

2014 年阜宁县城市投资发展有限责任公司

**公司债券 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>

2014年阜宁县城市投资发展有限责任公司 公司债券2018年跟踪信用评级报告

报告编号:

鹏信评【2018】跟踪第
【715】号 01

债券简称: 14阜宁债/PR
阜宁债

增信方式: 房产及土地
使用权抵押担保

债券剩余规模: 9.60亿
元

债券到期日期:

2021年8月15日

债券偿还方式:

每年付息一次。在本期
债券存续期的第3-7年
分别按照债券发行总额
20%的比例偿还债券本
金。

分析师

姓名:

胡雨 韩晨皓

电话:

021-51035670

邮箱:

huy@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

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06月27日

2017年06月21日

评级观点:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对阜宁县城市投资发展有限责任公司(以下简称“阜宁城投”或“公司”)及其2014年8月15日发行的公司债券(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,发行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公司安置房业务收入有所提高,业务可持续性较好;公司持续获得外部支持;公司以其所拥有的部分房屋建筑物及土地使用权为本期债券提供了抵押担保。同时我们也关注到公司受限资产较多,资产流动性较弱,在建项目未来资金需求较大,公司有息负债上升,偿债压力较大,面临一定或有负债风险以及本期债券抵押资产未做跟踪评估等风险因素。

正面:

- 安置房收入有所提高,业务可持续性较好。2017年公司实现安置房收入6.23亿元,同比增加18.80%,且募投项目山阳花苑一期、二期及四通花园项目也已完工,累计投资25.22亿元,待回购金额为5.35亿元;截至2017年末,公司在建、拟建项目预计总投资22.39亿元,尚需投资14.90亿元,业务可持续性较好。
- 公司持续获得外部支持。公司2017年收到财政补贴1.00亿元,有效提高了公司的利润水平。
- 公司以房屋建筑物及土地使用权为本期债券提供抵押担保。本期债券抵押房屋建筑物及土地使用权评估价值合计15.28亿元(评估基准日为2014年11月10日),为本期债券剩余本金加一年利息的1.49倍。

关注:

- **公司资产流动性较弱。**公司资产主要由应收款项、土地使用权、工程建设成本和固定资产构成，上述资产合计占比 84.89%，其中应收款项具体回款时间存在不确定性且以土地资产和工程成本为主的存货变现能力一般；截至 2017 年末，上述资产中受限规模为 37.61 亿元，占总资产的 25.40%，受限比例较大，资产流动性较弱。
- **公司在建项目较多，资金压力较大。**截至 2017 年末，公司在建、拟建项目预计总投资 22.39 亿元，已累计投资 7.50 亿元，尚需投资 14.90 亿元，未来资金压力较大。
- **公司有息负债上升，偿债压力较大。**截至 2017 年末，公司资产负债率为 54.90%，同比提高 5.30 个百分点；公司有息负债规模达到 56.85 亿元，同比上升 22.77%，EBITDA 利息保障倍数下降至 0.53，公司偿债压力较大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2017 年末，公司及其子公司对外担保金额合计为 9.00 亿元，占所有者权益的 13.48%，被担保单位以政府直属或下属单位为主，公司对外担保的金额较大且均无反担保措施，存在一定或有负债风险。
- **本期债券抵押资产未做跟踪评估。**根据《土地使用权抵押监管协议》，公司需在 本期债券本息全部清偿完毕之日前聘请资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告，截至本报告出具日，公司尚未对抵押资产进行跟踪评估。

主要财务指标:

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,480,817.62	1,308,841.30	1,091,159.82
所有者权益（万元）	667,780.42	659,704.51	648,971.03
有息债务（万元）	568,476.63	463,038.65	313,690.00
资产负债率	54.90%	49.60%	40.52%
流动比率	2.71	3.39	3.13
营业收入（万元）	63,318.14	53,398.78	43,621.19
其他收益（万元）	10,000.00	-	-
营业外收入（万元）	123.93	13,000.00	18,000.00
利润总额（万元）	8,075.91	10,553.38	10,957.17
综合毛利率	15.88%	17.76%	13.33%
EBITDA（万元）	18,837.19	19,115.71	19,508.67
EBITDA 利息保障倍数	0.53	0.73	0.93
经营活动现金流净额（万元）	-107,997.30	-21,164.00	-1,325.34

注：EBITDA 利息保障倍数=EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

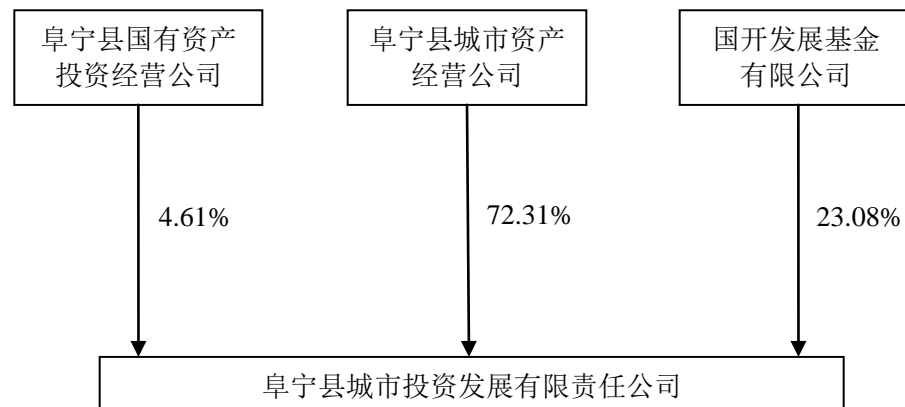
一、本期债券募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2014]1011号文批准，公司于2014年8月15日公开发行7年期12亿元的公司债券，票面利率为7.19%。山阳花苑安置楼一期、二期以及四通花园安置楼项目为本期债券募投项目，截至2017年末，本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本和实收资本未发生变化，均为65,000.00万元，其中阜宁县城市资产经营公司出资47,000.00万元，占实收资本的72.31%，国开发展基金有限公司出资15,000.00万元，占实收资本的23.08%，阜宁县国有资产投资经营公司出资3,000.00万元，占实收资本的4.61%，控股股东为阜宁县城市资产经营公司¹，实际控制人为阜宁县人民政府。公司股权及控制关系如下图所示。根据公司2018年4月24日公告，公司董事、总经理发生变动，刘兆栋先生不再担任公司副董事长、总经理等职务，并不再出任公司法定代表人；根据公司出具的股东会决议及董事会决议，公司聘任陈必高先生担任公司副董事长、总经理，并出任公司法定代表人。

