



2015年新沂市交通投资有限公司公司债 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：



2015年新沂市交通投资有限公司公司债券 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	AAA	AAA
评级日期	2021-06-28	2020-07-22

债券概况

债券简称: 15 新沂交投债/PR 新交投

债券剩余规模: 2.60 亿元

债券到期日期: 2022-02-06

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%

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

联系方式

项目负责人: 顾春霞
guchx@cspengyuan.com

项目组成员: 龚程晨
gongchch@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 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 月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，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：新沂市经济总量持续增长，为公司发展提供良好基础，公司营业收入保持增长，业务持续性较好，继续获得较大力度的外部支持，中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”或“担保方”）为本期债券提供的全额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信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，资金压力和偿债压力较大，且存在较大或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且交通、水利设施建设业务在区域内仍将保持垄断性，并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。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	318.04	279.89	256.80
所有者权益	112.15	108.66	105.02
总债务	195.83	160.21	138.74
资产负债率	64.74%	61.18%	59.11%
现金短期债务比	0.52	0.54	0.97
营业收入	12.47	12.28	11.12
其他收益	2.51	1.89	1.72
利润总额	1.35	1.88	2.21
销售毛利率	21.14%	20.92%	20.60%
EBITDA	3.32	3.26	3.64
EBITDA 利息保障倍数	0.31	0.37	0.46
经营活动现金流净额	-2.43	-9.94	-29.79
收现比	1.13	0.92	0.95

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **新沂市经济总量持续增长，为公司发展提供良好基础。**2020年新沂市经济实力稳步增长，战略性新兴产业发展迅速，为公司发展提供良好的外部环境。
- **营业收入保持增长，业务持续性较好。**公司为新沂市重要的交通、水利基础设施建设主体，在建项目投资规模较大，业务持续性较好。公司业务较为多元，2020年交通、水利项目收入稳定增长，且新增物流园等自营项目收入，营业收入保持增长。
- **继续获得较大力度的外部支持。**2020年公司继续收到政府资金拨付和交通、水利设施扶持资金等各类财政补贴，有效提升了公司的资本实力和盈利水平。
- **中投保保证担保仍能有效提升本期债券信用水平。**经评定中投保综合实力较强，主体长期信用等级为AAA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，仍可有效提升本期债券的信用水平。

关注

- **资产流动性较弱。**公司应收款项规模较大，对营运资金造成严重占用，存货开发成本变现受工程进度和项目结算安排影响具有一定不确定性，受限资产规模较大，公司资产整体流动性较弱。
- **面临较大资金支出压力。**公司承担了新沂市交通、水利设施等项目建设，2020年底在建项目尚需投资规模仍较大，后续随项目建设的持续推进，公司将面临较大的资金支出压力。
- **资产负债率进一步攀升，偿债压力较大。**2020年公司总债务规模较大且增长较快，非标借款具有一定规模，资产负债率持续提升，现金短期债务比、EBITDA利息保障倍数较低且进一步下降，各项偿债指标表现欠佳，综合偿债能力较弱，面临较大的偿债压力。
- **存在较大的或有负债风险。**2020年末公司对外担保均为对地方国有企业担保，但规模较大且均无反担保措施，仍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2015年2月发行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沂市港口物流园项目。截至2021年5月31日，本期债券募集资金专项账户余额为4.37万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东和实际控制人、注册资本和实收资本均未发生变化。2020年10月，公司经营范围发生变更，变更后新增非居住房地产租赁、住房租赁业务。2021年4月，公司董事长、总经理由黄永浩变更为许天平、熊太伟，董事由胡光玉、吕勇变更为熊太伟、吴远收，职工董事由熊太伟、韩文变更为马冠贤、吕勇。截至2021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。

