

2015年新沂市交通投资有限公司
公司债券 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

2015年新沂市交通投资有限公司公司债券 2020年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【757】号 01

债券简称：15新沂交投
债/PR新交投

增信方式：保证担保

担保主体：中国投融资
担保股份有限公司

债券剩余规模：5.2亿元

债券到期日期：
2022年02月06日

债券偿还方式：每年付
息，分次还本，自债券
存续期第3年末起每年
分别偿还本金的20%

分析师

姓名：
顾春霞 杨培峰

电话：
021-51035670

邮箱：
guchx@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

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AAA	AAA
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07月22日	2019年06月26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”）对新沂市交通投资有限公司（以下简称“新沂交投”或“公司”）及其2015年2月6日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）2020年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AAA，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：新沂市经济总量保持增长，为公司发展提供了一定基础，公司营业收入保持增长，业务持续性仍然较好，公司继续获得较大力度的外部支持，第三方担保仍能有效提升本期债券信用等级；同时中证鹏元也关注到了公司整体资产流动性较弱，经营活动现金流持续净流出，在建项目尚需投资规模较大，面临较大资金压力，有息债务规模持续增长，面临较大偿债压力，且存在较大或有负债风险等不利因素。

正面：

- 新沂市经济总量保持增长，节能环保产业和新一代信息技术产业对经济增长带动作用明显，为公司发展提供了一定基础。2019年新沂市实现地区生产总值686.40亿元，同比增长6.0%，经济总量保持增长，节能环保产业和新一代信息技术产业产值对经济增长带动作用明显，为公司发展提供了一定基础。
- 公司营业收入保持增长，业务持续性较好。公司主要从事新沂市内的交通基础设施和水利工程项目建设等业务，2019年实现营业收入12.28亿元，同比增长10.38%；截至2019年末，公司主要在建、拟建交通投资、水利工程和自建项目总投资为148.97亿元，业务持续性较好。

- **公司继续获得较大力度的外部支持。**公司作为新沂市重要的交通基础设施和水利工程项目建设主体，近年持续获得地方政府较大力度的外部支持。2019 年获得资本金投入合计 1.87 亿元，财政补贴 1.89 亿元，有效提升了公司的资本实力和盈利水平。
- **第三方担保仍能有效提升本期债券的信用等级。**跟踪期内，中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）主营业务持续稳定，经营实力强，经中证鹏元综合评定，中投保主体长期信用等级为 AAA，其为本期债券提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用等级。

关注：

- **公司整体资产流动性较弱。**公司资产主要由应收款项、存货和在建工程构成，2019 年末公司应收款项合计 83.61 亿元，占总资产的 29.87%，对营运资金占用严重；存货主要由开发成本和土地使用权构成，合计占总资产的 25.08%，在建工程主要系公司在建自营项目的成本投入，上述资产均难以短期集中变现，公司资产整体流动性较弱。
- **公司经营活动现金流持续净流出，在建、拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力。**截至 2019 年末，公司主要在建、拟建交通投资、水利工程和自建项目尚需投资规模为 102.41 亿元，考虑到近年公司经营活动现金流持续净流出，未来随着交通投资和水利工程等项目建设的推进，公司面临的资金支出压力较大。
- **有息债务规模持续增长，资产负债率持续上升，公司面临较大的偿债压力。**2019 年末公司有息债务规模为 160.21 亿元，同比增长 15.47%，占负债总额的比重为 93.57%，资产负债率上升至 61.18%，现金短期债务比下降至 0.54，现金类资产对短期有息债务的保障程度减弱，EBITDA 利息保障倍数下降至 0.37，EBITDA 对利息支出的保障程度减弱，公司面临的偿债压力较大。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额合计 90.57 亿元，占期末净资产比重为 83.35%，其中对民营企业担保金额为 13.00 亿元，占期末净资产的比重为 11.96%，其余被担保对象为当地国有企业和事业单位，考虑到公司对外担保规模较大，部分为对民营企业担保，公司存在较大或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
----	--------	--------	--------

总资产	2,798,854.06	2,568,005.26	2,222,604.65
所有者权益	1,086,600.11	1,050,150.94	940,380.43
有息债务	1,602,126.27	1,387,429.48	1,176,002.29
资产负债率	61.18%	59.11%	57.69%
现金短期债务比	0.54	0.97	3.31
营业收入	122,761.37	111,214.44	87,374.98
其他收益	18,905.60	17,175.20	12,606.46
利润总额	18,802.26	22,083.93	16,478.01
综合毛利率	20.92%	20.60%	21.10%
EBITDA	32,617.39	36,360.54	30,276.42
EBITDA 利息保障倍数	0.37	0.46	0.43
经营活动现金流净额	-99,449.30	-297,879.27	-139,743.52
收现比	0.92	0.95	0.87

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

中投保主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	2,600,649.79	2,651,309.70	2,045,283.28	1,916,485.94
所有者权益	1,076,169.97	1,066,727.69	1,012,702.70	1,002,921.48
期末担保余额（亿元）	455.23	501.67	678.98	1,263.98
融资担保业务放大倍数（倍）	2.98	3.24	4.25	6.37
当期担保代偿率	0.15%	0.28%	0.00%	0.07%

注：融资担保责任余额根据 2018 年4月银保监会下发的《融资担保公司监督管理条例》配套制度《融资担保责任余额计量办法》（银保监发【2018】1号）的相关规定计算。为保证指标的可比性，对上年同期/本期期初可比指标依据《融资担保责任余额计量办法》进行了重新计算和调整，融资担保业务放大倍数也相应调整。

资料来源：中投保 2017-2019 年审计报告及年度报告及 2020 年第一季度报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年2月6日发行7年期13亿元公司债券，募集资金计划用于新沂市新南村棚户区改造项目和新沂市港口物流园项目。截至2020年6月21日，本期债券募集资金专项账户余额为4.60万元。

二、发行主体概况

2019年公司名称、注册资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。截至2020年5月末，公司注册资本和实收资本均为15.00亿元，控股股东和实际控制人均为新沂市人民政府。

图 1 截至 2020 年 5 月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年度公司新增纳入合并范围内公司3家，无减少子公司，详见表1。