图1 截至2018年4月30日公司股权及控制关系



资料来源：公司提供，鹏元整理

2017年，公司新纳入合并范围的子公司为3家，详见下表：

表1 2017年公司合并报表范围新增子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	合并方式
阜宁县庙湾园林景观工程有限公司	100%	1,000.00	投资设立

¹ 公司未提供控股股东征信报告。

阜宁县阜康医疗投资管理有限公司	100%	20,000.00	投资设立
阜宁华卓商贸有限公司	100%	3,000.00	股权收购

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

截至2017年12月31日，公司资产总额为148.08亿元，所有者权益为66.78亿元，资产负债率为54.90%；2017年度，公司实现营业收入6.33亿元，利润总额0.81亿元，经营活动现金净流出10.80亿元。

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2 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

2016年阜宁县经济总量有所提高，工业运行情况较为平稳，固定资产投资继续保持

较快增速，整体经济继续保持稳步发展

2016年²，阜宁县经济保持稳步发展，全年实现地区生产总值394.40亿元，其中第一产业增加值54.60亿元，同比增长0.7%，第二产业增加值169.15亿元，同比增长9.8%，第三产业增加值170.65亿元，同比增长10.8%。阜宁县经济以第二产业、第三产业为主，三次产业比由2015年的13.1:44.4:42.5调整为13.8:43.7:42.5。

阜宁县工业发展总体规模持续扩张，2016年实现工业开票销售309.73亿元。阜宁县新兴产业逐步壮大，全县工业经济提档升级，新能源、新材料、节能环保等新特产业占比超40%，中材叶片、中粮米业、协鑫金刚线切片及组件、澳洋三期、阿特斯太阳能电池片等一批重大项目成功落户，东方滤袋、中成发展和蓝天集团等企业在“新三板”挂牌，神山、阜稀、黄河等企业成功对外重组合作。拥有省级以上高新技术企业77家，比2011年净增69家，高新技术产业产值占比40.9%，比2011年提高13.2个百分点。2016年，阜宁县完成固定资产投资320.52亿元，较上年增长15.4%，继续保持高速增长。

表3 2015-2016年阜宁县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2016年		2015年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值（GDP）	394.40	8.9%	363.20	10.5%
第一产业增加值	54.60	0.7%	52.94	3.6%
第二产业增加值	169.15	9.8%	159.28	10.7%
第三产业增加值	170.65	10.8%	150.95	12.5%
工业增加值	179.00	9.7%	162.37	11.9%
固定资产投资	320.52	15.4%	277.75	22.8%
社会消费品零售总额	130.29	11.4%	117.01	12.0%
进出口总额（亿美元）	-	-	2.14	-1.3%
存款余额	395.00	-	321.21	12.5%
贷款余额	245.00	-	227.94	17.4%
人均GDP（元）	47,100.00		-	
人均GDP/全国人均GDP	87.25%		-	

注：“-”表示相关数据未公开披露。

资料来源：2015年经济数据来源于阜宁县国民经济和社会发展统计公报

2016年经济数据来源于盐城市统计信息公众网

2017年阜宁县公共财政收入规模有所下降；地方综合财力对上级补助收入和政府性基金收入存在一定依赖

在“营改增”全面实施后，受减费降税、调整结构等多重因素影响，2017年阜宁县实现公共财政收入26.14亿元，同比减少27.87%，占地方综合财力的比重为31.98%；其

² 2017年阜宁县经济数据未公开披露。

中税收收入为 19.72 亿元，占公共财政收入的比重为 75.44%，公共财政收入质量尚可。2017 年阜宁县上级补助收入为 35.38 亿元，占地方综合财力的比重为 43.29%，是阜宁县财政收入的重要来源。受地方土地出让计划和土地市场情况影响，2017 年阜宁县实现政府性基金收入 20.21 亿元，同比增长 42.63%，占地方综合财力的比重为 24.73%，但由于土地市场的波动性较大，未来政府性基金收入的规模和增长空间存在一定不确定性。

从财政支出来看，公共财政支出是阜宁县财政支出的主要构成，主要集中于教育、农林水、社会保障和就业、一般公共服务等方面。2017 年，阜宁县公共财政支出为 76.66 亿元，同比变化不大，但由于公共财政收入规模有所减少，2017 年阜宁县财政自给率为 34.10%，同比下降 13.24 个百分点，地方财政收入对支出的覆盖程度有所下降，财政自给率较低。

表4 2016-2017 年阜宁县财政收支主要指标（单位：亿元）

项目	2017年	2016年
地方综合财力	81.73	88.80
（一）公共财政收入	26.14	36.24
其中：税收收入	19.72	26.87
非税收入	6.43	9.38
（二）上级补助收入	35.38	38.39
其中：返还性收入	5.07	4.30
一般性转移支付收入	19.58	18.45
专项转移支付	10.73	15.64
（三）政府性基金收入	20.21	14.17
财政支出	101.29	90.24
（一）公共财政支出	76.66	76.55
（二）政府性基金支出	24.63	13.69
财政自给率	34.10%	47.34%

注：地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入；财政支出=公共财政支出+政府性基金支出；财政自给率=公共财政收入/公共财政支出；“-”表示数据未公开披露

资料来源：阜宁县 2017 年财政预决算执行情况和 2018 年财政预算安排表，其中 2016 年数据为上述表内 2016 年决算数，鹏元整理

四、经营与竞争

公司是阜宁县市政工程建设的主要实施主体，具体负责城市基础设施及配套设施建设、城市存量土地开发经营、重大项目资金筹措及投入、保障性住房开发建设以及承担市政府招商引资主体和对外合资合作平台等工作。2017年公司实现营业收入6.33亿元，其中安置房代建业务实现收入6.23亿元，占营业收入的比重为98.37%；租赁业务实现收入0.10

亿元，占公司营业收入的比重较小。由于公司租赁收入毛利率下滑幅度较大，因此公司2017年综合毛利率同比减少1.88个百分点，至15.88%。

表5 2016-2017年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
安置房代建	62,286.29	16.26%	52,427.64	16.26%
租赁	1,031.86	-6.83%	971.14	98.53%
合计	63,318.14	15.88%	53,398.78	17.76%

