

睢宁县润企投资有限公司及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2021)100763】

评级对象: 睢宁县润企投资有限公司及其发行的公开发行债券

	本次跟踪:	前次跟踪:	首次评级:
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
15 睢宁润企债	AA/稳定/AA/2021年6月29日	AA/稳定/AA/2020年6月29日	AA/稳定/AA/2015年4月13日
17 睢宁润企债	AA/稳定/AA/2021年6月29日	AA/稳定/AA/2020年6月29日	AA/稳定/AA/2017年8月24日
18 润企投资 MTN001	AA/稳定/AA/2021年6月29日	AA/稳定/AA/2020年6月29日	AA/稳定/AA/2018年10月15日
19 润企投资 MTN001	AA/稳定/AA/2021年6月29日	AA/稳定/AA/2020年6月29日	AA/稳定/AA/2019年8月13日

主要财务数据及指标

项 目	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	7.83	10.71	1.52	1.65
刚性债务	54.80	58.10	52.38	51.76
所有者权益	80.27	82.12	85.29	84.95
经营性现金净流入量	0.22	8.25	6.80	0.60
合并数据及指标:				
总资产	330.80	372.49	390.10	406.04
总负债	207.25	240.58	253.34	269.09
刚性债务	152.64	173.31	193.38	207.31
所有者权益	123.55	131.91	136.76	136.95
营业收入	17.07	18.30	18.84	1.38
净利润	2.56	3.06	4.98	0.19
经营性现金净流入量	-10.61	-4.31	-21.40	5.74
EBITDA	9.38	8.30	9.25	—
资产负债率[%]	62.65	64.59	64.94	66.27
长短期债务比[%]	148.52	134.07	154.96	150.07
营业利润率[%]	18.81	22.38	31.96	13.68
短期刚性债务现金覆盖率[%]	78.61	99.24	52.42	63.78
营业收入现金率[%]	64.92	147.84	164.67	266.86
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-12.01	-2.28	-13.57	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.07	1.05	1.34	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.05	0.05	—

注:根据睢宁润企经审计的2018-2020年及未经审计的2021年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

杨亿 yangyi@shxsj.com
李佳卫 ljw@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对睢宁县润企投资有限公司(简称睢宁润企、发行人、该公司或公司)及其发行的公开发行债券(15 睢宁润企债、17 睢宁润企债、18 润企投资 MTN001 与 19 润企投资 MTN001,简称“上述债券”)的跟踪评级反映了 2020 年以来睢宁润企在区域市场及股东支持方面保持优势,同时也反映了公司在委托代建项目回款、资产变现、债务偿付、盈利依赖性及对外担保等方面面临的压力持续或加大。

主要优势:

- **区域市场优势地位。**睢宁润企系睢宁县重要的城市基础设施、棚户区改造和保障性住房项目建设主体,业务地位较突出。
- **股东支持持续。**近年来睢宁润企在资产注入和补贴等方面可持续获得股东的支持。

主要风险:

- **委托代建业务回款慢。**睢宁润企委托代建项目主要由睢宁县政府回购,资金由睢宁县政府安排支付,回笼周期长,因回款规模不及投资支出规模,公司资金筹措高度依赖外部融资渠道,面临较大的投融资压力。
- **资产变现能力较弱。**睢宁润企应收类款项规模大,回收时间无法确定,其他资产主要以存货开发成本及土地资产为主,存货中代建资产开发及回购周期较长,商品房变现能力易受当地楼市影响,另外公司所持大部分土地资产已被抵押。整体看公司资产变现能力较弱。
- **债务偿付压力加大。**2020 年以来随着委托代建与定销房项目的持续开发,睢宁润企加大债务融资力度,债务规模有所扩张,偿付压力有所加大。

- 盈利对非经常性损益依赖度高。睢宁润企期间费用对毛利侵蚀严重，业务盈利能力较弱，盈利对政府补贴及公允价值变动收益依赖度高。
- 担保代偿风险较大。睢宁润企对外担保金额较大，面临较大的或有损失风险。

➤ 未来展望

通过对睢宁润企及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析与评估，本评级机构决定维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



睢宁县润企投资有限公司及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2015 年睢宁县润企投资有限公司公司债券、2017 年睢宁县润企投资有限公司公司债券、睢宁县润企投资有限公司 2018 年度第一期中期票据和睢宁县润企投资有限公司 2019 年度第一期中期票据（分别简称“15 睢宁润企债”、“17 睢宁润企债”、“18 润企投资 MTN001”和“19 润企投资 MTN001”，或“上述债券”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据睢宁润企提供的经审计的 2020 年及未经审计的 2021 年第一季度财务报表及相关经营数据，对睢宁润企的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经国家发展和改革委员会发改财金[2015]2526 号文和发改企业债券[2016]355 号文核准，该公司于 2015 年 11 月 19 日发行了 15 睢宁润企债，发行规模为 15.00 亿元，期限为 7 年，发行利率为 5.42%；于 2017 年 11 月 1 日发行了 17 睢宁润企债，发行规模为 8.40 亿元，期限为 7 年，发行利率为 6.78%。上述债券均设置了本金提前偿还条款，即自债券发行后第 3 年起，分 5 年等额偿还债券本金，即后 5 年每年偿还债券本金的 20%。15 睢宁润企债于 2018 年 11 月、2019 年 11 月和 2020 年 11 月分别偿还本金 3.00 亿元。17 睢宁润企债于 2020 年偿还本金 1.68 亿元。15 睢宁润企债募集资金在扣除发行费用后全部用于润和苑、润丰园、虹润花园和润景新城 4 个安置小区的建设。17 睢宁润企债募集资金在扣除发行费用后全部用于人民东路南保障安居（凯旋府邸保障房）项目。上述项目已完成建设，募集资金剩余 270 万元，主要用于支付后续工程尾款。

该公司申请发行注册金额为 10 亿元的中期票据于 2018 年 4 月 27 日获得中国银行间市场交易商协会批准（中市协注[2018]MTN246 号文）。2018 年 12 月 28 日公司发行了首期 18 润企投资 MTN001，发行规模为 3.50 亿元，期限为 3 年，发行利率为 7.20%。2019 年 8 月 27 日公司在注册额度内发行了 19 润企投资 MTN001，发行规模为 6.50 亿元，期限为 3 年，发行利率为 7.20%。18 润企投资 MTN001 募集资金在扣除发行费用后全部用于阳光家园北保障安居工程一期项目。19 润企投资 MTN001 募集资金在扣除发行费用后全部用于阳光家园北保障安居工程二期项目和人民东路北保障安居工程（凯旋家园）项目建设。上述项目已完工，剩余募集资金主要用于支付后续工程尾款。

图表 1. 跟踪债券募投项目情况（单位：亿元）

项目名称	开工时间	项目总投资	拟使用募集资金	截至 2021 年 3 月末已投资	其中：已使用债券募集资金	2021 年 4-12 月计划投资额
15 睢宁润企债：						
润和苑	2015.06	4.96	2.90	4.96	2.90	—
润丰园	2015.12	4.55	2.68	4.55	2.68	—
虹润花园	2015.12	5.86	3.45	5.86	3.45	—
润景新城	2015.06	10.11	5.85	10.11	5.85	—
17 睢宁润企债：						
凯旋府邸保障房一、二期项目	2016.06	8.38	3.70	18.75	3.70	—
凯旋府邸保障房三、四期项目	2016.12	10.37	4.64		4.61	
18 润企投资 MTN001：						
阳光家园北保障安居工程一期项目	2017.06	5.75	3.50	5.75	3.32	—
19 润企投资 MTN001：						
阳光家园北保障安居工程二期项目	2017.06	6.25	3.50	6.25	6.32	—
人民东路北保障安居工程（凯旋家园）项目	2017.12	5.30	3.00	5.30		—
合计	-	61.53	33.22	60.05	32.83	1.48

