



# 2017年江苏开源投资发展有限公司 公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



## 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：





# 2017年江苏开源投资发展有限公司<sup>1</sup>公司债券 2021年跟踪评级报告

## 评级结果

|        | 本次        | 上次        |
|--------|-----------|-----------|
| 主体信用等级 | AA        | AA        |
| 评级展望   | 稳定        | 稳定        |
| 债券信用等级 | AA        | AA        |
| 评级日期   | 2021-6-18 | 2020-6-18 |

## 评级观点

- 中证鹏元对江苏开源投资集团有限公司（以下简称“开元投资”或“公司”）及其2017年8月3日发行的2017年江苏开源投资发展有限公司公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，发行主体信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础，公司未来业务仍具有一定的持续性，并继续得到当地政府的大力支持；同时中证鹏元也关注到了盐城易桥建设发展有限公司100%股权划出，公司资产流动性较弱，且面临较大的短期偿债压力和或有负债风险等风险因素。

## 未来展望

- 预计公司主营业务具有一定的持续性，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 债券概况

债券简称：PR 开投债/17 江苏开投债

债券剩余规模：12 亿元

债券到期日期：2024-8-3

偿还方式：第3至第7个计息年度末分别按债券发行总额的20%还本

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 项目            | 2020年  | 2019年  | 2018年  |
|---------------|--------|--------|--------|
| 总资产           | 106.50 | 113.31 | 106.86 |
| 所有者权益         | 62.36  | 69.52  | 76.09  |
| 总债务           | 33.80  | 33.83  | 22.62  |
| 资产负债率         | 41.45% | 38.65% | 28.79% |
| 现金短期债务比       | 0.67   | 0.89   | 1.18   |
| 营业收入          | 2.03   | 2.37   | 2.09   |
| 其他收益          | 1.30   | 1.01   | 0.76   |
| 利润总额          | 1.79   | 1.64   | 1.70   |
| 销售毛利率         | 21.82% | 20.43% | 20.53% |
| EBITDA        | 4.38   | 3.64   | 3.35   |
| EBITDA 利息保障倍数 | 1.85   | 2.05   | 2.33   |
| 经营活动现金流净额     | 16.65  | -2.29  | -8.64  |
| 收现比           | 1.00   | 0.98   | 1.49   |

资料来源：公司2018-2020年审计报告，中证鹏元整理

## 联系方式

项目负责人：顾春霞

[guchx@cspengyuan.com](mailto:guchx@cspengyuan.com)

项目组成员：龚程晨

[gongchch@cspengyuan.com](mailto:gongchch@cspengyuan.com)

联系电话：0755-82872897

<sup>1</sup> 2020年2月，公司名称由江苏开源投资发展有限公司变更为江苏开源投资集团有限公司

## 优势

- **公司外部发展环境较好，为公司发展提供良好基础。**2020年阜宁县实现地区生产总值574.22亿元，经济总量保持增长；2020年阜宁县继续聚焦新能源、金属加工智能制造、环保滤料“两主一特”产业，产业结构持续优化，公司外部发展环境仍较好。
- **委托代建业务仍具有一定持续性。**2020年公司仍为阜宁经开区重要的基础设施建设主体，未来将承担片区城市更新重点项目，公司业务仍具有一定持续性。
- **公司获得外部支持力度较大。**2020年公司收到当地政府拨付的财政补贴1.30亿元，有效提升了公司的利润水平。

## 关注

- **盐城易桥建设发展有限公司100%股权划出。**2020年12月公司将持有的盐城易桥建设发展有限公司（以下简称“易桥建设”）100%股权无偿转让给江苏海鑫新能源发展有限公司（以下简称“海鑫新能源”），易桥建设股权划出使得公司整体经营实力有所减弱。
- **资产规模有所下滑，资产整体流动性仍较弱。**受易桥建设股权划出影响，2020年公司资产规模较上年有所下滑；资产主要为其他应收款和土地资产，应收款项回收时间具有一定的不确定性，土地资产难以集中变现且部分已抵押，整体流动性仍较弱。
- **公司面临较大的短期偿债压力。**截至2020年末，公司有息债务整体规模仍然较大，短期债务规模为18.46亿元，占比持续提升，现金短期债务比进一步下滑，公司面临较大的短期偿债压力。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至2020年末，公司及其子公司对外担保规模较上年大幅增长，占2020年末公司所有者权益的比重较高，且存在部分对民营企业的担保，公司存在较大的或有负债风险。

## 本次评级适用评级方法和模型

| 评级方法/模型名称     | 版本号                |
|---------------|--------------------|
| 城投公司信用评级方法和模型 | cspy_ffmx_2019V1.0 |
| 外部特殊支持评价方法    | cspy_ff_2019V1.0   |

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

## 二、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年8月3日发行7年期15亿元公司债券，募集资金用于阜宁经济开发区棚户区改造项目及补充公司营运资金。本期债券募集资金专项账户共2个，分别用于募投项目建设和补充营运资金，截至2021年4月30日，账户余额分别为46.76万元和9.98万元。

## 三、发行主体概况

2020年2月，公司名称由江苏开源投资发展有限公司变更为江苏开源投资集团有限公司。跟踪期内，公司注册资本和实收资本无变化，截至2021年5月末均为111,000万元，公司控股股东及实际控制人仍为阜宁县人民政府国有资产监督管理办公室（以下简称“阜宁国资办”），公司股权结构如附录二所示。截至2021年3月末，公司治理与管理制度方面未发生变动，公司组织架构图如附录三所示。