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

安置房代建业务发展稳定，待回购金额较大，未来收入较有保障，同时由于在建安置房项目较多，后续资金压力较大

公司为阜宁县市政工程建设主体，目前主要以保障性住房建设为主。除保障性住房以外的市政工程可分为经营性市政工程和经营性的市政工程，其中经营性市政工程竣工后由公司进行运营管理，通过经营收益平衡项目建设资金；非经营性市政工程主要通过土地出让平衡项目建设资金。保障性住房业务方面，公司与阜宁县人民政府签订保障性住房回购协议，根据市场化操作模式规定建设要求、建设面积、成本加成比例安排等，确保公司安置房收入来源稳定。考虑到建设项目的建设周期及结算方便，为保证工程整体进度，自2016年度开始，项目回购主体由阜宁县政府变更为阜宁益隆建设有限公司（以下简称“益隆建设”）以及阜宁西南建设发展有限公司（以下简称“西南建设”），皆为政府下属企业单位。2017年公司实现安置房代建收入6.23亿元，同比增加18.80%，主要为对本期债券募投项目山阳花苑安置房工程项目的回购。截至2017年末，公司安置房项目待回购金额为5.35亿元。

跟踪期内，公司在建、拟建项目较多，预计总投资22.39亿元，截至2017年末已投资7.50亿元，尚需投资14.90亿元，后续资金需求压力较大。

表6 截至2017年末公司在建、拟建工程项目情况（单位：亿元）

项目名称		投资总额	已投资金额	竣工时间
在建项目	海鑫三期	3.87	2.50	2019.12
	京杭人家	2.84	1.80	2019.10
	喻口新社区二期 ³	2.63	2.64	2017.12
小计		9.34	6.94	-
拟建项目	工业地产 ⁴	11.55	0.44	2020.1
	求是广场	1.50	0.12	2018.12

³ 该项目以投资额已超过预计总投资额，但截至2017年末仍有部分工程尚未完工。

⁴ 工业地产和求是广场2017年末已投资金额为前期项目筹备费用，目前尚未正式开工。

小计	13.05	0.56	-
合计	22.39	7.50	

资料来源：公司提供，鹏元整理

另外，公司还有部分租赁收入，主要为公司出租小部分门面房，以及已经部分完工的美食广场取得的收入，由于当前所有的物业规模较小，租赁业务收入较低，对公司盈利能力影响较小。2017年公司租赁业务收入毛利率下降幅度较大，由2016年的98.53%下降至2017年的-6.83%，主要系公司2017年由出租投资性房地产以及桃花源地块产生的租金收入较少，而相应支付的水电费及土地租金成本较高所致。

跟踪期内，公司持续获得外部支持

公司2017年收到政府补助10,000万元，全部为财政专项补贴，有效提高了公司的盈利水平。

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江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2017年公司新纳入合并范围子公司三家，详见表1。

资产结构与质量

公司资产总额稳步增长，但资产主要由应收款项、存货和固定资产构成，且受限资产比例较高，整体流动性较弱

截至2017年末，公司资产总计148.08亿元，同比增加13.14%，保持增长态势。其中，流动资产总计118.85亿元，占比80.26%，公司仍以流动资产为主。

2017年公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其它应收款和存货构成。截至2017年末，货币资金余额为10.20亿元，同比略有减少，主要为银行存款，其中用于质押借款的金额为3.00亿元，用于质押开具票据的金额为2.00亿元，受限比例为49.02%。公司应收账款主要为应收阜宁县财政局、益隆建设以及西南建设等政府及政府下属企业的安置房及土地回购款，2017年公司应收账款同比增长111.45%，但应收对象为地方政府和地方国企，回款风险较小。预付款项主要为公司预付的工程款，2017年末公司预付款项余额为7.79亿元，同比增加71.22%，预付对象主要为江苏恒健建设集团有限公司

司、江苏三箭建筑工程有限公司、江苏联益房地产开发有限公司、江苏伟厦建设集团有限公司以及盐城益大建设有限公司等工程施工单位，款项集中度较高，上述单位预付款项合计占比 95.56%，从账龄来看，主要集中在 1 年以内，占比为 93.09%。其他应收款主要为公司与阜宁县财政局及其他政府单位间的往来款，其中前五大应收对象的往来款为 31.54 亿元，占其他应收账款总额的 79.99%，对公司营运资金形成一定占用，其他对象所占资金规模较小，且较为分散。2017 年公司存货主要由开发成本（15.07 亿元）和待开发土地（30.91 亿元）构成，由于部分待开发土地转入投资性房地产，公司存货期末余额同比减少 4.28%，其中待开发土地中账面价值 36.53% 的土地已用于抵押，存货整体流动性较弱。

公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产和无形资产构成。公司投资性房地产主要为由存货转入的房屋、建筑物和土地使用权，均采用成本模式计量，截至 2017 年末账面价值为 6.27 亿元，已全部抵押。固定资产主要包括房屋及建筑物和其他设备资产，2017 年公司购置部分房屋及建筑物，故公司固定资产账面价值为同比小幅增加，其中 87.15% 已用于抵押。公司无形资产主要系公司拥有的土地使用权，截至 2017 年末账面价值为 6.52 亿元，其中占账面价值 98.77% 的无形资产已用于抵押。

总体来看，公司 2017 年资产总额有所增加，非流动资产占比有所提升。截至 2017 年末，公司使用受到限制的资产规模达 42.61 亿元，占总资产的 28.79%，资产整体受限比例较高，流动性较弱。

表7 2016-2017 年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	102,013.82	6.89%	105,199.88	8.04%
应收账款	118,750.22	8.02%	56,160.09	4.29%
预付款项	77,929.16	5.26%	45,512.82	3.48%
其他应收款	394,261.38	26.62%	328,049.19	25.06%
存货	459,861.38	31.05%	480,413.06	36.71%
流动资产合计	1,188,539.58	80.26%	1,083,265.05	82.77%
投资性房地产	62,650.11	4.23%	-	-
固定资产	156,383.92	10.56%	150,546.48	11.50%
无形资产	65,202.01	4.40%	74,976.56	5.73%
非流动资产合计	292,278.05	19.74%	225,576.25	17.23%
资产总计	1,480,817.62	100.00%	1,308,841.30	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司主营业务盈利能力较弱，营业利润全部来自政府补助并对其存在较大依赖

2017年公司营业收入达6.33亿元，同比增长18.58%，主要包括安置房代建收入和租赁收入。其中安置房代建收入为6.23亿元，同比增加18.80%，占营业收入98.37%，但安置房代建回购收入受回购主体自身状况影响，不确定性较大；公司租赁收入主要为公司出租小部分门面房，以及已经部分完工的美食广场取得的收入，由于当前所有的物业规模较小，租赁业务收入较低，对公司盈利能力影响较小。2017年公司租赁业务收入毛利率下降幅度较大，由2016年的98.53%下降至2017年的-6.83%，主要系公司2017年由出租物业以及桃花源地块产生的租金收入较少，而相应支付的水电费及土地租金成本较高所致。

