



# 2021年江苏博融农业发展有限公司农村 产业融合发展专项债券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：



# 2021年江苏博融农业发展有限公司 农村产业融合发展专项债券2021年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次	首次
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	2021-06-29	2021-03-19

## 评级观点

- 中证鹏元对江苏博融农业发展有限公司（以下简称“博融农业”或“公司”）及其 2021 年 4 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 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：较好的外部环境为公司发展提供了良好基础；公司经营状况良好，业务持续性较好，公司获得的外部支持力度大，重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效地提升了本期债券的安全性。同时中证鹏元也关注到公司整体资产流动性较弱，存在较大的资金压力和偿债压力，以及存在一定或有负债风险等风险因素。

## 债券概况

**债券简称：**21 博融专项债/21 博融债

**债券剩余规模：**6 亿元

**债券到期日期：**2028-04-30

**偿还方式：**：每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第 3、4、5、6、7 年末，分别偿还债券本金的 20%

**增信方式：**保证担保

**担保主体：**重庆三峡融资担保集团股份有限公司

## 未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且将持续获得大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 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

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	256.26	228.82	203.92
所有者权益	78.79	72.62	62.82
总债务	126.80	104.89	86.94
资产负债率	69.25%	68.27%	69.20%
现金短期债务比	0.57	1.07	0.56
营业收入	10.08	10.07	9.71
其他收益	1.14	1.16	2.29
利润总额	1.50	1.77	1.01
销售毛利率	21.41%	18.03%	16.94%
EBITDA	2.63	3.26	3.05
EBITDA 利息保障倍数	0.43	0.83	1.46
经营活动现金流净额	-26.44	-11.68	-16.71
收现比	201.94%	197.53%	76.47%

资料来源：公司 2018-2020 三年连审审计报告，中证鹏元整理

## 优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**睢宁县系江苏省徐州市下辖县，2020 年睢宁县经济总量持续增长，纺织服装、白色家电、皮革皮具等支柱产业发展良好，经济实力逐年增强。
- **业务可持续性较好。**公司主要从事睢宁县内基础设施建设、保障房销售等业务，2020 年末主要在建、拟建的基础设施项目较多，可销售安置房面积较大。
- **公司获得的外部支持力度大。**2020 年公司股东睢宁润企投资有限公司以注入现金方式增加资本公积 5.32 亿元，显著提升了公司的资本实力；2020 年公司收到财政补贴 1.14 亿元。
- **第三方担保有效提升了本期债券安全性。**经中证鹏元综合评定，三峡担保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有效提升了本期债券的信用水平。

## 关注

- **公司整体资产流动性较弱。**2020 年末公司存货账面价值规模较大，且以项目开发成本和待开发土地为主，难以短期集中变现，已抵押土地占存货中的土地账面价值比值较大；同期末应收账款类款项规模较大，且大部分款项回收时间不确定，对公司营运资金形成了较大占用，公司整体资产流动性较弱。
- **面临较大资金压力。**2020 年公司经营活动现金大幅净流出，截至 2020 年末，公司主要在建、拟建项目尚需投入资金规模较大，随着项目建设进度推进，公司资金支出压力较大。
- **公司债务负担持续上升，面临较大偿债压力。**2020 年公司资产负债率仍处于较高水平，且呈持续上升态势，总债务规模亦持续增长，现金短期债务比和 EBITD 利息倍数下降至较低水平。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2020 年末，公司及子公司对外担保金额合计占同期末净资产的 10.90%，且均未采取反担保措施。

## 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2021年4月30日发行7年期6亿元公司债券，募集资金原计划用于魏集镇湖畔槐园农业园及配套设施建设项目以及补充流动资金。截至2021年6月15日，本期债券募集资金专项账户余额为41,700.00万元。

## 三、发行主体概

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均为发生变化。截至2021年5月末，公司注册资本和实收资本均为25,132万元，控股股东为睢宁县润企投资有限公司（以下简称“睢宁润企”），持股比例100%，实际控制人为睢宁县人民政府。

2020年公司主营业务未发生重大变动，仍主要从事睢宁县城市基础设施建设和保障房建设等业务，同时也是承担睢宁县基础设施、保障房建设和粮食购销的职能。2020年公司不再纳入合并报表范围子公司1家，明细如表1所示。截至2020年末，公司纳入合并报表范围子公司情况详见附录二。