资料来源：睢宁润企

截至 2021 年 5 月末，该公司存续债券如图表 2 所示，发行金额合计 77.23 亿元，待偿还本金余额为 52.35 亿元。

图表 2. 公司合并范围内存续债券概况（单位：亿元）

承债主体	债项名称	发行金额	余额	期限	发行利率 (%)	起息日	到期日	本息兑付情况
睢宁润企	14 睢宁润企债	12.00	2.40	7 年	7.10	2014-06-25	2021-06-25	正常付息，部分本金已偿还
	15 睢宁润企债	15.00	6.00	7 年	5.42	2015-11-20	2022-11-20	正常付息，部分本金已偿还
	17 睢宁润企债	8.40	6.72	7 年	6.78	2017-11-02	2024-11-02	正常付息，部分本金已偿还
	18 润企投资 MTN001	3.50	3.50	3 年	7.20	2019-01-02	2022-01-02	正常付息
	19 润企投资 MTN001	6.50	6.50	3 年	7.20	2019-08-29	2022-08-29	正常付息
	20 苏润企投资 ZR001	3.00	3.00	3 年	6.02	2020-03-30	2023-03-30	正常付息
	20 润企投资 PPN001	4.00	4.00	3 年	7.00	2020-07-30	2023-07-30	未到付息期
万国实业	16 睢宁棚改项目 NPB	11.50	6.90	5 年	4.14	2016-10-21	2021-10-21	正常付息，部分本金已偿还
博融农业	20 博融 01	3.00	3.00	3 年	7.50	2020-12-04	2023-12-04	未到付息期
	21 博融 01	2.20	2.20	2 年	7.40	2021-01-12	2023-01-12	未到付息期
	21 博融 02	2.13	2.13	3 年	6.80	2021-04-19	2024-04-19	未到付息期
	21 博融专项债	6.00	6.00	7 年	6.50	2021-04-30	2028-04-30	未到付息期
合计	—	77.23	52.35	—	—	—	—	—

资料来源：睢宁润企（截至 2021 年 5 月末）

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2021 年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021 年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅

压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

(2) 行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情影响，城投企业在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。2021 年，在政府抓实化解政府隐性债务风险、降杠杆率的背景要求下，城投企业融资环境预计将有所收紧，期间平台资质分化仍将持续，债务率偏高地区的城投企业再融资压力可能加大。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。2020 年，我国持续推进新型城镇化和乡村振兴，城乡区域发展格局不

断优化，年末城镇化率已超过 60%。根据 2021 年《政府工作报告》，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是“十四五”时期经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，加快农业转移人口市民化，常住人口城镇化率提高到 65%，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，该领域的建设及融资模式也正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域，是我国城镇化建设的重要力量。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号），对地方政府性债务进行清理和甄别。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有一定保障。

从具体政策环境来看，2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017 年至 2018 年上半年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。2018 年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。2018 年 7 月，国务院常务会议确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施，指出要“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，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10 月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），进一步明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。2019 年 3 月，《政

府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务，不能搞“半拉子”工程。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出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。

2020年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。目前我国疫情防控已取得明显成效，经济增长处于稳步恢复中，同时化解政府隐性债务工作持续重点推进。2020年12月，中央经济工作会议指出2021年要“抓实化解政府隐性债务风险工作”；2021年3月，国务院常务会议明确要求“保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”。在政府抓实化解政府隐性债务风险、降杠杆率的背景要求下，2021年城投企业融资环境预计将有所收紧，对城投新增债务的管控力度将较上年有所加强，期间平台资质分化仍将持续。近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力，债务率偏高地区的城投企业再融资压力可能加大。

(3) 区域经济环境

作为传统农业大县，睢宁县农业产业化程度较高，但工业起步较晚，2020年睢宁县经济增速及投资增速均有所放缓，经济面临下行压力。同期睢宁县土地市场交易活跃度有所回升，出让面积与单价均有所提高。

睢宁县属于传统农业大县，农业产业化程度较高，是江苏省开展设施种植、养殖最早的县份之一，而工业起步较晚，地方经济总量在徐州市下辖各县、市中排名相对靠后。2018-2020年，该县实现地区生产总值分别为577.30亿元、612.67和619.34亿元，同比分别增长4.4%、6.2%和1.09%。2018-2020年，该县全社会规模以上固定资产投资同比分别增长3.9%、7.8%和6.0%。2020年该县居民人均可支配收入为24,980元，同比增长5.0%。

图表 3. 2018-2020 年睢宁县主要经济指标（单位：%）

指 标	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值（亿元）	577.30	4.4	612.67	6.2	619.34	1.09
人均生产总值（元）	56,149	4.3	59,460	5.9	60,000	0.9
规模以上固定资产投资（亿元）	—	3.9	—	7.8	—	6.0
社会消费品零售总额（亿元）	215.32	10.4	226.21	5.1	420.00	—
出口总额/进出口额（亿美元）	44.84	83.3	46.09	9.3	60.00	—
城镇居民人均可支配收入（元）	27,718	8.5	29,923	8.0	24,980	5.0
农民人均可支配收入（元）	16,546	9.4	18,029	9.0		

资料来源：睢宁县 2018-2019 年国民经济和社会发展统计公报，睢宁县 2021 年政府工作报告。

注：2018-2019 年为出口总额，2020 年为进出口额口径。

2018-2020 年，睢宁县土地出让建筑面积分别为 1,229.21 万平方米、977.49 万平方米和 1,109.43 万平方米，呈一定波动，其中住宅用地出让建筑面积逐年递增。同期土地出让楼面价分别为 516.82 元/平方米、352.58 元/平方米和 493.78 元/平方米；2019 年成交地块中住宅用地占比提高，当年住宅用地出让单价大幅下降，以致整体土地出让均价大幅下滑。2020 年住宅用地成交量齐升，带动总体出让金规模增加，土地市场景气度回升。

图表 4. 2018-2020 年睢宁县土地市场交易情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
土地出让总建筑面积（万平方米）	1,229.21	977.49	1,109.43
其中：住宅用地出让建筑面积（万平方米）	293.82	354.17	384.62
商办用地出让建筑面积（万平方米）	244.35	122.19	196.01
工业用地出让建筑面积（万平方米）	668.95	454.19	498.78
土地出让总价（亿元）	63.53	34.46	54.78
其中：住宅用地出让总价（亿元）	38.90	20.83	36.13
商办用地出让总价（亿元）	17.45	8.60	13.25
工业用地出让总价（亿元）	6.45	3.74	4.15
土地出让楼面均价（元/平方米）	516.82	352.58	493.78
其中：住宅用地出让楼面均价（元/平方米）	1,324.09	588.22	939.26
商办用地出让楼面均价（元/平方米）	714.33	704.00	676.12
工业用地出让楼面均价（元/平方米）	96.46	82.45	83.28

资料来源：CREIS，并经新世纪评级整理

2. 业务运营

该公司为睢宁县重要的城市基础设施、棚户区改造和保障性住房项目建设主体，主营业务包括委托代建、工程施工和房地产开发销售等。随着基建项目、保障性住房及自营性项目的陆续实施，公司保持较大规模的投资支出；受财政资金安排等因素影响，委托代建业务回款周期较长，公司资金筹措对外部融资渠道的依赖性高。公司其他业务涉及粮食销售、建材贸易、木质家具、有线电视、供热等，但规模较小，对盈利贡献有限。

该公司是睢宁县重要的城市基础设施、棚户区改造和保障性住房项目建设主体，公司业务类型是委托代建、工程施工和房屋销售。2018-2020 年，公司分别实现营业收入 17.07 亿元、18.30 亿元和 18.84 亿元。具体看，委托代建收入主要受项目施工进度及财政回购安排影响，近三年收入先降后升；由于土地获取及开发节奏的放缓，2018-2020 年房屋销售业务收入逐步回落；近三年工程施工业务收入保持增长，为公司收入提供有益补充。2020 年公司其他类型收入还包括建材贸易、木材贸易及木制家具 2.07 亿元，粮食销售 0.69 亿元，有线电视 0.11 亿元，供热 0.13 亿元，土地开发咨询服务 0.82 亿元，开发服务费 0.68 亿元等。开发服务费主要由公司及子公司万国实业与睢宁县乡镇人民政府签订《土地开发合作协议》，公司承担资金筹措、土地开发整理、相关基础设施建设及招商引资、乡村振兴产业培育等任务，乡镇人民政府承担土地征