公司2017年综合毛利率为15.88%，同比减少1.88个百分点。由于公司固定资产和无形资产规模较大，每年产生的折旧及摊销费用较高，受此影响，公司主营业务盈利能力较弱；公司2017年其他收益为1.00亿元，全部为政府补贴，占营业利润的比重达125.41%，营业利润全部来源于政府补贴并对其存在较大依赖。从公司利润总额来看，由于政府补助力度减小，2017年公司利润总额为0.81亿元，同比减少23.48%。

表8 2016-2017年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017年	2016年
营业收入	63,318.14	53,398.78
其他收益	10,000.00	-
营业利润	7,973.74	-2,446.75
利润总额	8,075.91	10,553.38
净利润	8,075.91	10,553.38
综合毛利率	15.88%	17.76%

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

现金流

2017年公司经营现金流净流出规模持续增加，整体现金流仍依赖外部融资，且未来资金压力较大

公司将项目建设投入纳入到经营活动产生的现金流量进行核算。2017年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为4.40亿元，同比减少11.27%；公司用于购买商品、接受劳务支付的现金为11.06亿元，同比增加29.18%，主要系安置房业务成本的增加以及结清了部分应付账款所致。公司支付其他与经营活动有关的现金主要为费用性支出以及与其他单位之间的往来款，2017年同比增长了212.93%。由于公司经营活动现金流出大幅增加，经营活动产生的现金净流出规模持续增加，2017年净流出达10.80亿元。公司2017年收现比为0.69，同比下降了0.24，收现能力持续变弱。

由于收回了部分银行理财产品，2017年公司投资活动现金净流入规模达2.72亿元。公司筹资活动共产生净现金流3.27亿元，其主要资金来源为公司2017年公开发行的“17阜宁债”、银行承兑汇票款项和其他应付款中的借款等收到其他与筹资活动有关的现金，由于公司借款规模大幅削减，故筹资活动现金流量净额大幅减少72.99%。截至2017年末，公司在建、拟建工程项目尚需投资14.90亿元，存在较大的资金压力，未来仍需通过筹资活动满足资金需求。

从公司2017年现金流结构上来看，经营现金流量净流出规模持续增加，公司整体现金流仍主要依赖外部融资，并且公司后续在建工程项目较多，未来面临较大资金压力。

表9 2016-2017年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017年	2016年
收现比	0.69	0.93
销售商品、提供劳务收到的现金	43,968.35	49,553.95
收到的其他与经营活动有关的现金	187,713.87	88,449.70
经营活动现金流入小计	231,682.22	138,003.65
购买商品、接受劳务支付的现金	110,638.80	85,648.47
支付的其他与经营活动有关的现金	228,710.48	73,086.71
经营活动现金流出小计	339,679.53	159,167.65
经营活动产生的现金流量净额	-107,997.30	-21,164.00
投资活动产生的现金流量净额	27,157.55	-69,424.66
筹资活动产生的现金流量净额	32,653.69	120,890.70
现金及现金等价物净增加额	-48,186.06	30,302.04

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模进一步扩大，有息债务增长较快，偿债压力较大

受有息债务规模增加影响，2017年公司负债总额进一步扩大，期末余额达81.30亿元，同比增长25.25%，公司所有者权益期末余额达到66.78亿元，同比增长1.22%，产权比率上升23.35个百分点，权益对负债的保障程度大幅下降。

表10 2016-2017年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年	2016年
负债总额	813,037.20	649,136.79
所有者权益	667,780.42	659,704.51
产权比率	121.75%	98.40%

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

2017年末公司流动负债占总负债的比重达54.00%，同比增加4.75个百分点，继而公司

负债转为以流动负债为主。公司流动负债主要包括短期借款、应付票据、预收款项、其它应付款和一年内到期的非流动负债。2017年末公司短期借款为4.88亿元，同比下降4.03%，其主要构成为保证借款4.28亿元以及抵押借款0.60亿元。应付票据包括商业承兑汇票、银行承兑汇票和国内信用证，截至2017年末余额达8.45亿元，同比大幅增加196.49%。公司预收账款主要为预收的项目工程款，截至2017年末余额达7.83亿元，同比大幅增加387.43%。其他应付款主要为公司与相关单位的借款和往来款，前五大应付对象为江苏阜水水务集团有限公司、阜宁县恒源建设投资有限公司、江苏阜农投资有限公司、阜宁县康阜建设有限公司和阜宁县拆迁办公室，均为地方国企和地方政府相关部门，账龄主要集中于2年以内；截至2017年末，公司其他应付款余额达14.75元，同比增加18.61%。公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款（3.72亿元）和一年内到期的应付债券（2.40亿元）构成。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。公司长期借款主要为质押借款（7.06亿元）、保证借款（1.98亿元）和抵押借款（5.71亿元），其中抵押借款的抵押物均为土地使用权。应付债券为公司发行的14阜宁债和17阜宁债，其中14阜宁债余额为9.60亿元（其中2.4亿元计入一年内到期的非流动负债），债券期限7年，发行利率为7.19%；17阜宁债余额为10.00亿元，债券期限7年，发行利率为6.00%。长期应付款主要为向江苏省城乡建设投资有限公司（4.31亿元）和海通恒信国际租赁有限公司（1.14亿元）的两笔长期借款，其中向江苏省城乡建设投资有限公司的长期借款利息约为4.15%。

表11 2016-2017年公司主要负债构成情况（单位：万元）

负 债	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	48,800.00	6.00%	50,849.00	7.83%
应付票据	84,500.00	10.39%	28,500.00	4.39%
预收款项	78,270.20	9.63%	16,057.60	2.47%
其他应付款	147,517.23	18.14%	124,369.26	19.16%
一年内到期的非流动负债	61,166.00	7.52%	70,333.00	10.83%
流动负债合计	439,026.57	54.00%	319,678.68	49.25%
长期借款	147,567.00	18.15%	159,798.00	24.62%
应付债券	172,000.00	21.16%	96,000.00	14.79%
长期应付款	54,443.63	6.70%	57,558.65	8.87%
非流动负债合计	374,010.63	46.00%	329,458.11	50.75%
负债合计	813,037.20	100.00%	649,136.79	100.00%
有息负债	568,476.63	69.92%	463,038.65	71.33%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

