

2014 年阜宁县城市投资发展有限责任公司

公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【373】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：7.20 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：
范俊根 韩晨皓

电话：
021-51035670

邮箱：
fanjg@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
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。

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com

2014 年阜宁县城城市投资发展有限责任公司公司债券 2019 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	2019 年 06 月 19 日	2018 年 06 月 27 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对阜宁县城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 2019 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：公司营业收入有所增长，业务持续性较好，获得一定的外部支持，公司以房屋建筑物及土地使用权提供的抵押担保为本期债券的偿还提供了一定保障；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，经营活动现金流持续呈净流出状态，面临较大的资金压力，有息债务持续攀升，公司面临的短期及长期偿债压力均较大，存在一定的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：

- 公司营业收入有所提高，业务持续性较好。2018 年公司实现营业收入 19.20 亿元，同比增长 203.16%，其中安置房代建业务收入为 9.56 亿元，同比增长 53.55%。截至 2018 年末，公司尚有 16.01 亿元开发成本待结算，且主要在建、拟建项目预计总投资 26.21 亿元，已投资 5.02 亿元，公司业务持续性较好。
- 公司获得一定的外部支持。2018 年公司收到政府补助合计 1,120.43 万元，一定程度提高了公司盈利水平。
- 公司以房屋建筑物及土地使用权提供的抵押担保为本期债券的偿还提供了一定保障。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的 2.12 倍，公司以房屋建筑物及土地使用权提供的抵押担保为本期债券的偿还提供了一定保障。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**公司资产主要由应收款项、存货和固定资产构成，2018 年末三者合计占资产总额的 75.49%，其中应收款项回款时间存在一定不确定性，存货主要为开发成本和土地资产，开发成本变现依赖于项目结算进度，土地资产难以集中变现，固定资产主要为房屋及建筑物，此外，截至 2018 年末，公司受限资产账面价值合计 54.47 亿元，占资产总额的 28.84%，受限资产占比较高，公司资产流动性较弱。
- **公司经营活动现金流持续呈净流出状态，面临较大的资金压力。**2018 年公司经营活动现金净流出 3.47 亿元，经营活动现金流持续呈净流出状态，截至 2018 年末，公司主要在建、拟建项目预计总投资 26.21 亿元，尚需投资 21.19 亿元，随着在建、拟建项目的陆续投入，公司面临较大的资金压力。
- **有息债务规模持续攀升，公司面临的短期及长期偿债压力均较大。**截至 2018 年末，公司资产负债率为 64.00%，较上年提高 9.10 个百分点，负债中有息负债规模为 88.95 亿元，同比增长 39.24%，占负债总额的 73.60%，有息债务规模持续攀升，且短期有息债务占比较高，公司面临的短期及长期偿债压力均较大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年末，公司及其子公司对外担保金额合计为 13.21 亿元，占同期末所有者权益的 19.43%，被担保单位以政府直属或下属单位为主，但均未采取反担保措施，公司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。

发行人主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,888,312.60	1,480,817.62	1,308,841.30
所有者权益	679,701.08	667,780.42	659,704.51
有息债务	889,498.44	638,805.34	463,038.65
资产负债率	64.00%	54.90%	49.60%

流动比率	2.29	2.71	3.39
营业收入	191,953.31	63,318.14	53,398.78
其他收益	1,120.43	10,000.00	-
营业外收入	-	123.93	13,000.00
利润总额	12,018.00	8,075.91	10,553.38
综合毛利率	26.64%	15.88%	17.76%
EBITDA	49,522.44	18,837.19	19,115.71
EBITDA 利息保障倍数	1.08	0.53	0.73
经营活动现金流净额	-34,674.27	-107,997.30	-21,164.00

