，主营业务回款情况良好。公司往来款相关现金流维持在较高水平，对公司资金造成较大占用，致使2017年公司经营活动产生现金净流入规模较小，经营活动现金流表现一般。

2017年公司购入理财产品以及对委托贷款的投入较多，致使当期投资活动现金净流出103,491.59万元。为维持经营建设活动，2017年公司通过发行债券、银行借款等多个途径对外融资，全年筹资活动现金净流入159,869.41万元。截至2017年底，公司在建城建工程项目尚需投资15.11亿元，面临一定的资金压力。

表 11 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017年	2016年
收现比	0.98	0.80
销售商品、提供劳务收到的现金	238,366.11	246,100.87
收到的其他与经营活动有关的现金	719,453.02	689,275.58
经营活动现金流入小计	957,819.12	935,376.45
购买商品、接受劳务支付的现金	265,868.12	387,071.55
支付的其他与经营活动有关的现金	671,045.06	664,277.14
经营活动现金流出小计	954,347.31	1,067,993.07
经营活动产生的现金流量净额	3,471.81	-132,616.62
投资活动产生的现金流量净额	-103,491.59	3,407.13
筹资活动产生的现金流量净额	159,869.41	206,074.55
现金及现金等价物净增加额	59,087.08	76,746.16

资料来源：公司 2016-2017 审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模持续增长，存在较大的偿债压力

2017年公司分别发行永续中期票据“17宿迁经开MTN001”6亿元、“17宿迁经开MTN002”7亿元，期限均为“3+N”，致使年末所有者权益增至117.23亿元，同比增长14.82%。公司负债规模同比略有下滑，产权比率降至225.17%，公司所有者权益对负债的保障程度仍较差。从负债结构来看，2017年末公司负债以流动负债为主。

表 12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年	2016年
负债总额	2,639,773.01	2,673,188.58
所有者权益	1,172,328.37	1,021,042.99
产权比率	225.17%	261.81%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。短期借款2017年末金额为167,246.57万元，同比增长28.55%，借款利率主要在4.61%-6.50%之间。应付票据2017年末规模125,000.00万元，同比增长9.03%，主要为银行承兑汇票和商业承兑汇票。应付账款主要为应付施工单位的工程款和应付社区及乡政府的土地补偿款，2017年末下降至82,823.77万元。2017年公司预收款项期末余额80,881.55万元，主要系预收购房款。公司其他应付款主要系往来款，2017年末为715,528.02万元，同比减少5.78%。一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款和应付债券。2017年末其他流动负债规模为204,549.50万元，同比增长309.10%，系2017年公司发行的“17宿迁经开SCP002”、“17宿迁经发CP001”和“17宿迁经开SCP003”，规模分别为50,000.00万元、85,000.00万元和70,000.00万元，利率分别为4.73%、5.31%和6.20%，融资成本较上年有所提高。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。2017年末公司长期借款年末余额为293,741.47万元，同比下降16.90%，借款利率在3.50%-8.00%。应付债券系本期债券等企业债、非公开定向债务融资工具（PPN）、债权融资计划以及外资债，2017年末应付债券余额合计增至677,980.18万元，同比增长68.78%。2018年4月公司发行“18宿迁经开MTN001”10亿元，债券期限为5年，债券利率为6.99%。2017年公司长期应付款中置换债本息已由宿迁经开区财政局和湖滨新区财政局承担，以冲抵相应单位往来款和销售回款的方式核减。

表 13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	167,246.57	6.34%	130,100.00	4.87%
应付票据	125,000.00	4.74%	114,652.00	4.29%
应付账款	82,823.77	3.14%	118,445.42	4.43%
预收款项	80,881.55	3.06%	65,606.56	2.45%
其他应付款	715,528.02	27.11%	759,397.03	28.41%
一年内到期的非流动负债	255,964.77	9.70%	251,758.48	9.42%
其他流动负债	204,549.50	7.75%	50,000.00	1.87%
流动负债合计	1,667,199.82	63.16%	1,535,492.30	57.44%

