

2017 年泗阳县民康农村经济发展有限公司

**城市停车场建设专项债券  
2020 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：

谭璇



报告编号：  
中鹏信评【2020】跟踪  
第【680】号 01

债券简称：17 泗阳债/17  
泗阳专项债

债券剩余规模：12 亿元

债券到期日期：2024 年  
07 月 31 日

债券偿还方式：按年付  
息，同时设置本金提前  
偿还条款，在存续期的  
第 3-7 年分别按照发行  
总额 20%的比例偿还债  
券本金

分析师

姓名：  
马琳丽 胡长森

电话：  
010-66216006

邮箱：  
mall@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
城投公司信用评级方  
法，该评级方法已披露  
于中证鹏元官方网站。

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](http://www.cspengyuan.com)

## 2017 年泗阳县民康农村经济发展有限公司城市停车场建设 专项债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次跟踪评级结果
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	2020 年 06 月 29 日	2019 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”）对泗阳县民康农村经济发展有限公司（以下简称“民康发展”或“公司”）及其 2017 年 7 月 28 日发行的城市停车场建设专项债券（以下简称“本期债券”）的 2020 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。该等级的评定是考虑到泗阳县具有一定的区位优势，区域经济保持增长，为公司发展提供了良好的基础，公司工程委托代建收入及保障房建设收入较有保障，获得的外部支持力度较大。同时，中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力，刚性债务压力较大，以及存在较大或有负债风险等风险因素。

### 正面：

- 泗阳县具有一定的区位优势，2019 年经济保持增长，为公司发展提供了良好基础。泗阳县属长江三角洲地区，是淮海经济圈、长三角经济圈、沿运河流域镇轴交叉辐射区，交通相对便利，具有一定的区位优势。2019 年泗阳县实现地区生产总值 501.44 亿元，同比增长 7.4%，区域经济继续增长，为公司发展提供了良好基础。
- 公司工程委托代建收入及保障房建设收入较有保障。公司目前正在建的委托代建项目仍较多，计划总投资规模较大，未来公司委托代建收入较有保障；截至 2019 年末，公司存货中保障房项目开发成本超过 25.00 亿元，未来随着该部分房地产项目收入的结转，公司该板块收入仍具有一定持续性。
- 公司获得的外部支持力度较大。2019 年公司子公司宿迁东方投资有限公司（以下简称“宿迁东方”）收到江苏泗阳经济开发区管理委员会的货币投资 7.80 亿元，泗

阳县国有资产监督管理委员会向公司投入资本金 0.14 亿元，累计增加公司资本公积 7.94 亿元，提升了公司的资本实力。此外，公司收到基础设施建设补贴款 1.87 亿元，有效提升了公司的利润水平。

### 关注：

- **公司资产流动性较弱。**公司资产以应收款项、存货为主。2019 年末应收账款及其他应收款共 55.69 亿元，占总资产的比重为 23.91%，回款时间不确定；存货以土地使用权和开发成本为主，整体资产流动性较弱。
- **公司在建项目面临较大的资金压力。**截至 2019 年末公司在建的主要代建项目计划总投资 16.71 亿元，已完成投资 6.71 亿元，尚需投资 10.00 亿元；在建的工程项目及保障房项目尚需投资规模亦较大；且公司经营活动现金流净额稳定性较差，2019 年为大幅净流出 10.72 亿元，公司面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模仍然较大，面临较大的偿债压力。**截至 2019 年末，公司有息债务规模为 67.47 亿元，占总负债的 69.42%；公司现金短期债务比为 0.41，水平较低，同时有息债务/EBITDA 为 25.58，仍较高，公司面临较大债务压力。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保总额达 66.89 亿元，占所有者权益的比重达 49.30%，且部分被担保对象为民营企业，公司面临的或有负债风险较大。

### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	2,328,664.37	2,287,403.69	2,410,231.73
所有者权益	1,356,747.00	1,271,901.72	1,244,824.09
有息债务	674,687.68	614,566.27	779,291.96
资产负债率	41.74%	44.40%	48.35%
现金短期债务比	0.41	0.51	1.55
营业收入	118,535.21	112,655.61	77,161.71
其他收益	18,656.93	24,450.03	31,689.00
利润总额	16,683.80	17,999.74	28,368.72
综合毛利率	17.76%	11.17%	14.99%
EBITDA	26,372.83	25,395.44	35,046.89
EBITDA 利息保障倍数	0.71	0.71	2.61
经营活动现金流净额	-107,168.48	137,905.72	-159,102.23

---

收现比	1.08	1.18	1.45
-----	------	------	------

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年7月28日公开发行12亿元公司债券，用于泗阳县棚户区改造望湖名都安置房建造工程项目配建停车场、泗阳县滨河CBD二期建设工程项目配建停车场及泗阳县城市停车场建设一期工程项目。截至2020年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为27.79万元。