收、转用、建筑物拆迁、居民回迁安置等职能。相关项目完工并经县审计局审定后，公司可获得投融资咨询服务费（项目资金成本占用费）、策划服务费（按土地出让净收益的一定比例确认）和项目增值溢价分成（按土地出让净收益的一定比例确认）。

2021 年第一季度，该公司营业收入为 1.38 亿元，因项目结转周期所致委托代建及房屋销售业务未确认收入，收入主要来自于工程施工、贸易、供热、粮食销售等业务。2018-2020 年及 2021 年第一季度，公司综合毛利率分别为 11.02%、21.48%、17.33% 和 19.12%，波动较大，主要受房屋销售业务的影响。

图表 5. 公司营业收入及毛利率情况

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年第一季度
营业总收入（亿元）	17.07	18.30	18.84	1.38
其中：主要业务收入（亿元）	16.26	12.53	13.73	0.71
在营业总收入中所占比重（%）	95.25%	68.46%	72.86%	51.66%
其中：（1）委托代建（亿元）	5.14	2.11	4.30	—
在营业总收入中所占比重（%）	30.09%	11.51%	22.81%	—
（2）房屋销售（亿元）	9.37	8.38	7.33	—
在营业总收入中所占比重（%）	54.89%	45.78%	38.87%	—
（3）工程施工（亿元）	1.75	2.04	2.10	0.71
在营业总收入中所占比重（%）	10.28%	11.17%	11.17%	51.66%
综合毛利率（%）	11.02%	21.48%	17.33%	19.12%
其中：（1）委托代建（%）	10.16%	7.33%	11.87%	—
（2）房屋销售（%）	28.86%	18.28%	23.31%	—
（3）工程施工（%）	12.28%	11.08%	12.90%	37.64%

资料来源：睢宁润企

A. 基础设施代建业务

受睢宁县政府的委托，该公司主要承担县城范围内的城市基础设施建设职责。睢宁县政府与公司签订了《委托代建及项目回购协议书》（简称“委托代建协议”），承诺对于 2009-2020 年委托公司投资建设的工程项目在完工后予以回购。委托代建协议为一揽子协议，每个具体的回购项目再由公司与睢宁县政府签订项目回购协议。2020 年以后睢宁县政府与公司的委托代建协议根据当年实际的项目需求签订，当年共签订协议合同金额 48.98 亿元。

项目委托代建前期，该公司以自有资本金或外部融资对代建项目进行投资、建设和管理，项目建设完工并验收合格后与政府结算工程款，由县财政局安排支付。实际回购价以县审计局审定的数额为准。如为棚户区改造等项目，政府方将根据地块出让情况，偿还公司前期垫资，或协调财政周转资金出让等价值土地给公司置换前期投资。公司根据睢宁县政府的年度工作目标，制定项目资金安排计划，业务经营对政府的依赖性较大。

该公司委托代建项目的回购金额由项目建设成本和建设服务费构成，项目建设成本为项目竣工验收后审计确定的实际投入成本（包含产生的相关利

息及税费)，一般建设服务费为经审定的实际投入成本金额的一定比例，具体比例根据每个项目的筹资成本、公司投入的工作量等因素依协议确定（通常为 10%-30%）。

图表 6. 公司主要已完工未完成回购的基础设施建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设期间	总投资	实际投资	拟回购金额	已回购金额
徐沙河治理项目	2014-2016	2.30	2.30	2.65	2.20
元府西路延伸段棚户区改造	2018-2019	5.79	5.79	6.60	-
睢城街道西片区棚户区改造项目	2018-2020	5.09	5.09	6.80	-
徐沙河 2 号、小闫河 4 号地块棚户区改造	2018-2020	5.00	5.00	6.60	-
合计	—	18.18	18.18	22.65	2.20

资料来源：睢宁润企（截至 2021 年 3 月末）

该公司委托代建的基建项目资金实际回收受财政安排影响大，与账面确认存在时间错配。截至 2021 年 3 月末，公司主要未完成回购的已完工委托代建基建项目实际投资金额合计 18.18 亿元，回购金额合计 22.65 亿元，实际到账金额为 2.20 亿元，尚未回购金额 20.45 亿元。睢宁县政府对于回购款的回款周期在代建协议中并无明确承诺，因此项目回款期限存在不确定性。

图表 7. 公司主要在建的基建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	累计已投资	计划回购金额	未来拟投资额		
				2021 年 4-12 月	2022 年	2023 年
北辰花园南区、北区	14.95	12.30	16.00	2.65	-	-
睢河北路一标段、二标段	1.90	1.85	2.00	0.05	-	-
人民路北侧一号地（人民东路一号地）	5.50	5.30	6.00	0.20	-	-
中央大街南旧城改造	5.90	5.10	6.40	0.60	0.20	-
三利皮革厂城镇化	3.50	3.00	3.78	0.50	-	-
北陵片区棚户区改造项目	6.30	4.30	8.50	2.00	-	-
徐沙河南棚户区改造项目	6.01	4.20	7.90	1.81	-	-
文学路棚户区改造项目	6.50	5.95	8.55	0.55	-	-
现代农业示范园二期项目	2.10	0.53	2.50	1.26	0.31	-
合计	52.66	42.53	61.63	9.62	0.51	-

资料来源：睢宁润企（截至 2021 年 3 月末）

截至 2021 年 3 月末，该公司在建的基建项目共计 9 个，预计投资额合计 52.66 亿元，累计已投资 42.53 亿元，还需投资 10.13 亿元；拟建项目 6 个，总投资 22.19 亿元，目前合规手续均在办理中。

图表 8. 公司主要拟建的基建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设期间	计划投资额	其中：资本金	计划回购总额
睢宁市政管网提升工程项目	2021-2023	5.40	1.62	6.00
中山北路延伸段地下综合管廊项目	2021-2023	3.30	1.00	3.80
睢宁城区燃气管网工程项目	2021-2022	4.20	1.10	4.90
睢宁城区供热管网工程项目	2021-2022	4.50	1.67	5.20
睢宁县庆安水库北种植园项目	2021-2022	1.90	0.50	2.20

项目名称	建设期间	计划投资额	其中：资本金	计划回购总额
睢宁县城南和高铁商务区给排水工程项目	2021-2023	2.89	0.87	3.40
合计	--	22.19	6.76	25.50

资料来源：睢宁润企（截至 2021 年 3 月末）

（2）房屋销售业务

该公司定销房业务一般由睢宁县政府委托公司承建，根据政府定销房建设计划，国土部门通过土地市场“招拍挂”将定销房建设用地带条件上市供应，公司摘牌后，缴纳土地出让金，并办理项目建设手续。项目完成竣工验收后，对棚户区改造项目居民进行定向销售或由政府根据委托代建协议分期支付回购款。公司将定销房业务收入纳入“委托代建收入”分类项下核算。另外，部分项目配套一定数量可非定向销售的商品房，该部分房屋销售收入纳入“房屋销售收入”分类项下核算。

该公司早期承建的定销房项目（如虹润花园、花园安置小区、睢河湾保障房等）全部用于旧改居民安置，回款来自于政府回购。之后部分项目（如润和苑、金泰名城、下邳公园等）全部用以市场化销售，回款来自于销售资金回笼。其他多数项目一般配合政府的拆迁安置计划保留一定户数对旧改居民定向安置，政府按协议价进行回购，剩余户则按市场化进行销售。

