



2016年泗阳县民康农村经济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：



2016年泗阳县民康农村经济发展有限公司公司债券 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	AA+	AA+
评级日期	2021-06-28	2020-06-29

债券概况

债券简称: 16 泗阳债/PR 泗阳债

债券剩余规模: 4.8 亿

债券到期日期: 2023-01-21

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

增信方式: 保证担保

担保主体: 宿迁产业发展集团有限公司

联系方式

项目负责人: 胡长森

huchs@cspengyuan.com

项目组成员: 马琳丽

mall@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 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 2016 年 1 月发行的公司债券（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：泗阳县区域经济保持增长，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，宿迁产业发展集团有限公司（以下简称“宿迁产发”）提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。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、债务压力及或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司收入来源较有保障，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。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	269.88	232.87	228.74
所有者权益	136.97	135.67	127.19
总债务	82.72	67.47	61.46
资产负债率	49.25%	41.74%	44.40%
现金短期债务比	0.29	0.41	0.51
营业收入	11.59	11.85	11.27
其他收益	2.06	1.87	2.45
利润总额	1.33	1.67	1.80
销售毛利率	15.99%	17.76%	11.17%
EBITDA	2.54	2.64	2.54
EBITDA 利息保障倍数	0.62	0.71	0.71
经营活动现金流净额	-14.98	-10.72	13.79
收现比	0.99	1.08	1.18

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

优势

- **泗阳县支柱性产业发展势头良好，经济保持增长。**泗阳县机电装备、食品饮料、纺织服装等产业发展势头较好，2020年经济继续增长，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。**截至2020年末，公司在建的委托代建项目仍较多，计划总投资规模较大，未来委托代建收入较有保障；存货中保障房项目开发成本规模较大，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。**2020年公司收到基础设施建设补贴款2.06亿元，有效提升了公司的利润水平。
- **保证担保有效提升了本期债券信用水平。**经中证鹏元综合评定，宿迁产发主体长期信用等级为AA+，其为本期债券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。

关注

- **公司资产流动性较弱。**公司资产以应收款项、存货为主，应收款项回款时间不确定，存货以土地使用权和开发成本为主，即期变现能力较弱。此外，2020年末公司账面部分资产抵押受限、部分尚未办妥产权证，资产流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**2020年末公司在建的工程项目及保障房项目尚需投资规模较大，且2020年公司经营活动现金流净额稳定性较差，2020年继续大幅净流出，公司面临较大的资金压力。
- **公司总债务规模仍然较大，面临较大的偿债压力。**2020年末公司总债务规模仍较大，现金短期债务比水平较低，公司面临较大债务压力。
- **公司存在较大的或有负债风险。**2020年末，公司对外担保总额占所有者权益的比重达49.84%，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。

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

经国家发展和改革委员会发改财金[2014]2852号文件核准，公司于2016年1月公开发行12亿元公司债券，票面利率为4.94%，募集资金用于泗阳县运河人家保障性安居工程建设项目和泗阳县江淮美地二期保障性安居工程建设项目。截至2021年3月21日，本期债券募集资金专项账户余额为13.65万元。

三、发行主体概况

2020年公司注册资本和实收资本均未变更，截至2020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。

根据泗阳县人民政府国有资产监督管理委员会《关于同意民康公司董事、监事人员调整的批复》（泗国资〔2020〕30号）等文件，2020年公司董事会及监事会人员调整如下：免去刘枫公司董事职务，委派胡金凤为公司董事。免去王向阳监事会主席职务，选举张惠茹为监事会主席；免去葛巍、史静、张树公司监事职务，委派吴亚、刘超、朱爱东为公司监事。

2020年公司新增纳入合并一级子公司2家，持股比例100%。截至2020年末，公司合并报表范围内一级子公司共10家，详见附录五。

表1 跟踪期内新增纳入合并的子公司情况

子公司名称	持股比例	主营业务	合并方式
泗阳县民悦投资有限公司	100%	房地产开发经营；房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包	新设
泗阳县民泰投资有限公司	100%	房地产开发经营；工程建设	新设