## 二、发行主体概况

2019年公司注册资本和实收资本均未变更，截至2019年末仍为20亿元，公司控股股东仍为泗阳县国有资产经营有限公司，实际控制人仍为泗阳县人民政府。

2019年公司新增纳入合并一级子公司3家，持股比例100%。截至2019年末，公司合并报表范围一级子公司共8家，详见附录二。

表1 跟踪期内公司新增纳入合并报表范围的子公司情况

子公司名称	简称	持股比例	取得方式
泗阳县改善农民住房条件建设有限公司	改善公司	100%	出资设立
江苏民裕投资有限公司	民裕投资	100%	同一控制下的企业合并
泗阳县城市建设投资集团有限公司	泗阳城投	100%	同一控制下的企业合并

资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告

## 三、外部运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019年国内外风险挑战明显上升，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，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019年全年国内生产总值（GDP）99.09万亿元，比上年增长6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长8.4%，高于同期工业增加值增速2.7个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”



影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿元，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

### **2019 年以来，在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的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅**

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国

家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

## （二）区域环境

**泗阳县具有一定的区位优势，纺织服装、绿色家居两大产业对区域经济贡献较高，2019年主要经济指标保持增长**

泗阳县属长江三角洲地区，是淮海经济圈、长三角经济圈、沿运河城镇轴交叉辐射区，交通相对便利，具有一定的区位优势。2019年经济继续保持较快增长，实现地区生产总值 501.44 亿元，按可比价格计算同比增长 7.4%。其中，第一产业实现增加值 66.49 亿元，同比增长 1.9%；第二产业实现增加值 215.66 亿元，同比增长 8.4%；第三产业实现增加值 219.29 亿元，同比增长 8.3%。三次产业结构由上年的 12.8:49.3:37.9 调整为 13.3:43.0:43.7，二、三产业的支柱作用明显。2019年泗阳县人均 GDP 为 59,125.00 元，为全国人均的 83.40%。

从拉动经济增长的三大要素来看，泗阳县 2019 年固定资产投资同比增长 7.2%，三次产业投资分别占投资总量的比重为 2.7%、67.4%和 29.9%，第二产业仍然是投资的重点。2019 年泗阳县实现社会消费品零售总额 127.17 亿元，同比增长 6.9%，其中城镇实现社会消费品零售额 86.1 亿元，同比增长 0.6%，农村实现社会消费品零售额 41.1 亿元，同比增长 22.8%。2019 年泗阳县完成进出口总额 4.73 亿美元，同比下降 3.0%，由于出口下降使得增速转为负数。

工业方面 2019 年泗阳县工业生产增长稳中见好，实现规模以上工业总产值 321.6 亿



元，增长 17.5%，分产业看，纺织服装、绿色家居两大产业分别实现产值 129.6 亿元、62.3 亿元，增速分别为 12.6%、36.7%，占总产值的比重合计接近 60%，对区域内工业增加值增长的贡献较高。

**表 3 泗阳县主要经济指标情况（单位：亿元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	501.44	7.4%	479.22	6.9%
第一产业增加值	66.49	1.9%	61.22	2.8%
第二产业增加值	215.66	8.4%	236.25	7.9%
第三产业增加值	219.29	8.3%	181.75	7.0%
固定资产投资	-	7.2%	-	7.1%
社会消费品零售总额	127.17	6.9%	119.00	7.1%
进出口总额（亿美元）	4.73	-3.0%	4.88	18.7%
存款余额	424.92	7.2%	396.40	6.8%
贷款余额	504.55	18.3%	426.40	16.5%
人均 GDP（万元）		59,125		56,602
人均 GDP/全国人均 GDP		83.40%		87.56%

资料来源：2018-2019 年泗阳县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019 年泗阳县实现公共财政收入 25.75 亿元，同比增长 1.1%，其中税收收入 20.88 亿元，增长 2.0%；实现政府性基金收入 32.32 亿元，同比增长 48.3%。

## 四、经营与竞争

公司是泗阳县主要的城市基础设施投融资和建设主体，业务涉及城市基础设施和保障性住房建设、房地产开发、交通道路及路桥工程施工等。2019 年公司实现营业收入 11.85 亿元，仍主要来自工程施工业务及保障房销售收入，同比基本稳定。2019 年公司综合毛利率为 17.76%，同比有所提高，系保障房销售毛利率提高带动。

**表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2019 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
工程施工	83,081.75	18.63%	86,000.84	18.79%
保障房销售收入	29,180.15	16.06%	21,225.20	-26.02%
光伏发电收入	1,286.85	54.13%	1,444.08	77.54%
租赁业务	1,766.11	17.26%	721.80	-17.90%
其他业务	3,220.34	-3.59%	3,263.68	29.43%
合计	<b>118,535.21</b>	<b>17.76%</b>	<b>112,655.61</b>	<b>11.17%</b>