2020年公司合并范围新增7家子公司，减少1家子公司。截至2020年末公司合并范围一级子公司共21家，详见附录四。

表1 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

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
江苏南通立诚建设工程有限公司	100.00%	0.50	建筑工程、水利工程等各工程建设	投资设立
新沂市花厅部落旅游发展有限公司	100.00%	0.50	房地产开发、旅游餐饮、农产品种植	-
新沂市金禾生态农业有限公司	100.00%	1.00	农业技术开发、农产品种植管理	-
新沂市天缘汽车租赁有限公司	100.00%	0.05	汽车租赁、机械设备租赁、房屋租赁	-
新沂市天缘汽车修理有限公司	100.00%	0.05	汽车及零配件销售、机械设备租赁	-
新沂市骆马湖退圩还湖开发有限公司	100.00%	5.00	工程总承包、工程建设	-
沭泉乡村（新沂）投资基金（有限合伙）	100.00%	6.00	股权投资、创业投资	-

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
新沂市司吾物业管理有限公司	100.00%	0.20	物业管理、家政保洁、房屋租赁	股权无偿转让

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、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年新沂市经济实力稳步增长，战略性新兴产业发展迅速

2020年新沂市经济实力稳步增长，全年实现地区生产总值为692.22亿元，按可比价格计算，较上年增长3.1%，三次产业结构由2019年的12.5:38.6:48.9调整为2020年的13.0:38.3:48.7。2020年新沂市人均地区生产总值7.56万元³，是全国人均地区生产总值的1.04倍，略高于全国水平。

工业方面，2020年新沂市实现工业应税销售收入414.91亿元，同比增长13.1%，规模以上工业增加值同比增速为6.1%，较2019年有一定下降，全市近七成行业产值实现正增长，其中医药制造业、非金属矿物制品业产业分别增长82.8%和21.1%。2020年全市92家战略性新兴产业产值同比增长37.8%，高于规模以上工业总产值增速32.6个百分点，占全市规模以上工业总产值比重26.9%，较去年同期提高6.4个百分点。

³ 根据2019年新沂市常住人口数据计算。

固定资产投资方面，2020年新沂市固定资产投资同比增长5.3%，较上年小幅下滑，其中工业投资同比增长15.3%，较上年提升8.9个百分点，服务业投资同比下降5.8%，房地产投资同比增长21.9%，较上年提升39.7个百分点。分行业来看，2020年铁路船舶航空航天和其它运输设备制造业、仪器仪表制造业、计算机通信和其它电子设备制造业、医药制造业分别增长316.4%、179.6%、26.5%、15.8%。

进出口方面，2020年新沂市进出口总额为109.30亿元，较上年增长19.7%，是经济增长的重要驱动因素。金融方面，2020年末新沂市金融机构存、贷款余额分别为573.50亿元和474.81亿元，同比增速分别为12.6%和24.0%，随着新沂市经济的发展，金融机构存款和贷款余额持续增长。

表2 新沂市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）	692.22	3.1%	686.40	6.0%
第一产业增加值	90.10	3.2%	85.67	2.7%
第二产业增加值	264.91	3.6%	265.42	7.8%
第三产业增加值	337.22	2.6%	335.31	5.5%
规模以上工业增加值	-	6.1%	-	10.4%
固定资产投资	-	5.3%	-	6.8%
社会消费品零售总额	286.75	-9.7%	219.87	5.0%
进出口总额	109.30	19.7%	91.22	11.9%
存款余额	573.50	12.6%	509.50	8.2%
贷款余额	474.81	24.0%	383.05	14.8%
人均GDP（元）		75,620		75,124
人均GDP/全国人均GDP		104.38%		105.97%

注：“-”表示未获取到相关数据。

资料来源：2019-2020年新沂市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年新沂市实现公共财政收入37.50亿元，同比增长5.5%；实现政府性基金收入49.06亿元，同比增长57.19%；收到上级补助收入48.00亿元，同比增长10.93%；同期新沂市公共财政支出为96.48亿元，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为38.67%。