图表 9. 公司已完工定销房项目（单位：亿元、万平方米）

项目名称	开工时间	竣工时间	计划投资额	已完成投资	总建筑面积	总可售面积	回购面积	合同销售面积	剩余可售面积	去化率	回购金额	回购实际到账金额	累计合同销售金额
虹润花园	2015.12	2017	5.86	5.86	20.11	12.91	12.91	—	—	100.00%	6.74	5.90	—
花园安置小区	2015	2017	2.30	2.30	14.79	14.51	14.51	—	—	100.00%	2.50	1.80	—
睢河湾保障房	2015	2017	4.72	4.72	19.65	17.68	17.68	—	—	100.00%	5.66	3.00	—
西华园	2015	2017	5.60	5.60	21.88	20.40	13.98	6.42	—	100.00%	4.21	5.80	3.44
润和苑（一期）	2015.06	2018.07	4.96	4.96	10.40	7.96	—	7.96	—	100.00%	—	—	3.88
润和苑二期（公园里）	2015.09	2018.07	2.55	2.55	8.18	6.94	—	6.94	—	100.00%	—	—	3.00
润丰园	2015.12	2019	4.55	4.55	20.11	17.65	17.65	—	—	100.00%	5.25	—	—
滨河苑安置小区	2017.06	2019.06	2.15	2.15	8.74	6.83	1.01	5.82	—	100.00%	0.37	—	2.09
凯旋家园（人民东路北保障安居工程）	2017.12	2020.05	5.30	5.30	21.61	15.78	12.73	3.05	—	100.00%	4.92	—	1.71
金泰名城	2017.05	2019.02	4.50	4.50	20.24	16.35	—	10.69	5.66	65.38%	—	—	5.43
润景新城	2015.06	2019	10.11	10.11	34.18	24.75	9.07	14.68	1.00	95.96%	4.26	—	8.85
凯旋府邸	2016.06	2020	18.75	18.75	44.52	30.35	17.89	5.56	6.90	77.27%	12.70	—	2.69
阳光家园北（徐沙河南侧地块定销房）	2017.06	2020	12.00	12.00	27.35	20.20	10.70	7.20	2.30	88.61%	7.26	1.00	4.18
云河嘉苑	2018	2019	4.30	4.30	22.06	16.93	7.51	5.18	4.24	74.96%	2.20	—	3.15
下邳公园	2018.06	2020.09	6.76	6.76	18.20	13.50	—	2.12	11.38	15.70%	—	—	2.11
合计	—	—	94.41	94.41	312.02	242.74	135.64	75.62	31.48	87.03%	56.07	17.50	40.53

资料来源：睢宁润企（截至 2021 年 3 月末）

注：回购金额为基于立项测算与实际回购面积占比测算所得。

截至 2021 年 3 月末，该公司已完工未完全实现回购的定销房项目共计 15 个。上述项目累计总投资为 94.41 亿元，总可售面积 242.74 万平方米，已完成去化 87.03%，其中 135.64 万平方米已用于旧改居民安置，75.62 万平方米实现市场化销售。按照市场化销售均价计算（5360 元/平方米），上述项目剩余可售面积 31.48 万平方米对应货值约 17 亿元。政府回购部分资金到账速度较慢。

图表 10. 公司主要在在建定销房项目（单位：亿元、万平方米）

项目名称	开工时间	(预计)竣工时间	(预计)开盘销售时间	计划投资额	已完成投资	总建筑面积	总可售面积	回购面积	合同销售面积	剩余可售面积	全项目概算回购金额	累计合同销售金额
北辰花园	2018	2021	2019.06	14.95	12.30	68.20	42.36	23.40	11.49	7.47	19.08	6.88
润柏华庭	2019	2022	2020.03	14.32	6.86	44.90	28.27	12.43	9.18	6.66	16.50	5.86
凯旋雅苑	2020	2022	2020.1	6.46	1.96	20.20	14.65	3.27	9.46	1.92	8.48	5.73
永昶嘉园（新城区北侧地块定销房）	2018	2021	统一安置	4.29	4.00	14.99	11.94	11.94	—	—	4.90	—
文华中学南、人民西路延伸段 3 号 4 号地	2019	2021	尚未开盘	17.60	9.00	61.46	39.82	—	—	39.82	20.20	—
康桥新苑	2020	2022	尚未开盘	6.10	1.42	17.40	12.63	—	—	12.63	8.16	—
红叶路东侧青年路北侧保障安居工程（润景嘉苑）	2020	2023	尚未开盘	6.90	3.38	23.14	16.81	—	—	16.81	8.65	—
合计	—	—	—	70.62	38.92	250.29	166.48	51.04	30.13	85.31	85.97	18.47

资料来源：睢宁润企（截至 2021 年 3 月末）

注：全项目概算回购金额为公司立项测算值（假设项目 100%由政府回购）。

截至 2021 年 3 月末，该公司主要在在建定销房项目 7 个，总建筑面积为 250.29 万平方米，预计投资额合计 70.62 亿元，累计已投资 38.92 亿元，公司后续面临较大的资金支出压力。在建项目中已在售的北辰花园、润柏华庭、凯旋雅苑的整体去化率超过 80%，去化率尚可，永昶嘉园由政府进行全额回购，但上述 4 个项目的回购资金均未到账；其他项目则尚未开盘。

图表 11. 公司主要拟建定销房项目（单位：亿元、万平方米）

项目名称	(预计)开工时间	(预计)竣工时间	计划投资额	总建筑面积	总可售面积
中医院北侧安置房项目	2021	2024	17.00	44.00	25.83
广厦家园北保障安居工程二期项目	2021	2023	8.87	24.48	16.93
广厦家园北保障安居工程一期项目	2021	2023	8.94	24.11	16.65
龙韵中学西侧安置房项目	2021	2023	5.70	16.81	12.55
四季花城	2021	2023	4.26	22.31	15.28
徐沙河南侧安置房项目	2021	2023	7.65	23.70	15.82
云和郡	2021	2023	6.51	15.00	9.95
合计	—	—	58.93	170.41	113.01

资料来源：睢宁润企（截至 2021 年 3 月末）截至 2021 年 3 月末，该公司主要拟建的定销房项目共计 7 个，总建筑面积为 170.41 万平方米，预计投资额合计 58.93 亿元，均计划于 2021 年内开工并预计集中于 2023-2024 年竣工。

2018 年，该公司结转房产销售收入 9.37 亿元，主要来自于金泰名城、润和苑一期及二期、凯旋府邸等项目。2019 年结转收入 8.38 亿元，主要来自于

润景新城（3.69 亿元）、滨河苑（2.09 亿元）、睢宁人家（1.87 亿元）等项转。2020 年结转收入 7.33 亿元，主要来自于凯旋府邸（2.40 亿元）、润景新苑（3.73 亿元）、润福苑（1.11 亿元）等项目。2018-2020 年，公司房屋销售毛利率分别为 28.86%、18.28%和 23.31%，其中 2019 年较低主要系滨河苑项目售价较低所致。

土地储备方面，2020 年以来该公司通过招拍挂获得土地 71.21 万平方米，土地出让金共计 15.55 亿元，用于后续开发建设。截至 2020 末，公司拥有计入存货中的待开发的土地 309.19 万平方米，账面价值 44.38 亿元。

（3）工程施工业务

该公司下属子公司睢宁县水利工程建筑安装公司具有水利水电工程施工总承包二级资质、房屋建筑工程施工总承包三级资质、地基与基础工程专业承包三级资质等，涉及的业务包括桥梁涵洞建设，河道水环境整治，水库除险加固，土地复垦、荒滩工地开发整理和农田水利改造等。2018-2020 年，公司分别实现工程施工收入 1.75 亿元、2.04 亿元和 2.10 亿元。2020 年公司完工工程 61 项，工程数量较多但单项目体量较小，包括睢宁县城区北外环北侧片区污水收集系统一期工程 B 标段、睢宁县黄墩湖洼地治理工程施工 1 标、睢宁县黄墩湖滞洪区调整与建设工程施工 2 标段（新工桥）、西沙河剩余段（朱海水库-叶长段、闸塘口-孟河头段）睢宁县境内工程施工标、睢宁县城区污水东输管网工程等项目。