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

**公司工程施工收入较稳定，目前委托代建业务量充裕，收入来源较有保障，但也给公司带来较大的资金压力**

作为泗阳县主要的城市基础设施投融资和建设主体，公司自成立以来，已先后投资建设完成了多个城区道路、桥梁、供排水管网等城市基础设施项目的投资建设。公司的部分基础设施建设项目采取与政府部门签订委托开发协议的模式进行，由公司负责项目投融资和建设，政府按照工程建设及完工进度情况向公司支付委托开发建设费用，公司将收到的委托开发建设费用确认为委托代建收入。委托开发建设费用为工程投入金额加成一定比例。公司还有一部分项目是由子公司宿迁东方投资有限公司负责，通过与委托单位签订委托代建协议进行，待项目竣工验收后，将收到相关款项确认为工程施工收入。2019 年公司工程施工收入为 8.31 亿元，毛利率为 18.63%，均较为稳定。

截至 2019 年末，公司在建的代建项目较多，主要有太湖路南延等三条道路建设项目、湿地公园等市政设施建设项目，主要在建项目总投资 16.71 亿元，已投资 6.71 亿元；存货中除上述主要在建基础设施工程外，尚有较多的尚未结算项目，未来随着项目的进行，公司委托代建收入来源较有保障，但也给公司带来了较大的资金压力。

**表 6 截至 2019 年末公司主要在建的代建项目情况（单位：万元）**

项目名称	计划总投资	已投资	模式
太湖路南延等三条道路建设项目	35,000.00	22,535.48	代建
湿地公园	20,000.00	6,866.93	代建
西康小学	18,000.00	5,891.20	代建
泗水阁	20,000.00	5,780.79	代建
五里河公园	17,000.00	4,495.79	代建
聚宝公园	10,000.00	4,271.54	代建
西安路	9,000.00	3,053.84	代建
俞杨路	7,000.00	2,301.58	代建
幸福路	6,300.00	2,224.30	代建
体育公园	4,500.00	2,110.65	代建
长春路（洋河路-解放路）	2,300.00	1,967.34	代建
全民健身中心	6,000.00	1,832.59	代建
俞杨南路	4,000.00	1,360.82	代建
文成路	4,500.00	1,331.83	代建
西康路改造工程	3,500.00	1,064.25	代建
<b>小计</b>	<b>167,100.00</b>	<b>67,088.93</b>	

资料来源：公司提供

工程施工方面，2019 年末公司尚有施工项目运河风光带工程，已投资 1.68 亿元；土

地平整工程已投资为 16.25 亿元。上述工程施工项目已投资已有一定规模，未来公司也可实现一定的工程施工收入。

此外，“17 泗阳专项债”募投项目泗阳县棚户区改造望湖名都安置房建造工程项目配建停车场、泗阳县滨河 CBD 二期建设工程项目配建停车场及泗阳县城市停车场建设一期工程项目已基本建设完毕，目前配套商业及仓储用房租赁已经取得部分租赁收入，但规模尚小，停车费收入暂无，未来需关注公司停车费收入的实现情况。

### **2019 年公司保障房销售收入有所增长，目前存货中开发成本规模较大，未来收入持续性较好**

公司业务还涉及泗阳县保障房建设及商品房开发业务，该业务由公司本部及子公司泗阳东方置业有限公司（以下简称“东方置业”）负责。公司本部及东方置业均具有房地产开发二级资质。近年公司相继开发了绿都第一城、阳光水岸、东方嘉苑、运河人家及江淮美地项目，以上项目主要为保障房项目（包括安置房、限价房），阳光水岸、东方嘉苑、运河人家及江淮美地项目包含部分商品房。其中，安置房由政府进行回购，限价房以不高于政府指导价格进行销售，商品房由公司自行按市场价格销售，“16 泗阳债”募投项目均已基本建设完毕并部分对外销售。2019 年公司实现保障房销售收入 2.92 亿元，有所增长，销售的主要为运河人家、江淮美地及绿都第一城项目。2019 年毛利率大幅上升，主要系本年结转销售中包括绿都第一城的部分商铺，该部分商铺按照市场价格销售，故公司该业务毛利率大幅上升。

2019 年公司新开工建设了上河美墅安置房项目，该项目位于泗阳县中心城区，具体位置为振兴路北侧、桃源路西侧、相文路东侧，规划总用地面积为 66,521.0m<sup>2</sup>，合 99.78 亩。该项目安置小区中的住宅用房将定向出售给拆迁户，其中，计划内安置面积部分住宅将按协议价格进行销售；其余超计划安置面积部分住宅将以市场价销售给被拆迁户，以满足拆迁居民的改善需求。该项目总投资为 13.56 亿元，截至 2019 年末已投资 2.28 亿元。