表1 2019 年度新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
新沂市神山机动车安全技术检测服务有限公司	10.00	100.00%	机动车安全性能检测	股权转让
新沂市明都城乡建设发展有限公司	30,000.00	100.00%	城乡综合改造、基础设施项目投资	投资设立
新沂市润客食品有限公司	10,000.00	100.00%	食品及生活用品销售	投资设立

资料来源：公司2019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投资建设增长较快，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，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，基础设施投资建设预计将会回暖，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

新沂市经济持续增长,黑色金属冶炼和压延加工业、节能环保产业对经济增长带动作用明显,工业经济增速大幅回升

新沂市属于江苏省徐州市代管县级市,位于江苏、山东两省交界,下辖4个街道、13个镇和2个省级开发区,辖区总面积1,616.00平方公里。截至2019年末全市常住人口91.54万人。

新沂市经济持续增长,2019年实现地区生产总值686.40亿元,按可比价格计算,同比增长6.0%,较上年提高1.7个百分点。其中,第一产业实现增加值85.67亿元,同比增长2.7%;第二产业实现增加值265.42亿元,同比增长7.8%;第三产业实现增加值335.31亿元,同比增长5.5%。三次产业结构由上年的11.3:40.1:48.6调整为12.5:38.6:48.9,第三产业占比持续提高。按常住人口计算,全年人均地区生产总值75,124元,为全国人均GDP的105.97%。

工业经济方面，2019年新沂市工业经济增速大幅回升，全市规模以上工业总产值同比增长12.3%，较上年提高21.2个百分点；规模以上工业增加值同比增长10.4%，较上年提高19.0个百分点。六大支柱行业共127家企业，占全部规模以上工业企业的51.0%，占规模以上总产值的81%。其中黑色金属冶炼和压延加工业占总产值比重为29.8%，拉动全市增速10.1个百分点。得益于产业转型的顺利进行，全市战略性新兴产业产值占全部规模以上工业总产值比重达27.0%，其中节能环保产业和新一代信息技术产业产值分别实现55.5%和10.3%的增速。整体来看2019年新沂市各项工业经济指标较2018年有较大幅度提升。

固定资产投资方面，2019年新沂市固定资产投资同比增长6.8%，增速同比提升3.7个百分点。其中工业投资同比增长6.4%，同比提升2.0个百分点；服务业投资同比增长8.7%，同比提升15.9个百分点，近年增速波动较大。整体来看固定资产投资对经济增长的带动效应有所提升。2019年新沂市社会消费品零售总额为219.87亿元，同比增长5.0%，较上年下降5.3个百分点，对经济增长的带动效应减弱。2019年新沂市对外贸易持续较快增长，全年实现进出口总额91.22亿元，同比增长11.9%，外贸市场仍然较为活跃。

表2 新沂市主要经济指标及同比变化情况（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	686.40	6.0%	653.32	4.3%
第一产业增加值	85.67	2.7%	73.82	2.0%
第二产业增加值	265.42	7.8%	261.91	0.8%
第三产业增加值	335.31	5.5%	317.59	8.0%
规模以上工业总产值	-	12.3%	-	-8.9%
固定资产投资	-	6.8%	-	3.1%
社会消费品零售总额	219.87	5.0%	209.48	10.3%
进出口总额	91.22	11.9%	81.89	80.1%
存款余额	509.50	8.2%	470.95	6.0%
贷款余额	383.05	14.8%	332.88	18.9%
人均GDP（元）		75,124		71,644
人均GDP/全国人均GDP		105.97%		110.83%

资料来源：2018-2019年新沂市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

新沂市2019年实现公共财政收入35.55亿元，同比下降32.1%，其中税收收入29.04亿元，占公共财政收入比重为81.69%，实现政府性基金收入31.21亿元，同比增长8.56%；同期新沂市公共财政支出为90.22亿元，同比减少9.33%，财政自给率为39.40%。

四、经营与竞争

公司主要负责新沂市内的交通基础设施和水利工程项目建设、公交与出租营运、道路收费、旅游餐饮、物流运输及自来水销售等，业务多元化程度较高。2019年公司实现营业收入12.28亿元，同比增长10.38%，其中交通投资和水利工程建设收入为主要收入来源，同期分别实现收入5.39亿元和4.24亿元，与上年相比保持稳定，占营业收入的比重分别为43.87%和34.50%。同时，2019年公司国内旅游、公交与出租、物流运输商品销售和自来水销售等业务收入均有不同幅度的增长。

毛利率方面，2019年公司交通投资、205国道收费业务毛利率与上年持平；水利工程业务毛利率有所下降；房产销售、物流商品销售、公交与出租和国内旅游等业务毛利率较上年均有不同程度的提升。综合影响下，2019年公司综合毛利率为20.92%，较上年小幅提高0.32个百分点。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
交通投资	53,857.94	18.70%	52,775.96	18.70%
水利工程	42,355.92	12.14%	42,606.37	13.75%
房产销售	6,568.66	4.95%	2,284.88	2.40%
物流运输商品销售	6,156.89	8.14%	3,334.47	7.51%
205 国道收费	5,233.71	100.00%	4,184.83	100.00%
公交与出租	2,319.10	24.21%	2,176.27	16.17%
国内旅游	2,317.57	88.85%	1,246.77	77.66%
自来水销售	1,797.10	13.08%	1,486.65	43.54%
其他	2,154.48	72.19%	1,118.23	64.58%
合计	122,761.37	20.92%	111,214.44	20.60%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司交通投资收入持续增长，在建项目总投资规模大，业务持续性较好；部分自营项目逐步完工投入运营，未来可为公司带来一定收入，但需关注资金支出压力

公司作为新沂市重要的基础设施建设主体，新沂市政府直接赋予公司交通基础设施代建职能，在当地具有垄断经营地位，目前公司交通投资业务主要包括政府回购和土地置换两种模式。政府回购模式即政府作为委托方与公司签订回购协议，项目由公司投资建设，项目完工后由政府进行一次或多次回购，回购金额按照实际投资成本加成一定比例（约20%-25%）计算。