2017年末公司资产负债率达54.90%，同比增加5.30个百分点。基于流动资产的增长速度小于流动负债，2017年公司的流动比率同比下降0.68个百分点，流动资产对流动负债的覆盖率有所下降，公司短期偿债能力变弱。2017年公司EBITDA为1.88亿元，同比有所下降，同时EBITDA利息保障倍数为0.53，同比下降了0.20个百分点，有息债务与EBITDA的比率继续加大，总体来看公司债务负担进一步增加。

表12 2016-2017 年公司偿债能力指标

项目	2017年	2016年
资产负债率	54.90%	49.60%
流动比率	2.71	3.39
速动比率	1.66	1.89
EBITDA（万元）	18,837.19	19,115.71
EBITDA利息保障倍数	0.53	0.73
有息债务/EBITDA	30.18	24.22

注：EBITDA 利息保障倍数=EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金
 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

公司以其合法拥有的国有土地使用权及房屋建筑物为本期债券提供抵押担保，能为本期债券的偿还提供一定保障，但未对抵押资产进行后续评估

公司以其合法拥有的国有土地使用权及房屋建筑物为本期债券提供抵押担保，抵押担保的范围为本期债券本金。抵押登记手续已办理。

公司为本期债券提供抵押担保的资产包括公司拥有的52宗房屋建筑物及对应的土地使用权30宗，以及另外两宗未附建筑物的土地使用权，房屋建筑面积共为174,666.38平方米，土地使用权面积为400,553.09平方米，具体见附录五。根据江苏东诚亿土地评估房地产估价有限责任公司出具的房地产抵押估价报告（（江苏）东诚亿（房）估字第[2015]07K056号）（估价基准日：2014年11月10日，有效期一年），房屋建筑物总价值为人民币61,270.72万元，土地使用权总价值为人民币91,578.58万元，评估总价共计152,849.30万元，为本期债券募集资金总额的1.27倍。

根据公司与中国银行阜宁支行签订的《抵押资产监管协议》，中国银行阜宁支行作为本期债券全体债券持有人的债权代理人及抵押权代理人，同时担任本期债券抵押资产的监管人。在本期债券存续期间，公司应聘请经中国银行阜宁支行认可的具备相应资质的资产评估机构对抵押资产的价值进行评估，2017年末对用于本期债券抵押的土地及房产进行评估。

在本期债券存续期间，抵押比率（抵押资产的价值与本期债券未偿还本金的比率）不得低于1.0。本期债券存续期间，如根据公司或中国银行阜宁支行委托资产评估机构出具的资产评估报告，抵押比率低于1.0，中国银行阜宁支行有权要求公司在三十个工作日内追加抵押资产，以使抵押比率不低于1.0。本期债券存续期内，在抵押比率高于1.2的前提下，公司有权要求解除部分抵押资产的抵押，但应保证抵押资产部分解除抵押后抵押比率不低于1.2。本期债券存续期内，公司有权要求以新的抵押物置换原抵押物，但应保证置换后抵押比率不低于置换前抵押比率。抵押资产设定抵押的期限为本期债券存续期间及本期债券存续期间届满后24个月。公司2017年未对抵押资产进行资产评估。本期债券抵押房屋建筑物及土地使用权评估价值合计152,849.30万元（评估基准日为2014年11月10日），为本期债券剩余本金（9.60亿元）加一年利息（0.68亿元）的1.49倍。

我们认为，公司以其合法拥有的资产为本期债券提供的抵押担保为本期债券的偿付提供了进一步的保障。但我们注意到本期债券抵押担保的土地使用权及房屋建筑物规模较大，未来能否集中变现以及变现金额易受地产行情及政策影响而具有一定的不确定性。

七、或有事项分析

截至2017年12月31日，公司及其子公司对外担保金额合计为9.00亿元，占2017年末公司所有者权益的13.48%。被担保单位以政府直属或下属单位为主，公司对外担保金额较大，且均无反担保措施，存在一定或有负债风险。

表13 截至2017年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保总额	担保形式
阜宁县交通投资有限公司	17,000.00	单人担保
阜宁县人民医院	10,000.00	单人担保
江苏恒健建设集团有限公司	6,000.00	单人担保
中科建工集团有限公司	6,000.00	单人担保
中科建工集团有限公司	6,000.00	多人联保
阜宁县教育投资有限公司	5,000.00	单人担保
盐城市新地桩基础工程有限公司	3,000.00	单人担保
江苏新晟建设集团有限公司	3,000.00	多人联保
阜宁县康达水务有限公司	800.00	单人担保
江苏神山风电设备制造有限公司	33,214.04	抵押物担保
合计	90,014.04	-

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

八、评级结论

公司安置房业务收入有所提高，2017年公司实现安置房收入6.23亿元，同比增加18.80%，截至2017年末，公司在建、拟建项目尚需投资14.90亿元，业务可持续性较好；公司持续获得外部支持；公司以其拥有的部分房屋建筑物及土地使用权为本期债券提供抵押担保，能为本期债券的偿还提供一定保障；同时我们也关注到公司受限资产较多，资产流动性较弱，在建项目较多，资金压力较大，公司有息债务规模进一步增长，偿债压力较大，面临一定或有负债风险以及本期债券抵押资产未做跟踪评估等风险因素。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级AA，评级展望维持为稳定。

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	102,013.82	105,199.88	69,897.84
应收票据	50.00	-	540.00
应收账款	118,750.22	56,160.09	43,476.71
预付款项	77,929.16	45,512.82	25,694.56
其他应收款	394,261.38	328,049.19	251,160.85
存货	459,861.38	480,413.06	465,631.51
其他流动资产	35,673.62	67,930.00	745.73
流动资产合计	1,188,539.58	1,083,265.05	857,147.20
可供出售金融资产	5,000.00	-	-
长期股权投资	3,000.00	-	-
投资性房地产	62,650.11	-	-
固定资产	156,383.92	150,546.48	156,948.63
无形资产	65,202.01	74,976.56	77,063.99
长期待摊费用	42.01	53.22	-
非流动资产合计	292,278.05	225,576.25	234,012.62
资产总计	1,480,817.62	1,308,841.30	1,091,159.82
短期借款	48,800.00	50,849.00	66,490.00
应付票据	84,500.00	28,500.00	44,700.00
应付账款	10,979.78	25,592.67	33,841.81
预收款项	78,270.20	16,057.60	6,968.24
应付职工薪酬	35.00	-	-
应交税费	957.56	1,101.14	650.30
应付利息	6,800.80	2,876.00	2,876.00
其他应付款	147,517.23	124,369.26	84,162.43
一年内到期的非流动负债	61,166.00	70,333.00	34,000.00
流动负债合计	439,026.57	319,678.68	273,688.78
长期借款	147,567.00	159,798.00	48,500.00
应付债券	172,000.00	96,000.00	120,000.00
长期应付款	54,443.63	57,558.65	-
专项应付款	-	16,101.46	-
非流动负债合计	374,010.63	329,458.11	168,500.00
负债合计	813,037.20	649,136.79	442,188.78
实收资本	65,000.00	65,000.00	65,000.00
资本公积金	506,575.47	506,575.47	506,395.37
盈余公积金	8,535.70	7,520.57	6,335.56
未分配利润	81,375.45	74,266.14	64,687.11
归属于母公司所有者权益合计	661,486.63	653,362.18	642,418.04