资料来源：公司提供，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、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年泗阳县支柱性产业发展势头良好，产业结构持续改善，但区域经济发展水平仍一般

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，近年区位优势得到持续发挥。2020年泗阳县实现地区生产总值528.53亿元，受疫情影响增速回落至4.2%，但增速仍高于全国水平。分产业看，三次产业结构比从2019年的13.3:43.0:43.7调整为2020年度的13.2:41.9:44.9，二、三产业占GDP比重为86.8%，服务业占GDP比重较上年提高1.2个百分点。2020年泗阳县人均GDP为6.23万元，占全国人均GDP的86.02%，区域经济发展水平一般。

2020年泗阳县规上工业增加值增长5.7%。分产业来看，其中机电装备、食品饮料、纺织服装全年分别实现产值29.77亿元、19.11亿元、140.88亿元，增速分别为9.0%、14.9%、4.9%，支柱性产业发展势头良好。从拉动经济增长的驱动因素看，2020年泗阳县固定资产投资增长率下降至4.0%，其中工业投资下降5.8%。分产业看，一产投资下降18.9%，二产投资下降5.8%，三产投资增长15.6%，固定资产投资表现一般。受疫情影响，当年泗阳县社会消费品零售总额增速由正转负，但进出口总额却表现出较强的增长动力，增速远高于GDP增长率，有力推动地区生产总值的增长。存贷款余额方面，2020年泗阳县存贷款增长率均表现亮眼，增速均在15%左右，金融运行环境向好发展。

表2 泗阳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）	528.53	4.2%	501.44	7.4%
第一产业增加值	69.85	2.0%	66.49	1.9%
第二产业增加值	221.52	3.9%	215.66	8.4%
第三产业增加值	237.17	5.1%	219.29	8.3%

规模以上工业增加值	81.73	5.7%	74.7	10.7%
固定资产投资	-	4.0%	-	7.2%
社会消费品零售总额	152.54	-3.8%	127.17	6.9%
进出口总额（亿美元）	5.1	8.5%	4.73	-3.0%
存款余额	494.84	16.5%	424.92	7.2%
贷款余额	601.22	19.2%	504.55	18.3%
人均 GDP（元）		62,319		59,125
人均 GDP/全国人均 GDP		86.02%		83.40%

注：2020 年人均 GDP 按照 2019 年常住人口计算得出

资料来源：2019-2020 年泗阳县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020 年泗阳县实现公共财政收入 26.69 亿元，同比增长 3.7%；实现政府性基金预算收入 43.38 亿元，增长 34.2%。

五、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。2020 年公司实现营业收入 11.59 亿元，主要来自工程施工业务及保障房销售收入，总体来看基本保持稳定。2020 年公司销售毛利率为 15.99%，同比有所下降，系保障房销售毛利率下降影响。

表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
工程施工	89,267.16	18.84%	83,081.75	18.63%
保障房销售收入	20,212.50	6.34%	29,180.15	16.06%
其他业务	6,397.45	6.66%	6,273.30	14.12%
合计	115,877.11	15.99%	118,535.21	17.76%

注：公司其他业务主要是租赁及光伏发电业务。

资料来源：公司 2020 年审计报告，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。2020 年

公司工程施工收入为 8.93 亿元，毛利率为 18.84%，均较为稳定。

截至 2020 年末，公司在建的代建项目较多，主要有电子信息产业园、垂直一体化产业园、太湖路南延等三条道路建设项目等市政设施建设项目，主要在建项目总投资 28.68 亿元，已投资 15.71 亿元；存货中除上述主要在建基础设施工程外，仍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 4 截至 2020 年末公司主要在建的代建项目情况（单位：万元）

项目	计划总投资	已投资	模式
电子信息产业园	82,000.00	50,280.06	代建
垂直一体化产业园	48,000.00	41,913.40	代建
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	6,910.74	代建
西康小学	18,000.00	6,023.56	代建
泗水阁	20,000.00	6,820.34	代建
五里河公园	17,000.00	4,500.97	代建
聚宝公园	10,000.00	4,370.30	代建
西安路	9,000.00	3,162.75	代建
俞杨路	7,000.00	3,560.22	代建
幸福路	6,300.00	2,241.55	代建
全民健身中心	6,000.00	2,051.04	代建
俞杨南路	4,000.00	1,361.22	代建
文成路	4,500.00	1,340.24	代建
合计	286,800.00	157,071.87	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