2019年交通投资业务确认收入的项目主要有新沂下属各村镇公路建设及提档升级工程、新沂市农村公路提档升级合吴线等二十项目、王场桥等二十座危桥改造项目施工

XY-HWXD-SG标段、X307改造工程和2017年合彭线等工程等，合计确认收入5.39亿元，同比小幅增长2.05%，毛利率与上年相比保持稳定，为18.70%。截至2019年末，公司以回购模式运作的在建交通基础设施项目主要包括344省道建设、新沂城南综合立交工程配套项目-G30新沂出口至塔山湿地公园、城南综合立交工程配套项目-钟吾南路（G235）与环城南路(G311)交叉节点改造工程等。截至2019年末，公司在建代建交通投资项目预计总投资48.48亿元，已投资4.77亿元，尚需投资43.71亿元，业务持续性较好，但需关注后续资金支出压力。

表4 2019年公司交通投资业务收入明细（单位：万元）

项目名称	确认收入	确认成本
新沂下属各村镇公路建设及提档升级工程	29,485.99	23,972.35
新沂市农村公路提档升级合吴线等二十项目、王场桥等二十座危桥改造项目施工 XY-HWXD-SG 标段	3,239.01	2,633.34
X307 改造工程	3,147.82	2,559.20
2017 年合彭线等工程	2,457.58	1,998.03
阿湖镇淋头河线	2,176.55	1,769.55
新沂市农村公路提档升级北段线等工程施工项目 Y-BDX-SG 标段	1,845.17	1,500.14
高流镇官老线高黑线高岭线	1,599.30	1,300.24
2017 年马棋线	1,445.34	1,175.07
新沂市农村公路提档升级棋新线等工程施工项目 Y-QXX-SG 标段	1,102.26	896.15
新沂市农路公路提档升级邵西线等工程施工项目 Y-SXX-SG 标段	1,013.57	824.04
新沂市农路公路提档升级双沙线等工程施工项目 Y-SSX-SG 标段	1,004.92	817.01
其他项目	5,340.44	4,341.82
合计	53,857.94	43,786.94

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司自主投资建设并经营通用机场、高铁综合客运枢纽、港口物流园等项目。截至2019年末，公司在建自主经营项目主要有高铁综合客运枢纽、公共交通系统提升改造、新沂市港口物流园、公路港物流园、美妆电商园和新沂通用机场等项目。项目建成后将主要通过出租以及收取场地费等方式收回成本。其中新沂市港口物流园项目和新沂市新南村棚户区改造项目系本期债券募投项目，受实际工程进度影响，募投项目投资进度慢于规划。截至2019年末，公路港物流园、美妆电商园、快递产业园和新沂通用机场已完成投资，部分转入固定资产并投入运营，未来可带来一定收入。

截至2019年末，公司主要在建项目预计总投资107.88亿元，已投资32.63亿元，尚需投资75.25亿元，尚需投资规模较大，未来公司将面临较大的资金支出压力。

表5 截至2019年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资	回购/自营
344 省道建设	21.00	1.01	回购
新沂城南综合立交工程配套项目-G30 新沂出口至塔山湿地公园	7.66	0.15	回购
S268 省道新沂段	7.25	2.10	回购
城南综合立交工程配套项目-钟吾南路（G235）与环城南路（G311）交叉节点改造工程	5.99	0.14	回购
新沂窑湾景区（4A）与 270 省道连接线工程（窑炮路）项目	2.10	0.95	回购
新华南路、臧圩东路和上海路下穿连霍高速通道	1.40	0.11	回购
十里长廊草桥段	1.10	0.08	回购
205 国道新沂段改扩建	0.91	0.13	回购
合沟沂河大桥	0.57	0.05	回购
十里长廊窑湾段	0.50	0.05	回购
新沂市新南村棚户区改造项目	21.32	10.47	自营
新沂市港口物流园项目	12.45	10.23	自营
高铁综合客运枢纽	17.6	3.92	自营
通用机场农产品配送中心	1.33	1.02	自营
公共交通系统提升改造	6.70	2.22	自营
合计	107.88	32.63	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司部分交通投资项目采用土地置换模式运作，主要系乡镇公路建设，即公司与政府签订土地置换协议，以土地使用权作为乡镇交通基础设施建设回报，置换土地记入无形资产科目。截至2017年末公司土地置换模式的交通投资项目均已完工，投资金额合计为0.28亿元，公司通过土地置换模式获得的土地共10块，面积约47.23万平方米，账面价值合计1.14亿元，能够较好覆盖交通投资项目的支出。2018、2019年公司无采用土地置换模式运作的项目，无新增置入土地。

水利工程收入保持稳定，毛利率受当期确认收入的工程毛利率影响有所下降

公司水利工程业务主要由子公司新沂市新源水务投资发展有限公司（以下简称“水投公司”）负责，水投公司是新沂市城乡水利各项基础设施及配套项目的投资、开发、建设主体，业务模式分委托代建和市场化施工两种方式，其中委托代建模式的水利工程业务由水投公司本部负责，市场化施工由水投公司子公司新沂市河海建筑工程公司（以下简称“河海建筑”）、帝方水利工程有限公司和新沂市天缘水利工程有限公司负责。

委托代建模式下，水投公司其与新沂市水务局签订委托代建协议，承担相关水利工程项目建设任务，控制项目的投资、质量和工期。委托方根据确认的委托建设项目实际投入成本金额的20%向水投公司支付委托建设管理费，水投公司每年年末按工程的实际完工情

况与政府结算，并根据建设项目中期结算确认书确认收入，确认后由新沂市财政局安排支付，付款期限不超过5年。

市场化施工模式下，主要以招投标的方式承接新沂市水利工程项目，项目建设资金主要由公司筹措，项目实施过程由新沂市水利局、新沂市审计局等部门监管。水投公司每月按实际完成的工程量计量，经监理人审核，业主核定后支付工程计量的70%，完工验收后支付至工程计量的90%，审计后支付至审定金额的97%，剩余部分待工程质保期满后支付。