少数股东权益	6,293.80	6,342.33	6,552.99
所有者权益合计	667,780.42	659,704.51	648,971.03
负债和所有者权益总计	1,480,817.62	1,308,841.30	1,091,159.82

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
营业总收入	63,318.14	53,398.78	43,621.19
营业收入	63,318.14	53,398.78	43,621.19
营业总成本	66,374.77	55,860.52	50,629.92
营业成本	53,260.75	43,917.07	37,805.83
营业税金及附加	341.53	439.33	212.42
管理费用	11,049.13	9,500.49	9,596.94
财务费用	1,723.36	2,003.63	3,014.72
其他经营收益	1,030.36	14.99	-
投资收益	1,030.36	14.99	-
其他收益	10,000.00	-	-
营业利润	7,973.74	-2,446.75	-7,008.73
加：营业外收入	123.93	13,000.00	18,000.00
减：营业外支出	21.76	0.003	34.09
利润总额	8,075.91	10,553.38	10,957.17
净利润	8,075.91	10,553.38	10,957.17

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

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	43,968.35	49,553.95	51,937.91
收到其他与经营活动有关的现金	187,713.87	88,449.70	38,914.25
经营活动现金流入小计	231,682.22	138,003.65	90,852.16
购买商品、接受劳务支付的现金	110,638.80	85,648.47	52,626.17
支付给职工以及为职工支付的现金	149.28	139.80	168.89
支付的各项税费	180.96	292.67	5,019.32
支付其他与经营活动有关的现金	228,710.48	73,086.71	34,363.14
经营活动现金流出小计	339,679.53	159,167.65	92,177.51
经营活动产生的现金流量净额	-107,997.30	-21,164.00	-1,325.34
收回投资收到的现金	277,500.00	4,000.00	-
取得投资收益收到的现金	1,030.36	14.99	-
投资活动现金流入小计	278,530.36	4,014.99	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	161.97	126.10	121.30
投资支付的现金	251,210.84	71,930.00	11,903.04
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	1,383.55	-
投资活动现金流出小计	251,372.81	73,439.65	12,024.34
投资活动产生的现金流量净额	27,157.55	-69,424.66	-12,024.34
吸收投资收到的现金	-	-	50,000.00
取得借款收到的现金	73,802.00	288,224.40	74,490.00
收到其他与筹资活动有关的现金	106,100.00	1,500.00	-
发行债券收到的现金	100,000.00	-	-
筹资活动现金流入小计	279,902.00	289,724.40	124,490.00
偿还债务支付的现金	124,364.02	122,675.75	57,710.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	35,369.26	26,157.95	21,072.18
支付其他与筹资活动有关的现金	87,515.02	20,000.00	-
筹资活动现金流出小计	247,248.31	168,833.70	78,782.18
筹资活动产生的现金流量净额	32,653.69	120,890.70	45,707.82
现金及现金等价物净增加额	-48,186.06	30,302.04	32,358.13
期初现金及现金等价物余额	100,199.88	69,897.84	37,539.70
期末现金及现金等价物余额	52,013.82	100,199.88	69,897.84

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	8,075.91	10,553.38	10,957.17
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	8,370.26	6,472.1	6,464.07
无形资产摊销	2,087.43	2,087.43	2,087.43
长期待摊费用摊销	11.20	2.8	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-	-0.14	-
财务费用	2909.3	-	-
投资损失	-1030.36	-14.99	-
存货的减少	-17,432.67	-5,226.44	4,469.98
经营性应收项目的减少	-155,200.2	-87,241.88	-78,450.71
经营性应付项目的增加	44,335.75	52,203.73	53,146.71
其他	-123.93	-	-
间接法-经营活动产生的现金流量净额	-107,997.30	-21,164.00	-1,325.34
现金的期末余额	52,013.82	100,199.88	69,897.84
减：现金的期初余额	100,199.88	69,897.84	37,539.70
间接法-现金及现金等价物净增加额	-48,186.06	30,302.04	32,358.13

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
综合毛利率	15.88%	17.76%	13.33%
资产负债率	54.90%	49.60%	40.52%
流动比率	2.71	3.39	3.13
速动比率	1.66	1.89	1.43
EBITDA (万元)	18,837.19	19,115.71	19,508.67
EBITDA 利息保障倍数	0.53	0.73	0.93
有息债务/EBITDA	30.18	24.22	16.08
有息债务 (万元)	568,476.63	463,038.65	313,690.00