工程施工方面，主要以公司与泗阳县相关单位签订工程施工合同的方式进行，2020 年末公司尚有施工项目土地平整工程、运河风光带工程及天后宫扩建项目等，已投资为 18.34 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及停车费收入，但规模尚小，未来仍需关注公司该部分收入的实现情况。

2020 年公司保障房销售收入、毛利率均有所下降，但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”）、泗阳县城市建设投资集团有限公司（以下简称“泗阳城投”）负责。

公司本部及子公司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，本期债券募投项目均已基本建设完毕并部分对外销售。2020 年公司实现保障房销售收入 2.02 亿元，有所下降，销售的主要为江淮美地及绿都第一城项目，由于 2020 年结转收入的以安置房为主，故毛利率较低。

在建项目方面，公司在建的上河美墅安置房项目建设主体为二级子公司泗阳县城兴置业有限公司，项目位于泗阳县中心城区，规划总用地面积为 60,886.00m²，合 91.33 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 2020 年末已投资 2.49 亿元。子公司泗阳城投在建的安置房项目主要是望湖名都二期项目，截至 2020 年末开发成本为 7.63 亿元。

截至 2020 年末，公司及子公司存货中保障房项目开发成本超过 29.00 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

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，2020 年公司租赁业务收入 1,013.34 万元，同比有所减少，系受疫情影响公司厂房、人才公寓的出租率下降所致。

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，2020 年公司光伏发电收入 1,279.87 万元，毛利率 42.48%，毛利率同比有所下降，但仍处于较高水平。

公司继续得到较大力度的外部支持

补贴方面，2020 年公司收到与经营相关的基础设施建设补贴款 2.06 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及 2020 年审计报告，报告执行新会计准则。2020 年合并报表范围内的新增子公司 2 家，详见表 1。

资产结构与质量

公司资产以应收款项、存货为主，部分资产已用于抵押，部分未办妥产权证明，资产流动性较弱

截至 2020 年末公司总资产为 269.88 亿元，同比小幅增加。从资产构成来看，仍以流动资产为主，2020 年末流动资产占总资产的比重为 82.06%。

2020 年末公司货币资金共 6.25 亿元，其中受限资金 1.23 亿元，为质押存单及保证金。2020 年末，公司其他应收款为 67.02 亿元，占总资产的比重为 24.84%，主要为与股东泗阳国资、泗阳城南新城实业投资有限公司等单位间的往来款，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，存在一定的坏账损失风险。存货为公司最主要的资产，截至 2020 年末，公司存货账面价值为 133.62 亿元，占总资产的比重为 49.51%。存货中待开发土地账面价值为 23.68 亿元，其中尚有 10 块土地的产权证书正在办理中，账面价值 14.43 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 81.69 亿元和 18.34 亿元，主要为在建项目等。

表 5 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	6.25	2.32%	8.56	3.67%
其他应收款	67.02	24.84%	52.57	22.57%
存货	133.62	49.51%	113.37	48.69%
流动资产合计	221.46	82.06%	183.54	78.82%
投资性房地产	6.99	2.59%	6.97	2.99%
其他非流动资产	34.80	12.89%	36.17	15.53%
非流动资产合计	48.42	17.94%	49.33	21.18%
资产总计	269.88	100.00%	232.87	100.00%

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

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，2020 年末账面价值共 6.99 亿元，其中尚有价值 2.69 亿元的房屋建筑物权证正在办理中。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 2020 年末金额 34.80 亿元，其中 8.77 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 2020 年末，公司受限资产 16.17 亿元，多用于抵押借款和抵押担保，此外账面价值合计 25.89 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。

收入质量与盈利能力

公司营业收入基本稳定，销售毛利率略有下降，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。2020 年公司实现营业收入 11.59 亿元，同比基