2019年公司水利工程业务实现收入4.24亿元，与上年相比保持稳定，其中代建收入1.34亿元，市场化施工收入2.89亿元。当期确认收入的代建项目为农田水利提档升级工程，确认收入的市场化施工项目有胜利干渠综合治理工程、连云港产业配套码头港池疏浚项目准备工程、新沂经济开发区自来水厂工程原水管道及配水管网近期工程土建与安装标段等。受当期确认收入的工程毛利率有所下降影响，业务毛利率同比下降1.61个百分点至12.14%。

表6 2019年公司水利工程业务收入明细（单位：万元）

项目名称	确认收入
农田水利提档升级工程	13,431.52
胜利干渠综合治理工程	2,369.23
连云港产业配套码头港池疏浚项目准备工程	1,393.95
新沂市 2018 年骆马湖搬迁群众生产生活困难扶持项目	1,204.79
新沂市 2019 年度骆马湖搬迁群众生产生活困难扶持项目	1,094.06
新沂经济开发区自来水厂工程原水管道及配水管网近期工程土建与安装标段	1,027.72
防汛抢险训练场项目工程	1,000.00
新沂 14 年中小河流治理重点县综合整治高流镇 I 和 II 项目区	929.00
新沂市中小河流治理港头、瓦窑镇和港头镇 II 项目	876.15
新沂市 2018 年大中型水库移民后期扶持基金项目(阿湖水库高塘水库库区环境保护工程)	811.09
其他项目	18,218.39
合计	42,355.92

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年末，公司在建的水利工程项目计划总投资19.07亿元，已投资13.93亿元，尚需投资5.14亿元，已确认收入3.12亿元，拟建项目主要有新沂市农村饮水安全工程项目、新沂市骆马湖退圩还湖项目，合同金额合计22.02亿元，未来可为公司带来一定收入。

公司业务多元化程度较高，对公司收入和利润形成有益补充

公司业务种类较多，除交通投资和水利工程外还包括公交与出租营运、道路收费、旅游餐饮、物流运输、自来水及房产销售等，2019年公司国内旅游、公交与出租、物流运输商品销售和自来水销售等业务收入均有不同幅度的增长，国内旅游、公交与出租、物流运

输商品销售和其他业务毛利率较上年均有所提升，对公司收入和利润形成有益补充。

道路收费主要是指205国道收费项目，205国道新沂段系公司代建交通投资项目，新沂市政府于2015年进行了回购，同时为提高公司经营能力，新沂市交通运输局（以下简称“新沂市交通局”）将该道路划转至公司，将道路收费业务交由公司运营，同时新沂市交通局承担道路维护、保养责任，公司无须对205国道新沂段计提折旧。2017年11月，经江苏省人民政府批复同意，徐州市人民政府对政府还贷普通收费公路开始实施统贷统还管理，不再对205国道新沂段明确收费期限，该道路仍在公司名下，由公司享有收费权。2019年该道路实现收费0.52亿元，同比增长25.06%，业务毛利率为100.00%。

物流运输商品销售业务主要为子公司新沂市交通物流有限公司负责的道路建设所用水泥和钢材的运输业务，2019年该板块实现收入0.62亿元，同比增长84.64%，主要系承接施工单位建材采购量增加所致。

公交与出租业务均由下属子公司负责，主要针对新沂市区及周边乡镇提供公交与出租客运服务，具有一定区域垄断优势。其中，公交业务由子公司新沂市公共交通公司（以下简称“公交公司”）负责，截至2019年末，公交公司拥有公交运营线路52条，较上年增加6条，拥有运营车辆495辆，较上年新增71辆。出租客运业务由子公司新沂苏杭出租汽车有限公司和孙公司新沂市交通出租车有限公司负责，截至2019年末，公司共有自营出租车229辆，同时公司持股51%（未并表）的新沂市风景出租汽车有限公司拥有176辆，两者合计占全市出租车比重为56.54%。2019年公司公交与出租业务合计实现收入0.23亿元，同比增长6.56%。新沂市政府在公交运营补贴、燃油补贴、客运站补助等方面给予了一定支持，2019年公司合计收到补助0.03亿元。

旅游业务主要由子公司新沂市马陵山旅游发展有限公司和新沂市骆马湖旅游发展有限公司（以下简称“骆马湖公司”）负责运营，分别负责马陵山景区和窑湾古镇的开发、建设与经营业务。该业务收入主要来源于景区门票收入、商铺出租以及其他配套服务收费收入，2019年实现收入0.23亿元，同比增长85.89%，主要系马陵山景区二次开发客流量大幅增加所致。截至2019年末，公司在建的景区项目主要窑湾古镇文化保护工程、游客服务中心、大运河风光带、马陵山景区保护工程、古房修缮工程等，截至2019年末预计总投资18.60亿元，已完成投资15.84亿元，2020年计划投资1.1亿元。随着景区项目主体功能的建成以及配套服务项目的逐步完善，后续旅游业务收入或持续增长。

公司自来水销售业务由孙公司新沂市乡镇供水有限公司（以下简称“供水公司”，系水投公司子公司）负责，主要为新沂市16个镇提供居民用水和工业用水。截至2019年末，供水公司管网总长度为2,315公里，年供水能力2,190万立方米，分别同比增长52.81%和

55.10%，2019年实现自来水销售收入0.18亿元，同比增长20.88%，主要系城乡供水一体化进程不断推进，自来水管网长度增加和供水能力增强所致。

公司房产销售业务由子公司骆马湖公司负责，骆马湖公司开发的房地产项目为骆马湖碧水湾项目，预计总投资2.00亿元，截至2019年末已投资1.82亿元。该项目可供销售面积4.5万平方米，当期实现销售收入0.66亿元，累计实现销售收入0.89亿元。需要注意的是，截至2019年末骆马湖公司无其他在建拟建和在售房地产项目，未来房地产开发计划尚不确定，房产销售收入或存在一定变动。

公司继续获得较大力度的外部支持

公司作为新沂市重要的交通基础设施和水利工程项目建设主体，近年持续获得地方政府较大力度的外部支持。2019年公司子公司水投公司获得新沂市财政局资本金投入1.87亿元，股权转让方式合并新沂市神山机动车安全技术检测服务有限公司增加资本公积0.03亿元，同期资本公积净增加1.90亿元。财政补贴方面，2019年公司共获得财政补贴1.89亿元，占当期利润总额的100.55%，有效提升了公司盈利水平。