根据2020年12月21日阜宁国资办出具的《关于盐城易桥建设发展有限公司股东变更的批复》，公司将持有的易桥建设100%股权无偿转让给海鑫新能源，易桥建设于2020年12月29日完成股权工商变更登记，易桥建设不再纳入2020年公司合并范围。

易桥建设主要经营范围包括园区厂房及附属工程建设、园区厂房租赁等，2020年未确认营业收入，同期利润总额为-583.35万元。截至2020年末，易桥建设资产总额为31.18亿元，所有者权益合计8.63亿元，资产负债率为72.33%。易桥建设股权划出使得公司2020年资产规模下降，对公司收入和盈利状况未产生重大影响。

**表1 易桥建设主要财务指标（单位：万元）**

| 项目        | 2020年      | 占2020年公司合并报表对应指标比例 |
|-----------|------------|--------------------|
| 总资产       | 311,809.71 | 29.28%             |
| 存货        | 126,052.07 | 117.94%            |
| 所有者权益     | 86,274.20  | 13.84%             |
| 资产负债率     | 72.33%     | -                  |
| 其他收益      | 14.80      | 0.11%              |
| 营业收入      | 0.00       | -                  |
| 利润总额      | -583.35    | -2.87%             |
| 经营活动现金流净额 | 54,515.29  | 32.73%             |

资料来源：易桥建设未经审计的2020年财务报表，中证鹏元整理

**表2 2020 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**
**1、2020 年新纳入公司合并范围的子公司情况**

| 子公司名称      | 持股比例 | 注册资本   | 主营业务          | 合并方式 |
|------------|------|--------|---------------|------|
| 盐城卓兴能源有限公司 | 100% | 500.00 | 新能源技术研究、天然气供应 | 划拨   |

**2、2020 年不再纳入公司合并范围的子公司情况**

| 子公司名称        | 持股比例 | 注册资本      | 主营业务        | 不再纳入的原因 |
|--------------|------|-----------|-------------|---------|
| 盐城易桥建设发展有限公司 | 100% | 10,000.00 | 园区厂房及附属工程建设 | 股权划出    |

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

#### 2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富

的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

**2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松**

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

## 区域经济环境

**2020年，阜宁县聚焦新能源、金属加工智能制造、环保滤料“两主一特”产业，持续优化产业结构，全年地区生产总值保持增长，但固定资产投资降幅明显，消费市场整体较为低迷**

阜宁县隶属于盐城市，辖区面积1,439平方公里，共有13个镇、4个街道，以及省级阜宁经济开发区、高新区、金沙湖旅游度假区、桃花源生态经济区。截至2020年末，全市常住人口81.52万人。近年来阜宁县突出工业主导，持续优化产业结构，不断厚植县域经济基础，积极培育主导产业，重点发展新能源、金属加工智能制造、环保滤料等多个主导产业。

2020年阜宁县经济持续增长，全年实现地区生产总值574.22亿元，按可比价格计算，比上年增长2.4%，受新冠肺炎疫情冲击，增速下滑明显。三次产业比由2019年的11.83:42.29:45.88调整为11.62:40.96:47.42。2020年阜宁县人均地区生产总值7.00万元，是全国人均地区生产总值的96.6%，经济发展水平一般。

工业经济方面，克服年初疫情的不利因素影响，阜宁县工业生产加速恢复，规模以上工业增加值增速在2020年上半年-9.0%的基础上，全年由负转正实现增长1.0%。2020年阜宁县继续推进结构调整，不断增强新动能，加速集聚新能源、金属加工智能制造、环保滤料“两主一特”产业，2020年全县实现全口径工业开票销售391.49亿元，增长4.5%，其中“两主一特”产业规上企业开票销售占全县规上企业的66%，新能源、智能制造2个产业分别突破百亿规模，已引进协鑫光伏、协鑫科技、特尔维斯、雷纳德智能科技等大型企业。

固定资产投资额大幅下滑，2020年全县固定资产投资总额同比下降32.0%，从产业投资看，第二产业与第三产业投资额下滑明显，分别降低49.0%与59.9%；房地产投资方面，2020年阜宁县房地产开发投资同比下降12.7%，持续下滑，但房屋销售面积及销售额同比分别增长5.2%和22.2%，房屋交易市场有所回温。

受新冠肺炎疫情影响，阜宁县2020年消费市场整体较为低迷，全年实现社会消费品零售总额229.66亿元，同比下降2.9%。对外贸易逆势增长，2020年阜宁县进出口总额创新高，实现5.20亿美元，同比增长19.1%。其中，出口4.60亿美元，同比增长13.1%；进口0.60亿美元，同比增长94.8%。金融市场运行稳健，2020年末全县各项存款余额597.95亿元，同比增长15.0%；贷款余额353.46亿元，同比增长15.7%，为当地经济发展提供了有力支持。