本稳定，工程施工略有增加，保障房销售收入有所下降。公司工程委托代建收入未来较有保障，且截至2020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。2020年公司销售毛利率为15.99%，同比有所下降，系保障房销售毛利率下降影响。

利润方面，2020年公司收到政府补助2.06亿元，实现营业利润1.40亿元，公司营业利润对政府补助依赖较大。

表6 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2020年	2019年
营业收入	11.59	11.85
收现比	0.99	1.08
营业利润	1.40	1.78
其他收益	2.06	1.87
利润总额	1.33	1.67
销售毛利率	15.99%	17.76%

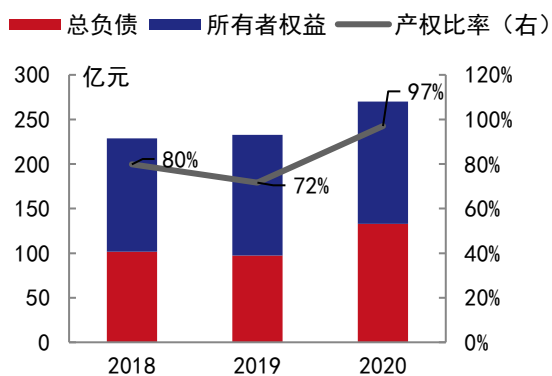
资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告及2020年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模仍然较大，面临较大的债务压力

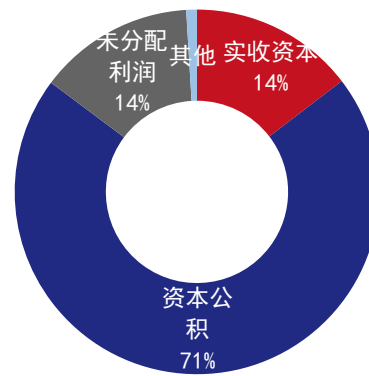
2020年末公司所有者权益增至136.97亿元；同时公司负债总额有所增加，增长至132.91亿元；同期末，公司产权比率为97%，权益对负债的覆盖程度有所下降。

图1 公司资本结构



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

图2 2020年末公司所有者权益构成



资料来源：公司2020年审计报告，中证鹏元整理

从公司负债结构来看，2020年末流动负债占总负债的比重为54.04%，占比有所提高。

截至2020年末，公司短期借款合计6.70亿元，以保证借款为主。2020年末公司预收账款共11.83亿元，同比增长系预售的保障房销售款增加所致。2020年末公司其他应付款余额为27.95亿元，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，当年新增较多，系与泗阳民鼎投资公司、泗阳双鼎实业公司的往来款项增加所致。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，2020年末共14.14亿元。

2020年末公司长期借款共33.93亿元，主要为保证借款及抵质押借款。截至2020年末，公司应付债券为17.52亿元，2020年公司新发行了江苏银行2020年度第一期3.5亿元债权融资计划，子公司宿迁东方发行了2亿元私募债“20宿东01”，此外公司偿付了部分债券本金，应付债券余额略有下降。截至2020年末，公司长期应付款为9.63亿元，为融资租赁款及应付江苏省城乡建设投资有限公司款项。

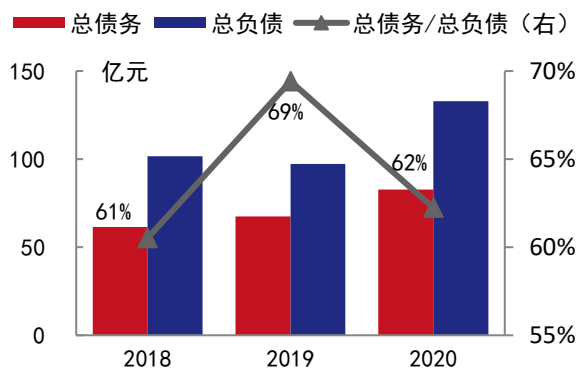
表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.70	5.04%	7.27	7.48%
预收款项	11.83	8.90%	9.12	9.39%
其他应付款	27.95	21.03%	15.15	15.58%
一年内到期的非流动负债	14.14	10.64%	10.79	11.10%
流动负债合计	71.83	54.04%	50.81	52.27%
长期借款	33.93	25.53%	16.94	17.43%
应付债券	17.52	13.18%	18.64	19.18%
长期应付款	9.63	7.24%	10.80	11.11%
非流动负债合计	61.08	45.96%	46.39	47.73%
负债合计	132.91	100.00%	97.19	100.00%