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2018-2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司新增纳入合并范围的公司共3家，无减少子公司，详见表1。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，但应收款项和存货占比较高，应收款项对营运资金占用严重，存货变现受项目进度和结算安排影响具有一定不确定性，公司整体资产流动性较弱

公司资产规模持续增长，2019年末资产总额为279.89亿元，同比增长8.99%。从资产结构来看，2019年末公司流动资产占比69.14%，为资产主要构成，近年资产结构较为稳定。

流动资产方面，2019年末公司货币资金余额为24.90亿元，其中用于质押和保证金的受限货币资金合计10.34亿元，占期末货币资金余额的41.53%，受限比例较高。公司应收账款主要为应收工程款、回购款等，2019年末账面价值13.38亿元，其中应收新沂市财政局回购款11.39亿元、新沂市公路养护工程公司（以下简称“公路养护公司”）贷款0.16亿元、

新沂市2019年度骆马湖搬群众生产生活困难扶持项目管理处工程款0.11亿元、新沂市水利局工程款0.11亿元。应收对象均为地方国有企业，款项回收风险较小，但回收时间具有一定不确定性，对公司营运资金形成占用。2019年末公司预付款项余额为12.90亿元，主要系预付工程款和土地款，其中预付江苏龙湖建设有限公司新南村棚户区工程款2.86亿元、公路养护公司城乡道路建设工程款2.28亿元、新沂市棋盘镇财政所土地补偿款1.28亿元、新沂市新安街道财政所土地补偿款0.81亿元。公司其他应收款主要为与政府单位和地方国有企业往来款，2019年末账面价值70.23亿元，其中应收新沂市财政局17.50亿元、公路养护公司12.59亿元、新沂经济开发区建设发展有限公司6.90亿元、新沂市新水建筑工程有限公司5.45亿元、新沂市新水商贸有限公司（以下简称“新水商贸”）2.25亿元，款项回收风险较小，但整体规模较大，对公司营运资金占用严重。随着工程项目不断投入，2019年末公司存货账面价值同比增长40.64%至71.72亿元，主要为开发成本和土地使用权，期末余额分别为44.25亿元和25.94亿元。其中开发成本主要为交通基础设施及水利工程项目建设成本，2019年随着工程项目的投入增长较快；土地使用权性质均为出让地，用途包括工业用地、商住用地、住宅用地和其他商服用地。截至2019年末账面价值6.69亿元的土地已用于贷款抵押，占存货中土地的25.79%。

非流动资产方面，2019年末公司长期股权投资为15.66亿元，其中对新沂金田城乡建设有限公司（以下简称“金田城建”）、新水商贸和新沂金田置业发展有限公司（以下简称“金田置业”）的长期股权投资余额分别为5.50亿元、4.90亿元和4.50亿元，金田城建和金田置业自成立以来一直处于未经营状态；2019年长期股权投资同比增长2.46%，主要系当期追加对徐州淮新置业有限公司投资0.40亿元。固定资产主要为公司拥有的房屋及建筑物、管道设施、205收费公路等资产，2019年末账面价值为16.77亿元，同比增长30.13%，主要系当期在建工程转入房屋建筑物3.11亿元所致。在建工程主要为公司自主投资建设的项目，包括港口物流园码头、电子商务物流园、公路港物流园、新沂通用机场等，2019年工程建设投入不断增加，同时新增窑湾中学地块征收工程、民俗文化商业街三标段等零星工程，期末在建工程规模为38.55亿元，同比增长19.02%，其中10.41亿元已用于贷款抵押，占期末在建工程的27.00%。公司无形资产主要为土地使用权，土地性质为出让地和划拨地，用途包括工业用地、仓储用地、城镇住宅用地、商服用地、商住用地及其他商服用地、公路用地、公共设施用地和设施农用地等，2019年末账面价值为6.16亿元，其中2.05亿元已用于贷款抵押，占无形资产中土地资产的33.28%。截至2019年末，公司货币资金、存货、在建工程和无形资产中受限资产账面价值合计29.50亿元，占总资产的比重为10.54%。

整体来看，公司资产规模持续增长，但应收款项和存货占比较高，应收款项对营运资金占用严重，存货变现受项目进度和结算安排影响具有一定不确定性，公司整体资产流动性较弱。

表7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	248,959.05	8.90%	364,828.02	14.21%
应收账款	133,802.76	4.78%	130,623.42	5.09%
预付款项	128,978.06	4.61%	123,596.52	4.81%
其他应收款	702,277.20	25.09%	689,067.23	26.83%
存货	717,168.10	25.62%	509,921.77	19.86%
流动资产合计	1,935,208.05	69.14%	1,823,446.90	71.01%
长期股权投资	156,574.28	5.59%	152,811.50	5.95%
固定资产	167,667.14	5.99%	128,846.16	5.02%
在建工程	385,468.65	13.77%	323,861.83	12.61%
无形资产	61,608.70	2.20%	63,496.37	2.47%
非流动资产合计	863,646.01	30.86%	744,558.36	28.99%
资产总计	2,798,854.06	100.00%	2,568,005.26	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入保持增长，盈利对政府补贴的依赖度仍然较高

公司营业收入主要来源于交通投资、水利工程建设、公交与出租运营以及道路收费等业务，2019年公司实现营业收入12.28亿元，同比增长10.38%，其中交通投资和水利工程建设收入为主要收入来源，同期分别实现收入5.39亿元和4.24亿元，占营业收入的比重分别为43.87%和34.50%。毛利率方面，公司房产销售、物流商品销售、公交与出租和国内旅游等其他业务毛利率较上年均有不同程度的提升，综合毛利率较上年小幅上升0.32个百分点。

作为新沂市重要的交通基础设施建设主体，2019年公司获得财政补贴1.89亿元，占当期利润总额比重为100.55%，有效提升了公司的盈利水平，公司盈利对政府补贴的依赖度仍然较高。随着物流商品运输等经营性业务不断发展及合并口径子公司数量的不断增加，2019年公司销售费用和管理费用等期间费用增长较快，全年公司营业利润同比下降11.50%至1.96亿元，利润总额同比下降14.86%至1.88亿元。