**表3 阜宁县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

| 项目            | 2020年  |           | 2019年  |           |
|---------------|--------|-----------|--------|-----------|
|               | 金额     | 增长率       | 金额     | 增长率       |
| 地区生产总值（GDP）   | 574.22 | 2.4%      | 555.06 | 4.6%      |
| 第一产业增加值       | 66.70  | 2.3%      | 65.65  | 3.0%      |
| 第二产业增加值       | 235.20 | 2.9%      | 234.74 | 2.4%      |
| 第三产业增加值       | 272.33 | 1.9%      | 254.67 | 7.1%      |
| 工业增加值         | -      | 1.0%      | -      | -6.5%     |
| 固定资产投资        | 166.88 | -32.0%    | 278.12 | 4.4%      |
| 社会消费品零售总额     | 229.66 | -2.9%     | 235.90 | 7.9%      |
| 进出口总额（亿美元）    | 5.20   | 19.1%     | 4.40   | -         |
| 存款余额          | 597.95 | 15.0%     | 519.88 | 10.1%     |
| 贷款余额          | 353.46 | 15.7%     | 305.60 | 9.6%      |
| 人均GDP（元）      |        | 70,018.00 |        | 67,264.00 |
| 人均GDP/全国人均GDP |        | 96.65%    |        | 94.90%    |

注：“-”中数据未公开披露。

资料来源：2019-2020年阜宁县国民经济和社会发展统计快报

2020年阜宁县实现一般公共预算收入28.30亿元，同比增长2.2%，其中税收收入22.64亿元，同比增长4.4%，占一般公共预算收入的80.00%；政府性基金收入为58.20亿元，同比增长45.5%。2020年阜宁县一般公共预算支出为91.71亿元，同比增长1.8%；财政自给率为30.86%，财政自给率较低。

### 阜宁经开区经济实力持续增强，工业经济仍是地方经济发展的主要支撑

阜宁经济开发区于1998年8月成立，2002年4月经江苏省人民政府批准为省级经济开发区。经过多年发展，目前开发区已初步形成风电装备、光电光伏行业为主导，机械电器、轻工食品行业为支撑的产业格局，进区企业300多家，包括中粮集团、中国三峡集团、中铝集团、阿特斯阳光电力集团等国内外知名企业。

2020年阜宁经开区实现地区生产总值204.57亿元，同比增长10.09%，仍保持较快增长。其中，第一产业增加值10.50亿元，同比增长1.74%，第二产业增加值137.06亿元，同比增长10.38%，第三产业增加值57.01亿元，同比增长11.07%。2020年阜宁经开区完成固定资产投资239.10亿元，同比增长9.60%，一定程度上带动了地方经济发展。2020年阜宁经开区实现社会消费品零售总额50.56亿元，同比下降5.11%，消费市场持续低迷。

2020年阜宁经开区实现公共财政收入13.50亿元，其中税收收入12.74亿元，实现政府性基金收入0.76亿元；2020年阜宁经开区公共财政支出为6.71亿元。

**表4 2019-2020年阜县经开区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

| 项目          | 2020年  |        | 2019年  |        |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
|             | 金额     | 增长率    | 金额     | 增长率    |
| 地区生产总值（GDP） | 204.57 | 10.09% | 185.82 | 10.13% |
| 第一产业增加值     | 10.50  | 1.74%  | 10.32  | 2.60%  |
| 第二产业增加值     | 137.06 | 10.38% | 124.17 | 10.25% |
| 第三产业增加值     | 57.01  | 11.07% | 51.33  | 11.48% |
| 固定资产投资      | 239.10 | 9.60%  | 218.16 | 10.21% |
| 社会消费品零售总额   | 50.56  | -5.11% | 53.28  | -5.49% |

资料来源：阜宁经开区管委会

## 五、经营与竞争

公司仍在阜宁经开区内从事市政基础设施委托代建业务、房屋租赁及担保业务。2020年公司实现营业收入2.03亿元，同比有所下降，其中委托代建业务收入1.89亿元，占营业收入的比重为92.93%。2020年公司综合毛利率为21.82%，较上年略有提升。

**表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

| 项目        | 2020 年           |               | 2019 年           |               |
|-----------|------------------|---------------|------------------|---------------|
|           | 金额               | 毛利率           | 金额               | 毛利率           |
| 委托代建收入    | 18,910.49        | 15.88%        | 22,525.06        | 16.26%        |
| 租赁收入      | 1,193.39         | 100.00%       | 804.76           | 100.00%       |
| 担保业务收入    | 244.49           | 100.00%       | 374.33           | 100.00%       |
| <b>合计</b> | <b>20,348.36</b> | <b>21.82%</b> | <b>23,704.15</b> | <b>20.43%</b> |

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，2020 年审计报告，中证鹏元整理

### 2020年公司委托代建收入规模有所下滑，未来业务仍具有一定持续性，但面临一定资金压力

跟踪期内，公司仍为阜宁经开区城市基础设施的建设主体，根据阜宁经开区管委会的建设计划承接项目，与阜宁经开区财税局签订《委托建设合同》。公司自筹资金，组织工程项目的立项、招投标，并出具可行性研究报告前期工作。同时，公司负责落实工程项目的工作单位并委托其进行施工，以及其他保证工程顺利推进的代建管理内容。

阜宁经开区管委会逐年对项目施工进度进行检验，按照项目工程建设成本加上一定合理利润支付代建劳务费用。根据公司与阜宁经开区财税局签订的《委托代建合同》，公司现有项目仍按照工程成本加成20%左右确定代建劳务费用。