**表1 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）**

### 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
徐州盛鸿建筑工程有限公司 <sup>1</sup>	100%	2.00	屋建筑工程施工；土石方工程施工；房屋拆迁安置服务（爆破拆除除外）；农村土地整理服务；建筑工程机械及设备销售、租赁）等	无偿划拨

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

<sup>1</sup> 徐州盛鸿建筑工程有限公司 2020 年 9 月 10 日完成工商变更，改名为江苏盛鸿兴实业有限公司

## 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年睢宁县经济总量持续增长，纺织服装、白色家电、皮革皮具等支柱产业发展良好，对睢宁县工业经济拉动效果显著

睢宁县位于江苏省西北部、徐州市东南端，西北部与东部分别与徐州市铜山区和宿迁市宿城区、宿豫区接壤，北部与邳州市毗邻，南部与西部和安徽省泗县、灵璧县相连。睢宁县处于徐连经济带的中心区域，下设五大专业园区：宁江工业园、八里金属机电产业园、临空产业园、现代农业示范区、桃岚化工园。徐州观音国际机场位于睢宁县境内，京沪高铁徐州至上海段辅助通道—徐宿淮盐城际铁路在睢宁过境设站。

近年睢宁县经济总量持续增长，2019-2020年睢宁县分别实现地区生产总值612.7亿元和630.0亿元，按可比价格计算，同比增速分别为6.8%和3.0%，增速存在一定波动。

工业经济方面，睢宁县已形成纺织服装、白色家电、皮革皮具、电商家具“四大优势产业”，以及新能源材料、生物医药、新能源汽车、高端装备制造“四大新兴产业”，2019年睢宁县纺织服装、白色家电、皮革皮具三大产业应税销售收入达规上工业的55%，对睢宁县工业经济拉动效果显著，同期总投资50亿元的纺织色染产业园、总投资30亿元的九旭医药城、总投资10亿元的千百度鞋业全国总部落户睢宁，支柱产业持续发展。2019-2020年睢宁县固定资产投资同比增速分别为8.0%和6.0%。

2020年睢宁县实现社会消费品零售总额420亿元；2019-2020年睢宁县进出口总额分别为56.5亿元和60亿元，进出口贸易总额持续增长。

2020年睢宁县实现公共财政收入38.50亿元，同比增长1.2%，其中税收收入31.48亿元，占公共财政收入比重为81.8%，实现政府性基金收入77.36亿元，同比增长8.2%；同期睢宁县公共财政支出为100.87亿元，同比增长8.7%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为38.17%。

## 五、经营与竞争

公司是睢宁县城市基础设施建设和保障房建设的重要企业，同时也是睢宁县生态高效农业发展的龙头企业，承担着睢宁县基础设施、保障房建设和粮食购销的职能。2020年公司营业收入较为稳定，从收入构成来看，受工程施工进度等因素影响，公司2020年基础设施建设业务收入迅速下降，同比下降92.93%；公司房地产销售业务受安置销售进度影响较大，2020年业务收入规模快速上升，是公司主要收入来源；2020年公司粮食销售收入下降较快，主要系公司粮食业务以政府政策为导向，为平衡粮食储量导致公司粮食销售降幅较大；此外，公司2020年新增商品销售收入，主要系子公司江苏润丰商贸有限公司（以下简称“润丰商贸”）取得的建材类收入，对公司收入规模形成有益补充。

**表2 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
基础设施建设	1,488.65	18.25%	21,059.10	7.33%
粮食销售	6,927.17	1.51%	14,218.30	3.67%
房地产销售	73,254.26	23.31%	41,570.24	29.53%
材料销售	8,332.69	6.63%	-	-
开发服务费	6,782.41	53.66%	7,362.10	53.66%
转让土地使用权	-	-	14,184.94	-9.00%
其他收入	3,998.60	-1.75%	2,280.70	49.65%
<b>合计</b>	<b>100,783.76</b>	<b>21.41%</b>	<b>100,675.37</b>	<b>18.03%</b>