表8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	122,761.37	111,214.44
其他收益	18,905.60	17,175.20
营业利润	19,629.51	22,180.34
利润总额	18,802.26	22,083.93
综合毛利率	20.92%	20.60%

资料来源：公司 2018-2019 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净流出，考虑到在建、拟建项目尚需投资金额较大，未来面临较大的资金压力

2019年公司收现比由上年的0.95小幅下降至0.92，主营业务收现能力有所下降。随着工程项目建设投入的增加，2019年公司主营业务支付的现金同比增长68.22%；受结算安排和收现情况变化影响，主营业务收到的现金同比仅小幅增长，主营业务现金净流出规模较上年有所扩大。同时，2019年公司支付的与政府部门等相关单位往来款规模大幅减少，现金流由净流出转为净流入。综合影响下，公司经营活动现金净流出9.94亿元。

随着公司在建工程建设投入的不断增长，公司构建在建工程等长期资产支付的现金大幅增加，同期公司赎回理财产品和理财产品产生投资收益收到的现金较上年有所减少。2019年公司投资活动现金流由上年的净流入转为净流出状态，净流出规模为11.77亿元。

公司主要通过银行借款和发行债券取得外部融资，维持整体现金流平衡。2019年公司子公司水投公司收到新沂市财政局现金形式注资1.87亿元，取得借款和发行债券分别收到现金30.37亿元和26.00亿元，分别同比增长107.02%和36.84%。同时公司当期偿还债务、偿付利息等现金支出大幅增长，使得全年筹资活动现金流量净额同比下降55.18%至10.75亿元。截至2019年末，公司主要在建、拟建交通投资、水利工程和自建项目尚需投资规模为102.41亿元，后续面临较大的资金支出压力。

表9 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	0.92	0.95
销售商品、提供劳务收到的现金	112,800.10	106,029.23
收到的其他与经营活动有关的现金	139,786.60	113,508.00
经营活动现金流入小计	252,611.88	219,537.24
购买商品、接受劳务支付的现金	221,074.63	131,422.60
支付的其他与经营活动有关的现金	120,564.01	376,705.57

经营活动现金流出小计	352,061.19	517,416.51
经营活动产生的现金流量净额	-99,449.30	-297,879.27
投资活动产生的现金流量净额	-117,659.80	48,997.73
筹资活动产生的现金流量净额	107,522.24	239,904.06
现金及现金等价物净增加额	-109,586.86	-8,977.48

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资产负债率持续上升，有息债务规模持续增长，面临较大偿债压力

随着外部融资规模的扩大，2019年末公司负债总额同比增长12.81%至171.23亿元。同时随着公司收到资本金投入、合并范围增加以及利润的累积，2019年末公司所有者权益同比增长3.47%至108.66亿元。综合影响下，2019年末公司产权比率为157.58%，较上年增长13.04个百分点，所有者权益对负债总额的保障程度减弱。

表10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年	2018年
负债总额	1,712,253.95	1,517,854.32
所有者权益	1,086,600.11	1,050,150.94
产权比率	157.58%	144.54%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

从债务结构来看，2019年末公司非流动负债占比66.73%，与上年相比保持稳定，为负债主要构成。

流动负债方面，2019年末公司短期借款余额为9.55亿元，其中保证借款6.69亿元、保证和抵押借款2.00亿元和质押借款0.86亿元，主要借款银行有华夏银行徐州分行、恒丰银行徐州分行、恒丰银行南京分行、招商银行新沂支行和南京银行徐州分行等。公司部分业务采用票据结算方式，2019年应付票据余额为4.46亿元，其中银行承兑汇票3.78亿元。公司其他应付款主系与新沂市城市投资有限公司、新沂金地城乡建设投资发展有限公司、新沂市五花山庄生态园有限公司、南水北调新沂尾水导流工程建设处和新沂市民政局等政府相关单位和地方国有企业往来款，2019年末余额为6.85亿元，同比下降19.12%。公司一年内到期的非流动负债为即将到期的长期借款、应付债券和长期应付款，2019年末余额为32.10亿元，同比小幅增长6.69%。

表11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	95,500.00	5.58%	66,270.00	4.37%

应付票据	44,554.90	2.60%	7,950.00	0.52%
其他应付款	68,489.86	4.00%	84,680.50	5.58%
一年内到期的非流动负债	320,965.86	18.75%	300,828.13	19.82%
流动负债合计	569,681.54	33.27%	503,848.43	33.19%
长期借款	477,410.00	27.88%	482,381.35	31.78%
应付债券	602,000.00	35.16%	490,000.00	32.28%
长期应付款	61,695.51	3.60%	40,000.00	2.64%
非流动负债合计	1,142,572.41	66.73%	1,014,005.88	66.81%
负债合计	1,712,253.95	100.00%	1,517,854.32	100.00%
有息负债	1,602,126.27	93.57%	1,387,429.48	91.41%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

非流动负债方面，2019年末公司长期借款余额为47.74亿元，其中担保借款30.72亿元，质押与担保借款9.73亿元，质押借款8.17亿元，主要借款银行有平安银行徐州分行、兴业银行徐州分行、华澳国际信托有限公司、农业发展银行新沂支行和江苏省国际信托有限责任公司等。2019年公司非公开发行“19新沂债”、“19新交01”、“18新投03”和“18新投04”四只债券，发行规模合计26.00亿元，期末应付债券余额为60.20亿元，同比增长22.86%。公司长期应付款全部为应付融资租赁借款，2019年末余额为6.17亿元，同比增长54.24%。

表12 截至 2019 年 12 月 31 日公司新增应付债券情况（单位：亿元）

债券简称	发行规模	债券期限	年利率	期末余额
18 新投 03	6.00	5 年期	7.30%	6.00
18 新投 04	5.00	5 年期	7.30%	5.00
19 新沂债	10.00	3 年期	7.80%	10.00
19 新交 01	5.00	3 年期	7.70%	5.00
合计	26.00	-	-	26.00