管理

该公司为地方国有独资企业。公司与政府部门等关联方资金往来金额较大，以被净占用为主。

该公司成立以来，产权关系一直未发生变化，睢宁县预算外资金管理局（简称“外管局”）是公司唯一股东，公司产权结构稳定、清晰。

跟踪期内该公司组织架构、高管人员无重大变化。公司员工总体偏年轻化，较为缺乏经营管理经验，同时部门间有职能重叠情况，组织效率有待增强。公司组织架构见附录二。

该公司与当地政府部门、行政事业单位及其关联方等资金往来较为频繁且金额较大。根据审计报告所载，截至 2020 年末公司其他应收款为 75.36 亿元，其中与政府单位及政府融资平台往来款的账面价值占其他应收款账面价值的比重为 91.55%；具体看，应收睢宁县城市建设指挥部往来款 24.19 亿元、应收睢宁县姚集镇财政所 6.56 亿元、应收睢宁县经济开发区财政局往来款 5.72 亿元、应收睢宁县物资站 2.28 亿元。同期末公司其他应付款为 19.38 亿元，其中往来款 18.36 亿元，前五大应付对象为姚集镇土地增减挂钩建设指挥部、睢宁县财政局、古邳土地增减挂钩指挥部、江苏佳盛源农业发展有限公司及睢宁县

凌城镇财政所。整体看，公司资金被关联方净占用规模大，且账龄相对较长，对其流动性产生不利影响。

根据该公司提供的本部 2021 年 3 月 22 日《企业信用信息报告》，公司跟踪期内无信贷违约记录。经中国执行信息公开网查询，公司 2020 年以来共有 3 次被执行信息，被执行金额共计 373.07 万元，均为建设工程施工合同纠纷，公司作为发包方对未足额支付工程款的承包方承担连带责任。经查询国家企业信用信息公示系统，2019 年 11 月 28 日公司本部因未按期申报印花税、城镇使用土地税，被国家税务总局睢宁县税务局作出行政处罚（睢税一简罚[2019]217656 号）并处罚款 0.06 万元，公司称相关税费已于后期补报。

财务

2020 年以来因刚性债务和商品房预售款的增加，该公司负债规模扩张较快，资产负债率小幅上升。公司期间费用同比有所下降但仍对毛利形成严重侵蚀，公司业务盈利能力较弱，盈利对政府补助和公允价值变动依赖度高。公司委托代建业务回款受财政资金安排影响大，即使在商品房预售补充下，业务性收支缺口持续存在，现金流平衡依赖于外部融资渠道。公司资产以流动资产为主，但应收类款项回收时间存在一定不确定性，存货中代建资产变现能力弱，商品房变现能力则易受当地楼市影响；长期资产以土地资产为主，因作借款抵押物受限比例较高，整体看公司资产流动性较弱。此外，公司对外担保金额较大，面临较大的或有损失风险。

1. 公司财务质量

中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2018-2020 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则及其补充规定。

2020 年该公司以 1.27 亿元现金收购原参股公司睢宁宝源新能源发电有限公司（简称“宝源新能源”，从事垃圾焚烧发电业务）90.21% 股份并实现全资持股，当年公司新设子公司 1 家，无偿划拨 1 家全资子公司（江苏盛鸿兴实业有限公司）全部股权，当年末公司合并范围内一级子公司共 14 家。

本评级报告所列示的“其他应付款”不包含“应付利息”和“应付股利”；并将“应付利息”纳入刚性债务核算。

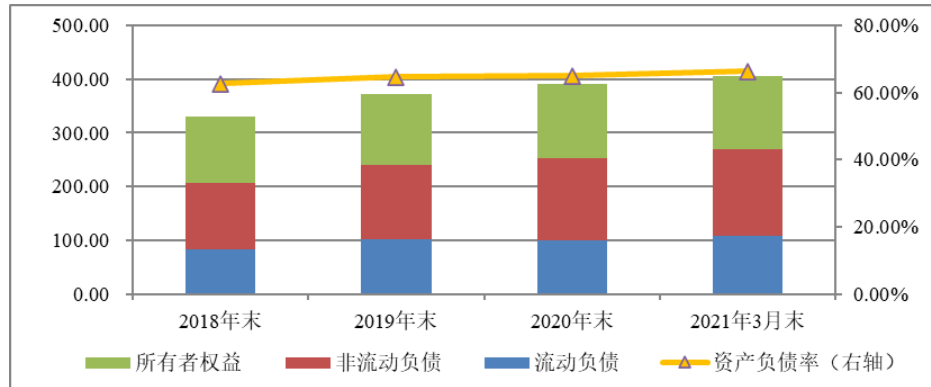
2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

A. 债务结构

2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司负债总额分别为 207.25 亿元、240.58 亿元、253.34 亿元和 269.09 亿元，2020 年末和 2021 年 3 月末主要为刚性债务和预收款项增加而增加。同期末公司资产负债率分别为 62.65%、64.59%、64.94% 和 66.27%，不断升高。同期末，公司长短期债务比分别为 148.52%、134.07%、154.96% 和 150.07%，负债持续以中长期为主。

图表 12. 公司资金来源及财务杠杆水平变化情况（单位：亿元）



资料来源：睢宁润企

从负债构成上看，该公司负债主要由刚性债务、预收款项和其他应付款构成，2020 年末上述科目占负债总额的比重分别为 76.33%、11.86% 和 7.65%。其中，预收款项为 30.03 亿元，主要包括预收售房款 26.18 亿元和财政预拨付的委托代建工程款 2.94 亿元；同比增长 51.01%，主要系预收售房款的增加以及开发节奏放缓下结转变慢所致。其他应付款为 19.38 亿元，包括往来款 18.36 亿元和保证金、押金、意向金 1.02 亿元等，较上年末减少 20.28 亿元，主要系偿还了部分往来款。

2021 年 3 月末，该公司预收款项较年初增加 7.51 亿元至 37.55 亿元，主要系房产销售回款增加；因偿还往来款其他应付款较年初减少 3.56 亿元至 15.82 亿元；因结算税费应交税费较年初减少 1.58 亿元至 0.71 亿元。除刚性债务和上述科目外，公司其他负债科目无显著变化。

B. 刚性债务

图表 13. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
短期刚性债务合计	30.74	38.52	43.62	50.03
其中：短期借款	5.31	2.08	3.15	3.15
应付票据	2.55	3.83	3.17	11.61
一年内到期非流动负债	22.20	31.80	36.42	34.65
应付利息	0.68	0.82	0.87	0.62
中长期刚性债务合计	121.90	134.53	149.77	157.28
其中：长期借款	90.98	102.87	106.83	113.49
应付债券	28.98	28.36	27.90	30.10
长期应付款-应付融资租赁及其他融资工具	1.94	3.55	15.04	13.69
刚性债务合计	152.64	173.31	193.38	207.31

资料来源：睢宁润企

2018-2020年末,该公司刚性债务分别为152.64亿元、173.31亿元和193.38亿元。期限结构方面,公司刚性债务以中长期为主,2020年末占比为77.44%。

融资渠道方面,该公司刚性债务以借款为主(包括短期借款、一年内到期的长期借款及长期借款),2018-2020年末金额分别为89.29亿元、118.96和135.17亿元,占刚性债务的比重分别为58.50%、68.64%、65.20%。公司借款类型以抵押、质押和担保为主,信用借款占比很小。2020年末,公司质押借款、抵押借款、保证借款分别为14.35亿元、35.56亿元和84.20亿元,占期末借款总额逾99%。2020年末公司债券余额为38.38亿元,包括由本部发行的14睢宁润企债(由公司所持土地使用权做质押)、15睢宁润企债、17睢宁润企债、18睢宁润企MTN001、19睢宁润企MTN001、20苏润企投资ZR001(债权融资计划)和20润企投资PPN001、由子公司万国实业发行的16睢宁棚改项目NPB(公司本部作为差额补偿人)、由子公司江苏博融农业发展有限公司(简称“博融农业”)发行的20博融01(公司本部承担不可撤销连带责任担保)。另外,公司还通过融资租赁公司获取借款,2020年本金末逾15亿元。