五、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。交通投资和水利工程建设收入为主要收入来源，2020年同比均略有增长；国道收费、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，而国内旅游、公交与出租、房产销售等业务收入同比有所减少；此外，公司自建项目逐步投入运营，当期新增快递园、物流园、电商园等零星行业收入，综合影响下，2020年营业收入同比实现增长。

毛利率方面，2020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、自来水销售毛利率有所上升；当期新增快递园、物流园、电商园等零星行业收入毛利率较高；国内旅游、房产销售等业务毛利率均同比大幅下滑，公交与出租业务亏损幅度较大。综合影响下，2020年公司销售毛利率同比略有上升。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
交通投资	5.43	18.70%	5.39	18.70%
水利工程	4.48	13.30%	4.24	12.14%
205国道收费	0.85	100.00%	0.52	100.00%
物流运输商品销售	0.85	7.28%	0.62	8.14%
自来水销售	0.25	27.04%	0.18	13.08%
国内旅游	0.20	69.69%	0.23	88.85%
快递园、物流园、电商园等零星行业	0.15	74.83%	0.00	-
公交与出租	0.07	-474.36%	0.23	24.21%
房产销售	0.05	0.91%	0.66	4.95%
其他	0.14	77.13%	0.22	72.19%
合计	12.47	21.14%	12.28	20.92%

资料来源：公司 2019-2020 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；物流园等自营项目逐步完工投入运营并实现收入，但同时在建项目尚需投资规模较大，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，公司交通投资业务主要以政府回购模式进行，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。

2020年交通投资业务收入同比略有增长，毛利率与上年相比保持稳定，当期确认收入的项目情况如下表所示。

表4 2020年公司交通投资业务收入明细（单位：亿元）

项目名称	结转成本金额	确认收入金额
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	0.88	1.08
新沂下属各村镇公路建设及提档升级工程	0.54	0.66
新沂市农村公路提档升级北段线等工程施工项目 XY-BDX-SG 标段	0.50	0.62
新沂市农村公路 303 县道唐棋线改造工程施工项目（三次招标）XY-303TQX-SG 标段	0.42	0.52
新沂市农路公路提档升级邵西线等工程施工项目 XY-SXX-SG 标段	0.41	0.51

新沂市农村公路提档升级棋新线等工程施工项目 XY-QXX-SG 标段	0.30	0.37
新沂市农路公路提档升级双沙线等工程施工项目 XY-SSX-SG 标段	0.27	0.33
新沂市农村公路提档升级棋冯线等工程施工项目 XY-QFX-SG 标段	0.26	0.32
新长铁路平交道口改立交工程	0.26	0.32
新沂市农村公路窑刘线等三项目改造工程施工项目 XY-YLX-SG 标段	0.16	0.20
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-QL-SG 标段	0.16	0.20
高流镇官老线高黑线高岭线	0.13	0.16
X307 改造工程	0.12	0.15
合计	4.42	5.43

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司在建交通基础设施项目预计总投资46.38亿元，已投资15.41亿元，尚需投资30.97亿元，业务持续性较好，但需关注后续资金支出压力。截至2020年末，公司已完工的代建交通基础设施项目待结算成本为12.70亿元，未来可带来一定收入。

截至2020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等，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，截至2020年末，新沂市港口物流园、公路港物流园、快递产业园、美妆电商园、通用机场项目基本已完成投资，上述主要项目已投入运营。

截至2020年末，公司主要在建项目预计总投资92.00亿元，已投资37.25亿元，尚需投资54.75亿元，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 2020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	1.58	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	4.99	回购
S268 省道新沂段	7.25	3.66	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	3.73	回购
新华南路、臧圩东路和上海路下穿连霍高速通道	1.40	0.35	回购
十里长廊草桥段	1.10	0.24	回购
205 国道新沂段改扩建	0.91	0.60	回购
合沟沂河大桥	0.57	0.15	回购
十里长廊窑湾段	0.50	0.11	回购
本期债券募投项目—新沂市新南村棚户区改造项目	21.32	10.93	自营
高铁综合客运枢纽	17.6	7.30	自营
公共交通系统提升改造	6.70	3.61	自营
合计	92.00	37.25	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