长期借款	293,741.47	11.13%	353,462.65	13.22%
应付债券	677,980.18	25.68%	401,683.94	15.03%
长期应付款	0.00	0.00%	381,438.00	14.27%
非流动负债合计	972,573.19	36.84%	1,137,696.28	42.56%
负债合计	2,639,773.01	100.00%	2,673,188.58	100.00%
有息债务	1,724,482.48	65.33%	1,683,095.07	62.96%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司有息债务主要包括短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、其他流动负债、长期借款、长期应付款和应付债券，2017年末有息债务规模为1,724,482.48万元，同比增长2.46%，占负债规模的65.33%。根据公司提供的有息债务偿还期限分布表，预计2018-2020年公司分别需偿还有息债务本息722,760.84万元、610,000.00万元和585,000.00万元，存在较大的集中偿债压力。

表 14 截至 2017 年末公司主要有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
本金	627,760.84	520,000.00	500,000.00
利息	95,000.00	90,000.00	85,000.00
合计	722,760.84	610,000.00	585,000.00

资料来源：公司提供，鹏元整理

从偿债能力指标来看，2017年末公司资产负债率略有下降至69.25%，资产负债水平仍较高。2017年末公司流动比率和速动比率分别为1.91和1.12，流动资产对流动负债的保障程度有所趋弱。同时鹏元也关注到，公司流动资产中工程项目、土地及应收往来款占比较高，且受限资产规模较大，进一步削弱了公司短期偿债能力。由于利润总额有所下滑，2017年公司EBITDA降至57,846.00万元，同比下滑33.95%，EBITDA利息保障倍数降至0.53，EBITDA对利息的覆盖程度偏弱，有息债务与EBITDA的比率增至29.81，整体偿债压力较大。

表 15 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	69.25%	72.36%
流动比率	1.91	2.04
速动比率	1.12	1.21
EBITDA（万元）	57,846.00	87,577.91
EBITDA 利息保障倍数	0.53	0.70
有息债务/EBITDA	29.81	19.22

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

担保方洋河集团经营稳定，盈利能力较强，仍可为本期债券的偿还提供较强的保障。本期债券由洋河集团提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

2017年洋河集团主营业务范围没有变化，仍以白酒、红酒、粮食等销售等为主。随着白酒市场回暖，2017年洋河集团实现营业收入2,016,144.49万元，同比增长14.82%，其中核心业务板块白酒业务收入1,918,315.00万元，同比增长16.27%。白酒业务是洋河集团收入和利润的主要来源，2017年白酒业务收入占比升至95.15%，毛利率提升2.53个百分点，致使洋河集团综合毛利率上升至65.80%。

表 16 担保方主营业务收入及毛利率构成（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
白酒	1,918,315.00	67.93%	1,649,926.58	65.40%
红酒	28,521.57	53.20%	28,342.88	58.09%
粮食	21,355.05	1.06%	29,231.98	0.60%
租金收入	991.61	100.00%	0.00	0.00%
工程及维修等	431.85	70.48%	3,639.42	26.57%
码头装卸	207.60	64.18%	0.00	0.00%
租赁及物流服务等	11.32	-3.00%	402.55	82.70%
项王故里景区门票	0.00	0.00%	2,353.61	-272.83%
其他业务	46,310.50	14.62%	42,039.48	10.59%
合计	2,016,144.49	65.80%	1,755,936.49	62.36%

资料来源：洋河集团 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

截至2017年末，洋河集团总资产为5,227,896.88万元，同比增长2.41%。随着经营活动的积累，未分配利润持续增长，2017年末洋河集团归属于母公司所有者权益增至1,085,526.51万元，同比增长4.19%，当期洋河集团偿还部分债务，负债规模降至2,206,292.92万元，同比下降6.30%。受益于白酒市场持续回暖，2017年洋河集团营业利润和利润总额分别为915,826.38万元和917,007.79万元，分别同比增长20.23%和19.33%。

洋河集团经营活动现金流入主要来自于商品销售的回款，2017年洋河集团收现比1.18，较上年略有下降，主营业务现金回笼情况仍表现良好。从营运资本来看，2017年洋河集团存货继续增加，同时收回往来款较多，经营性应收项目有所减少，经营性应付项目大幅增长。综合影响下，2017年洋河集团经营活动净现金净流入873,058.31万元，同比略有下滑，洋河集团经营现金流仍表现良好。