2020年公司确认委托代建收入的项目包括污水处理厂、江苏泛海统联新材料科技厂区、开发区污水管道网工程和开发区绿化工程等。2020年实现委托代建收入1.89亿元，较上年有所下滑。截至2020年末，易桥建设存货金额为12.61亿元，受子公司易桥建设股权划出影响，公司2020年存货规模大幅减少，公司未来收入保障程度减弱。

截至2020年末，公司主要在建的委托代建项目为城市应急储配气罐及年供气1.7亿方气化站项目，项目预计总投资0.59亿元，累计已投资0.09亿元；作为阜宁经开区重要的基础设施的建设主体，根据阜宁县宏人商品城及周边地块棚户区改造指挥部于2021年3月印发的“阜宏棚改指[2021]1号”文件及《宏人商品城及周边等地块棚户区改造工作方案》，公司接受阜宁县宏人商品城及周边地块棚户区改造指挥部委托，主要承担洲业汽车城东北地块棚户区征迁工作，项目总投资额及回购方案尚不明确，公司未来业务仍具有一定持续性，但同时可能面临一定的资金压力。

### 2020年租赁和担保业务继续对公司利润形成有益补充，但同时仍需关注担保业务的代偿风险

租赁业务主要是公司将持有的阜宁经开区内部分商业房产对外出租，2020年公司新增确认中材三厂智慧产业园对外出租收入，租赁业务实现收入0.12亿元，较上年有所增长，业务毛利率为100.00%。

**表6 2019-2020 年公司租赁业务情况**

| 项目       | 2020 年 | 2019 年 |
|----------|--------|--------|
| 面积（万平方米） | 14.55  | 9.27   |

|             |          |        |
|-------------|----------|--------|
| 单位租金（元/平方米） | 84.20    | 91.20  |
| 业务收入（万元）    | 1,193.39 | 804.76 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司担保业务主要是为当地中小企业提供信用担保服务，包括融资性担保业务和履约性担保业务，以及与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务，其经营主体为阜宁县中小企业信用担保有限公司（以下简称“阜宁中小担保”）。2020年，阜宁中小担保继续积极开展阜宁经济开发区优质企业相关担保业务，担保业务实现收入244.49万元，较上年有所下滑，业务毛利率为100.00%。租赁及担保业务继续对公司营业收入及利润形成有益补充。同时需要注意的是，截至2020年末，阜宁中小担保对外担保业务在保余额为2.39亿元，均有反担保措施，由于被担保单位主要系民营企业，该业务存在一定代偿风险。

### 公司获得外部支持较大

公司作为阜宁经开区重要的基础设施建设主体，获得外部支持力度较大。2020年，公司收到当地政府拨付的财政补贴合计1.30亿元，有效提升了公司的利润水平。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年度公司合并范围新增1家子公司，减少1家子公司，具体情况见表2。

### 资产结构与质量

**2020年公司资产规模有所下滑，资产主要为其他应收款和土地资产，应收款项回收时间具有一定的不确定性，土地资产难以集中变现且部分已抵押，整体流动性仍较弱**

受易桥建设股权划出影响，2020年公司资产规模较上年有所下滑，资产结构仍以流动性资产为主。2020年末公司货币余额为12.44亿元，其中8.63亿元的定期存单质押和0.50亿元保证金受限，占比达73.40%，货币资金受限比例仍较大。截至2020年末，公司应收账款主要系对阜宁经开区财税局的应收工程款，占应收账款总额的88.88%；公司其他应收款规模进一步增加，主要系公司与其他单位的往来款，前五大欠款对象分别为阜宁经济开发区财税局、海鑫新能源、江苏开源建设发展有限公司、阜宁县财政局和江苏昊康建设工程有限公司，其中江苏昊康建设工程有限公司为民营企业，需关注其回收风险，且其他应收款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。受易桥建设股权划出影响，2020年公司存货规模较上年大幅下滑，包括其中工程施工成本2.01亿元，土地使用权8.68亿元，土地均为划拨地，土地资产已对外抵押1.92亿元，占比为22.08%。

投资性房地产主要包括土地使用权和用于出租的房屋建筑物，采用公允价值计量模式核算，2020年末账面价值较上年减少，主要系政府基于发展需要有偿收回公司部分土地<sup>2</sup>，截至2021年4月30日，补偿资金尚未拨付。截至2020年末投资性房地产已对外抵押3.79亿元，法院查封0.62亿元<sup>3</sup>，受限金额合计4.41亿元，规模较大。

整体来看，公司资产构成主要为其他应收款和土地资产，应收款项规模大，回收风险可控，但回收时间具有一定的不确定性，土地资产难以集中变现且部分已对外抵押，公司资产整体的流动性仍较弱。

**表7 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

| 项目             | 2020年               |                | 2019年               |                |
|----------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|
|                | 金额                  | 占比             | 金额                  | 占比             |
| 货币资金           | 124,363.71          | 11.68%         | 118,626.46          | 10.47%         |
| 应收账款           | 86,961.57           | 8.17%          | 89,239.07           | 7.88%          |
| 其他应收款          | 526,835.43          | 49.47%         | 468,650.17          | 41.36%         |
| 存货             | 106,874.80          | 10.04%         | 186,097.87          | 16.42%         |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>845,035.70</b>   | <b>79.35%</b>  | <b>862,613.75</b>   | <b>76.13%</b>  |
| 投资性房地产         | 178,697.41          | 16.78%         | 208,943.65          | 18.44%         |
| 固定资产           | 33,611.85           | 3.16%          | 44,075.55           | 3.89%          |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>219,959.95</b>   | <b>20.65%</b>  | <b>270,479.17</b>   | <b>23.87%</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>1,064,995.65</b> | <b>100.00%</b> | <b>1,133,092.93</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 收入质量与盈利能力