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

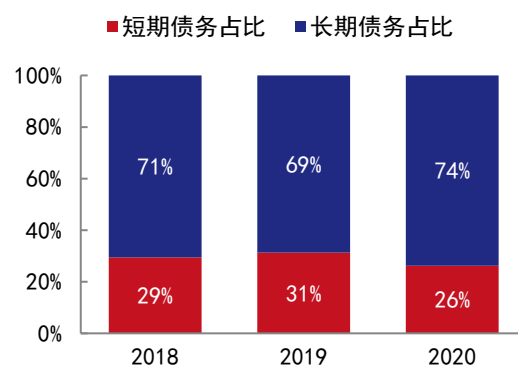
2020年末，公司总债务为82.72亿元，同比有所增加，占公司总负债的比重为62%，其中短期债务占比26%，占比不高，但考虑到公司债务规模仍较大且持续上升，仍存在较大偿债压力。

图3 公司债务占负债比重



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

2020 年末公司资产负债率为 49.25%，较上年末显著上升，负债水平提高，债务压力加大。现金短期债务比方面，2020 年末为 0.29，同比继续下降，且仍维持在较低水平。2020 年公司 EBITDA 利息保障倍数为 0.62，同比小幅下降，且水平较低，公司面临较大债务压力。

表 8 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年	2019 年
资产负债率	49.25%	41.74%
现金短期债务比	0.29	0.41
EBITDA 利息保障倍数	0.62	0.71

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告及 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 2 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，公司对外担保金额为 68.26 亿元（详见附录四），占所有者权益的比重为 49.84%，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，公司面临较大的或有负债风险。

八、本期债券偿还保障分析

宿迁产发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

宿迁产发出具了担保函，承诺为本期债券提供无条件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、以及违约金、损害赔偿金、实现债权的全部费用及其他应支付的费用，保证期间为被担保债券存续期及债券到期之日起两年。

2020 年末，宿迁产发注册资本、实收资本均为 30.00 亿元，控股股东及实际控制人均为宿迁市人民政府，持股比例 100%。宿迁产发从事的业务范围较为广泛，包括白酒、红酒、纺织服装、粮食收储、景区运营、金融担保等。宿迁产发主要收入和利润来源仍以白酒销售为主，其二级子公司江苏洋河酒厂股份有限公司（以下称“洋河股份”）是国有大型酿酒企业，主要负责“洋河”系列白酒的生产、加工、销售等业务。

2020 年宿迁产发酒类销售收入 203.34 亿元，同比小幅下降。宿迁产发其他收入来自于粮食贸易、

贷款利息和担保业务收入等。毛利率方面，2020 年宿迁产发酒类销售业务毛利率 74.21%，同比基本持平。由于酒类业务毛利率较稳定，宿迁产发主营业务毛利率 74.28%，同比变化不大。

表 9 宿迁产发主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
酒类	203.34	74.21%	221.61	73.95%
贷款利息	1.55	98.60%	0.85	95.98%
融资租赁业务	1.26	100.00%	0.00	-
粮食	1.03	4.19%	1.53	1.90%
担保	0.21	100.00%	0.23	100%
码头装卸	0.07	60.72%	0.04	42.23%
合计	207.90	74.28%	225.94	73.76%

资料来源：宿迁产发 2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2020 年末，宿迁产发资产总额为 726.52 亿元，归属于母公司的所有者权益合计 188.01 亿元，资产负债率为 38.88%；2020 年宿迁产发实现营业收入 216.17 亿元，净利润 78.79 亿元，经营活动产生的现金净流入 41.15 亿元。