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五-1 用于本期债券抵押担保的房产明细（单位：平方米）

序号	权证编号	建筑物名称	结构	建筑面积	对应土地使用权证
1	阜房权证阜城字第00084597号	阜城镇城河东路99号	框架结构	4,558.27	阜国用(2013)第006644号
2	阜房权证阜城字第00084579号	阜城镇石字路76号	框架结构	1,885.58	阜国用(2013)第006635号
3	阜房权证阜城字第00084618号	阜城镇城河北路	砖混结构	3,385.80	阜国用(2013)第006636号
4	阜房权证阜城字第00084616号	阜城镇城河北路建设局东侧	框架结构	422.54	阜国用(2013)第006636号
5	阜房权证阜城字第00084619号	阜城镇缪黄村	框架结构	10,232.08	阜国用(2013)第006637号
6	阜房权证阜城字第00084610号	阜城镇周庄村	砖混结构	140.39	阜国用(2013)第006621号
7	阜房权证阜城字第00084588号	阜城镇周庄村	砖混结构	1,079.08	阜国用(2013)第006619号
8	阜房权证阜城字第00084587号	阜城镇周庄村	砖混结构	666.34	阜国用(2013)第006619号
9	阜房权证阜城字第000884615号	阜城镇向阳路275号	框架结构	1,130.00	阜国用(2013)第006638号
	阜房权证阜城字第000884615号	阜城镇向阳路275号	砖混结构	237.69	阜国用(2013)第006638号
10	阜房权证阜城字第00084613号	阜城镇向阳路275号	框架结构	970.00	阜国用(2013)第006638号
	阜房权证阜城字第00084613号	阜城镇向阳路275号	砖混结构	48.60	阜国用(2013)第006638号
11	阜房权证阜城字第00084612号	阜城镇向阳路275号	框架结构	985.00	阜国用(2013)第006638号
	阜房权证阜城字第00084612号	阜城镇向阳路275号	框架结构	2,200.00	阜国用(2013)第006638号
	阜房权证阜城字第00084612号	阜城镇向阳路275号	砖混结构	37.00	阜国用(2013)第006638号
12	阜房权证阜城字第00084614号	阜城镇向阳路275号	砖混结构	777.70	阜国用(2013)第006638号
	阜房权证阜城字第00084614号	阜城镇向阳路275号	框架结构	1,300.00	阜国用(2013)第006638号
	阜房权证阜城字第00084614号	阜城镇向阳路275号	框架结构	3,600.00	阜国用(2013)第006638号
13	阜房权证阜城字第00084770号	阜城镇东风路	框架结构	1,636.41	阜国用(2013)第006618号
14	阜房权证阜城字第00084771号	阜城镇东风路356号	砖混结构	204.63	阜国用(2013)第006618号
15	阜房权证阜城字第00084581号	阜城镇通榆北路24号	砖混结构	983.40	阜国用(2013)第006620号
16	阜房权证阜城字第	阜城镇通榆北路24号	砖混结构	702.56	阜国用(2013)第

	00084580 号				006620 号
17	阜房权证阜城字第 00084601 号	阜城镇通榆路 135 号	砖混结构	547.30	阜国用(2013)第 006642 号
18	阜房权证阜城字第 00084602 号	阜城镇通榆路 135 号	框架结构	1,158.07	阜国用(2013)第 006642 号
19	阜房权证阜城字第 00084603 号	阜城镇通榆路 135 号	框架结构	2,607.08	阜国用(2013)第 006642 号
	阜房权证阜城字第 00084603 号	阜城镇通榆路 135 号	砖混结构	79.82	阜国用(2013)第 006642 号
20	阜房权证阜城字第 00084604 号	阜城镇通榆路 135 号	砖混结构	264.55	阜国用(2013)第 006642 号
21	阜房权证阜城字第 00084605 号	阜城镇通榆路 135 号	砖混结构	788.16	阜国用(2013)第 006642 号
22	阜房权证阜城字第 0084586 号	阜城镇阜城东大街 662 号	框架结构	1,820.38	阜国用(2013)第 006639 号
23	阜房权证阜城字第 0084582 号	阜城镇通榆路南路 46 号	砖混结构	1,160.74	阜国用(2013)第 006624 号、6633、6643
24	阜房权证阜城字第 00084606 号	阜城镇胜利路(城北五组)	框架结构	1,182.84	阜国用(2013)第 006617 号
	阜房权证阜城字第 00084606 号	阜城镇胜利路(城北五组)	砖混结构	244.64	阜国用(2013)第 006617 号
25	阜房权证阜城字第 00084583 号	阜城镇胜利路(城北五组)	砖混结构	182.74	阜国用(2013)第 006617 号
	阜房权证阜城字第 00084583 号	阜城镇胜利路(城北五组)	砖混结构	42.97	阜国用(2013)第 006617 号
	阜房权证阜城字第 00084583 号	阜城镇胜利路(城北五组)	框架结构	1,606.60	阜国用(2013)第 006617 号
26	阜房权证阜城字第 0084609 号	阜城镇通榆北路 168 号	砖混结构	406.84	阜国用(2013)第 006625 号、26、27、28
27	阜房权证阜城字第 00084584 号	阜城镇阜城西大街 97 号(主楼)	框架结构	1,255.72	阜国用(2013)第 006631 号
28	阜房权证阜城字第 00084585 号	阜城镇阜城西大街 97 号	砖混结构	47.41	阜国用(2013)第 006630 号
29	阜房权证阜城字第 00084611 号	阜城镇阜城西大街 97 号	砖混结构	185.22	阜国用(2013)第 006632 号
30	阜房权证阜城字第 00084591 号	阜城镇向阳东路 17 号	砖混结构	551.85	阜国用(2013)第 006629 号
31	阜房权证阜城字第 00084592 号	阜城镇向阳东路 17 号	砖混结构	9.72	阜国用(2013)第 006629 号
	阜房权证阜城字第 00084592 号	阜城镇向阳东路 17 号	框架结构	2,161.51	阜国用(2013)第 006629 号
32	阜房权证阜城字第 00084589 号	阜城镇向阳东路 17 号	砖混结构	398.44	阜国用(2013)第 006629 号
33	阜房权证阜城字第 00084590 号	阜城镇向阳东路 17 号	砖混结构	463.42	阜国用(2013)第 006629 号
34	阜房权证阜城字第 00084578 号	阜城镇通榆南路 66 号	砖混结构	284.02	阜国用(2013)第 006622 号
35	阜房权证阜城字第	阜城镇通榆南路 66 号	砖混结构	508.88	阜国用(2013)第