资料来源：公司 2018-2020 三年审计报告，中证鹏元整理

**受项目完工进度等因素影响，2020年公司基础设施建设收入下降较快；公司在建、拟建基础设施建设项目规模较大，业务持续性较好，但随着项目建设进度推进，公司存在较大资金压力**

公司的基础设施建设业务主要包括基础设施建设、安置房建设和棚户区改造等。基础设施建设主要是公司本部承接，安置房建设和主要是子公司润企万国承接。睢宁县政府通过与公司签订《委托代建及项目回购协议书》作为框架性协议，委托公司投资建设相关工程项目并在完工后分期回购。公司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代建款。代建款结算金额为在公司建设成本的基础上加8%-15%的服务费，代建款的账期受政府财政安排影响，一般为1-3年不等。

受工程施工进度等因素影响，2020年公司仅有凌城所改造工程、历史文化街区拆迁等确认收入，基础设施收入快速下降；业务毛利率有所上升，主要系2020年项目成本加成比例较高所致。

**表3 公司 2019 年-2020 年基础设施收入明细（单位：万元）**

年份	项目名称	收入确认金额
2020 年	凌城所改造工程、历史文化街区拆迁等	1,488.65
2019 年	中山路等项目	21,059.10

资料来源：公司提供

目前公司主要在建和拟建的基础设施建设项目主要包括睢宁县付楼邱洼棚户区改造、中医院北侧地块项目、姚集镇杜湖拆迁安置项目等，收益模式为委托代建模式，截至2020年末，公司主要在建、拟建项目仍需投资43.30亿元，未来业务可持续性较好，但回购收入的实现时间及款项支付时点受公司工程建设进度、政府资金拨付等相关工作安排影响，具有一定的不确定性。此外，本期债券募投项目魏集镇湖畔槐园农业园及配套基础设施建设项目计划总投资4.31亿元，已投资0.05亿元，建成后将由公司对外销售或出租。考虑到2020年末主要在建的基础设施及募投项目尚需投资43.30亿元<sup>2</sup>，未来随着项目建设进度推进，公司面临较大的资金压力。

**表4 截至 2020 年末公司主要在建、拟建基础设施建设项目情况（单位：亿元）**

在建项目	预算总投资	已投资
睢宁县付楼邱洼棚户区改造	16.50	16.34
中医院北侧地块项目	11.59	2.38
魏集镇湖畔槐园农业园及配套基础设施建设项目	4.31	0.05
姚集镇杜湖拆迁安置项目	2.30	2.19
姚集镇八一拆迁安置项目	2.10	2.13
姚集镇郭卢拆迁安置项目	1.80	1.93
凌城拆迁安置项目	1.60	1.34
<b>合计</b>	<b>40.20</b>	<b>26.36</b>
拟建项目	预算总投资	已投资
果岭小镇项目	5.30	-
红叶路东侧青年路北侧保障安居工程	7.15	-
人民西路延伸段保障房项目	17.60	0.75
<b>合计</b>	<b>30.05</b>	<b>0.75</b>

资料来源：公司提供

目前公司可售安置房项目面积较大，业务持续性较好，但保障房业务尚需投资规模较大，进一步加重了公司资金压力

<sup>2</sup>在建工程投资中超出预计总投资部分资金已被扣除

公司房地产销售业务由子公司江苏润企万国实业有限公司（以下简称“万国实业”）负责，万国实业是睢宁县重要的保障房项目投资建设主体，由当地主管部门根据年度保障房建设任务进行立项后，交由公司负责实施。公司作为保障性住房的投资建设主体负责项目的融资、投资及建设管理，项目完工后，依据政府制定的安置任务进行分配和销售，依靠销售收入和部分政府专项补贴实现保障性住房项目的资金平衡和经营收益。另外，公司的保障性住房项目中配套了一定的商铺、车位等，待建成后由公司进行销售，销售收入全部归公司所有。公司承担着睢宁县安居保障工程任务较多，该业务具有一定的区域垄断性，收入来源较有保障。

万国实业保障房建设业务主要有两种模式：第一种模式是定向销售模式，即由政府直接进行征地、拆迁补偿，由公司负责融资、建设安置房后定向销售给待安置拆迁户。第二种模式是拆迁置换模式，即由公司负责棚户区的拆迁和安置房的建设，并按照拆迁协议约定的面积对安置拆迁户进行房屋补偿，对于具有住房改善需求的拆迁安置居民，超出补偿面积外的按周边商品房价格销售。同时，改造安置区外剩余地块由公司进行商业开发，建设商品房后按照市场价格对外销售，以平衡公司的资金和经营收益。