水利工程收入和毛利率均有所增长，该业务待结算成本规模较大，未来可实现一定收入

公司水利工程业务主要由子公司新沂市水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，水投公司与新沂市水利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。

2020年公司水利工程业务收入和毛利率同比均有所增长。截至2020年末，水投公司在建的代建水利工程项目计划总投资36.95亿元，已投资20.67亿元，已确认收入4.31亿元，待结算成本规模较大，未来可实现一定收入。市场化施工板块方面，水投公司在建工程施工项目总合同金额为8.41亿元，已完工2.27亿元。

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，国道收费、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，同时公司自建项目逐步投入运营，当期新增快递园、物流园、电商园等零星行业收入，自来水销售毛利率略有上升，快递园、物流园、电商园等零星行业收入毛利率较高，对公司收入和利润形成有益补充。

道路收费主要为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。2020年道路收费同比有所增长，毛利率稳定。

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，2020年该板块收入同比小幅增长，毛利率有所下降。

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2020年末，公交公司拥有公交运营线路50条，较上年减少2条，其中4条为市区线路，其余主要为新沂市通往各乡镇的线路；拥有运营车辆498辆，较上年新增3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2020年末，公司共有自营出租车202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。2020年公司公交与出租收入同比大幅下滑，且亏损幅度较大，主要系新沂市推进公交一体化，公交运营由私营转为公营所致。

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，2020年受疫情影响收入和毛利率均有所下降。截至2020年末，公司在建的景区项目主要窑湾古镇文化保护工程、马陵山景区保护工程、古房修缮工程等，截至2020年末计划总投资19亿元，已完成投资16.34亿元。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和疫情之后客流量逐步恢复，后续旅游业务收入或将有所增长。

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个乡镇和街道办提供居民用水和工业用水。截至2020年末，供水公司自来水管网长度增长至3,537千米，年供水能力提升至2,183万立方米，网管漏损率39.72%，实际使用能力达6.5万立方米/日，2020年自来水销售收入和毛利率均同比增长较快，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进一步增强所致。

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2020年末已投资2亿元。该项目可供销售面积5.5万平方米，受疫情及房地产市场行情影响，2020年房产销售收入和毛利率均大幅下滑。

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。2020年公司收到政府拨付的财政专项资金1.40亿元，以及资本性投入0.91亿元，当期因企业收购前期利润调整减少资本公积0.03亿元，2020年资本公积净增加2.28亿元。财政补贴方面，2020年公司收到交通、水利设施扶持资金等各类财政补贴合计2.51亿元，占当期利润总额的186.15%，有效提升了公司盈利水平。

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2019-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司新增纳入合并范围的子公司共7家，减少子公司1家，详见表1。