	00084577 号				006622 号
36	阜房权证阜城字第 00084607 号	阜城镇通榆南路 66 号	框架结构	960.67	阜国用(2013)第 006622 号
	阜房权证阜城字第 00084607 号	阜城镇通榆南路 66 号	砖混结构	72.75	阜国用(2013)第 006622 号
37	阜房权证阜城字第 00084608 号	阜城镇通榆南路 66 号	砖混结构	374.63	阜国用(2013)第 006622 号
38	阜房权证阜城字第 00084600 号	阜城镇胜利北首(二建公司北侧)	砖混结构	55.25	阜国用(2013)第 006640 号
39	阜房权证阜城字第 00084598 号	阜城镇胜利北首(二建公司北侧)	框架结构	2,319.09	阜国用(2013)第 006640 号
	阜房权证阜城字第 00084598 号	阜城镇胜利北首(二建公司北侧)	砖混结构	45.93	阜国用(2013)第 006640 号
	阜房权证阜城字第 00084598 号	阜城镇胜利北首(二建公司北侧)	砖混结构	869.04	阜国用(2013)第 006640 号
40	阜房权证阜城字第 00084599 号	阜城镇胜利北首(二建公司北侧)	砖混	401.98	阜国用(2013)第 006640 号
41	阜房权证阜城字第 00063184 号	城南大厦 B 座	框架结构	30,569.58	阜国用(2011)第 009479 号
42	阜房权证阜城字第 00073138 号	阜城镇崔湾村二组(香港路南、常州路东)	框架结构	18,954.66	阜国用(2013)第 000322 号
43	阜房权证阜城字第 00084621 号	阜城镇城西村十组	框架结构	13,354.64	阜国用(2011)第 003472 号
44	阜房权证阜城字第 00084620 号	阜城镇城西村十组	框架结构	9,944.40	阜国用(2011)第 003471 号
45	阜房权证阜城字第 00084623 号	阜城镇孙桥村一组	框架结构	4,469.71	阜国用(2013)第 004513 号
46	阜房权证阜城字第 00084624 号	阜城镇孙桥村一组	框架结构	6,420.14	阜国用(2013)第 004513 号
47	阜房权证阜城字第 00084622 号	阜城镇孙桥村一组	框架结构	3,956.43	阜国用(2013)第 004513 号
48	阜房权证阜城字第 00084627 号	阜城镇孙桥村一组	框架结构	4,869.47	阜国用(2013)第 004513 号
49	阜房权证阜城字第 00084625 号	阜城镇孙桥村一组	框架结构	7,201.73	阜国用(2013)第 004513 号
50	阜房权证阜城字第 00084626 号	阜城镇孙桥村一组	框架结构	6,055.71	阜国用(2013)第 004513 号
51	阜房权证阜城字第 00084628 号	阜城镇孙桥村一组	框架结构	4,605.53	阜国用(2013)第 004513 号
52	阜房权证阜城字第 00084629 号	阜城镇孙桥村一组	框架结构	4,023.05	阜国用(2013)第 004513 号
合计				174,666.38	

资料来源：公司提供，鹏元整理

附录五-2 用于本期债券抵押担保的土地明细（单位：平方米）

序号	土地权证编号	土地位置	取得日期	面积	备注
1	阜国用（2013）第 006644 号	阜城镇城河东路 99 号	2013/9/29	6,132.60	
2	阜国用（2013）第 006635 号	阜城镇石字路 76 号	2013/9/29	1,552.65	
3	阜国用（2013）第 006636 号	阜城镇城河北路	2013/9/29	2,755.20	
4	阜国用（2013）第 006637 号	阜城镇缪黄村	2013/9/29	34,005.80	
5	阜国用（2013）第 006621 号	阜城镇周庄村	2013/9/29	4,140.90	
6	阜国用（2013）第 006619 号	阜城镇周庄村一组	2013/9/29	13,524.10	
7	阜国用（2013）第 006638 号	阜城镇向阳路 275 号	2013/9/29	13,310.96	
8	阜国用（2013）第 006618 号	阜城镇窑桥村	2013/9/29	2,031.70	
9	阜国用（2013）第 006620 号	阜城镇通榆北路 24 号	2013/9/29	435.40	
10	阜国用（2013）第 006642 号	阜城镇施庄镇和平委员会	2013/9/29	9,692.38	
11	阜国用（2013）第 006639 号	阜城镇阜城东大街 662 号	2013/9/29	844.50	
12	阜国用（2013）第 006624 号	阜城镇通榆南路 46 号	2013/9/29	4,156.50	
13	阜国用（2013）第 006633 号	阜城镇通榆南路 46 号	2013/9/29	1,809.90	
14	阜国用（2013）第 006643 号	阜城镇通榆路 46 号	2013/9/29	12,004.50	
15	阜国用（2013）第 006617 号	阜城镇胜利路（城北五组）	2013/9/29	5,311.20	
16	阜国用（2013）第 006626 号	阜城镇通榆北路 168 号	2013/9/29	1,246.80	
17	阜国用（2013）第 006627 号	阜城镇通榆北路 168 号	2013/9/29	12,049.70	
18	阜国用（2013）第 006625 号	阜城镇通榆北路 168 号	2013/9/29	3,079.30	
19	阜国用（2013）第 006628 号	阜城镇通榆北路 168 号	2013/9/29	7,387.20	
20	阜国用（2013）第 006631 号	阜城镇阜城西大街 97 号	2013/9/29	274.50	
21	阜国用（2013）第 006630 号	阜城镇阜城西大街 97 号	2013/9/29	363.30	
22	阜国用（2013）第 006632 号	阜城镇阜城西大街 97 号	2013/9/29	67.00	
23	阜国用（2013）第 006629 号	阜城镇向阳东路 17 号	2013/9/29	7,081.30	
24	阜国用（2013）第 006622 号	阜城镇通榆南路 66 号	2013/9/29	4,558.30	
25	阜国用（2013）第 006640 号	阜城镇胜利北首（二建公司北侧）	2013/9/29	6,141.00	
26	阜国用（2011）第 009479 号	阜城镇红心居委会一组	2011/12/20	20,000.00	
27	阜国用（2013）第 000322 号	香港路南、常州路东	2013/9/29	26,661.60	
28	阜国用（2013）第 007656 号	阜城镇红心村六组（原七组）	2013/5/20	56,667.60	地上无建筑
29	阜国用（2013）第 007655 号	阜城镇红心村六组（原七组）	2013/5/20	40,873.10	地上无建筑
30	阜国用（2011）第 003472 号	阜城镇城西村十组（原三阳组）	2011/5/10	35,366.60	
31	阜国用（2011）第 003471 号	阜城镇城西村十组	2011/5/10	9,896.50	
32	阜国用（2013）第 004513 号	阜宁县阜城镇孙桥村一组	2013/7/9	57,131.00	
合计				400,553.09	

资料来源：公司提供，鹏元整理

附录六 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	EBITDA 利息保障倍数=EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/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+长期借款+应付债券+长期应付款

附录七 截至2017年末公司合并范围子公司

子公司名称	持股比例	取得方式
阜宁县康庄投资发展有限公司	100%	投资设立
阜宁县旭升建设有限公司	100%	投资设立
阜宁县真武庙游览景区管理有限公司	100%	投资设立
阜宁县吉丰水利建设发展有限公司	100%	投资设立
阜宁县新城置业有限公司	100%	股权收购
江苏铭恒酒店管理有限公司	100%	股权收购
阜宁县远翔汽车服务有限公司	100%	投资设立
阜宁县阜康医疗投资管理有限公司	100%	投资设立
阜宁县庙湾园林景观工程有限公司	100%	投资设立
阜宁华阜商贸有限公司	100%	股权收购
阜宁县旭升建设有限公司	46.67%	股权收购

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。