### 2020年公司营业收入规模有所下滑，销售毛利率整体较为稳定，政府补助对利润贡献仍然较大

2020年公司实现营业收入2.03亿元，收入规模较上年减少14.16%，主要系委托代建项目收入结算规模较上年有所减少。毛利率方面，由于收入占比较高的委托代建业务毛利率相对稳定，故公司销售毛利率变化较小。2020年公司收到政府补助1.30亿元，占利润总额的比重为72.71%，政府补助对利润贡献仍然较大。

**表8 公司主要盈利指标（单位：万元）**

| 项目   | 2020年     | 2019年     |
|------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 20,348.36 | 23,704.15 |

<sup>2</sup> 被收回的土地涉及投资性房地产中土地证号为阜国用（2010）第 000237 号、阜国用（2011）第 006281 号的全部面积、土地证号为阜国用（2010）第 000238 号、阜国用（2012）第 007166、007167 号的部分面积，另外存货中土地证号为阜国用（2010）第 000237 号的全部面积均被阜宁经开区管委会有偿收回，上述土地账面价值合计 4.75 亿元，土地面积合计减少 17.27 万平方米。

<sup>3</sup> 公司投资性房地产中土地（证号：阜国用（2009）第 001104 号）因公司同子公司阜宁县中小企业融资担保有限公司、关联方江苏开源建设发展有限公司起诉江苏中一汽车产业投资有限责任公司及其关联单位，用于向阜宁县人民法院申请诉讼保全提供相应担保。

|       |           |           |
|-------|-----------|-----------|
| 收现比   | 1.00      | 0.98      |
| 营业利润  | 17,887.89 | 16,399.47 |
| 其他收益  | 13,000.73 | 10,111.76 |
| 利润总额  | 17,881.40 | 16,399.08 |
| 销售毛利率 | 21.82%    | 20.43%    |

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

### 有息负债规模仍较大，短期偿债压力大

2020年公司负债总额为44.14亿元，整体规模较为稳定。同期，公司无偿划出易桥建设100%股权导致所有者权益下降至62.36亿元。综合影响下，公司产权比例有所增加，公司权益对负债的保障程度减弱。

图 1 公司资本结构

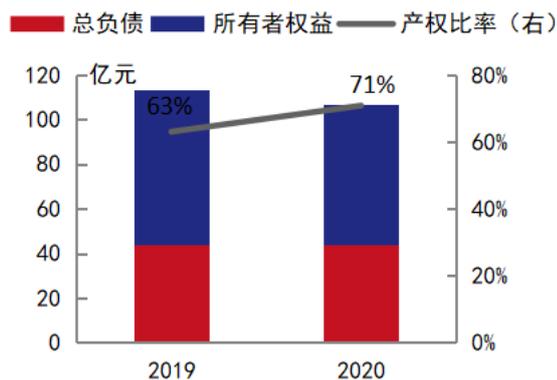
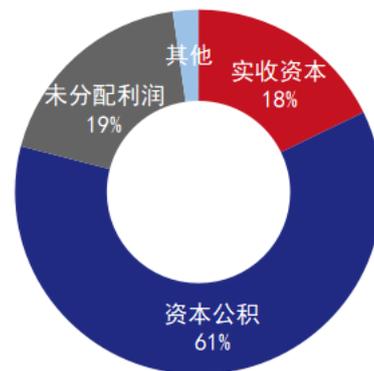


图 2 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债结构变更为以流动负债为主。2020年末公司短期负债规模较上年大幅增加，短期借款主要为委托贷款<sup>4</sup>和质押借款。应付票据包括银行承兑汇票6.00亿元和信用证2.00亿元；其他应付款主要系公司与江苏鑫耀源园林建设有限公司、阜宁县中医院、阜宁港物流集聚园区开发投资有限公司、阜宁县人民医院和阜宁县国有资产投资经营公司的往来款；一年内到期的非流动负债主要系3.07亿元的一年内到期的非银行金融机构借款、0.66亿元的一年内到期的保证借款和3.00亿元的一年内到期的应付债券。

表9 公司主要负债构成情况（单位：万元）

| 项目   | 2020 年    |        | 2019 年    |        |
|------|-----------|--------|-----------|--------|
|      | 金额        | 占比     | 金额        | 占比     |
| 短期借款 | 37,050.00 | 8.39%  | 2,650.00  | 0.61%  |
| 应付票据 | 80,000.00 | 18.12% | 88,000.00 | 20.10% |

<sup>4</sup> 2020 年公司与江苏新扬子江商贸有限公司、江苏靖江农村商业银行股份有限公司江阴园区支行签订《委托贷款合同》，委托贷款规模为 2.5 亿元，借款期限从 2020 年 7 月 2 日至 2021 年 5 月 30 日。