图表 14. 2020 年末公司借款分类

借款种类	短期借款	一年内到期的长期借款及长期借款	合计
质押借款	0.00	14.35	14.35
抵押借款	0.00	35.56	35.56
保证借款	2.10	82.10	84.20
信用借款	1.05	0.00	1.05
合计	3.15	132.01	135.17

资料来源:睢宁润企

2021年3月末,该公司刚性债务为207.31亿元,较上年末增加13.93亿元,其中应付债券2.22亿元(子公司博融农业发行的21博融01),长期借款增加6.66亿元,应付票据增加8.45亿元,主要因定销房项目建设而产生。

C. 或有负债

近年来,该公司持续为睢宁县政府下属企业提供担保。近三年末,公司对外担保余额分别为47.86亿元、45.08亿元和64.69亿元。截至2021年3月末,公司对外担保余额为67.09亿元,担保比率为48.99%;被担保企业共计25家,其中22家为睢宁县政府持股的相关企业(合计担保余额66.30亿元)。总体看,公司对外担保余额占净资产比例较高,面临较大的代偿风险。

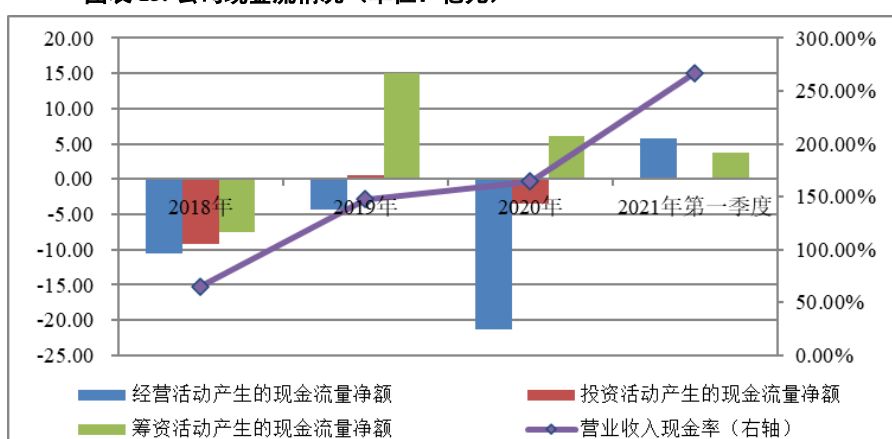
经中国执行信息公开网查询,该公司2020年以来共有3次被执行信息,被执行金额共计373.07万元,均为建设工程施工合同纠纷,公司作为发包方对未足额支付工程款的承包方承担连带责任。关注后续执行情况。

(2) 现金流分析

2018-2020年及2021年第一季度,该公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为11.08亿元、27.05亿元、31.03亿元和3.69亿元,营业收入现金率分别

为 64.92%、147.84%、164.67% 和 266.86%，因代建及房屋销售业务回款和收入确认不同步，营业收入现金比率波动大，其中 2020 年和 2021 年第一季度主要因收到的商品房预售款增加，营业收入现金率大幅提升。公司购买商品、接受劳务支付的现金主要体现为土地购置、项目开发投资和工程款项的支出，同期分别为 27.54 亿元、39.59 亿元、55.87 亿元和 0.03 亿元，存在业务性收支缺口。2018-2020 年及 2021 年第一季度，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 -10.61 亿元、-4.31 亿元、-21.40 亿元和 5.74 亿元。2021 年第一季度，主要因无土地购置与项目现金投资支出较少，经营性现金净流转为净流入。

图表 15. 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：睢宁润企

2018-2020 年及 2021 年第一季度，该公司投资环节现金净流量分别为 -9.16 亿元、0.61 亿元、-3.48 亿元和 -0.04 亿元，其中 2018 年流出主要是当年办理民生银行结构性存款 5 亿元，对江苏省广电有线信息网络股份有限公司等四家公司增加投资 2.78 亿元，以及对联营企业投资 0.52 亿元。2020 年主要系收购宝源新能源股权的现金支出 1.27 亿元以及投资参股公司江苏润诚文旅发展有限公司（简称“润诚文旅”）支付现金 1.76 亿元。

因经营性现金回笼无法满足项目建设等需要，该公司现金流平衡主要依赖于筹资。2018-2020 年及 2021 年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 -7.60 亿元、15.09 亿元、6.08 亿元和 3.73 亿元，2018 年因净偿还债务，而呈净流出状态；2019-2020 年公司刚性债务持续增加，筹资性现金流呈净流入状态。

2018-2020 年，该公司 EBITDA 分别为 9.38 亿元、8.30 亿元和 9.25 亿元，公司折旧摊销金额较小，EBITDA 主要由利润总额及财务费用利息支出构成。2020 年公司费用化利息支出金额同比有所减少，但利润总额明显增加带动 EBITDA 增长。当年公司 EBITDA 对刚性债务和利息支出的覆盖程度有所提升，但整体覆盖水平仍较低。

图表 16. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年
EBITDA/利息支出(倍)	1.07	1.05	1.34

指标名称	2018年	2019年	2020年
EBITDA/刚性债务(倍)	0.06	0.05	0.05
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-14.75	-4.63	-21.17
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	-5.11	-1.93	-8.66

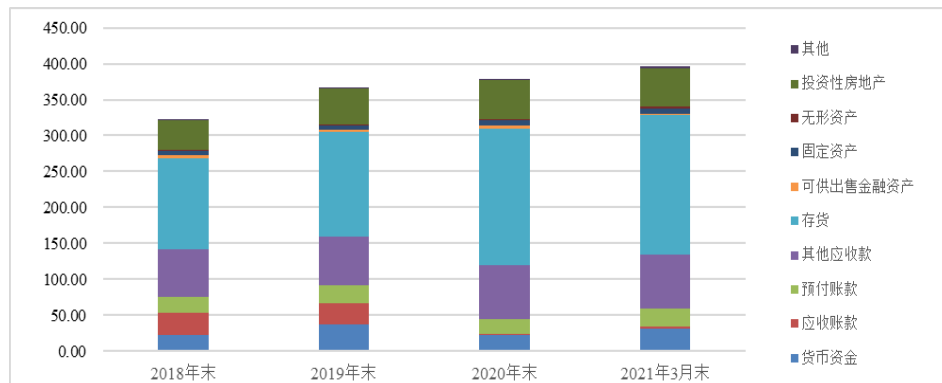
资料来源：睢宁润企

总体来看，该公司作为睢宁县城市基础设施和重点项目投融资和建设主体，委托代建业务项目投资规模较大，而受财政资金安排影响，资金回笼速度慢。即使在商品房预售现金流入的补充下，经营活动现金流仍持续呈净流出态势，现金流平衡依赖外部融资渠道，整体看公司面临较大的融资压力。

(3) 资产质量分析

近年来该公司资本实力不断提升，2018-2020年末和2021年3月末，所有者权益分别为123.55亿元、131.91亿元、136.76亿元和136.95亿元。2018年公司获得睢宁县人民政府拨入7.19亿元资本金（计入资本公积）；当年因政府收回部分土地及翔博建设股权，年末所有者权益较上年末增量不大。2019年公司本部和子公司万国实业分别收到睢宁县政府拨付的0.045亿元和4.00亿元资金，另外在东城投资划出合并范围以及合并徐州德建置业有限公司综合影响下，当年末公司资本公积较上年末增加3.71亿元。2020年公司资本公积增加0.22亿元，其中因睢宁县政府拨入资金增加资本公积229万元、无偿划拨入徐州盛鸿新能源有限公司增加资本公积146.79万元、收购宝源新能源形成的收购款与净资产账面价值的差异增加资本公积1,828.41万元。