注：2017 年财务数据采用 2018 年审计报告中的期初数。

资料来源：公司 2016 年和 2018 年审计报告，中证鹏元整理

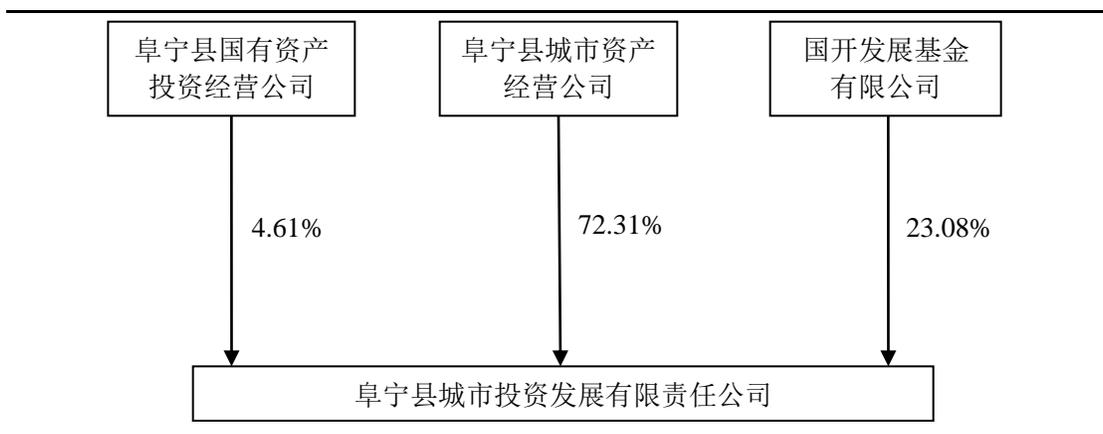
一、本期债券募集资金使用情况

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%。募集资金用于山阳花苑安置楼一期、二期以及四通花园安置楼项目，截至2019年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为1,077.37万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变更，截至2019年5月末，公司注册资本及实收资本均为65,000.00万元，控股股东仍为阜宁县城市资产经营公司¹，持股比例为72.31%，实际控制人仍阜宁县人民政府。公司股权及控制关系如下图所示。

图 1 截至 2019 年 5 月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

2018年公司新纳入合并范围的子公司共9家，无减少子公司，具体情况如下表所示，截至2018年末，公司合并范围子公司情况见附录二。

表1 2018 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	主营业务	合并方式
上海科利恒贸易有限公司	100.00%	200	销售健身器材	股权收购
富合高度(上海)融资租赁有限公司	75.00%	6,600 万美元	融资租赁业务	股权收购
阜宁恒创云计算有限公司	100.00%	1,000.00	云计算技术服务	投资设立

¹ 阜宁县城市资产经营公司为事业单位。

江苏科瑞恒置业有限公司	100.00%	100,000.00	房地产开发经营	投资设立
江苏东方花园酒店有限公司	100.00%	1,000.00	餐饮服务	投资设立
阜宁县信息化发展有限公司	100.00%	500.00	信息化产业投资	投资设立
阜宁县阜泰农村小额贷款有限公司	58.00%	9,800.00	面向“三农”、中小企业发放贷	投资设立
阜宁城投供应链管理有限公司	51.00%	1,500.00	供应链管理服务	投资设立
阜宁桃花源文化旅游发展有限公司	100.00%	2,000.00	影视节目制作	投资设立

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽

早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上2019年社会融资环境改善，PPP有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、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。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号)，从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)，明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号)，明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，

允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表 2 2018 年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
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)	发展改革委、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
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34 号)	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23 号)	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金
2018 年 5 月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61 号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101 号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

(二) 区域环境

2017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

2017年²阜宁县经济保持稳步发展，全年实现地区生产总值447.00亿元，其中第一产业增加值57.89亿元，同比增长2.6%，第二产业增加值194.50亿元，同比增长6.4%，第三产业增加值194.61亿元，同比增长10.4%。阜宁县经济以第二产业、第三产业为主，三次产业比由2016年的13.84：42.89：43.27调整为12.95：43.51：43.54。2017年阜宁县按常住人口计算的人均GDP为53,745元，是同期全国人均GDP的90.09%。