表 10 宿迁产发主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	7,265,227.60	7,175,178.36	7,183,254.88
归属于母公司所有者权益	1,880,134.31	1,780,331.99	1,943,774.85
资产负债率	38.88%	41.32%	41.75%
流动比率	2.55	2.30	2.02
速动比率	1.65	1.53	1.31
营业收入	2,161,692.22	2,359,477.66	2,514,611.42
营业利润	1,035,690.56	955,944.10	1,102,109.49
净利润	787,875.47	712,754.67	831,077.35
销售毛利率	72.43%	71.26%	72.18%
总资产回报率	-	13.38%	15.93%
EBITDA	-	1,040,589.90	1,190,564.95
EBITDA 利息保障倍数	-	25.63	26.65
经营活动现金流净额	411,521.95	710,476.84	734,093.34

资料来源：宿迁产发 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，宿迁产发的主体长期信用等级为 AA+，其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

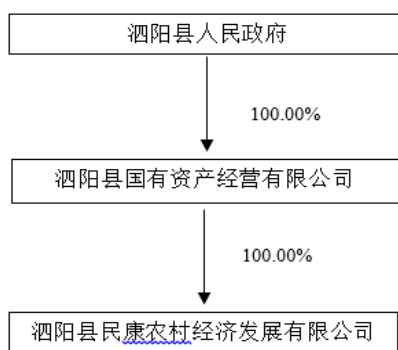
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA+。

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：亿元）	2020年	2019年	2018年
货币资金	6.25	8.56	9.27
其他应收款	67.02	52.57	63.95
存货	133.62	113.37	118.09
流动资产合计	221.46	183.54	199.50
其他非流动资产	34.80	36.17	17.76
非流动资产合计	48.42	49.33	29.24
资产总计	269.88	232.87	228.74
短期借款	6.70	7.27	4.85
其他应付款	27.95	15.15	27.03
一年内到期的非流动负债	14.14	10.79	10.40
流动负债合计	71.83	50.81	58.17
长期借款	33.93	16.94	7.84
应付债券	17.52	18.64	24.44
长期应付款	9.63	10.80	11.10
非流动负债合计	61.08	46.39	43.38
负债合计	132.91	97.19	101.55
总债务	82.72	67.47	61.46
所有者权益	136.97	135.67	127.19
营业收入	11.59	11.85	11.27
营业利润	1.40	1.78	1.99
其他收益	2.06	1.87	2.45
利润总额	1.33	1.67	1.80
经营活动产生的现金流量净额	-14.98	-10.72	13.79
投资活动产生的现金流量净额	-0.78	-0.96	-5.60
筹资活动产生的现金流量净额	17.38	11.51	-11.01
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	15.99%	17.76%	11.17%
收现比	0.99	1.08	1.18
资产负债率	49.25%	41.74%	44.40%
现金短期债务比	0.29	0.41	0.51
EBITDA（亿元）	2.54	2.64	2.54
EBITDA 利息保障倍数	0.62	0.71	0.71