图表 17. 2018 年以来公司资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：睢宁润企

2018-2020年末及2021年3月末，该公司资产总额分别为330.80亿元、372.49亿元、390.01亿元和406.04亿元，其中流动资产分别为274.22亿元、308.72亿元、316.24和332.25亿元，占资产总额的比重维持在80%左右。

该公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成，2020年末上述科目合计占流动资产的93.31%。2020年末，货币资金为22.86亿元，其中受限金额9.10亿元（主要为工程保证金）。应收账款为1.58亿元，大幅减少主要为向政府相关部门回收了基础设施建设工程款。预付款项为20.49亿元，主要为预付的土地出让金及工程款。其他应收款为75.36亿元，

主要为与政府相关部门和国有企业的往来款，金额较大且回收期偏长，可能影响公司资金周转，截至 2020 年末累计计提坏账准备 0.60 亿元。存货为 189.72 亿元，主要包括 44.38 亿元待开发土地使用权与 138.56 亿元开发成本，其中受限存货 18.82 亿元用于抵质押融资借款。

该公司非流动资产主要由投资性房地产、可供出售金融资产、固定资产、在建工程 and 无形资产构成，2020 年末上述科目合计占非流动资产的 90.23%。其中，投资性房地产为 53.19 亿元，采用公允价值计量，具体包括 45.03 亿元土地使用权¹和 8.16 亿元房屋建筑物；投资性房地产中 40.44 亿元已用于抵押。公司计入投资性房地产的土地使用权按照市值计价，近两年公允价值变动分别为 1.91 亿元和 2.44 亿元，此外大半土地使用权已用于融资抵押，原则上不能直接开发处置，变现能力有限。同期末，可供出售金融资产为 2.85 亿元，主要系对江苏睢宁农村商业银行股份有限公司等公司的投资；长期股权投资 2.29 亿元，本年增加 1.76 亿元主要为新增参股润诚文旅；固定资产为 7.38 亿元，主要为房屋建筑物；在建工程为 3.11 亿元；无形资产为 2.81 亿元，较上年增加 2.15 亿元，新增部分主要为宝源新能源的热电特许经营权。

2021 年 3 月末，该公司总资产较年初增加 15.94 亿元，其中货币资金增加 8.97 亿元至 31.84 亿元，因房产项目销售回笼所致；预付款项增加 4.19 亿元至 24.68 亿元，因预付工程款和土地款增加所致；因业务的持续开展，存货继续增加 3.46 亿元至 193.17 亿元。除上述科目外，其他主要资产科目无明显变化。

截至 2020 年末，该公司受限资产账面价值合计 68.37 亿元，占资产总额的 16.84%。受限货币资金主要为保证金，受限存货主要用于抵押贷款。

图表 18. 截至 2020 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

名称	受限金额	受限金额占该科目的比例	受限原因
货币资金	9.10	39.79%	保证金
存货	18.83	9.92%	用于项目贷款抵押
投资性房地产	40.44	76.04%	用于项目贷款抵押
合计	68.37	16.84%	-

资料来源：根据睢宁润企所提供数据整理

(4) 流动性/短期因素

该公司流动性指标处在高水平，但鉴于公司应收款项受县财政资金安排影响，回收期偏长；其他应收款亦主要被政府相关方占用，占款金额较大，账龄长；存货以待开发土地和开发成本构成，前者基本已用于抵押融资，后者中代建资产变现能力弱，商品房变现能力受当地楼市影响较大。整体看，公司资产流动性实质上弱于指标显示。2018 年主要因偿还债务致货币资金有所消耗，当年末现金比率明显下降；2019 年以来中长期债务净增加额较大，部分融得资金尚未使用，当年末现金比率有所提升。2020 年项目建设继续增

¹ 按照土地使用性质，公司将用于开发销售的土地计入存货，用于租赁经营的部分计入投资性房地产，公益性土地则计入无形资产。

加，存货增加、现金减少，因此流动比率有所提升，速动比率和现金比率下降。

图表 19. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动比率 (%)	328.82	300.36	318.26%	308.76%
速动比率 (%)	151.26	134.62	106.71%	106.31%
现金比率 (%)	28.98	37.20	23.01%	29.66%

资料来源：根据睢宁润企所提供数据整理

3. 公司盈利能力

2018-2020 年，该公司分别实现营业毛利 3.67 亿元、3.17 亿元和 3.60 亿元，综合毛利率分别为 21.48%、17.33%和 19.12%。毛利最大来源于房屋销售业务（分别为 2.70 亿元、1.53 亿元和 1.71 亿元），占比分别为 73.74%、48.31%和 47.39%；同期，公司期间费用分别为 5.92 亿元、3.52 亿元和 2.94 亿元，2020 年减少主要因资本化利息增加，同时管理费用有所压减所致；期间费用率分别为 34.70%、19.23%和 15.60%，2018-2019 年期间费用高于营业毛利，2020 年有所好转但期间费对毛利侵蚀仍较为严重。2018-2020 年，公司公允价值变动净收益分别为 1.07 亿元、2.72 亿元和 3.13 亿元，主要系投资性房地产公允价值变动收益；营业外收入以市政基础设施建设补贴为主，分别为 347.08 万元、174.34 万元和 661.90 万元；与日常经营相关的政府补贴计入其他收益列示，同期分别为 4.57 亿元、2.14 亿元和 2.82 亿元，主要为市政基础设施建设补贴、粮食储备补贴、文化专项资金补助等。2018-2020 年，公司分别实现净利润 2.56 亿元、3.07 亿元和 4.98 亿元，公司业务盈利能力不佳，盈利主要依赖于公允价值变动净收益和政府补贴。

2021 年第一季度，该公司实现营业毛利 0.43 亿元，期间费用为 0.43 亿元（其中财务费用 0.16 亿元），营业外净收入及其他经营收益合计 0.61 亿元，公司当期实现净利润 0.18 亿元，同比减少 33.02%。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司主要从事睢宁县内城市基础设施和棚户区改造委托代建、工程施工等业务。公司委托代建回购款的回笼时间上具有不确定性。非定向销售的商品房销售去化受当地楼市及项目质量、推盘速度影响大。随着棚户区改造、基建项目及自营性项目的陆续实施，公司面临较大的资本性支出压力。公司资产以流动资产为主，但应收类款项回收时间具有不确定性；公司资产中土地资产占比较大且受限比例较高，资产实际流动性较弱。此外，公司对外担保金额较大，面临较大的或有损失风险。

2. 外部支持因素

作为睢宁县最主要的城市基础设施和重点项目投资、建设及运营主体，该公司在资产注入、财政补贴、政策扶持等方面可获得睢宁县政府大力支持。2018-2020 年公司获得的政府补贴分别为 4.57 亿元、2.14 亿元和 2.83 亿元。此外，得益于股东增资、资产划拨，公司资本实力持续增强。

截至 2020 年末，该公司共获银行综合授信额度 256.44 亿元，其中尚未使用额度 110.14 亿元，剩余融资空间尚可。

图表 20. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	使用额度	授信余额
全部（亿元）	256.44	146.30	110.14
其中：国家政策性金融机构（亿元）	76.87	71.27	5.60
工农中建交五大商业银行（亿元）	32.25	9.42	22.83
其中：大型国有金融机构占比（%）	42.55	55.15	25.81

资料来源：根据睢宁润企所提供数据整理（截至 2020 年末）

跟踪评级结论

作为传统农业大县，睢宁县农业产业化程度较高，但工业起步较晚，主导工业面临市场环境景气度下行的状况。2020 年睢宁县经济增速及投资增速均有所放缓，经济面临下行压力。同期睢宁县土地市场交易活跃度有所回升，出让面积与单价均有所提高。