阜宁县工业发展总体规模持续扩张，2017年，全县规模以上工业完成总产值764.59亿元，同比增长12.5%；其中：轻工业总产值204.17亿元，同比增长13.8%；大中型企业实现工业总产值133.27亿元，同比增长40.5%；股份制企业实现工业总产值697.89亿元，同比增长11.6%；私营企业672.11亿元，同比增长14.4%，完成规模以上工业增加值161.20亿元，同比增长7.8%。从主要工业产品产量情况来看，2017年阜宁县主要工业产品为水泥、合成氨（无水氨）以及液压元件等，分别同比增长18.9%、39.2%和29.8%。高新技术产业发展迅猛，2017年高新技术产业产值337.22亿元，同比增长28.4%，增幅比规模以上工业总产值高出15.9个百分点，对全县工业总产值增长的贡献率达88.0%，拉动全县工业总产值增长11个百分点。

2017年阜宁县完成固定资产投资358.09亿元，同比增长11.7%，继续保持高速增长。2017年阜宁县共实施千万元以上项目579个，其中新开工项目504个；实施亿元以上项目82个，其中新开工项目39个；实施5亿元以上项目6个。2017年阜宁县社会消费品零售总额为143.84亿元，同比增长10.4%，消费市场整体保持活跃。

表3 2016-2017年阜宁县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（GDP）	447.00	7.5%	394.40	8.9%
第一产业增加值	57.89	2.6%	54.60	0.7%
第二产业增加值	194.50	6.4%	169.15	9.8%
第三产业增加值	194.61	10.4%	170.65	10.8%
规模以上工业增加值	161.20	7.8%	184.77	9.7%
固定资产投资	358.09	11.7%	320.52	15.4%
社会消费品零售总额	143.84	10.4%	130.29	11.4%
进出口总额（亿美元）	3.14	13.5%	2.77	29.2%
存款余额	438.16	10.9%	395.00	23.0%
贷款余额	264.68	9.9%	245.00	14.5%
人均GDP（元）	53,745.00		47,100.00	

² 2018年阜宁县经济数据未公开披露。

人均 GDP/全国人均 GDP	90.09%	87.25%
-----------------	--------	--------

资料来源：2016-2017年阜宁县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2017年阜宁县实现公共财政收入26.14亿元，同比下降27.9%，其中税收收入19.72亿元，占公共财政收入比重为75.4%；政府性基金收入为20.21亿元，同比增长42.6%；2017年阜宁县公共财政支出为73.65亿元，同比下降3.8%，财政自给率为35.49%。

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、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。2018年公司实现营业收入19.20亿元，同比增长203.16%，主要系新增土地整理业务收入及安置房代建业务收入增长所致，从收入结构来看，2018年安置房代建业务收入及土地整理业务收入占营业收入的比重分别为49.83%和49.14%。毛利率方面，2018年公司安置房代建业务毛利率为31.40%较上年提高15.14个百分点，主要系结算项目的回购价格较高所致，同时公司土地整理业务毛利率为23.28%，处于较高水平，综合影响下，2018年公司综合毛利率较上年提升至26.64%。

表 4 2017-2018 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
安置房代建	95,641.85	31.40%	62,286.29	16.26%
土地整理业务	94,321.61	23.28%	-	-
酒店服务业务	572.64	49.33%	-	-
贷款利息收入	530.94	100.00%	-	-
租赁	886.28	-188.70%	1,031.86	-6.83%
合计	191,953.31	26.64%	63,318.14	15.88%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司安置房代建业务持续性较好，但主要在建、拟建项目尚需投资规模较大，公司面临较大的资金压力

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而非经营性的市政工程，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，并约定建设要求、建设面积、成本加成比例或回购价款等，确保公司安置房收入来源稳定。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。2018年公司实现安置房代建业务收入9.56亿元，同比增长53.55%，主要为对“623”灾后重建集中安置点建设项目（以下简称“623”安置点项目）的回购。根据公司于2016年8月与阜宁县“623”龙卷风冰雹特别重大灾难抗灾救灾指挥部及阜宁县人民政府签订的合同，公司负责“623”安置点项目的建设，项目建设后移交给安置点所在地政府部门，回购单价为3,800元/平方米，2018年“623”安置点项目全部移交给所在地方政府部门，合计27.69万平方米。2018年公司安置房代建业务毛利率为31.40%，较上年大幅提高，主要系“623”安置点项目回购价格较高所致。截至2018年末，公司尚有16.01亿元开发成本待结转收入，随着开发成本的结算，未来公司安置房代建业务收入有一定保障，但安置房代建业务收入受回购计划影响较大，未来可能存在一定波动。