资产结构与质量

公司资产规模增长较快，但应收款项对资金占用严重，开发成本变现时间具有一定不确定性，受限资产规模较大，整体流动性较弱

2020年公司资产规模增长较快。资产结构仍以流动资产为主。

2020年末公司货币资金同比增长，其中因质押和保证金受限的比例为37.81%，受限比例较高。公司应收账款主要为应收新沂市财政局回购款，2020年末前五大欠款方均为政府相关单位及国有企业，占比87.72%，款项回收风险较小。预付款项主要系预付工程款、拆迁征地补偿款，2020年末前五名预付对象均为政府相关单位和国有企业，近年规模较为稳定。其他应收款主要系与新沂市财政局、新沂市公路养护工程公司等地方政府及国有企业的往来款，2020年末前五大欠款方应收款占比62.02%。应收款项回收风险较小，但款项回收时间具有一定不确定性，对公司营运资金造成严重占用。存货主要为项目开发成本和土地使用权，项目开发成本规模较大，但变现时间具有一定不确定性。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	27.48	8.64%	24.90	8.90%
应收账款	13.80	4.34%	13.38	4.78%
预付款项	15.64	4.92%	12.90	4.61%
其他应收款	73.46	23.10%	70.23	25.09%
存货	87.98	27.66%	71.72	25.62%
流动资产合计	221.26	69.57%	193.52	69.14%
长期股权投资	15.61	4.91%	15.66	5.59%
固定资产	17.31	5.44%	16.77	5.99%
在建工程	48.62	15.29%	38.55	13.77%
无形资产	6.15	1.94%	6.16	2.20%
非流动资产合计	96.79	30.43%	86.36	30.86%
资产总计	318.04	100.00%	279.89	100.00%

资料来源：公司2019-2020年审计报告，中证鹏元整理

长期股权投资系公司对合营企业的投资，2020年规模略有减少主要系当期确认投资损失0.04亿元所致。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，2020年末同比小幅增

长系当期外购和在建工程转入0.71亿元房屋建筑物所致。在建工程主要为公司自主投资建设港口物流园二期及三期、电子商务物流园、公路港物流园二期等，2020年新沂段高铁站项目、公路港物流园二期等工程新增投入规模较大，在建工程同比增长较快。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，2020年新增0.17亿元土地使用权，系当期外购的土地。截至2020年末，公司受限资产账面价值31.15亿元，受限比例为9.80%，受限资产规模较大。

表7 2020年末公司受限资产明细（单位：亿元）

受限资产	账面价值	受限原因
货币资金	10.39	质押、保证金
存货	6.70	贷款抵押
在建工程	11.64	贷款抵押
无形资产	2.42	贷款抵押
合计	31.15	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

总体来看，2020年公司在建项目新增投入规模较大，总资产规模增长较快，但应收款项规模较大，对营运资金造成严重占用，开发成本变现受工程进度和项目结算安排影响具有一定不确定性，受限资产规模较大，公司资产整体流动性较弱。

收入质量与盈利能力

公司营业收入保持增长，主营业务回款情况较好，财政补贴有效提升公司盈利水平

公司营业收入主要来自交通投资、水利工程建设、公交与出租运营以及道路收费等业务，业务较为多元，交通投资、水利工程收入占比较高，2020年同比略有增长，当期新增物流园等自营项目收入，国道收费等各项业务收入占比较低，有不同程度的增长或下降，综合影响下公司营业收入同比实现增长。

交通投资和国道收费业务毛利率较为稳定，水利工程、自来水销售毛利率略有上升，物流园等自营项目毛利率较高，综合影响下，2020年公司销售毛利率略有增长。2020年收现比同比有所上升，主营业务回款情况改善。

毛利率方面，2020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、自来水销售毛利率略有上升；当期新增快递园、物流园、电商园等零星行业收入毛利率较高；国内旅游、房产销售等业务毛利率均同比大幅下滑，公交与出租业务亏损幅度较大。综合影响下，2020年公司销售毛利率同比略有上升。