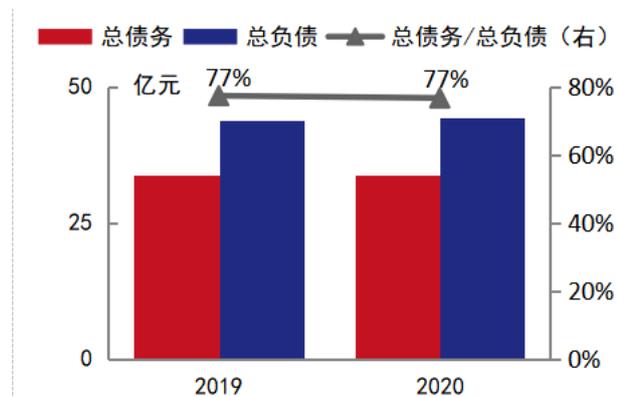
|                |                   |                |                   |                |
|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
| 其他应付款          | 75,411.75         | 17.08%         | 72,235.20         | 16.50%         |
| 一年内到期的非流动负债    | 67,459.82         | 15.28%         | 38,240.04         | 8.73%          |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>274,013.53</b> | <b>62.08%</b>  | <b>218,759.56</b> | <b>49.96%</b>  |
| 长期借款           | 40,226.28         | 9.11%          | 85,295.30         | 19.48%         |
| 应付债券           | 89,171.83         | 20.20%         | 118,754.17        | 27.12%         |
| 其他非流动负债        | 24,000.00         | 5.44%          | 170.00            | 0.04%          |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>167,389.47</b> | <b>37.92%</b>  | <b>219,125.59</b> | <b>50.04%</b>  |
| <b>负债合计</b>    | <b>441,403.00</b> | <b>100.00%</b> | <b>437,885.15</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

随着长期借款中的部分非银行金融机构借款转入一年内到期的非流动负债，2020年末长期借款规模降至4.02亿元。应付债券即本期债券，2020年末账面余额为8.92亿元。截至2020年末其他非流动负债规模2.40亿元，为公司在武汉金融资产交易所非公开发行的2020年私募债券1号产品，期限为2年，利率为10.75%，融资成本较高。

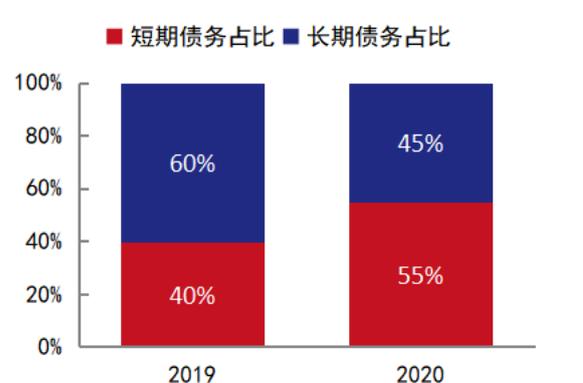
截至2020年末，公司有息债务合计33.80亿元，占负债总额比重为76.58%，整体规模仍然较大，且短期债务占比持续提升；从有息债务偿还期限分布来看，公司2021和2022年需要偿还的规模分别为18.46亿元和8.47亿元，公司短期偿还压力较大。

图 3 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，2020年末公司资产负债率为41.45%，较上年有所上升。受公司短期有息债务不断攀升的影响，2020年末现金短期债务比持续下降至0.67，现金类资产对短期有息债务的保障程度有所下降。2020年公司EBITDA利息保障倍数较上年有所下滑，EBITDA对利息的保障程度减弱。

表10 公司偿债能力指标

| 项目            | 2020 年 | 2019 年 |
|---------------|--------|--------|
| 资产负债率         | 41.45% | 38.65% |
| 现金短期债务比       | 0.67   | 0.89   |
| EBITDA 利息保障倍数 | 1.85   | 2.05   |

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月8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。

### 或有事项分析

截至2020年末，公司及其子公司对外担保金额合计46.42亿元，规模较上年大幅增长，占2020年末公司所有者权益的比重为74.45%，其中被担保企业包括国有企业、事业单位及民营企业，其中对民营企业担保合计2.80亿元，存在较大的或有负债风险。公司对外担保具体情况详见附录四。

## 八、结论

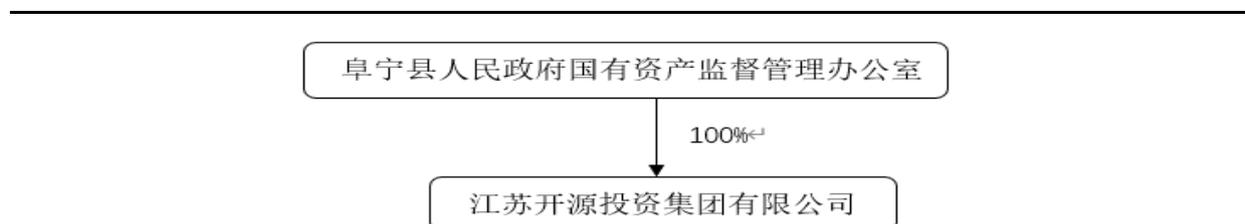
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