2019 年公司新增纳入合并范围的泗阳城投、民裕投资也从事安置房建设任务，截至 2019 年末，泗阳城投建设的安置房项目望湖名都二期开发成本为 3.33 亿元。民裕投资主要从事了巢湖路城市之家等项目建设，截至 2019 年末已投资约为 3.00 亿元，未来将由民裕投资自营。

截至 2019 年末，公司及子公司存货中保障房项目开发成本超过 25.00 亿元。未来随着该部分房地产项目收入的结转，公司该板块收入仍有较好的持续性。

### **公司租赁、光伏发电业务对主营收入形成一定补充**

2019 年公司租赁业务收入 1,766.11 万元，同比有所增加，主要系近年来新建了众兴

商业广场 B 区和 C 区、阳光水岸人才公寓、标准化厂房、吴江公舍等项目，项目完工后对外出租，以实现房屋租赁收入所致。

公司光伏发电业务由子公司泗阳光华新能源投资发展有限公司负责运营，2017 年试运行阶段，2018 年正式并网，2019 年公司光伏发电收入 1,286.85 万元，毛利率 54.13%，毛利率同比有所下降，但仍处于较高水平。

#### 公司继续得到较大的外部支持

资本注入方面，2019 年 8 月，根据泗开管发（2019）42 号文，江苏泗阳经济开发区管理委员会对子公司宿迁东方进行资本性投入 7.80 亿元，增加子公司及公司资本公积 7.80 亿元；2019 年 12 月，根据《关于对泗阳县民康农村经济发展有限公司进行资本性投入的通知》，泗阳县国有资产监督管理办公室向公司投入资本金 0.14 亿元，增加公司资本公积 0.14 亿元。

补贴方面，2019 年公司收到与经营相关的基础设施建设补贴款 1.87 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

以下财务分析的基础为公司提供的经亚太（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2017-2019年三年连审审计报告，报告执行新会计准则。2019 年合并报表范围内的新增子公司3家，详见表1。

### 资产构成与质量

#### 公司资产以应收款项、存货为主，且部分资产已用于抵押，资产流动性较弱

截至 2019 年末公司总资产为 232.87 亿元，同比小幅增加。从资产构成来看，仍以流动资产为主，2019 年末流动资产占总资产的比重为 78.82%。

2019 年末公司货币资金共 8.56 亿元，其中受限资金 5.15 亿元。截至 2019 年末，公司应收账款为 3.12 亿元，应收对象主要为泗阳县国有土地房屋征收办公室（2.05 亿元）和泗阳县财政局（0.87 亿元）。公司预付账款主要是预付工程款，随着工程项目逐渐结算，2019 年末公司预付账款降低至 4.80 亿元。2019 年末，公司其他应收款为 52.57 亿元，占总资产的比重为 22.57%，主要为单位间的往来款，其中部分款项账龄较长，对公司资金



造成较大占用，且部分应收对象为民营企业，存在一定的坏账风险。存货为公司最主要的资产，截至 2019 年末，公司存货账面价值为 113.37 亿元，占总资产的比重为 48.69%。存货中待开发土地账面价值为 19.29 亿元，其中尚有 9 块土地的产权证书正在办理中，账面价值 13.14 亿元，取得方式为协议转让。存货中开发成本和工程施工账面价值分别为 72.53 亿元和 18.88 亿元，主要为在建项目等，开发成本中尚有 5.38 亿元项目用地土地产权证书正在办理中。

**表7 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	比重	金额	比重
货币资金	85,556.14	3.67%	92,693.88	4.05%
应收账款	31,174.84	1.34%	20,256.46	0.89%
预付账款	47,961.24	2.06%	50,978.06	2.23%
其他应收款	525,693.58	22.57%	639,456.61	27.96%
存货	1,133,725.62	48.69%	1,180,905.35	51.63%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,835,400.77</b>	<b>78.82%</b>	<b>1,995,015.47</b>	<b>87.22%</b>
投资性房地产	69,697.60	2.99%	53,023.69	2.32%
固定资产	36,697.58	1.58%	42,440.28	1.86%
无形资产	11,901.98	0.51%	12,337.64	0.54%
其他非流动资产	361,717.43	15.53%	177,649.24	7.77%
<b>非流动资产合计</b>	<b>493,263.60</b>	<b>21.18%</b>	<b>292,388.21</b>	<b>12.78%</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,328,664.37</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,287,403.69</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告

公司投资性房地产主要为房屋及建筑物，均采用成本模式计量，2019 年末账面价值共 6.97 亿元，其中尚有价值 3.81 亿元的房屋建筑物权证正在办理中。截至 2019 年末公司固定资产为 3.67 亿元，主要是房屋及建筑物。截至 2019 年末公司无形资产为 1.19 亿元，为土地使用权。公司其他非流动资产主要是土地使用权及房屋建筑物，截至 2019 年末金额 36.17 亿元，其中 9.71 亿元房屋建筑物及土地使用权的产权证书正在办理中。