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年公司进一步加强外部融资力度，期末有息债务余额为160.21亿元，同比增长15.47%，占负债总额的比重为93.57%。从有息债务偿还期限结构来看，即将于2020年到期的有息债务合计46.10亿元，占有息债务的28.78%，公司面临较大的偿债压力。

偿债指标方面，近年公司资产负债率持续上升，2019年末为61.18%，较上年上升2.07个百分点。受现金类资产减少和短期有息债务规模上升影响，2019年末公司现金短期债务比由上年的0.97下降至0.54，现金类资产对短期有息债务的保障程度减弱。同时，考虑到货币资金受限比例较高，现金类资产对短期有息债务的实际保障程度较弱。2019年公司利息支出持续增长，但盈利水平有所下降，EBITDA利息保障倍数由上年的0.46下降至0.37，EBITDA对利息支出的保障程度减弱。随着公司融资规模的不断增长，2019年公司有息债务与EBITDA的比值由上年的38.16上升至49.12。公司经营债务负担进一步增加，面临的偿

债压力较大。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2019年	2018年
资产负债率	61.18%	59.11%
现金短期债务比	0.54	0.97
EBITDA 利息保障倍数	0.37	0.46
有息债务/EBITDA	49.12	38.16

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

中投保提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券信用水平

中投保成立于1993年，经国务院批准，由财政部、原国家经贸委发起设立。中投保为国家开发投资集团有限公司成员企业，是以信用担保为主营业务的全国性专业担保机构。中投保于1998年加入世界三大担保和信用报险联盟之一的“泛美担保协会”，是我国两岸三地唯一的会员。截至2019年末，中投保实收资本为45亿元，国家开发投资集团有限公司持股比例为47.2%，前五大股东如下表所示。

表14 截至 2020 年 3 月末中投保前五大股东情况（单位：万股）

股东名称	股数	持股比例
国家开发投资集团有限公司	212,383.35	47.20%
中信资本担保投资有限公司	50,130.00	11.14%
建银国际金鼎投资（天津）有限公司	49,730.65	11.05%
鼎辉嘉德（中国）有限公司	44,999.95	10.00%
Tetrad Ventures Pte Ltd	34,269.20	7.62%
合计	391,513.15	87.00%

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

中投保为国内主要专业担保机构之一，近年积极推进业务创新，已初步形成以担保增信业务为主，资产管理和金融科技协同发展的“三足鼎立”业务格局。近年来中投保根据发展战略和市场变化继续推进担保业务结构的调整，受结构调整以及ABS和金融科技领域新业务品种处于培育期的影响，担保业务规模同比有所下降。截至2020年3月末，中投保资产总额为260.06亿元，所有者权益为107.62亿元；2019年，中投保实现营业总收入22.97亿元，其中投资收益和已赚保费分别为17.50亿元和3.50亿元。

表15 中投保主要财务指标

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产（万元）	2,600,649.79	2,651,309.70	2,045,283.28	1,916,485.94
所有者权益合计（万元）	1,076,169.97	1,066,727.69	1,012,702.70	1,002,921.48

营业收入（万元）	36,422.04	229,655.97	287,364.44	168,895.57
利润总额（万元）	15,479.32	97,042.07	209,533.00	88,151.62
当年担保发生额（亿元）	12.32	87.70	146.19	168.30
期末担保余额（亿元）	455.23	501.67	678.98	1,263.98
其中：融资担保责任余额（亿元）	310.35	336.29	419.11	619.29
拨备覆盖率	496,164.61%	507,712.19%	26,859.71%	4,403.37%
融资担保业务放大倍数	2.98	3.24	4.25	6.37
当期担保代偿率	0.15%	0.28%	0.00%	0.07%

注：融资担保责任余额根据 2018 年4月银保监会下发的《融资担保公司监督管理条例》配套制度《融资担保责任余额计量办法》（银保监发【2018】1号）的相关规定计算。为保证指标的可比性，对上年同期/本期期初可比指标依据《融资担保责任余额计量办法》进行了重新计算和调整，融资担保业务放大倍数也相应调整。

资料来源：中投保2017-2019年审计报告及年度报告及2020年第一季度报告，中证鹏元整理

受业务结构调整影响，中投保担保业务收入规模有所下滑，投资收益规模占收入较高。中投保投资资产规模保持增长，带来了较好的投资收益，考虑到受疫情影响，我国宏观经济增速明显下滑，且国内信用风险事件频发，中投保所面临的投资风险、流动性压力有所加大。

表16 中投保营业收入构成（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	17,839.79	7.77%	31,270.41	-
减：分出保费	0.00	0.00%	576.52	-
减：提取未到期责任准备金	-17,830.34	7.76%	-26,178.03	-
已赚保费	35,013.93	15.25%	56,871.92	19.79%
投资收益	175,012.36	76.21%	222,275.77	77.35%
营业收入	229,655.97	100.00%	287,364.44	100.00%

资料来源：中投保 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，中投保主体长期信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效地提升了本期债券的信用水平。

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2017年1月1日至报告查询日（2020年7月1日），公司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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据公司提供的水投公司的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年5

月21日），公司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，公司对外担保金额合计90.57亿元，占期末净资产比重为83.35%。被担保对象中延安必康制药股份有限公司（以下简称“必康制药”）为民营企业，担保金额为13.00亿元，占期末净资产的比重为11.96%，其余为当地国有企业和事业单位。公司对必康制药的担保设有反担保措施，反担保人为新沂必康新医药产业综合体投资有限公司，与必康制药受同一实际控制人控制，反担保措施力度一般。同时，必康制药2020年上半年业绩下滑幅度较大，需要关注相关风险。公司其他对外担保均未设置反担保措施，担保规模较大，存在为对民营企业担保，面临较大或有负债风险。