## 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）   | 2020年        | 2019年        | 2018年        |
|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金          | 124,363.71   | 118,626.46   | 55,843.39    |
| 其他应收款（合计）     | 526,835.43   | 468,650.17   | 342,214.67   |
| 存货            | 106,874.80   | 186,097.87   | 163,369.09   |
| 流动资产合计        | 845,035.70   | 862,613.75   | 652,585.69   |
| 投资性房地产        | 178,697.41   | 208,943.65   | 201,245.94   |
| 非流动资产合计       | 219,959.95   | 270,479.17   | 415,983.66   |
| 资产总计          | 1,064,995.65 | 1,133,092.93 | 1,068,569.35 |
| 短期借款          | 37,050.00    | 2,650.00     | 10,000.00    |
| 应付票据          | 80,000.00    | 88,000.00    | 20,000.00    |
| 其他应付款（合计）     | 75,411.75    | 72,235.20    | 57,842.50    |
| 一年内到期的非流动负债   | 67,459.82    | 38,240.04    | 17,206.84    |
| 流动负债合计        | 274,013.53   | 218,759.56   | 116,706.82   |
| 长期借款          | 40,226.28    | 85,295.30    | 29,050.77    |
| 应付债券          | 89,171.83    | 118,754.17   | 148,323.09   |
| 长期应付款         | 0.00         | 0.00         | 1,619.74     |
| 非流动负债合计       | 167,389.47   | 219,125.59   | 190,916.89   |
| 负债合计          | 441,403.00   | 437,885.15   | 307,623.70   |
| 总债务           | 338,012.93   | 338,274.26   | 226,200.44   |
| 所有者权益         | 623,592.65   | 695,207.77   | 760,945.64   |
| 营业收入          | 20,348.36    | 23,704.15    | 20,905.79    |
| 营业利润          | 17,887.89    | 16,399.47    | 16,990.69    |
| 其他收益          | 13,000.73    | 10,111.76    | 7,585.54     |
| 利润总额          | 17,881.40    | 16,399.08    | 17,024.15    |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 166,546.81   | -22,871.93   | -86,441.69   |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -32,419.08   | 773.90       | 29,631.23    |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -119,981.11  | 19,693.98    | 28,977.80    |
| 财务指标          | 2020年        | 2019年        | 2018年        |
| 销售毛利率         | 21.82%       | 20.43%       | 20.53%       |
| 收现比           | 1.00         | 0.98         | 1.49         |
| 资产负债率         | 41.45%       | 38.65%       | 28.79%       |
| 现金短期债务比       | 0.67         | 0.89         | 1.18         |
| EBITDA（亿元）    | 4.38         | 3.64         | 3.35         |
| EBITDA 利息保障倍数 | 1.85         | 2.05         | 2.33         |

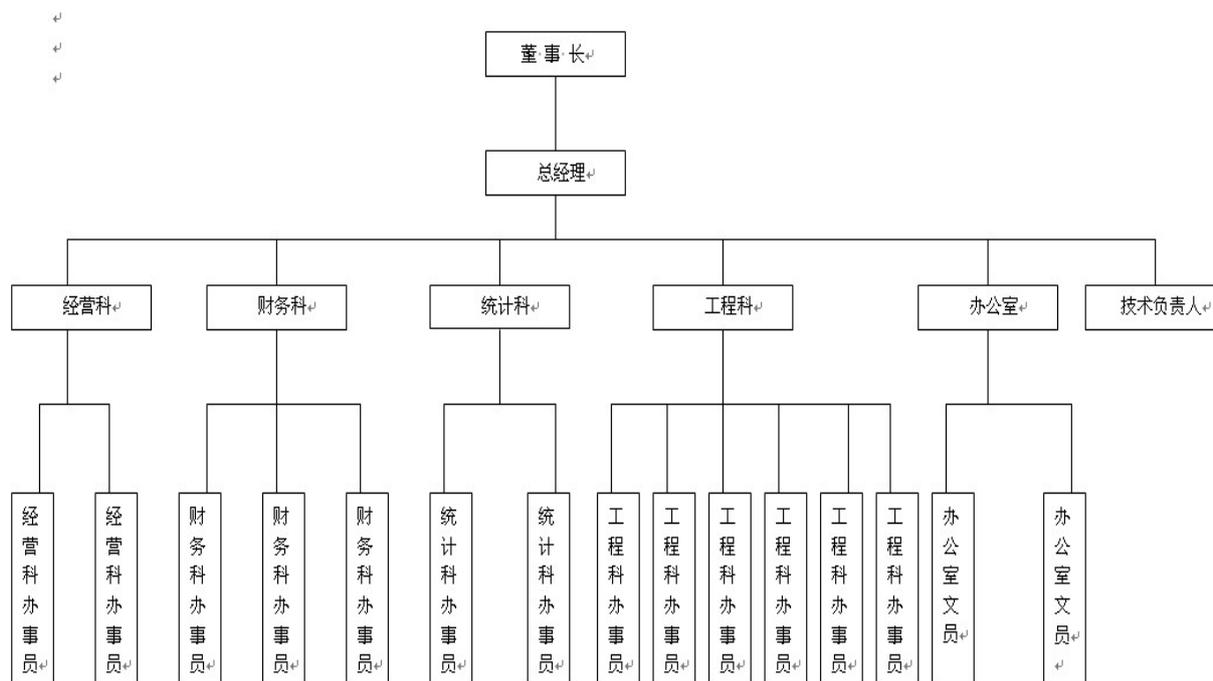
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