截至 2019 年末，公司受限资产达 20.18 亿元，多用于抵押借款和抵押担保，占总资产的比重为 8.67%，此外账面价值合计 32.04 亿元的资产尚未办妥产权证明。总体来看，公司资产以应收款项、存货为主，且部分资产已用于抵押、部分尚未办妥产权证明，资产流动性较弱。

## 盈利能力

公司营业收入基本稳定，综合毛利率提高，但利润仍主要来自政府补贴

公司营业收入主要来自工程施工和保障房销售业务。2019 年公司实现营业收入 11.85 亿元，同比基本稳定，工程施工略有减少，保障房销售收入有所上升。目前公司工程委托代建收入未来较有保障，且截至 2019 年末存货中保障房开发成本规模较大，未来保障房开发收入持续性较好。2019 年公司综合毛利率为 17.76%，同比有所提高，系保障房销售毛利率提高带动。

利润方面，2019 年公司收到政府补助 1.87 亿元，实现营业利润 1.78 亿元，公司营业利润对政府补助依赖较大。

**表9 公司收入及盈利变动情况（单位：万元）**

项目	2019 年	2018 年
营业收入	118,535.21	112,655.61
其他收益	18,656.93	24,450.03
营业利润	17,814.13	19,897.33
利润总额	16,683.80	17,999.74
综合毛利率	17.76%	11.17%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告

## 现金流

### 公司经营活动现金流净额转差，仍面临较大的资金压力

2019 年公司经营收现比为 1.08，经营收现情况尚可，受公司支付的往来款增加影响，公司 2019 年经营活动现金流转差，大幅净流出 10.72 亿元。

2019 年公司投资活动现金流入较少，投资活动现金净流出为 0.96 亿元，主要为购买固定资产以及投资性房地产所致。筹资活动方面，2019 年公司筹资活动现金流入 37.87 亿元，系吸收投资和取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要为偿还债务本息支付的现金，当年偿还债务等支付的现金显著减少，筹资活动现金转为净流入 11.51 亿元。截至 2019 年末，公司在建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力。

**表10 公司现金流情况表（单位：万元）**

项目	2019 年	2018 年
收现比	1.08	1.18
销售商品、提供劳务收到的现金	127,587.49	133,311.25
收到的其他与经营活动有关的现金	282,391.58	332,343.75
经营活动现金流入小计	409,979.07	465,655.00
购买商品、接受劳务支付的现金	243,861.16	131,219.68
支付的其他与经营活动有关的现金	267,187.99	188,919.56
经营活动现金流出小计	517,147.55	327,749.28

经营活动产生的现金流量净额	-107,168.48	137,905.72
投资活动产生的现金流量净额	-9,585.38	-56,031.37
筹资活动产生的现金流量净额	115,090.40	-110,100.51
现金及现金等价物净增加额	-1,663.46	-28,226.16

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息负债规模仍然较大，面临较大的刚性债务压力

由于股东增资，2019年末公司所有者权益增至135.67亿元；同时公司负债总额有所降低，下降至97.19亿元；同期末，公司负债与所有者权益比率为71.64%，权益对负债的覆盖程度有所提高。

**表11 公司资本构成情况（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
负债总额	971,917.38	1,015,501.96
所有者权益	1,356,747.00	1,271,901.72
产权比率	71.64%	79.84%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告

从公司负债结构来看，2019年末流动负债占总负债的比重为52.27%，占比有所下降。

截至 2019 年末，公司短期借款合计 7.27 亿元，包括保证借款 3.99 亿元、质押借款 1.63 亿元、信用借款 1.10 亿元及抵押借款 0.55 亿元。截至 2019 年末，公司应付票据余额 3.03 亿元，均为银行承兑汇票；应付账款余额为 3.06 亿元，为应付的工程款。2019 年末公司预收账款共 9.12 亿元，同比增长系预售的保障房销售款增加所致。2019 年末公司其他应付款余额为 15.15 亿元，主要为与泗阳县众兴镇人民政府、泗阳县扶贫办等单位的往来款。公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款、应付债券及长期应付款，2019 年末共 10.79 亿元。

2019 年末公司长期借款共 16.94 亿元，主要为抵质押及保证借款。截至 2019 年末，公司应付债券为 18.64 亿元，同比有所减少，主要系公司偿付了 16 泗阳债的部分本金及江苏银行债权融资计划所致。截至 2019 年末，公司长期应付款为 10.80 亿元，为融资租赁款及应付江苏省城乡建设投资有限公司款项。