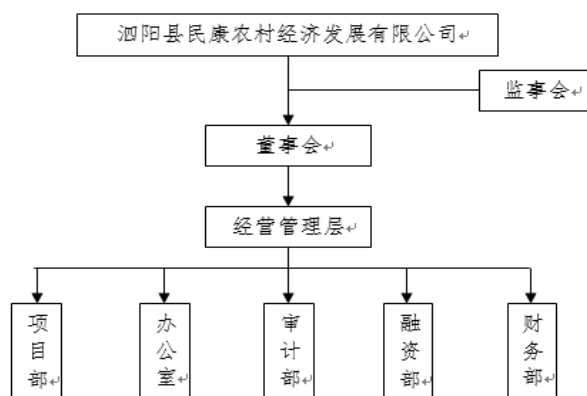
资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告及 2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 截至 2020 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
泗阳县水务发展有限公司	保证	23,025.00	2023/12/31
泗阳县水务发展有限公司	保证	9,125.00	2025/6/30
泗阳县水务发展有限公司	保证	4,525.00	2025/12/31
泗阳浩北建设投资有限公司	保证	5,000.00	2022/7/11
泗阳浩北建设投资有限公司	保证	4,000.00	2023/1/11
泗阳浩北建设投资有限公司	保证	3,000.00	2022/7/11
泗阳浩北建设投资有限公司	保证	8,000.00	2023/7/11
泗阳华至置业有限公司	保证	14,440.00	2026/9/10
泗阳华至置业有限公司	保证	16,656.00	2026/9/10
泗阳苏淮水务投资有限公司	保证	16,000.00	2024/3/14
泗阳浩北建设投资有限公司	保证	16,000.00	2024/11/25
泗阳国浩水务投资有限公司	保证	9,000.00	2022/12/25
泗阳浩北建设投资有限公司	保证	8,000.00	2024/11/25
泗阳浩北建设投资有限公司	保证	6,000.00	2023/11/7
泗阳浩北建设投资有限公司	保证	2,000.00	2021/11/7
泗阳杨源污水处理有限公司	保证	11,250.00	2024/8/19
泗阳县交通产业集团有限公司	保证	12,700.00	2024/2/1
泗阳意杨产业科技园实业有限公司	保证	3,850.28	2022/8/25
泗阳意杨产业科技园实业有限公司	保证	3,850.28	2022/9/8
泗阳华至置业有限公司	保证	6,369.06	2026/9/10
泗阳苏淮水务投资有限公司	保证	2,400.00	2022/4/1
泗阳意杨产业科技园实业有限公司	保证	8,000.00	2021/4/13
泗阳苏淮水务投资有限公司	保证	1,600.00	2022/4/1
泗阳城南新城实业投资有限公司	保证	4,750.00	2025/1/16
泗阳建鹏实业有限公司	保证	5,900.00	2021/2/12
宿迁众兴城市建设投资有限公司	保证	5,400.00	2021/6/5
江苏绿宇园林绿化工程有限公司	保证	3,700.00	2021/5/29
泗阳县交通产业集团有限公司	保证	3,000.00	2021/2/24
泗阳苏淮水务投资有限公司	保证	500.00	2022/4/1
泗阳绿浩实业有限公司	保证	2,000.00	2021/6/21
泗阳国宇实业有限公司	保证	8,000.00	2021/3/6
泗阳千茂实业有限公司	保证	11,625.00	2024/6/10
江苏嘉隆工程建设有限公司	保证	13,400.00	2021/6/9
泗阳苏北水务投资有限公司	保证	200.00	2021/1/14
泗阳县佳鼎实业有限公司	保证	10,000.00	2021/4/25
泗阳城东污水处理有限公司	保证	6,287.05	2023/12/13

被担保单位名称	担保类型	担保余额	被担保债务到期时间
泗阳城东污水处理有限公司	保证	6,287.05	2024/1/4
泗阳城东污水处理有限公司	保证	5,099.19	2023/12/20
江苏晨越高新材料有限公司	保证	3,000.00	2021/6/28
江苏晨越高新材料有限公司	保证	3,000.00	2021/6/28
泗阳城东污水处理有限公司	保证	13,333.33	2023/1/16
泗阳县交运客运有限公司	保证	10,974.74	2025/5/19
泗阳城东污水处理有限公司	保证	10,461.66	2025/1/8
泗阳城东污水处理有限公司	保证	10,900.00	2027/12/25
泗阳城南新城实业投资有限公司	保证	7,994.46	2025/5/15
泗阳县交通产业集团有限公司	保证	8,000.00	2021/1/15
泗阳城南新城实业投资有限公司	保证	7,000.00	2021/6/4
泗阳意杨产业科技园实业有限公司	保证	4,750.00	2025/4/9
泗阳县创辉投资有限公司	保证	5,000.00	2025/6/15
泗阳县创辉投资有限公司	保证	3,200.00	2027/5/8
泗阳双河实业有限公司	保证	2,500.00	2021/1/15
泗阳城南新城实业投资有限公司	保证	10,000.00	2021/8/5
泗阳城南新城实业投资有限公司	保证	8,000.00	2023/11/13
泗阳县国有资产经营有限公司	保证	7,000.00	2021/7/7
泗阳县新农村建设投资有限公司	保证	5,000.00	2021/7/13
泗阳意杨产业科技园实业有限公司	保证	4,000.00	2021/7/10
江苏嘉隆工程建设有限公司	保证	3,000.00	2021/6/29
泗阳城南新城实业投资有限公司	保证	3,000.00	2021/9/15
泗阳城南新城实业投资有限公司	保证	1,000.00	2021/9/15
泗阳城南新城实业投资有限公司	保证	1,000.00	2021/9/15
泗阳县文化旅游集团有限公司	保证	1,500.00	2021/9/7
江苏嘉隆工程建设有限公司	保证	1,400.00	2021/9/4
泗阳县康景园林绿化有限公司	保证	1,000.00	2021/6/25
泗阳意杨产业科技园实业有限公司	保证	1,000.00	2021/6/26
泗阳国丰投资管理有限公司	保证	4,636.80	2031/3/5
泗阳国丰投资管理有限公司	保证	2,477.22	2031/3/5
泗阳苏北水务投资有限公司	保证	5,600.00	2026/4/15
江苏泗阳经济开发区实业有限公司	保证	6,450.00	2023/5/25
江苏泗阳经济开发区实业有限公司	保证	36,000.00	2028/11/20
泗阳科创投资发展有限公司	保证	18,000.00	2025/12/10
泗阳县佳鼎实业有限公司	保证	15,998.00	2024/6/7
泗阳县佳鼎实业有限公司	保证	3,002.00	2024/6/7
宿迁开佳实业有限公司	保证	6,000.00	2021/1/20
江苏海欣纤维有限公司	保证	4,000.00	2021/2/15