## 附录四 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

| 被担保方                  | 担保金额       | 是否为民企 |
|-----------------------|------------|-------|
| 江苏海鑫新能源发展有限公司         | 188,779.90 | 否     |
| 阜宁县人民医院               | 62,400.00  | 否     |
| 阜宁县科技园有限公司            | 33,500.00  | 否     |
| 阜宁县交通投资发展有限公司         | 30,000.00  | 否     |
| 阜宁县城市投资发展有限责任公司       | 28,660.00  | 否     |
| 江苏开源建设发展有限公司          | 28,290.00  | 否     |
| 阜宁碧水缘旅游项目管理有限公司       | 15,000.00  | 否     |
| 阜宁县城市投资发展有限公司         | 14,340.00  | 否     |
| 阜宁县建设投资发展有限公司         | 13,000.00  | 否     |
| 江苏鑫耀源园林建设有限公司         | 10,440.00  | 否     |
| 阜宁县松鹤园石材有限公司          | 7,278.75   | 否     |
| 江苏神山风电设备制造有限公司        | 4,300.00   | 是     |
| 江苏盐城二建集团有限公司          | 3,000.00   | 是     |
| 阜宁县中医院                | 2,000.00   | 否     |
| 阜宁协鑫环保热电有限公司          | 1,800.00   | 是     |
| 盐城市亭湖区人民医院            | 1,004.00   | 否     |
| 江苏朗玛贸易有限公司            | 1,000.00   | 否     |
| 江苏京冶海上风电轴承制造有限公司      | 1,000.00   | 是     |
| 九鼎药业有限公司              | 1,000.00   | 是     |
| 江苏诺温特热能设备有限公司         | 1,000.00   | 是     |
| 阜宁苏民绿色能源科技有限公司        | 1,000.00   | 是     |
| 江苏特尔维斯智能科技有限公司        | 995.00     | 是     |
| 阜宁协鑫集成科技有限公司          | 950.00     | 是     |
| 江苏万高新能源科技发展有限公司       | 800.00     | 是     |
| 阜宁县新城幼儿园北园            | 730.00     | 否     |
| 江苏阜希热能科技有限公司          | 700.00     | 是     |
| 江苏沃慧德智能流体科技有限公司       | 700.00     | 是     |
| 盐城市精工阀门有限公司           | 650.00     | 是     |
| 江苏索西热能科技有限公司          | 600.00     | 是     |
| 江苏九如食品有限公司            | 600.00     | 是     |
| 江苏亿融新型建材有限公司          | 580.00     | 是     |
| 江苏博奥环保集团有限公司          | 570.00     | 是     |
| 盐城康贝特医药化工有限公司         | 510.00     | 是     |
| 江苏天地丰农业科技有限公司         | 500.00     | 是     |
| 阜宁县武进高新区阜宁工业园投资开发有限公司 | 500.00     | 否     |
| 江苏美林堡木业有限公司           | 500.00     | 是     |

|                   |                   |          |
|-------------------|-------------------|----------|
| 雷纳德流体智能科技江苏股份有限公司 | 500.00            | 是        |
| 阜宁县新城幼儿园          | 480.00            | 否        |
| 江苏伟杰智能科技有限公司      | 400.00            | 是        |
| 江苏七彩虹建筑装饰工程有限公司   | 380.00            | 是        |
| 盐城市森鑫石油机械有限公司     | 300.00            | 是        |
| 江苏怀仁生物科技有限公司      | 300.00            | 是        |
| 盐城市禾鼎机械股份有限公司     | 300.00            | 是        |
| 江苏富润铜业有限公司        | 300.00            | 是        |
| 江苏天域阀业制造有限公司      | 300.00            | 是        |
| 江苏顶盛建设工程有限公司      | 300.00            | 是        |
| 阜宁县帅钰铭实业有限公司      | 200.00            | 是        |
| 盐城万恒家纺有限公司        | 200.00            | 是        |
| 盐城优简服饰有限公司        | 200.00            | 是        |
| 江苏永固混凝土有限公司       | 200.00            | 是        |
| 盐城雨顺约克肉制品有限公司     | 200.00            | 是        |
| 江苏华龙鼎门业科研有限公司     | 200.00            | 是        |
| 江苏神山中远运输有限公司      | 200.00            | 是        |
| 阜宁县板湖滤料产业园管理有限公司  | 200.00            | 是        |
| 江苏圣迪德智能科技有限公司     | 160.00            | 是        |
| 江苏酷勒斯流体设备有限公司     | 150.00            | 是        |
| 江苏善尔特智能科技有限公司     | 90.00             | 是        |
| <b>合计</b>         | <b>464,237.65</b> | <b>-</b> |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录五 截至 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

| 公司名称            | 注册资本      | 持股比例 | 主营业务          |
|-----------------|-----------|------|---------------|
| 阜宁县中小企业融资担保有限公司 | 20,000.00 | 100% | 融资担保业务、其他担保业务 |
| 阜宁县鑫泽源污水处理有限公司  | 10,000.00 | 100% | 水污染治理         |
| 阜宁县万家房地产经纪有限公司  | 10,000.00 | 100% | 房地产经纪服务       |
| 盐城卓兴能源有限公司      | 500.00    | 100% | 新能源技术研究、天然气供应 |

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录六 主要财务指标计算公式

| 指标名称          | 计算公式   |
|---------------|--|
| 销售毛利率         | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$                         |
| 收现比           | $\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$                               |
| 资产负债率         | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$   |
| 现金短期债务比       | $\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$   |
| 现金类资产         | $\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$                 |
| 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 | $\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$                          |
| 短期债务          | $\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$              |
| 长期债务          | $\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$                                   |
| 总债务           | $\text{短期债务} + \text{长期债务}$  |

## 附录七 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。 |