从偿债指标来看，截至2017年末由于负债规模有所下降，资产负债率下降至42.20%，流动比率和速动比率分别为1.84和1.07，同比均有所升高。由于利润总额的增长和有息债务规模的下降，2017年洋河集团EBITDA同比增长17.02%至99.66亿元，有息债务与EBITDA的比例下降至0.54，EBITDA利息保障倍数下增至13.54，综合来看，洋河集团整体偿债压力不大。

表 17 洋河集团主要财务指标

项目	2017年	2016年	2015年
总资产(万元)	5,227,896.88	5,105,116.81	4,997,766.26
归属于母公司所有者权益(万元)	1,085,526.51	1,041,830.84	945,865.41
有息债务(万元)	536,752.83	910,691.61	1,159,376.50
资产负债率	42.20%	46.12%	50.95%
流动比率	1.84	1.53	1.59
速动比率	1.07	0.95	1.05
营业收入(万元)	2,016,144.49	1,755,936.49	1,641,315.29
营业利润(万元)	915,826.38	761,726.65	700,778.42
利润总额(万元)	917,007.79	768,431.68	707,061.61
综合毛利率	65.80%	62.36%	60.41%
总资产回报率	17.77%	15.23%	14.91%
EBITDA(万元)	996,592.95	851,677.21	779,067.85
有息债务/EBITDA	0.54	1.07	1.49
EBITDA利息保障倍数	13.54	9.93	18.59
经营活动现金流净额(万元)	873,058.31	887,566.07	731,843.83

注：EBITDA利息保障倍数=EBITDA/(当期分配股利、利润或偿付利息支付的现金-上期利润分配)

资料来源：洋河集团2016-2017年度审计报告，鹏元整理

2017年09月27日，鹏元对洋河集团出具2017年主体长期信用跟踪评级报告，对其主体长期信用评级结果为AA。洋河集团提供的无条件不可撤销连带责任保证担保为本期债券的偿还提供了进一步的保障。

七、或有事项分析

截至2017年12月31日，公司对外担保合计494,083.82万元，占公司期末所有者权益42.15%，其中452,600.00万元的对外担保无反担保措施，占对外担保总额的91.60%，被担保方以地方国有企业为主；被担保方为民营企业的规模为108,602.82万元，占对外担保总额的21.98%，存在一定或有负债风险。担保明细见附录六。

八、评级结论

宿迁市经济保持增长，固定资产投资规模有所提升，为公司发展提供了良好的外部环境，2017年宿迁市实现地区生产总值2,610.94亿元，同比增长7.5%。公司作为宿迁经开区重要的城建工程建设主体，当期获得的外部支持力度较大。截至2017年底，公司主要在建城建工程项目总投资额55.16亿元，累计已投资40.05亿元，未来城建工程项目收入较有保障。担保方洋河集团经营状况良好，仍可为本期债券提供较强的偿债保障。

同时我们也关注到，2017年末公司存货和其他应收款占总资产的比重分别为34.46%和34.30%，其他应收款回收时间存在不确定性，属受限资产的土地资产、房产和货币资金合计52.57亿元，整体资产流动性一般。截至2017年末，公司应收民营企业款项（包括应收账款、其他应付款和委托贷款）账面余额合计15.67万元，坏账准备余额达3.98万元，存在较大的回收风险。公司资产负债水平较高，有息债务规模达172.45亿元，存在较大的偿债压力。往来款对公司资金造成较大占用，致使2017年公司经营活动产生现金净流入规模较小，经营活动现金流表现一般。截至2017年底，公司在建城建工程项目尚需投资15.11亿元，面临一定的资金压力。截至2017年末，公司对外担保合计49.41亿元，占公司期末净资产的42.15%，公司存在一定或有负债风险。