公司是新沂市重要的交通基础设施建设主体，2020年获得财政补贴2.51亿元，占同期利润总额比重较高，有效提升了公司的盈利水平。

表8 公司主要盈利指标（单位：亿元）

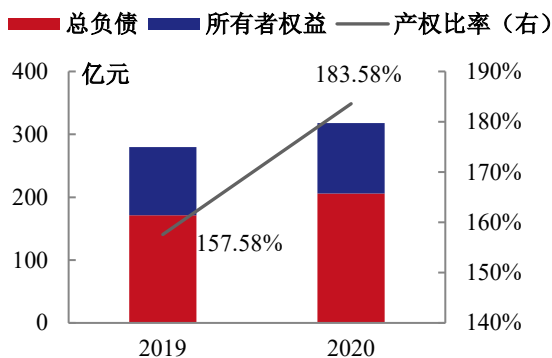
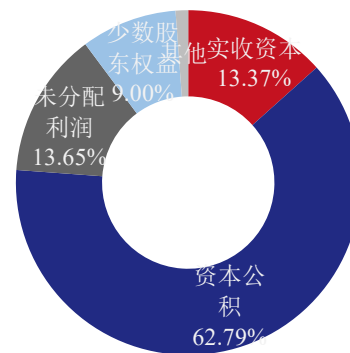
指标名称	2020年	2019年
营业收入	12.47	12.28
收现比	1.13	0.92
其他收益	2.51	1.89
营业利润	1.42	1.96
利润总额	1.35	1.88
销售毛利率	21.14%	20.92%

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

公司总债务规模增长较快，各项偿债指标表现欠佳，综合偿债能力较弱，面临较大的偿债压力

2020年公司在建项目新增投入规模较大，资金来源主要为银行借款、发行债券和非标借款，公司总负债同比增长较快。同期政府资金拨付、财政补贴及公司自身利润累积使所有者权益小幅增长，综合影响下，公司产权比率同比大幅上升，所有者权益对负债的保障程度下降。

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

公司负债构成以非流动负债为主。2020年公司短期借款、应付票据同比增幅较大，一年内到期的非流动负债均同比小幅下降，综合影响下短期债务同比小幅增长。2020年公司长期债务规模扩张主要来自发行债券和非标借款，长期借款规模较为稳定，2020年新发行债券23.70亿元，融资租赁借款同比大幅增长。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

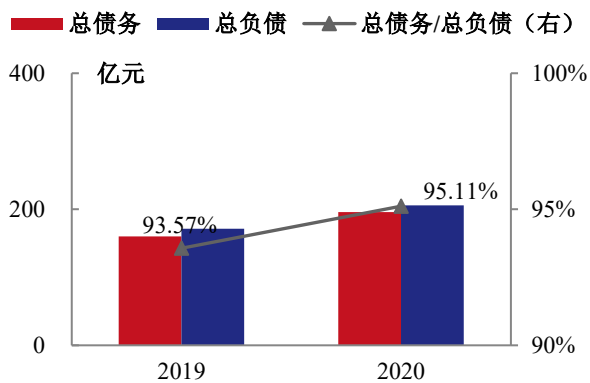
项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	14.82	7.20%	9.55	5.58%
应付票据	9.56	4.64%	4.46	2.60%

一年内到期的非流动负债	28.81	13.99%	32.10	18.75%
流动负债合计	63.13	30.66%	56.97	33.27%
长期借款	47.96	23.29%	47.74	27.88%
应付债券	78.80	38.27%	60.20	35.16%
长期应付款	15.88	7.71%	6.17	3.60%
非流动负债合计	142.76	69.34%	114.26	66.73%
负债合计	205.89	100.00%	171.23	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

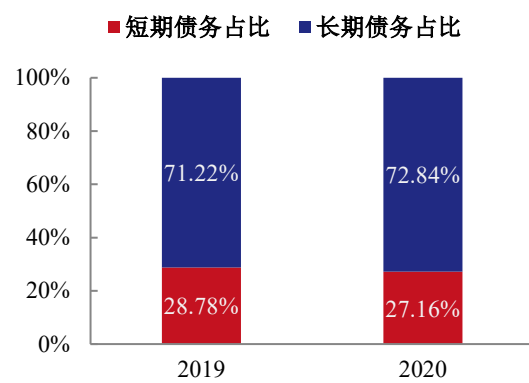
2020年公司加大外部融资力度，总债务同比增长较快，占总负债的比重小幅上升。公司债务期限结构较为稳定，仍以长期债务为主，且占比变化不大。