表17 截至2019年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保人	企业性质	担保金额	担保形式
延安必康制药股份有限公司	民营企业	130,000.00	保证担保
徐州市新沂经济技术开发区总公司	地方国有企业	29,803.16	保证担保
新沂市自来水公司	地方国有企业	5,000.00	保证担保
新沂市中电建新源水务有限公司	地方国有企业	4,400.00	保证担保
新沂市新源公共服务有限公司	地方国有企业	5,000.00	保证担保
新沂市新天地农业发展有限公司	地方国有企业	19,000.00	保证担保
新沂市通达管网有限公司	地方国有企业	5,500.00	保证担保
新沂市水务有限责任公司	地方国有企业	26,838.85	保证担保
新沂市沐东新城投资开发有限公司	地方国有企业	31,000.00	保证担保
新沂市人民医院	事业单位	22,990.00	保证担保
新沂市公路养护工程公司	地方国有企业	12,000.00	保证担保
新沂市城投置业有限公司	地方国有企业	131,600.00	保证担保
新沂市城市投资发展有限公司	地方国有企业	384,990.00	保证担保
新沂经济开发区建设发展有限公司	地方国有企业	87,095.00	保证担保
江苏锡沂水务有限公司	地方国有企业	2,500.00	保证担保
江苏省新沂市市政建设工程有限公司	地方国有企业	8,000.00	保证担保
合计	-	905,717.01	-

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

八、评级结论

2019年新沂市实现地区生产总值686.40亿元，同比增长6.0%，经济总量保持增长，节能环保产业和新一代信息技术产业产值增长对经济增长带动作用明显，为公司发展提供了

一定基础。公司实现营业收入12.28亿元，同比增长10.38%；截至2019年末，公司主要在建、拟建交通投资、水利工程和自建项目总投资为148.97亿元，业务持续性较好。公司作为新沂市重要的交通基础设施和水利工程项目建设主体，2019年获得资本金投入合计1.87亿元，财政补贴1.89亿元，有效提升了公司的资本实力和盈利水平。中投保为本期债券提供无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用等级。

同时我们也关注到公司应收款项规模达83.61亿元，对营运资金占用严重，存货中开发成本变现受工程建设进度和结算安排影响具有一定不确定性以及在建工程难以短期集中变现，整体资产流动性较弱；近年公司经营活动现金流持续净流出，在建项目尚需投资规模较大，资金支出压力较大；公司有息债务持续增长，资产负债率持续上升，面临较大偿债压力，同时存在较大或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AAA，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（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	248,959.05	364,828.02	320,495.50
其他应收款	702,277.20	689,067.23	480,900.41
存货	717,168.10	509,921.77	429,474.05
在建工程	385,468.65	323,861.83	276,102.95
总资产	2,798,854.06	2,568,005.26	2,222,604.65
短期借款	95,500.00	66,270.00	16,600.00
一年内到期的非流动负债	320,965.86	300,828.13	76,140.81
长期借款	477,410.00	482,381.35	645,833.35
应付债券	602,000.00	490,000.00	429,000.00
长期应付款	61,695.51	40,000.00	4,428.13
总负债	1,712,253.95	1,517,854.32	1,282,224.23
有息债务	1,602,126.27	1,387,429.48	1,176,002.29
所有者权益	1,086,600.11	1,050,150.94	940,380.43
营业收入	122,761.37	111,214.44	87,374.98
其他收益	18,905.60	17,175.20	12,606.46
营业利润	19,629.51	22,180.34	16,514.88
净利润	17,373.42	19,243.41	14,555.83
经营活动产生的现金流量净额	-99,449.30	-297,879.27	-139,743.52
投资活动产生的现金流量净额	-117,659.80	48,997.73	-170,292.53
筹资活动产生的现金流量净额	107,522.24	239,904.06	353,920.37
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	20.92%	20.60%	21.10%
收现比	0.92	0.95	0.87
产权比率	157.58%	144.54%	136.35%
资产负债率	61.18%	59.11%	57.69%
现金短期债务比	0.54	0.97	3.31
EBITDA（万元）	32,617.39	36,360.54	30,276.42
EBITDA 利息保障倍数	0.37	0.46	0.43
有息债务/EBITDA	49.12	38.16	38.84

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019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
新沂骆马湖旅游发展有限公司	20,000.00	100.00%	房地产开发和销售, 旅游景区管理服务
新沂市公共交通公司	20,000.00	100.00%	公交客运
新沂马陵山旅游发展有限公司	20,000.00	100.00%	房地产开发和销售, 景区基础设施建设
新沂市交通园林绿化有限公司	5,000.00	100.00%	工程施工
新沂市花厅置业有限公司	2,000.00	100.00%	房地产开发和销售, 旅游资源开发, 工程施工
新沂市国邦建材贸易有限公司	500.00	100.00%	广告设计, 营销策划
新沂苏杭出租汽车有限公司	100.00	87.50%	出租客运
新沂市公路港物流有限公司	5,000.00	100.00%	货运仓储
新沂市快递物流园有限责任公司	5,000.00	100.00%	货物运输, 百货销售
新沂市美妆电子商务有限责任公司	2,000.00	100.00%	化妆品销售
新沂一品美妆网络科技有限公司	9,500.00	100.00%	软件开发及销售, 百货销售
新沂市新源水务投资发展有限公司	150,000.00	100.00%	基础设施及配套项目投资及开发
新沂市棋盘通用机场有限公司	50,000.00	100.00%	基础设施投资建设, 航空器经销
江苏新沂港务管理有限公司	10,000.00	100.00%	基础设施投资建设, 土地整理
新沂市高速铁路建设发展有限公司	100,000.00	100.00%	基础设施投资建设, 土地整理, 房地产投资开发
爱飞客(徐州)航空俱乐部有限公司	2,500.00	80.00%	航空产品开发和服务
新沂市煜城建设发展有限公司	120,000.00	54.17%	房地产开发销售, 旅游景区开发建设, 工程施工
新沂市远航建筑安装工程有限公司	100,000.00	55.00%	房地产开发销售, 旅游景区开发建设, 工程施工, 土地整理
新沂市神山机动车安全技术检测服务有限公司	10.00	100.00%	机动车性能检测
新沂市明都城乡建设发展有限公司	30,000.00	100.00%	城乡综合改造, 工程施工, 土地整理, 安置房建设

资料来源: 公司 2019 年审计报告, 中证鹏元整理

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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款}$

附录四 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。