基于以上分析，鹏元维持本期债券信用级别为AA+，维持公司主体长期信用级别为AA，维持评级展望为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
货币资金	362,075.17	354,019.96	242,373.81
应收票据	458.00	29.06	5,683.00
应收账款	5,477.81	4,043.54	5,195.10
预付款项	98,247.98	97,492.39	96,264.41
应收利息	95.23	0.00	473.18
其他应收款	1,307,596.19	1,392,748.51	909,199.05
存货	1,313,539.00	1,268,666.20	1,126,319.62
其他流动资产	96,706.22	16,453.34	76,340.40
流动资产合计	3,184,195.60	3,133,452.99	2,461,848.57
可供出售金融资产	47,259.15	43,259.15	43,709.15
长期股权投资	39,717.58	10,497.93	23,870.41
投资性房地产	71,969.72	49,836.57	49,323.81
固定资产	105,994.49	114,831.81	94,632.39
在建工程	237,418.58	235,632.21	198,413.91
无形资产	11,728.52	11,321.93	7,735.79
商誉	77,515.30	77,515.30	77,397.32
长期待摊费用	174.29	183.21	167.87
递延所得税资产	8,128.15	7,200.47	6,279.32
其他非流动资产	28,000.00	10,500.00	17,456.67
非流动资产合计	627,905.79	560,778.57	518,986.63
资产总计	3,812,101.39	3,694,231.57	2,980,835.20
短期借款	167,246.57	130,100.00	61,641.70
应付票据	125,000.00	114,652.00	119,195.25
应付账款	82,823.77	118,445.42	140,945.82
预收款项	80,881.55	65,606.56	38,077.18
应付职工薪酬	57.59	40.44	56.07
应交税费	9,466.96	24,495.97	24,074.66
应付利息	25,681.10	20,996.40	10,954.53
其他应付款	715,528.02	759,397.03	723,211.41
一年内到期的非流动负债	255,964.77	251,758.48	236,058.32
其他流动负债	204,549.50	50,000.00	100,000.00
流动负债合计	1,667,199.82	1,535,492.30	1,454,214.94
长期借款	293,741.47	353,462.65	384,950.68
应付债券	677,980.18	401,683.94	154,000.00

长期应付款	0.00	381,438.00	19,500.00
预计负债	851.55	1,111.69	1,218.71
非流动负债合计	972,573.19	1,137,696.28	559,669.39
负债合计	2,639,773.01	2,673,188.58	2,013,884.34
实收资本	220,000.00	220,000.00	220,000.00
资本公积	422,905.52	422,905.52	422,905.52
盈余公积	16,992.31	15,700.99	14,811.70
未分配利润	125,896.42	118,416.29	89,100.76
归属于母公司所有者权益合计	919,939.33	776,903.07	746,817.99
少数股东权益	252,389.04	244,139.92	220,132.87
所有者权益合计	1,172,328.37	1,021,042.99	966,950.86
负债和所有者权益合计	3,812,101.39	3,694,231.57	2,980,835.20

注：2015 年数据采用 2016 年审计报告的期初数，下同。

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、营业收入	242,218.36	309,287.61	278,406.13
其中：营业收入	242,218.36	309,287.61	278,406.13
二、营业总成本	250,221.74	309,208.32	305,537.59
其中：营业成本	204,647.86	254,953.86	228,079.61
营业税金及附加	4,338.18	4,686.34	3,201.95
销售费用	243.35	290.74	1,642.43
管理费用	9,596.28	11,170.43	16,067.84
财务费用	23,188.18	34,175.70	32,019.95
资产减值损失	8,207.90	3,931.25	24,525.81
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	115.54
投资收益	-62.35	3,963.05	1,634.55
其中：对联营企业和合营企业收益	-40.35	194.97	-91.14
汇兑收益	-241.99	0.00	0.00
资产处置收益	-0.74	0.00	0.00
其他收益	30,904.64	0.00	0.00
三、营业利润	22,596.17	4,042.34	-25,381.37
加：营业外收入	120.26	41,408.07	37,174.62
减：营业外支出	388.69	513.28	528.15
四、利润总额	22,327.75	44,937.12	11,265.10
减：所得税费用	278.50	-561.13	-5,092.34
五、净利润	22,049.25	45,498.25	16,357.44