截至2018年末，公司主要在建、拟建预计总投资26.21亿元，已投资5.02亿元，主要在建、拟建项目尚需投资规模较大，随着在建、拟建项目的陆续投入，公司面临较大的资金压力。

表 5 截至 2018 年末公司主要在建、拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	投资总额	已投资金额	是否回购
海鑫三期	3.87	2.64	是
京杭人家	2.84	1.98	是
工业地产	11.50	0.12	否
求是广场	1.50	0.28	否
县院二期	6.50	-	否
合计	26.21	5.02	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司土地整理业务收入受土地出让计划的影响较大，收入存在一定不确定性

除安置房代建业务外，公司还在阜宁县政府授权范围内开展一级土地开发业务，公司开发的土地包括政府直接注入公司的土地资产和公司购入的土地资产，业务运作模式为公司取得土地使用权后，进行拆迁整理等工作，土地平整好后交付给阜宁县土地储备中心，阜宁县土地储备中心向公司支付土地补偿款。2018年公司交付了阜国用（2010）第001429号、阜国用（2010）第001877号、阜国用（2010）第002571号、香港路老看守所等土地，根据公司与阜宁县教育局、阜宁县公安局³、阜宁住房城乡和建设局⁴及阜宁县土地储备中

³部分土地为阜宁县教育局、阜宁县公安局征用，故公司直接与阜宁县教育局、阜宁县公安局及阜宁县人民政府签订土地转让协议；

⁴公司向阜宁县住房和城乡建设局转让的是香港路南老看守所地块土地上的186套安置房，故直接与阜宁县住房和城乡建设局和阜宁县人民政府签订资金结算协议。

心签订的协议，2018年公司合计实现土地整理业务收入9.43亿元，业务毛利率为23.28%。但需要注意的是，公司土地整理业务收入受土地出让计划的影响较大，若当年无土地出让，则无该业务收入，土地整理业务收入存在一定不确定性。

此外，公司还有涉及酒店服务及租赁业务，2018年公司实现酒店服务业务收入572.64万元，该业务收入均来源于江苏东方花园酒店，酒店服务业务毛利率较高，为49.33%。租赁业务收入主要为公司出租的庙湾古城及美食广场取得的收入，2018年公司实现租赁业务收入886.28万元，收入规模较低，租赁业务毛利率为-188.70%，较上年大幅下降，主要系公司投资性房地产2018年计提了较大规模的折旧。

公司获得一定的外部支持

公司作为阜宁县市政工程建设的主要实施主体，仍获得一定的外部支持，2018年公司收到政府补助合计1,120.43万元，一定程度提高了公司盈利水平。

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2018年审计报告，报告采用新会计准则编制，因2018年审计报告对会计科目进行了调整，为保持数据一致性，2017年财务数据采用2018年审计报告中的期初数。2018年公司新纳入合并范围子公司9家，具体情况见表1，截至2018年末公司合并范围情况见附录二。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，但资产主要由应收款项、存货和固定资产构成，且受限资产占比较高，整体资产流动性较弱

截至2018年末，公司资产总计188.83亿元，同比增长27.52%，其中流动资产为157.29亿元，占资产总额的83.30%。

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2018年末，货币资金账面余额为26.13亿元，其中使用受限的货币资金为14.64亿元，包括用于质押借款的10.33亿元和用于质押开具票据的4.31亿元，合计占货币资金总额的56.02%，受限比例较高。公司应收账款主要为应收的安置房及土地回购款，2018年末公司