2020年公司实现房地产销售收入7.33亿元，同比增长76.22%，主要系公司当年较多保障房达到交付条件所致，销售收入主要来自润景新城二期、凯旋府邸三期门面房和润福苑项目等；毛利率为23.31%，较上年末有所下降，主要受到当期结转的房产项目位置不同，售价有所差异所致。

公司在建保障房项目中永昶嘉园和星河湾北地块（虹润花园）项目采取拆迁置换经营模式，但对于具有住房改善需求的拆迁安置居民，超出补偿面积外的按周边商品房价格销售，未来通过公司商业开发项目实现资金平衡和经营收益，但收益能否完全覆盖成本存在一定不确定性。凯旋府邸、凯旋家园（人民东路北保障安居工程）、润和苑、西华园和润景新城等项目部分用于拆迁置换。睢宁县付楼邱洼棚户区改造项目由政府进行拆迁补偿，公司建设安置房主要定向销售给待安置拆迁户，可销售户数3,900套。截至2020年末，睢宁县付楼邱洼棚户区改造项目已基本完工，未取得销售收入。

截至2020年12月31日，公司主要在建保障房项目预计总投资105.46亿元，累计已投资额78.76亿元，尚需投资约26.70亿元，面临较大的资金压力。考虑到2020年末公司可售面积仍有146.77万平方米，业务持续性较好；上述项目未来将产生一定的销售收入，但易受当地房地产市场景气度影响，未来收入存在一定不确定性。

**表5 截至2020年12月31日公司主要在建保障房项目情况（单位：亿元、万平方米、套）**

项目	总投资	已投资	可售面积	户数		已售金额	已确认收入
				限价房	安置房		
凯旋府邸	18.75	16.04	22.79	2,032	690	-	4.54
凯旋家园(人民东路北保障安居工程)	12.00	11.95	2.81	284	1,318	1.11	1.11
润和苑	5.75	0.60	14.12	1,282	-	-	-

睢宁县付楼邱洼棚户区改造	16.50	16.34	54.05	3,900	-	-	-
西华园	6.30	4.20	6.42	574	1,296	2.44	2.44
永昶嘉园	7.65	6.10	-	-	1,838	-	-
润景新城	11.95	7.88	11.14	1,636	157	8.18	7.43
星河湾北地块（虹润花园）	6.80	3.39	-	-	990	-	-
下邳公园（紫薇公馆）	6.76	5.15	11.22	566	-	0.80	-
云河嘉苑（大儒世家北地块）	5.50	2.70	9.42	611	-	2.34	-
凯旋雅苑(人民东路一号地加油站地块)	7.50	4.41	14.80	1,208	-	-	-
<b>合计</b>	<b>105.46</b>	<b>78.76</b>	<b>146.77</b>	<b>12,093</b>	<b>6,289</b>	<b>14.86</b>	<b>15.51</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司粮食购销以政策性业务为主，2020年销售收入大幅下降；受当地粮食市场供需情况及政府政策影响，公司该业务发展存在一定波动性**

粮食购销业务主要由子公司江苏省睢宁县粮食储备直属库（以下简称“粮食直属库”）负责。公司粮食购销业务以政策性业务为主，自营性粮食购销为辅，根据当地粮食市场供需以及政府粮食销售计划安排进行收购和销售。2020年，公司执行政府政策导向，平衡粮食储备量，回购量和销售量皆有回落；公司粮食购销不以盈利为目的，毛利率水平较低。

整体上看，公司粮食销售业务受当地粮食市场供需情况及政府政策影响较大，后续业务发展存在一定波动性。

**表6 公司 2019 年-2020 年粮食销售业务经营情况（单位：吨）**

项目	2020 年		2019 年	
	收购量	销售量	收购量	销售量
小麦	23,059.00	23,059.00	50,691.00	24,123.00
水稻	12,840.00	9000.00	16,539.00	17,319.00
<b>合计</b>	<b>35,899.00</b>	<b>32,059.00</b>	<b>67,230.00</b>	<b>41,442.00</b>