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
销售商品、提供劳务收到的现金	238,366.11	246,100.87	135,497.00
收到的其他与经营活动有关的现金	719,453.02	689,275.58	801,838.08
经营活动现金流入小计	957,819.12	935,376.45	937,335.08
购买商品、接受劳务支付的现金	265,868.12	387,071.55	288,438.66
支付给职工以及为职工支付的现金	3,759.73	5,445.12	6,690.01
支付的各项税费	13,674.39	11,199.26	28,060.37
支付的其他与经营活动有关的现金	671,045.06	664,277.14	833,087.37
经营活动现金流出小计	954,347.31	1,067,993.07	1,156,276.42
经营活动产生的现金流量净额	3,471.81	-132,616.62	-218,941.33
收回投资收到的现金	4,690.00	49,750.00	602.71
取得投资收益收到的现金	144.12	148.90	95.45
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额	0.00	107.22	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	14,847.07	0.00
投资活动现金流入小计	4,834.12	64,853.19	698.16
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	27,137.09	35,302.10	31,754.07
投资支付的现金	80,960.00	6,040.00	53,250.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	20,000.00	1,000.00
支付其他与投资活动有关的现金	228.62	103.96	1,167.09
投资活动现金流出小计	108,325.70	61,446.06	87,171.16
投资活动产生的现金流量净额	-103,491.59	3,407.13	-86,473.00
吸收投资收到的现金	128,830.00	0.00	0.00
取得借款所收到的现金	371,758.93	466,785.99	318,689.52
发行债券收到的现金	581,921.00	380,250.67	219,500.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	197,495.38	196,249.60
筹资活动现金流入小计	1,082,509.93	1,044,532.04	734,439.12
偿还债务所支付的现金	813,296.48	573,745.18	197,636.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	109,344.05	128,636.83	105,038.52
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	136,075.48	83,716.93
筹资活动现金流出小计	922,640.53	838,457.49	386,391.45
筹资活动产生的现金流量净额	159,869.41	206,074.55	348,047.67
现金及现金等价物净增加额	59,087.08	76,746.16	42,633.34

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	22,049.25	45,498.25	16,357.44
加：资产减值损失	8,207.90	3,931.25	24,525.81
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	6,989.64	6,821.89	4,549.74
无形资产摊销	326.11	423.76	341.27
长期待摊费用摊销	36.64	45.80	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.74	0.00	0.00
固定资产报废损失	0.00	2.20	355.37
公允价值变动损失	0.00	0.00	-115.54
财务费用	28,407.86	35,349.33	20,596.29
投资损失	62.35	-3,963.05	-1,634.55
递延所得税资产减少	927.69	-921.15	-5,791.71
存货的减少	-44,872.80	-143,701.24	-198,576.85
经营性应收项目的减少	35,204.11	-123,331.84	-340,826.34
经营性应付项目的增加	-53,867.67	47,228.18	261,277.74
经营活动产生的现金流量净额	3,471.81	-132,616.62	-218,941.33

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
综合毛利率	15.51%	17.57%	18.08%
期间费用率	13.64%	14.76%	17.86%
资产负债率	69.25%	72.36%	67.56%
流动比率	1.91	2.04	1.69
速动比率	1.12	1.21	0.92
EBITDA (万元)	57,846.00	87,577.91	36,752.40
EBITDA 利息保障倍数	0.53	0.70	0.39
有息债务 (万元)	1,724,482.48	1,683,095.07	1,075,345.96
有息债务/EBITDA	29.81	19.22	29.26

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日纳入合并报表范围的全资及控股子公司情况

企业名称	同本公司关系	注册资本		年初持股比例	年末持股比例
		币种	金额(万元)		
宿迁市湖滨新城投资开发有限公司	子公司	人民币	175,190.00	51%	51%
宿迁经济开发(香港)有限公司	子公司	美元	100.00	100%	100%
宿迁经济开发区宏发园林绿化有限公司	子公司	人民币	3,100.00	100%	100%
宿迁市开信建设投资有限公司	子公司	人民币	500.00	100%	100%
宿迁市开诚实业有限公司	子公司	人民币	30,000.00	100%	100%
宿迁市开源置业有限公司	子公司	人民币	20,000.00	100%	100%
江苏开泉信用担保有限公司	子公司	人民币	20,008.00	100%	100%
宿迁市开财会计服务有限公司	子公司	人民币	30.00	100%	100%
宿迁市开新实业有限公司	子公司	人民币	46,000.00	65.22%	65.22%
宿迁市开明拆迁实施有限公司	子公司	人民币	100.00	100%	100%
宿迁开恒实业有限公司	子公司	人民币	6,000.00	100%	100%
宿迁国开实业有限公司	子公司	人民币	15,000.00	100%	100%
宿迁保税物流发展有限公司	子公司	人民币	20,000.00	100%	100%
宿迁市开盛创业投资有限公司	子公司	人民币	100,000.00	100%	100%
宿迁市湖滨新城房地产开发有限公司	孙公司	人民币	10,000.00	51%	51%
宿迁市湖滨新区新城资产经营管理有限公司	孙公司	人民币	100.00	26.01%	26.01%
宿迁经济开发(BVI)有限公司	孙公司	美元	-	100%	100%
宿迁市境庐投资有限公司	孙公司	人民币	2,000.00	100%	100%
宿迁市开启实业有限公司	孙公司	美元	16,000.00	100%	100%
江苏开拓投资开发有限公司	孙公司	人民币	1,000.00	100%	100%
宿迁市开诚物业有限公司	孙公司	人民币	50.00	100%	100%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