应收账款账面余额为15.31亿元，其中应收阜宁县财政局14.84亿元，占应收账款账面余额的96.90%，回款风险总体可控，但回收时间具有一定不确定性，且对公司营运资金形成一定占用。预付款项主要为公司预付的工程款，2018年末公司预付款项账面余额为2.35亿元，预付对象主要为盐城中盛房地产开发有限公司、江苏恒健建设集团有限公司、富建集团有限公司、江苏瑞邦建设工程有限公司和江苏三箭建筑工程有限公司等工程施工单位，上述单位预付款项合计占比79.51%，从账龄来看，账龄主要集中在1年以内及1至2年，占比分别为66.55%和18.93%。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，2018年末账面余额为73.49亿元，其中前五大应收对象分别为阜宁华正商贸有限公司、阜宁县财政局、阜宁县恒源建设投资有限公司、阜宁城市资产经营公司、阜宁县建设投资有限公司，合计占其他应收账款总额的87.67%，应收对象主要为政府单位及其下属企业，回收风险总体可控，但公司其他应收账规模较大，且回款时间具有一定不确定性，对公司营运资金形成较大占用。公司存货主要由开发成本和待开发土地构成，2018年末，公司存货账面价值为38.71亿元，其中开发成本16.01亿元、待开发土地22.70亿元，存货中已抵押的土地资产账面价值为18.17亿元，占存货账面价值的46.94%。

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由房屋、建筑物和土地使用权构成，均采用成本模式计量，2018年末投资性房地产账面价值为6.07亿元，其中4.41亿元已用于抵押，占比为72.71%。固定资产主要包括房屋及建筑物和其他设备资产，2018年末公司固定资产账面价值为15.03亿元，其中11.70亿元已用于抵押，占比为77.84%。公司无形资产主要系公司拥有的土地使用权，截至2018年末账面价值为6.33亿元，其中5.55亿元已抵押，占比为87.69%。截至2018年末，公司受限资产账面价值合计54.47亿元，占资产总额的28.84%，受限资产占比较高。

总体来看，公司2018年资产规模有所增长，但资产主要由应收款项、存货和固定资产构成，应收款项回款时间具有一定不确定性，存货主要为开发成本及待开发土地，开发成本变现依赖于项目结算进度，土地资产难以集中变现固定资产主要为房屋及建筑物，同时受限资产占比较高，公司资产流动性较弱。

表 6 2017-2018 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	261,307.81	13.84%	102,013.82	6.89%
应收账款	153,094.16	8.11%	118,750.22	8.02%
预付款项	23,455.70	1.24%	77,929.16	5.26%
其他应收款	734,865.16	38.92%	394,261.38	26.62%

存货	387,071.07	20.50%	459,861.38	31.05%
流动资产合计	1,572,888.90	83.30%	1,188,539.58	80.26%
投资性房地产	60,666.19	3.21%	62,650.11	4.23%
固定资产	150,265.64	7.96%	156,383.92	10.56%
无形资产	63,329.60	3.35%	65,202.01	4.40%
非流动资产合计	315,423.70	16.70%	292,278.05	19.74%
资产总计	1,888,312.60	100.00%	1,480,817.62	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入有所增长，综合毛利率有所提高

2018年公司实现营业收入19.20亿元，同比增长203.16%，主要系公司新增土地整理业务收入及安置房代建业务收入增长所致，毛利率方面，受益于公司安置房代建业务毛利率大幅提高及新增的土地整理业务毛利率较高，2018年公司综合毛利率较上年大幅提升，为26.64%。

2018年公司其他收益为0.11亿元，均为政府补助，较上年大幅减少，受益于公司营业收入的增长及毛利率的提高，2018年公司利润总额较上年有所增长，为1.20亿元。

表 7 2017-2018 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	191,953.31	63,318.14
其他收益	1,120.43	10,000.00
营业利润	12,028.02	7,973.74
利润总额	12,018.00	8,075.91
综合毛利率	26.64%	15.88%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流持续呈净流出状态，且随着在建、拟建项目的陆续投入，公司面临较大的资金压力