资料来源：公司提供

**2020 年公司新增材料销售收入，对公司收入规模形成有益补充，**

2020 年通过子公司润丰商贸出售水泥，黄沙和钢材等建筑材料，购入的建筑材料一部分供给江苏润企恒力建设工程有限公司（以下简称“润企恒力”）进行工程建设，另外部分用于出售，赚取差价。当期实现商品销售收入 8,332.6 万元，为公司营业收入提供了一定补充。

开发服务费系睢宁润企参与睢宁县乡村振兴产业培训发展项目所得收益。睢宁润企与睢宁县乡镇政府签订《睢宁县乡村振兴产业培训发展项目战略合作协议》，实施主体主要为公司子公司润企恒力。公司承担资金筹措、土地开发整理、相关基础设施建设任务及招商引资、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）。2020年度公司确认开发服务费6,782.41万元，仍是来自于公司与姚集镇乡村振兴产业培育发展项目合作收入，毛利率保持稳定。

其他收入中主要是出售工程项目业务确认的收入，主要系公司与润企投资将玛钢厂项目出售给江苏润城文旅发展有限公司，2020年度公司确认3,025.03万元。

### 公司在资产注入和财政补贴等方面获得的来自外部的大力支持

作为睢宁县重要的基础设施及保障房项目建设主体，公司在资产注入和财政补贴方面得到了睢宁县政府和股东睢宁润企的大力支持。

资产注入方面，2020年，公司股东睢宁润企以注入现金方式增加资本公积5.32亿元，显著提升了公司的资本实力。政府补贴方面，2020年公司收到财政补贴1.14亿元，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中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2020年三年连审审计报告，报告均采用新会计准则编制。截至2020年末，公司剔除合并报表范围1家，详见表1。

### 资产结构与质量

#### 近年公司资产规模增长较快，但以应收款项和存货为主，整体资产流动性较弱

2020年公司资产规模持续增长，仍以流动资产为主。货币资金主要为银行存款，其中受限制的货币资金为9.10亿元，占期末货币资金50.78%。主要系银行存单和票据质押。预付款项主要为公司尚未取得土地证的已付土地款及预付项目施工方的工程款，其中预付睢宁县自然资源和规划局的款项为14.26亿元，占比82.53%。

随着工程项目的结算付款，2020年公司应收账款规模迅速下降，同比下降95.54%，2020年末账面价值仅为0.80亿元。其他应收款为公司与其他单位的往来款，2020年应收往来款规模上升较快，同比上升55.81%，主要应收对象包括睢宁润企和睢宁县城建指挥部等地方国有企业和政府单位，前五大往来款对象往来款规模合计共占67.80%。根据睢宁县政府文件《关于按期偿还江苏博融农业发展有限公司应收款项的批复》（睢政复[2018]29号），睢宁县政府计划于2019-2021年分别偿还公司应收款项3.50亿元、3.50亿元和4.05亿元，还款资金主要来源于睢宁县土地出让净收益，2020年公司尚未收到相关款项。考虑到公司应收款项主要系应收政府部门以及地方国有企业款项，回收风险相对较小，但大部分款项回收时间存在不确定性，对公司营运资金形成了较大占用。

受项目建设进度的持续推进，公司存货规模增长较快，2020年末占总资产的57.70%，主要由开发成本（120.44亿元）和待开发土地使用权（26.53亿元）构成；2020年末公司存货中共有土地53宗，主要为其他商服用地和城镇住宅用地，均已缴纳土地出让金，其中账面价值11.61亿元土地已用于借款抵押，占存货中土地账面价值的43.76%。

投资性房地产为公司持有的土地使用权，以公允价值计量，2020年末账面价值小幅增长；截至2020年末，公司投资性房地产中共有9宗土地，为商服用地，尚未缴纳土地出让金，其中6宗土地已对外抵押，账面价值占比74.75%。2020年末公司受限资产合计33.23亿元，占总资产比重的12.97%。