附录六 截至2017年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

担保方	被担保方	类型	担保金额	企业性质
宿迁经开	宿迁市新农村建设投资有限公司	保证	27,000.00	地方国企
宿迁经开	宿迁市开台实业有限公司	保证	17,500.00	地方国企
宿迁经开	宿迁市新农村建设投资有限公司	保证	15,000.00	地方国企
宿迁经开	宿迁市新农村建设投资有限公司	保证	14,000.00	地方国企
宿迁经开	宿迁市新农村建设投资有限公司	保证	10,000.00	地方国企
宿迁经开	宿迁市新农村建设投资有限公司	保证	8,000.00	地方国企
宿迁经开	宿迁市锐拓实业有限公司	保证	6,000.00	地方国企
宿迁经开	宿迁市锐拓实业有限公司	保证	5,000.00	地方国企
宿迁经开	宿迁世界之窗旅游文化发展有限公司	保证	4,700.00	地方国企
宿迁经开	江苏永和环保包装有限公司	保证	4,000.00	民企
宿迁经开	江苏允友成生物环保材料有限公司	保证	4,000.00	民企
宿迁经开	江苏永和环保包装有限公司	保证	2,000.00	民企
宿迁经开	宿迁市世界之窗生态大酒店有限公司	保证	2,000.00	地方国企
宿迁经开	宿迁市世界之窗生态大酒店有限公司	保证	2,000.00	地方国企
宿迁经开	宿迁市锐拓实业有限公司	保证	2,000.00	地方国企
宿迁经开	宿迁市锐拓实业有限公司	保证	2,000.00	地方国企
宿迁经开	江苏允友成生物环保材料有限公司	保证	2,000.00	民企
宿迁经开	江苏永和环保包装有限公司	保证	1,000.00	民企
宿迁经开	宿迁市开台实业有限公司	保证	500.00	地方国企
湖滨新城投资	宿迁市湖滨新城新农村开发建设有限公司	保证	150,000.00	地方国企
湖滨新城投资	江苏运河文化城投资开发有限公司	保证	62,500.00	民企
湖滨新城投资	宿迁市湖滨新城新农村开发建设有限公司	保证	30,000.00	地方国企
湖滨新城投资	宿迁市湖滨新城新农村开发建设有限公司	保证	27,000.00	地方国企
湖滨新城投资	宿迁三台山实业发展有限公司	保证	25,000.00	地方国企
湖滨新城投资	宿迁运河文化创意园发展有限公司	保证	10,000.00	民企
湖滨新城投资	宿迁佳景水务投资有限公司	保证	8,000.00	地方国企
湖滨新城投资	江苏汇丰混凝土有限公司	保证	6,000.00	民企
湖滨新城投资	江苏宿迁项王水利工程有限公司	保证	2,400.00	民企
湖滨新城投资	宿迁市新渔人水产科技有限公司	保证	500.00	民企
湖滨新城投资	宿迁佳景水务投资有限公司	抵押	17,691.00	地方国企
湖滨新城投资	宿迁华夏建设（集团）工程有限公司	抵押	14,202.82	民企
湖滨新城投资	宿迁市星远贸易有限公司	抵押	9,590.00	地方国企
湖滨新城投资	江苏新源水务有限公司	保证	2,500.00	地方国企
合计	-	-	494,083.82	-

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

附录七 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务+其他流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款

附录八 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、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。