公司销售商品、提供劳务收到的现金主要来源于安置房代建及土地整理业务收入，2018年收现比为0.66，较上年小幅下滑，公司业务回款情况表现一般。公司收到的其他与经营活动有关的现金主要为收到其他单位的往来款和政府补助，经营活动现金流出主要为安置房代建及土地整理业务的工程成本支出以及公司支付给其他单位的往来款。整体来看，受到公司拆借给其他单位现金流出规模大幅增加的影响，2018年公司经营活动现金净

流出3.47亿元。

2018年公司投资活动现金净流入3.17亿元，其中2018年公司投资活动现金流入16.22亿元，主要为公司到期的银行理财产品赎回现金流入11.79亿元及土地资产处置收到的现金4.27亿元，同时公司购买银行理财产品支付现金12.98亿元。

筹资活动方面，公司通过银行借款融资、融资租赁借款、其他公司拆借资金等渠道融资，2018年公司筹资活动现金流入48.78亿元，扣除偿还的银行借款本息、融资租赁借款、支付给其他公司的拆借资金等，公司全年筹资活动现金流量净流入6.59亿元。需要关注的是，截至2018年末，公司在建、拟建项目尚需投资21.19亿元，随着在建、拟建项目的陆续投入，公司面临较大的资金压力。

表 8 2017-2018 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.66	0.69
销售商品、提供劳务收到的现金	126,132.35	43,968.35
收到的其他与经营活动有关的现金	587,294.74	187,713.87
经营活动现金流入小计	713,427.09	231,682.22
购买商品、接受劳务支付的现金	41,876.08	110,638.80
支付的其他与经营活动有关的现金	705,386.19	228,710.48
经营活动现金流出小计	748,101.36	339,679.53
经营活动产生的现金流量净额	-34,674.27	-107,997.30
投资活动产生的现金流量净额	31,651.88	27,157.55
筹资活动产生的现金流量净额	65,934.47	32,653.69
现金及现金等价物净增加额	62,912.08	-48,186.06

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模有所提高，有息债务增长较快，公司面临的短期及长期偿债压力均较大。随着银行借款及向其他单位拆借资金规模的增加，公司负债规模有所提高，2018年末公司负债总额为120.86亿元，同比增长48.65%；同期末所有者权益为67.97亿元，较上年小幅提高。2018年末公司产权比率为177.82%，较上年提高56.07个百分点，所有者权益对负债的保障程度有所下降。

表 9 2017-2018 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	1,208,611.52	813,037.20

所有者权益	679,701.08	667,780.42
产权比率	177.82%	121.75%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构上来看，2018年末公司流动负债占比较高，为56.90%。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。2018年末公司短期借款账面余额为8.95亿元，其中抵押借款3.37亿元、质押借款3.00亿元、保证借款2.58亿元。应付票据为应付的商业承兑汇票和银行承兑汇票，2018年末账面余额为4.11亿元。公司预收账款主要为预收的项目工程款，2018年末账面余额为3.34亿元。其他应付款主要为公司与相关单位的借款和往来款，2018年末公司其他应付款账面余额为39.53亿元，其中往来款23.94亿元、借用资金14.95亿元。公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款和应付债券构成，2018年末账面余额为8.85亿元。

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。2018年末，公司长期借款账面余额为29.26亿元，其中保证借款10.31亿元、质押借款9.08亿元、信用借款5.00亿元和抵押借款4.87亿元。应付债券为公司发行的本期债券和17阜宁债，其中本期债券余额为7.20亿元（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%。长期应付款主要为应付的融资租赁借款，2018年末账面余额为8.03亿元。

表 10 2017-2018 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

负 债	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	89,495.00	7.40%	48,800.00	6.00%
应付票据	41,086.90	3.40%	84,500.00	10.39%
预收款项	33,407.96	2.76%	78,270.20	9.63%
其他应付款	395,294.65	32.71%	154,318.03	18.98%
一年内到期的非流动负债	88,510.00	7.32%	61,166.00	7.52%
流动负债合计	687,713.31	56.90%	439,026.57	54.00%
长期借款	292,623.00	24.21%	147,567.00	18.15%
应付债券	148,000.00	12.25%	172,000.00	21.16%
长期应付款	80,275.21	6.64%	54,443.63	6.70%
非流动负债合计	520,898.21	43.10%	374,010.63	46.00%
负债合计	1,208,611.52	100.00%	813,037.20	100.00%
有息负债	889,498.44	73.60%	638,805.34	78.57%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年末，公司有息负债规模为88.95亿元，同比增长39.24%，占负债总额的73.60%，从有息债务偿还期限分布情况来看，2019-2020年，公司分别需偿还有息债务36.86亿元和