总体来看，近年公司资产规模增长较快，但以应收款项和存货为主，整体资产流动性较弱。

**表7 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	17.92	6.99%	24.36	10.65%
应收账款	0.80	0.31%	17.89	7.82%
预付款项	17.27	6.74%	15.41	6.73%
其他应收款	40.90	15.96%	26.25	11.47%
存货	147.85	57.70%	118.20	51.66%
<b>流动资产合计</b>	<b>228.42</b>	<b>89.14%</b>	<b>204.03</b>	<b>89.17%</b>
投资性房地产	16.75	6.53%	16.14	7.05%
<b>非流动资产合计</b>	<b>27.84</b>	<b>10.86%</b>	<b>24.78</b>	<b>10.83%</b>
<b>资产总计</b>	<b>256.26</b>	<b>100.00%</b>	<b>228.82</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

## 收入质量与盈利能力

### 公司营业收入小幅增长，财政补贴有效提升了公司盈利水平

公司营业收入主要来源于房地产销售、基础设施建设、材料销售以及粮食销售等业务，2020年收入规模较上年基本持平。目前公司基础设施项目和保障房项目在建、拟建项目规模较大，未来业务持续性较好。毛利率方面，公司销售毛利率持续增长，主要系收入占比较高的房地产销售业务毛利率增加所致。公司2020年经营活动现金流净流出26.44亿元，资金支出压力较大

作为睢宁县重要的保障房建设和粮食购销主体，当地政府定期给予公司财政补贴以支持保障房建设和粮食储备工作，2020年公司财政补贴占同期利润总额的75.90%，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	10.08	10.07
收现比	2.02	1.98
营业利润	1.49	1.77

其他收益	1.14	1.16
利润总额	1.50	1.77
销售毛利率	21.41%	18.03%

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

### 公司债务规模快速增长，面临较大的债务偿付压力

2020年末总负债规模增长较快。公司所有者权益因控股股东注入资金小幅增加。综合影响下，公司期末产权比率较上年末上升较快，所有者权益对债务的保障程度较低且继续减弱。

图 1 公司资本结构

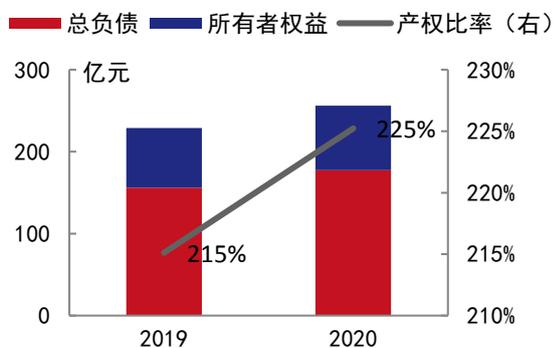
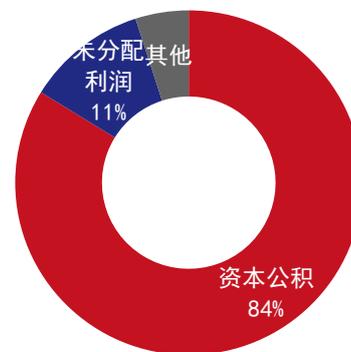


图 2 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司短期借款规模不大，预收账款主要系预收购房款，2020年公司预收款项规模较上年快速增长。其他应付款主要为公司应付的往来款，2020年末规模较上年有所下降，主要应付对象为政府单位和地方国有企业，付款期限受政府及企业的资金安排影响，具有一定的弹性空间。2020年末一年内到期的非流动负债规模持续增加，系一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款。

截至2020年末，公司长期借款规模保持较高规模，应付债券剩余规模为2.98亿元，系公司2020年新发行的江苏博融农业发展有限公司2020年非公开发行公司债券(第一期)。2020年公司长期应付款上升较快，主要系公司新增应付远东宏信融资租赁有限公司、中航国际租赁有限公司、上海元晟等公司的融资款，多数长期应付款利率超过6%，利率水平较高。

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	2.70	1.52%	2.08	1.33%
预收款项	26.04	14.67%	17.32	11.09%
其他应付款	19.41	10.93%	29.56	18.92%