**表12 公司主要负债构成（单位：万元）**

项目	2019年		2018年	
	金额	比重	金额	比重
短期借款	72,687.00	7.48%	48,470.00	4.77%

应付票据	30,250.00	3.11%	28,300.00	2.79%
应付账款	30,558.11	3.14%	33,373.91	3.29%
预收款项	91,247.79	9.39%	75,183.35	7.40%
其他应付款	151,464.90	15.58%	270,269.12	26.61%
一年内到期的非流动负债	107,886.90	11.10%	103,999.66	10.24%
<b>流动负债合计</b>	<b>508,053.60</b>	<b>52.27%</b>	<b>581,705.35</b>	<b>57.28%</b>
长期借款	169,425.00	17.43%	78,401.90	7.72%
应付债券	186,438.78	19.18%	244,394.71	24.07%
长期应付款	108,000.00	11.11%	111,000.00	10.93%
<b>非流动负债合计</b>	<b>463,863.78</b>	<b>47.73%</b>	<b>433,796.62</b>	<b>42.72%</b>
<b>负债合计</b>	<b>971,917.38</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,015,501.96</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	674,687.68	69.42%	614,566.27	60.52%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告

2019 年末，公司有息债务为 67.47 亿元，同比有所增加，占公司总负债的比重为 69.42%，其中短期有息负债 21.08 亿元，公司有息负债规模仍然较大。

2019 年末公司资产负债率为 41.74%，较上年末下降了 2.66 个百分点。现金短期债务比方面，2019 年末为 0.41，同比有所下降，且仍维持在较低水平。2019 年公司 EBITDA 为 2.64 亿元，同比保持稳定，EBITDA 利息保障倍数亦保持稳定，但水平较低，有息债务与 EBITDA 的比值仍然较大，公司面临较大债务压力。

**表13 公司偿债能力指标**

项目	2019 年	2018 年
资产负债率	41.74%	44.40%
现金短期债务比	0.41	0.51
EBITDA（万元）	26,372.83	25,395.44
EBITDA 利息保障倍数	0.71	0.71
有息负债/EBITDA	25.58	24.20

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告

## 六、或有事项分析

### （一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，自2017年1月1日至报告查询日（2020年6月1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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。



## （二）或有事项分析

截至 2019 年末，公司对外担保金额为 66.89 亿元（详见附录三），占所有者权益的比重为 49.30%，且部分被担保对象为民营企业，需关注民营企业经营波动给公司带来的代偿风险。目前，公司对外担保金额较大，且根据公司提供的本部信用报告，公司本部对外担保中存在两笔关注类贷款担保合计 6,000.00 万元，公司面临较大的或有负债风险。

## 七、评级结论

泗阳县具有一定的区位优势，2019年区域经济保持增长，为公司发展提供了良好基础；公司目前在建的委托代建项目仍较多，公司存货中保障房项目开发成本金额较大，公司工程委托代建收入及保障房建设收入较有保障；2019年当地政府向公司及子公司注入资本金等，累计增加公司资本公积7.94亿元，公司收到基础设施建设补贴款1.87亿元，有效提升了公司的资本实力及利润水平。

同时，中证也关注到，公司资产以应收款项和存货为主，整体资产流动性较弱；公司在建项目尚需投资较多，且经营活动现金流净额稳定性较差，面临较大的资金压力；公司有息债务规模较大，偿债指标表现一般，偿债压力较大；公司对外担保余额较大，且部分被担保对象为民营企业，公司面临的或有负债风险较大。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为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	2019年	2018年	2017年
货币资金	85,556.14	92,693.88	116,050.37
其他应收款	525,693.58	639,456.61	645,804.53
存货	1,133,725.62	1,180,905.35	1,264,802.89
总资产	2,328,664.37	2,287,403.69	2,410,231.73
短期借款	72,687.00	48,470.00	33,570.00
其他应付款	151,464.90	270,269.12	285,309.18
一年内到期的非流动负债	107,886.90	103,999.66	28,438.33
流动负债合计	508,053.60	581,705.35	461,124.01
长期借款	169,425.00	78,401.90	126,627.21
应付债券	186,438.78	244,394.71	457,372.07
长期应付款	108,000.00	111,000.00	120,284.35
非流动负债合计	463,863.78	433,796.62	704,283.63
总负债	971,917.38	1,015,501.96	1,165,407.64
有息债务	674,687.68	614,566.27	779,291.96
所有者权益	1,356,747.00	1,271,901.72	1,244,824.09
营业收入	118,535.21	112,655.61	77,161.71
其他收益	18,656.93	24,450.03	31,689.00
营业利润	17,814.13	19,897.33	29,462.64
利润总额	16,683.80	17,999.74	28,368.72
经营活动产生的现金流量净额	-107,168.48	137,905.72	-159,102.23
投资活动产生的现金流量净额	-9,585.38	-56,031.37	-6,726.45
筹资活动产生的现金流量净额	115,090.40	-110,100.51	127,952.89
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	17.76%	11.17%	14.99%
收现比	1.08	1.18	1.45
产权比率	71.64%	79.84%	93.62%
资产负债率	41.74%	44.40%	48.35%
现金短期债务比	0.41	0.51	1.55
EBITDA（万元）	26,372.83	25,395.44	35,046.89
EBITDA 利息保障倍数	0.71	0.71	2.61
有息债务/EBITDA	25.58	24.20	22.24