15.23亿元，占有息债务的比重分别为41.44%和17.13%，短期有息债务占比较高，总体来看，公司有息负债规模持续攀升且规模较大，公司面临的短期及长期偿债压力均较大。

表 11 截至 2018 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后
短期借款	89,495.00	-	-	-
应付票据	41,086.90	-	-	-
其他应付款中的有息债务	149,508.33	-	-	-
一年内到期的非流动负债	88,510.00	-	-	-
长期借款	-	104,346.00	109,700.00	78,577.00
应付债券	-	48,000.00	44,000.00	56,000.00
长期应付款	-	-	18,093.45	62,181.76
合计	368,600.23	152,346.00	171,793.45	196,758.76

注：其他应付款中的有息债务为应付其他单位的借用资金
 资料来源：公司提供

偿债指标方面，2018 年末公司资产负债率达 64.00%，较上年提高 9.10 个百分点。整体负债水平较高。2018 年末公司的流动比率和速动比率分别为 2.29 和 1.72，由于流动资产中存货占比较多，且速动资产中应收款项回款时间具有一定不确定性，因此流动资产和速动资产对流动负债的实际保障能力较账面更弱。受益于公司综合毛利率的提高，公司 EBITDA 及 EBITDA 利息保障倍数较上年均有所提高，但公司盈利水平对利息的保障程度仍较弱。

表 12 2017-2018 年公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	64.00%	54.90%
流动比率	2.29	2.71
速动比率	1.72	1.66
EBITDA（万元）	49,522.44	18,837.19
EBITDA 利息保障倍数	1.08	0.53
有息债务/EBITDA	17.96	33.91

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

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，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，具体见附录四。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，2018年公司未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2018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的2.12倍。

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。但需要注意的是，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、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年4月24日），

公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司及其子公司对外担保金额合计为13.21亿元，占同期末公司所有者权益的19.43%。被担保单位以政府直属或下设单位为主，但均未采取反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

表 13 截至 2018 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
阜宁县人民医院	40,300.00	单人担保
阜宁县交通投资有限公司	36,233.19	单人担保
中科建工集团有限公司	8,500.00	单人担保
阜宁港物流集聚园区开发投资有限公司	5,805.02	单人担保
阜宁县教育投资有限公司	5,000.00	单人担保
阜宁县市政设施管理养护有限公司	5,000.00	单人担保
阜宁县中医院	4,000.00	单人担保
阜宁县第一高级中学	3,135.10	单人担保
江苏省阜宁中学	3,135.00	单人担保
阜宁县化工园区开发有限公司	3,000.00	单人担保
盐城市新地桩基础工程有限公司	2,150.00	单人担保
阜宁县供销社（集团）总公司	2,000.00	单人担保
阜宁县康达水务有限公司	800.00	单人担保
中科建工集团有限公司	5,000.00	多人联保
江苏新晟建设集团有限公司	3,000.00	多人联保
阜宁县人民医院	5,000.00	抵押物担保
合计	132,058.31	