一年内到期的非流动负债	25.30	14.25%	16.89	10.81%
<b>流动负债合计</b>	<b>80.83</b>	<b>45.55%</b>	<b>73.15</b>	<b>46.83%</b>
长期借款	77.20	43.50%	74.96	47.99%
应付债券	2.98	1.68%	3.42	2.19%
长期应付款	15.28	8.61%	3.71	2.37%
<b>非流动负债合计</b>	<b>96.64</b>	<b>54.45%</b>	<b>83.06</b>	<b>53.17%</b>
<b>负债合计</b>	<b>177.47</b>	<b>100.00%</b>	<b>156.20</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，公司总债务规模较上年上升较快，主要系公司融资租赁款增加较快导致，债务结构以长期债务为主。整体来看，公司总债务规模较大，面临较大的偿债压力。

图 3 2020 年末公司债务占负债比重

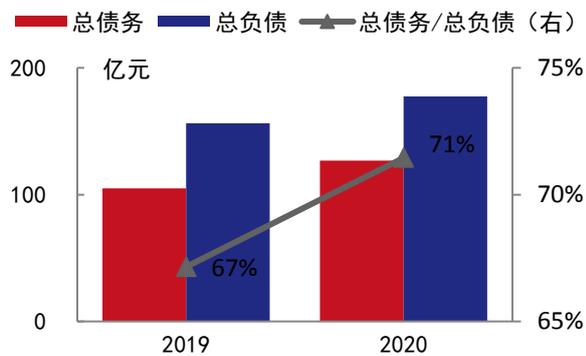
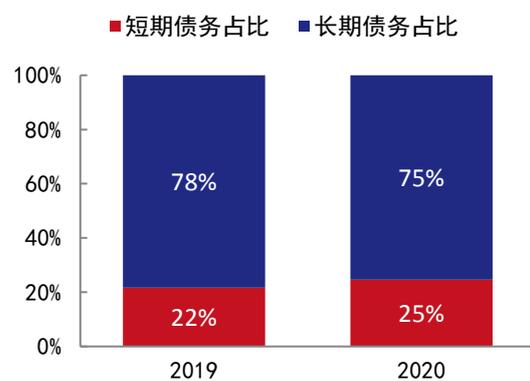


图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标看，公司2020年末资产负债率为69.25%，较上年末小幅上升，整体债务水平较高。2020年公司现金短期债务比为0.57，较上年下降幅度较大，公司货币资金对短期债务的保障程度一般。且公司业务盈利能力较弱，公司盈利对利息的保障程度一般。

表10 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年	2019 年
资产负债率	69.25%	68.27%
现金短期债务比	0.57	1.07
EBITDA 利息保障倍数	0.43	0.83

资料来源：公司 2018-2020 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31日），公司本部、公

司股东和子公司润企万国均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。

## 或有事项分析

截至2020年12月31日，公司为对外担保余额合计85,870.00万元，占同期末净资产的10.90%。被担保对象为睢宁县地方国有企业，且均未采取反担保措施，存在一定或有负债风险。

**表11 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	担保到期日
江苏双溪实业有限公司	4,000.00	2025/04/27
睢宁县自来水公司	48,400.00	2031/06/09
江苏佳盛源农业发展有限公司	3,470.00	2025/12/01
江苏鸿兴泰实业有限公司	30,000.00	2026/05/19
<b>合计</b>	<b>83,548.42</b>	--

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 八、本期债券偿还保障分析

### 三峡担保提供的全额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

根据三峡担保出具的担保函，承诺为本期债券提供全额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。

三峡担保前身为重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，成立于2006年4月，由重庆渝富资产管理集团有限公司（以下简称“渝富资管”）出资设立，初始注册资本5.00亿元。三峡担保2010年1月更名为重庆市三峡担保集团有限公司，2015年5月更名为重庆三峡担保集团股份有限公司，2018年6月更名为现名。2018年6月，渝富资管将持有三峡担保的50.00%股权全部无偿划转给重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）。截至2020年，三峡担保注册资本及实收资本均为48.30亿元，控股股东为渝富控股，其持股比例为50.00%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。

**表12 截至 2020 年末三峡担保股权结构情况（单位：万元）**

股东名称	投资金额	持股比例
重庆渝富控股集团有限公司	241,500.00	50.00%
三峡资本控股有限责任公司	161,000.00	33.33%
国开金融有限责任公司	80,500.00	16.67%
<b>合计</b>	<b>483,000.00</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：三峡担保提供