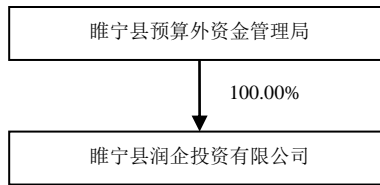
该公司为睢宁县重要的城市基础设施、棚户区改造和保障性住房项目建设主体，主营业务包括委托代建、工程施工和房地产开发销售等。随着基建项目、保障性住房及自营性项目的陆续实施，公司保持较大规模的投资支出；受财政资金安排等因素影响，委托代建业务回款周期较长，公司资金筹措对外部融资渠道的依赖性高。公司其他业务涉及粮食销售、建材贸易、木质家具、有限电视、供热等，但规模较小，对盈利贡献有限。

2020年以来因刚性债务和商品房预售款的增加，该公司负债规模扩张较快，资产负债率小幅上升。公司期间费用同比有所下降但仍对毛利形成严重侵蚀，公司业务盈利能力较弱，盈利对政府补助和公允价值变动依赖度高。公司委托代建业务回款受财政资金安排影响大，即使在商品房预售补充下，业务性收支缺口持续存在，现金流平衡依赖于外部融资渠道。公司资产以流动资产为主，但应收类款项回收时间存在一定不确定性，存货中代建资产变现能力弱，商品房变现能力则易受当地楼市影响；长期资产以土地资产为主，因作借款抵质押物受限比例较高，整体看公司资产流动性较弱。此外，公司对外担保金额较大，面临较大的或有损失风险。

本评级机构仍将持续关注：（1）睢宁县区域经济发展情况；（2）睢宁县土地市场波动对该公司土地资产价值的影响；（3）公司后续资本性支出压力、债务偿付及现金流平衡情况；（4）政府补贴的可持续性及其补贴力度；（5）公司其他应收款金额较大，存在资金被占用情况；（6）对外担保风险；（7）公司后续融资空间与压力。

附录一：

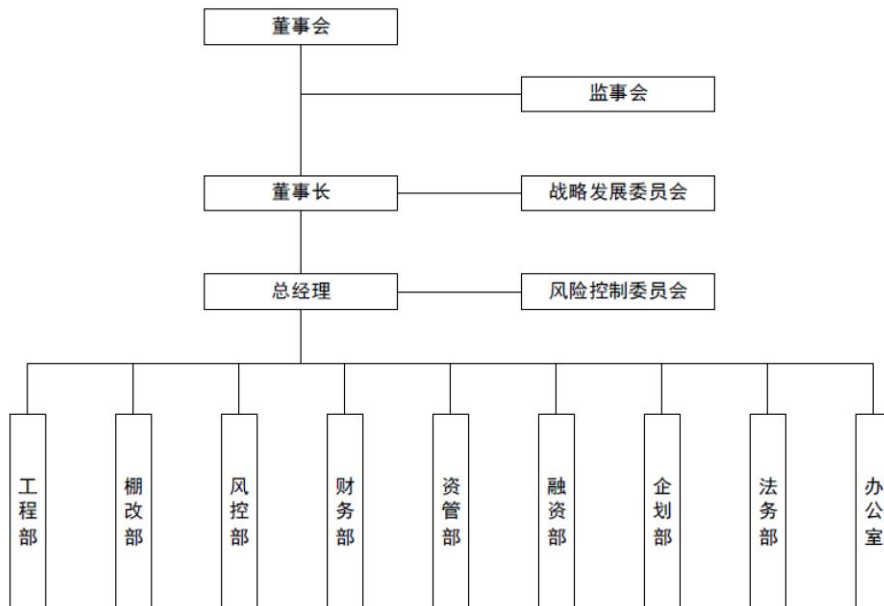
公司股权结构图



注：根据睢宁润企提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据睢宁润企提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2020 年（末）主要财务数据（亿元）						备注
全称	简称			刚性债务	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净 流入量	EBITDA	
睢宁县润企投资有限公司	睢宁润企	-	建筑安装工程与房地产、农业、 资产管理及金融	52.38	85.29	0.02	-0.05	-2.88	-	母公司口径
江苏博融农业发展有限公司	博融农业	100.00	农作物种植、销售、研发及咨询 服务等	126.86	78.79	10.08	1.12	-26.44	1.50	博融农业合并口径
睢宁县水利工程建筑安装公司	水利安装	100.00	建筑安装	0.00	0.64	2.11	0.11	0.44	0.16	
睢宁县润诚投资有限公司	润诚投资	100.00	建设项目投资管理；房屋建设施工 等	5.04	6.31	0.00	-0.30	0.43	-0.05	

注：根据睢宁润企提供资料整理；本部母公司口径未披露折旧与摊销。

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
资产总额 [亿元]	330.80	372.49	390.10	406.04
货币资金 [亿元]	23.23	36.77	22.86	31.84
刚性债务[亿元]	152.64	173.31	193.38	207.31
所有者权益 [亿元]	123.55	131.91	136.76	136.95
营业收入[亿元]	17.07	18.30	18.84	1.38
净利润 [亿元]	2.56	3.06	4.98	0.19
EBITDA[亿元]	9.38	8.30	9.25	—
经营性现金净流入量[亿元]	-10.61	-4.31	-21.40	5.74
投资性现金净流入量[亿元]	-9.16	0.61	-3.48	0.00
资产负债率[%]	62.65	64.59	64.94	66.27
长短期债务比[%]	148.52	134.07	154.96	150.07
权益资本与刚性债务比率[%]	80.82	76.11	70.72	66.06
流动比率[%]	328.82	300.36	318.26	308.76
速动比率[%]	151.26	134.62	106.71	106.31
现金比率[%]	28.98	37.20	23.01	29.66
短期刚性债务现金覆盖率[%]	78.61	99.24	52.42	63.78
利息保障倍数[倍]	1.03	1.00	1.25	—
有形净值债务率[%]	169.37	183.43	189.73	201.25
担保比率[%]	38.74	34.18	47.29	48.99
毛利率[%]	21.48	17.33	19.12	30.93
营业利润率[%]	18.81	22.38	31.96	13.68
总资产报酬率[%]	2.73	2.25	2.27	—
净资产收益率[%]	2.09	2.39	3.71	—
净资产收益率*[%]	2.21	2.41	3.67	—
营业收入现金率[%]	64.92	147.84	164.67	266.86
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-14.75	-4.63	-21.17	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-6.45	-2.65	-11.67	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-27.47	-3.98	-24.61	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-12.01	-2.28	-13.57	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.07	1.05	1.34	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.05	0.05	—

注：表中数据依据睢宁润企经审计的 2018-2020 年度及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	7
		盈利能力	3
		公司治理	8
	财务风险	财务政策风险	6
		会计政策与质量	1
		现金流状况	7
		负债结构与资产质量	5
		流动性	8
	个体风险状况		5
	个体调整因素调整方向		不调整
	调整后个体风险状况		5
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AA

附录六：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2015年4月13日	AA/稳定	覃斌、周文哲	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年6月29日	AA/稳定	杨亿、刘佳	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年6月29日	AA/稳定	杨亿、李佳卫	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)	-
债项评级 (15 睢宁 润企债)	历史首次评级	2015年4月13日	AA	覃斌、周文哲	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年6月29日	AA	杨亿、刘佳	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年6月29日	AA	杨亿、李佳卫	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)	-
债项评级 (17 睢宁 润企债)	历史首次评级	2017年8月24日	AA	覃斌、周文哲	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 城投类政府相关实体评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年6月29日	AA	杨亿、刘佳	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年6月29日	AA	杨亿、李佳卫	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)	-
债项评级 (18 润企 投资 MTN001)	首次评级	2018年10月15日	AA	周文哲、杨亿	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 城投类政府相关实体评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年6月29日	AA	杨亿、刘佳	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年6月29日	AA	杨亿、李佳卫	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)	-
债项评级 (19 润企 投资 MTN001)	首次评级	2019年8月13日	AA	周文哲、杨亿	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 城投类政府相关实体评级模型(参见注册文件)	报告链接
	本次评级	2020年6月29日	AA	杨亿、刘佳	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年6月29日	AA	杨亿、李佳卫	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

附录七:

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录八：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	发行人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级	发行人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级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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级	发行人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级	发行人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级	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等级		含义
A等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。