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

偿债指标方面，受债务融资规模扩大影响，2020年公司资产负债率进一步上升。现金短期债务比持续在较低水平，现金类资产对短期债务的覆盖度较低。EBITDA利息保障倍数较低且2020年进一步下降，公司盈利对利息支出的保障程度很弱。总体来看，公司总债务规模较大且增长较快，非标借款具有一定规模，公司各项偿债指标表现欠佳，综合偿债能力较弱，面临较大的偿债压力。

表10 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年	2019 年
资产负债率	64.74%	61.18%
现金短期债务比	0.52	0.54
EBITDA 利息保障倍数	0.31	0.37

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6月3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。

或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保余额合计110.19亿元，占同期末净资产的98.25%。被担保方均为地方国有企业和事业单位，但对外担保规模较大且均无反担保措施，公司存在较大或有负债风险。

表11 截至 2020 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保方式
新沂经济开发区建设发展有限公司	16.70	保证
新沂市城市投资发展有限公司	65.26	保证
新沂市城投置业有限公司	13.16	保证
新沂市慧聚医药产业投资管理有限公司	2.00	保证
新沂市沐东新城投资开发有限公司	1.20	保证
徐州市新沂经济技术开发区总公司	3.86	保证
新沂市水务有限责任公司	2.09	保证
新沂市人民医院	2.09	保证
江苏省新沂市市政建设工程有限公司	0.80	保证
新沂市通达管网有限公司	0.55	保证
新沂市新源公共服务有限公司	0.50	保证
新沂市公路养护工程公司	1.29	保证
江苏锡沂水务有限公司	0.25	保证
新沂经开区润泽水务有限公司	0.44	保证
合计	110.19	-

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

中投保提供的全额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水平

中投保为本期债券的到期兑付提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括债券本金及利息，违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用。担保人承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起二年内。

中投保是目前国内成立时间最早、业务规模最大、产品种类和客户资源最为丰富、综合实力最强的担保机构之一，经过长期的发展和业务实践，已形成了跨货币市场、股票市场、债券市场的业务线，致力打造“担保增信、资管投资、金融科技”一体两翼的业务架构。截至2021年3月末，中投保注册资本和总股本均为45.00亿元，国家开发投资集团有限公司（以下简称“国投集团”）为其控股股东，持有

中投保48.93%的股份，国投集团雄厚的综合实力有利于强化中投保在担保行业的地位并为其提供强有力的资金支持。

表12 截至 2021 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	220,168.80	48.93%
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%
新政泰达投资有限公司	34,269.20	7.62%
合计	399,298.60	88.74%

资料来源：中投保 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

2020年中投保积极推进担保业务市场的开拓，开发新的业务品种并增加业务储备，新增担保业务规模显著上升，2020年实现担保业务收入2.16亿元，同比增长21.04%。长期以来，投资收益为中投保的重要收入和利润来源，2020年中投保结合市场情况对投资项目进行退出，取得了良好的投资收益。2020年投资收益的同比大幅增长也导致了营业收入同比明显增长，2020年确认投资收益29.97亿元，同比增长71.23%，带动营业收入实现了同比明显上升。

表13 中投保营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	3,240.41	8.16%	21,593.76	5.54%	17,839.79	7.77%
减：分出保费	35.98	0.09%	580.49	0.15%	656.20	0.29%
减：提取未到期责任准备金	-4,161.83	-10.47%	-7,839.80	-2.01%	-17,830.34	-7.76%
已赚保费	7,366.26	18.54%	28,853.07	7.41%	35,013.93	15.25%
投资收益	15,286.68	38.47%	299,670.01	76.94%	175,012.36	76.21%
其他收益	2.62	0.01%	202.97	0.05%	546.02	0.24%
公允价值变动损益	514.38	1.29%	31,415.57	8.07%	956.92	0.42%
汇兑收益	11,437.08	28.79%	-7,122.85	-1.83%	568.80	0.25%
其他业务收入	4,617.40	11.62%	35,843.40	9.20%	17,341.12	7.55%
资产处置收益	507.55	1.28%	635.10	0.16%	216.82	0.09%
营业收入合计	39,731.98	100.00%	389,497.26	100.00%	229,655.97	100.00%