被担保单位名称	担保类型	担保余额	被担保债务到期时间
泗阳县佳鼎实业有限公司	保证	15,000.00	2023/8/26
宿迁东方建设工程有限公司	保证	2,800.00	2021/7/16
江苏万绿园林绿化工程有限公司	保证	4,000.00	2021/12/24
江苏泗阳企茂管网工程有限公司	保证	25,000.00	2025/12/31
泗阳县康城建设工程有限公司	保证	2,500.00	2021/6/8
泗阳国丰投资管理有限公司	保证	2,898.00	2031/3/5
泗阳苏北水务投资有限公司	保证	5,413.92	2026/4/15
泗阳苏北水务投资有限公司	保证	5,413.92	2026/4/15
泗阳县水务发展有限公司	保证	4,250.00	2025/12/31
泗阳县水务发展有限公司	保证	3,000.00	2025/12/31
泗阳县水务发展有限公司	保证	2,000.00	2025/12/31
泗阳县水务发展有限公司	保证	4,250.00	2026/4/19
泗阳县水务发展有限公司	保证	2,000.00	2025/12/31
泗阳县水务发展有限公司	保证	3,000.00	2025/12/31
泗阳县水务发展有限公司	保证	5,000.00	2025/12/31
泗阳县水务发展有限公司	保证	9,000.00	2025/6/30
泗阳县水务发展有限公司	保证	7,000.00	2023/12/31
泗阳县水务发展有限公司	保证	8,000.00	2025/6/30
泗阳县水务发展有限公司	保证	5,000.00	2025/12/31
泗阳国丰投资管理有限公司	保证	4,636.80	2031/3/5
泗阳县水务发展有限公司	保证	7,417.80	2024/6/1
泗阳县水务发展有限公司	保证	7,417.80	2024/6/1
泗阳国丰投资管理有限公司	保证	3,612.00	2031/3/5
泗阳县水务发展有限公司	保证	3,423.60	2024/5/31
泗阳县水务发展有限公司	保证	3,423.60	2024/5/31
泗阳县交运客运有限公司	保证	3,500.00	2021/2/7
宿迁锦尚园林绿化工程有限公司	保证	2,500.00	2021/4/8
泗阳县交运客运有限公司	保证	4,500.00	2021/2/10
泗阳城南新城实业投资有限公司	保证	6,500.00	2021/6/24
合计	-	682,574.56	-

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

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）
泗阳县民悦投资有限公司	泗阳县	100%	出资设立
泗阳县民泰投资有限公司	泗阳县	100%	出资设立

资料来源：公司提供，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	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	$\text{未受限货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$
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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款}$
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。