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告

## 附录二 截至 2019 年末纳入公司合并报表的子公司

子公司名称	主要经营地	持股比例	取得方式
宿迁东方投资有限公司	泗阳县经济开发区 东区	100%	同一控制下的企业合并（ 股权无偿划转）
江苏民康物业管理有限公司	泗阳县	100%	出资设立
泗阳光华新能源投资发展有限公司	泗阳县	100%	出资设立
泗阳县扶贫产业园开发有限公司	泗阳县	100%	出资设立
泗阳县土地资产经营管理有限公司	泗阳县	100%	出资设立
泗阳县改善农民住房条件建设有限公司	泗阳县	100%	出资设立
江苏民裕投资有限公司	泗阳县	100%	同一控制下的企业合并
泗阳县城市建设投资集团有限公司	泗阳县	100%	同一控制下的企业合并（ 股权无偿划转）

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告

### 附录三 截至 2019 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位名称	担保类型	担保余额	被担保债务到期时间
泗阳县水务投资集团有限公司	保证	23,750.00	2023 年 12 月 31 日
泗阳县水务投资集团有限公司	保证	9,500.00	2025 年 6 月 30 日
泗阳县水务投资集团有限公司	保证	4,750.00	2025 年 12 月 31 日
泗阳浩北建设投资有限公司	保证	5,000.00	2022 年 7 月 11 日
泗阳浩北建设投资有限公司	保证	4,000.00	2023 年 1 月 11 日
泗阳浩北建设投资有限公司	保证	3,000.00	2022 年 7 月 11 日
泗阳浩北建设投资有限公司	保证	8,000.00	2023 年 7 月 11 日
泗阳浩北建设投资有限公司	保证	17,300.00	2024 年 11 月 25 日
泗阳浩北建设投资有限公司	保证	8,700.00	2024 年 11 月 25 日
泗阳浩北建设投资有限公司	保证	6,000.00	2023 年 11 月 7 日
泗阳浩北建设投资有限公司	保证	2,000.00	2021 年 11 月 7 日
泗阳华至置业有限公司	保证	16,820.00	2026 年 9 月 10 日
泗阳华至置业有限公司	保证	19,404.00	2026 年 9 月 10 日
泗阳华至置业有限公司	保证	2,999.37	2026 年 9 月 10 日
泗阳华至置业有限公司	保证	4,420.00	2026 年 9 月 10 日
泗阳苏淮水务投资有限公司	保证	18,000.00	2024 年 3 月 14 日
泗阳苏淮水务投资有限公司	保证	4,800.00	2022 年 4 月 1 日
泗阳苏淮水务投资有限公司	保证	3,800.00	2022 年 4 月 1 日
泗阳苏淮水务投资有限公司	保证	1,100.00	2022 年 4 月 1 日
泗阳国浩水务投资有限公司	保证	3,000.00	2022 年 12 月 25 日
泗阳国浩水务投资有限公司	保证	5,000.00	2022 年 4 月 13 日
泗阳国浩水务投资有限公司	保证	5,000.00	2021 年 3 月 20 日
泗阳杨源污水处理有限公司	保证	14,250.00	2024 年 8 月 19 日
泗阳县交通产业集团有限公司	保证	12,700.00	2024 年 2 月 1 日
泗阳县交通产业集团有限公司	保证	3,000.00	2020 年 2 月 25 日
泗阳意杨产业科技园实业有限公司	保证	5,852.34	2022 年 8 月 25 日
泗阳意杨产业科技园实业有限公司	保证	5,852.34	2022 年 9 月 8 日
泗阳意杨产业科技园实业有限公司	保证	8,000.00	2021 年 4 月 13 日
泗阳意杨产业科技园实业有限公司	保证	3,000.00	2020 年 7 月 2 日
泗阳意杨产业科技园实业有限公司	保证	1,000.00	2020 年 6 月 26 日
泗阳国宇实业有限公司	保证	8,000.00	2020 年 3 月 8 日
泗阳国宇实业有限公司	保证	5,900.00	2020 年 2 月 27 日
泗阳城南新城实业投资有限公司	保证	5,000.00	2020 年 6 月 4 日
泗阳城南新城实业投资有限公司	保证	2,000.00	2020 年 6 月 10 日
泗阳城南新城实业投资有限公司	保证	10,000.00	2020 年 12 月 7 日