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

八、评级结论

2018年公司实现营业收入19.20亿元，同比增长203.16%，截至2018年末，公司尚有16.01亿元开发成本待结算，且主要在建、拟建项目预计总投资26.21亿元，已投资5.02亿元，公司业务持续性较好；公司获得一定的外部支持；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资产主要由应收款项、存货和固定资产构成，此外，截至2018年末，公司受限资产账面价值合计54.47亿元，占资产总额的28.84%，受限资产占比较高，公司资产流动性较弱；公司经营活动现金流持续呈净流出状态，且主要在建、拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力；有息债务规模持续攀升，且短期有息债务占比较高，公司面临短期及长期偿债压力均较大；2018年末公司及其子公司对外担保金额合计为13.21亿元，存在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，中证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 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	261,307.81	102,013.82	105,199.88
其他应收款	734,865.16	394,261.38	328,049.19
存货	387,071.07	459,861.38	480,413.06
固定资产	150,265.64	156,383.92	150,546.48
总资产	1,888,312.60	1,480,817.62	1,308,841.30
短期借款	89,495.00	48,800.00	50,849.00
其他应付款	395,294.65	154,318.03	124,369.26
一年内到期的非流动负债	88,510.00	61,166.00	70,333.00
长期借款	292,623.00	147,567.00	159,798.00
应付债券	148,000.00	172,000.00	96,000.00
长期应付款	80,275.21	54,443.63	57,558.65
总负债	1,208,611.52	813,037.20	649,136.79
有息债务	889,498.44	638,805.34	463,038.65
所有者权益	679,701.08	667,780.42	659,704.51
营业收入	191,953.31	63,318.14	53,398.78
其他收益	1,120.43	10,000.00	-
营业利润	12,028.02	7,973.74	-2,446.75
营业外收入	-	123.93	13,000.00
净利润	7,804.66	8,075.91	10,553.38
经营活动产生的现金流量净额	-34,674.27	-107,997.30	-21,164.00
投资活动产生的现金流量净额	31,651.88	27,157.55	-69,424.66
筹资活动产生的现金流量净额	65,934.47	32,653.69	120,890.70
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	26.64%	15.88%	17.76%
收现比	0.66	0.69	0.93
产权比率	177.82%	121.75%	98.40%
资产负债率	64.00%	54.90%	49.60%
流动比率	2.29	2.71	3.39
速动比率	1.72	1.66	1.89
EBITDA（万元）	49,522.44	18,837.19	19,115.71
EBITDA 利息保障倍数	1.08	0.53	0.73
有息债务/EBITDA	17.96	33.91	24.22

注：2017年财务数据采用2018年审计报告中的期初数。

资料来源：公司2016年和2018年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
阜宁县康庄投资发展有限公司	12,000	100.00%	实业投资, 施工
阜宁县旭升建设有限公司	15,000	53.33%	施工建设
阜宁县真武庙游览景区管理有限公司	20	100.00%	游览景区管理
阜宁县吉丰水利建设发展有限公司	10,000	100.00%	水利施工
阜宁县新城置业有限公司	11,899.65	100.00%	房地产开发经营
江苏铭恒酒店管理有限公司	880	100.00%	酒店管理
阜宁县远翔汽车服务有限公司	1,000	100.00%	洗车服务
阜宁桃花源产业投资有限公司	20,000	100.00%	旅游景点开发
阜宁桃花源文化旅游发展有限公司	2,000	100.00%	影视节目制作
阜宁县阜康医疗投资管理有限公司	46,000	100.00%	医院产业投资
阜宁县庙湾园林景观工程有限公司	1,000	100.00%	工程施工
阜宁华阜商贸有限公司	3,000	100.00%	五金经营
上海科利恒贸易有限公司	200	100.00%	销售健身器材
富合高度(上海)融资租赁有限公司	6,600 万美元	75.00%	融资租赁业务
阜宁恒创云计算有限公司	1,000.00	100.00%	云计算技术服务
江苏科瑞恒置业有限公司	100,000.00	100.00%	房地产开发经营
江苏东方花园酒店有限公司	1,000.00	100.00%	餐饮服务
阜宁县信息化发展有限公司	500.00	100.00%	信息化产业投资
阜宁县阜泰农村小额贷款有限公司	9,800.00	51.00%	面向“三农”、中小企业发放贷
阜宁城投供应链管理有限公司	1,500.00	58.00%	供应链管理服务
阜宁县康庄投资发展有限公司	2,000.00	100.00%	实业投资, 施工

资料来源: 公司提供

附录三 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	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
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+其他应付款中的有息债务+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

附录四-1 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00084577号	阜城镇通榆南路66号	砖混结构	508.88	阜国用(2013)第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，中证鹏元整理

附录四-2 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，中证鹏元整理

附录五 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。