资料来源：中投保 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

截至2021年3月末，中投保资产总额为258.44亿元，所有者权益合计为117.57亿元；2020年度，中投保实现净利润8.34亿元。

表14 近年中投保主要经营财务数据（单位：亿元）

项目	2021.3	2020 年	2019 年	2018
资产总额	258.44	258.52	265.13	204.53

所有者权益合计	117.57	116.42	106.67	101.27
营业收入	3.97	38.95	22.97	28.74
担保业务收入	0.32	2.16	1.78	3.13
净利润	1.63	8.34	8.31	18.61
净资产收益率	1.53%	3.82%	8.95%	22.92%
融资担保责任余额	375.83	368.98	336.29	419.11
融资担保放大倍数	3.70	3.67	3.24	4.25
当期担保代偿率	0.00%	0.15%	0.28%	0.00%

注：净资产收益率为中投保年报披露的加权平均净资产收益率数据

资料来源：中投保 2018-2020 年审计报告、未经审计的 2021 年第一季度报告，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。

九、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AAA。

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：亿元）	2020年	2019年	2018年
货币资金	27.48	24.90	36.48
其他应收款	73.46	70.23	68.91
存货	87.98	71.72	50.99
在建工程	48.62	38.55	32.39
总资产	318.04	279.89	256.80
短期借款	14.82	9.55	6.63
一年内到期的非流动负债	28.81	32.10	30.08
长期借款	47.96	47.74	48.24
应付债券	78.80	60.20	49.00
长期应付款	15.88	6.17	4.00
总负债	205.89	171.23	151.79
总债务	195.83	160.21	138.74
所有者权益	112.15	108.66	105.02
营业收入	12.47	12.28	11.12
其他收益	2.51	1.89	1.72
营业利润	1.42	1.96	2.22
利润总额	1.35	1.88	2.21
经营活动产生的现金流量净额	-2.43	-9.94	-29.79
投资活动产生的现金流量净额	-17.16	-11.77	4.90
筹资活动产生的现金流量净额	22.13	10.75	23.99
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	21.14%	20.92%	20.60%
收现比	1.13	0.92	0.95
资产负债率	64.74%	61.18%	59.11%
现金短期债务比	0.52	0.54	0.97
EBITDA（亿元）	3.32	3.26	3.64
EBITDA 利息保障倍数	0.31	0.37	0.46

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 2020 年末）



资料来源：公司提供

附录三 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
新沂骆马湖旅游发展有限公司	2.00	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	2.00	100.00%	公交客运
新沂马陵山旅游发展有限公司	2.00	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	0.50	100.00%	工程施工
新沂市花厅置业有限公司	0.20	100.00%	房地产开发和销售，旅游资源开发，工程施工
新沂市盛港新材料有限公司	0.05	100.00%	广告设计，营销策划
新沂苏杭出租汽车有限公司	0.01	87.50%	出租客运
新沂市公路港物流有限公司	0.50	100.00%	货运仓储
新沂市快递物流园有限责任公司	0.50	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	0.20	100.00%	化妆品销售
新沂一品美妆网络科技有限公司	0.95	100.00%	软件开发及销售，百货销售
新沂市水源水务投资发展有限公司	15.00	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	5.00	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	1.00	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	10.00	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	0.25	80.00%	航空产品开发和服
新沂市煜城建设发展有限公司	12.00	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	10.00	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 万元	100.00%	机动车性能检测
新沂市明都城乡建设发展有限公司	3.00	100.00%	城乡综合改造，工程施工，土地整理，安置房建设
江苏南通立诚建设工程有限公司	0.50	100.00%	建筑工程、水利工程等各工程建设

资料来源：公司 2020 年审计报告，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
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。