泗阳建鹏实业有限公司	保证	6,000.00	2020年2月2日
宿迁众兴城市建设投资有限公司	保证	5,500.00	2020年4月18日
江苏绿宇园林绿化工程有限公司	保证	3,800.00	2020年5月29日
泗阳绿浩实业有限公司	保证	2,000.00	2020年6月27日
泗阳国丰投资管理有限公司	保证	4,636.80	2031年3月5日
泗阳国丰投资管理有限公司	保证	2,477.22	2031年3月5日
泗阳双河实业有限公司	保证	3,000.00	2020年1月15日
泗阳千茂实业有限公司	保证	6,000.00	2024年6月10日
江苏嘉隆工程建设有限公司	保证	18,580.00	2020年7月28日
江苏嘉隆工程建设有限公司	保证	3,000.00	2020年6月25日
江苏嘉隆工程建设有限公司	保证	1,500.00	2020年9月4日
泗阳苏北水务投资有限公司	保证	5,400.00	2021年1月14日
泗阳苏北水务投资有限公司	保证	5,600.00	2026年4月15日
泗阳苏北水务投资有限公司	保证	5,413.92	2026年4月15日
泗阳苏北水务投资有限公司	保证	5,413.92	2026年4月15日
泗阳县佳鼎实业有限公司	保证	20,000.00	2021年4月25日
泗阳县佳鼎实业有限公司	保证	17,665.00	2024年6月7日
泗阳县佳鼎实业有限公司	保证	3,335.00	2024年6月7日
泗阳城东污水处理有限公司	保证	11,000.00	2021年5月11日
泗阳城东污水处理有限公司	保证	8,028.97	2023年12月13日
泗阳城东污水处理有限公司	保证	8,028.97	2024年1月4日
泗阳城东污水处理有限公司	保证	6,596.33	2021年4月13日
江苏晨越高新材料有限公司	保证	3,000.00	2020年7月2日
江苏晨越高新材料有限公司	保证	3,000.00	2020年7月2日
江苏晨越高新材料有限公司	保证	10,950.00	2020年6月27日
江苏海欣申禾纺织股份有限公司	保证	3,000.00	2020年12月17日
江苏泗阳经济开发区实业有限公司	保证	18,000.00	2023年5月9日
江苏泗阳经济开发区实业有限公司	保证	3,700.00	2028年11月21日
江苏泗阳经济开发区实业有限公司	保证	16,938.00	2022年12月30日
泗阳科创投资发展有限公司	保证	20,000.00	2022年12月31日
江苏万绿园林绿化工程有限公司	保证	2,000.00	2020年6月28日
宿迁东方建设工程有限公司	保证	2,000.00	2020年3月28日
江苏泗阳企茂管网工程有限公司	保证	30,000.00	2025年12月31日
泗阳临港物流有限公司	保证	1,000.00	2020年6月28日
泗阳县康城建设工程有限公司	保证	2,500.00	2020年6月5日
宿迁众兴城市建设投资有限公司	保证	4,984.46	2020年4月8日
泗阳国丰投资管理有限公司	保证	2,898.00	2031年3月5日
泗阳国丰投资管理有限公司	保证	4,636.80	2031年3月5日

泗阳国丰投资管理有限公司	保证	3,612.00	2031年3月5日
泗阳县土地收购储备中心	保证	20,000.00	2020年12月30日
泗阳县水务投资集团有限公司	保证	4,250.00	2025年12月31日
泗阳县水务投资集团有限公司	保证	3,000.00	2025年12月31日
泗阳县水务投资集团有限公司	保证	2,000.00	2025年12月31日
泗阳县水务投资集团有限公司	保证	4,250.00	2025年12月31日
泗阳县水务投资集团有限公司	保证	2,000.00	2025年12月31日
泗阳县水务投资集团有限公司	保证	3,000.00	2025年12月31日
泗阳县水务投资集团有限公司	保证	1,125.00	2020年12月31日
泗阳县水务投资集团有限公司	保证	7,000.00	2023年12月31日
泗阳县水务投资集团有限公司	保证	5,000.00	2025年12月31日
泗阳县水务投资集团有限公司	保证	9,000.00	2025年6月30日
泗阳县水务投资集团有限公司	保证	1,125.00	2020年12月31日
泗阳县水务投资集团有限公司	保证	7,000.00	2023年12月31日
泗阳县水务投资集团有限公司	保证	8,000.00	2025年6月30日
泗阳县水务投资集团有限公司	保证	5,000.00	2025年12月31日
泗阳县水务投资集团有限公司	保证	7,417.80	2024年6月1日
泗阳县水务投资集团有限公司	保证	7,417.80	2024年6月1日
泗阳县水务投资集团有限公司	保证	3,423.60	2024年5月31日
泗阳县水务投资集团有限公司	保证	3,423.60	2024年5月31日
泗阳城南新城实业投资有限公司	保证	13,000.00	2020年8月9日
泗阳县交运客运有限公司	保证	3,500.00	2020年1月22日
宿迁锦尚园林绿化工程有限公司	保证	2,500.00	2020年4月8日
宿迁锦尚园林绿化工程有限公司	保证	400.00	2020年11月10日
<b>合计</b>	<b>—</b>	<b>668,926.24</b>	<b>—</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录四 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
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 $\times 100\%$
现金类资产	货币资金+应收票据
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
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。