三峡担保主要从事担保、投资、委托贷款和小额贷款等四大业务。担保业务收入、利息净收入和投资收益是三峡担保的主要收入来源，2020年已赚担保费、利息净收入、投资收益分别占营业收入的

64.45%、20.31%和10.30%。随着在保规模的上升，三峡担保已赚担保费保持持续增长，但受资产结构调整的影响，投资收益和利息净收入之和整体下降，致使营业收入进一步下滑。

**表13 三峡担保营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	69,215.13	64.45%	64,060.86	57.69%	59,693.62	52.41%
利息净收入	21,811.77	20.31%	26,640.28	23.99%	20,520.16	18.02%
投资收益	11,066.61	10.30%	14,440.34	13.00%	26,896.30	23.61%
其他收入	5,306.55	4.94%	5,908.67	5.32%	6,793.19	5.96%
<b>合计</b>	<b>107,400.06</b>	<b>100.00%</b>	<b>111,050.16</b>	<b>100.00%</b>	<b>113,903.27</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：三峡担保 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年12月31日，三峡担保资产总额为108.61亿元，所有者权益合计为67.90亿元；2020年度，三峡担保实现利润总额3.97亿元。

**表14 近年三峡担保主要财务数据（亿元）**

项目	2020年	2019年	2018年
总资产	108.61	127.87	117.00
所有者权益合计	67.90	69.34	68.65
营业收入	10.74	11.11	11.39
担保费收入	6.92	6.41	5.97
利润总额	3.97	3.20	3.49
净资产收益率	4.30%	4.13%	4.46%
融资担保责任余额*	-	294.29	471.99
准备金覆盖率*	-	9.88%	6.08%
融资担保放大倍数*	-	5.45	8.92

注：“\*”表示数据为母公司口径。

资料来源：三峡担保 2018-2020 年审计报告及三峡担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，三峡担保主体长期信用等级为AAA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性。

## 九、结论

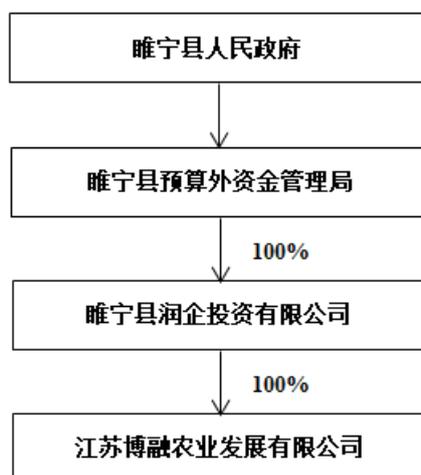
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

## 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	17.92	24.36	12.70
其他应收款	40.90	26.25	40.70
存货	147.85	118.20	95.66
流动资产合计	228.42	204.03	179.04
非流动资产合计	27.84	24.78	24.88
资产总计	256.26	228.82	203.92
短期借款	2.70	2.08	5.31
预收款项	26.04	17.32	8.15
其他应付款	19.41	29.56	42.68
一年内到期的非流动负债	25.30	16.89	15.13
流动负债合计	80.83	73.15	76.07
长期借款	77.20	74.96	55.48
应付债券	2.98	3.42	6.83
长期应付款	15.04	3.55	1.94
非流动负债合计	96.64	83.06	65.03
负债合计	177.47	156.20	141.10
总债务	126.80	104.89	86.94
所有者权益	78.79	72.62	62.82
营业收入	10.08	10.07	9.71
营业利润	1.49	1.77	1.01
其他收益	1.14	1.16	2.29
利润总额	1.50	1.77	1.01
经营活动产生的现金流量净额	-26.44	-11.68	-16.71
投资活动产生的现金流量净额	-1.87	0.59	-3.37
筹资活动产生的现金流量净额	16.91	20.36	7.27
<b>财务指标</b>	<b>2020年</b>	<b>2019年</b>	<b>2018年</b>
销售毛利率	21.41%	18.03%	16.92%
收现比	2.02	1.98	0.75
资产负债率	69.25%	68.27%	66.54%
现金短期债务比	0.57	1.06	0.50
EBITDA（亿元）	2.63	3.26	3.00
EBITDA 利息保障倍数	0.43	0.83	1.44

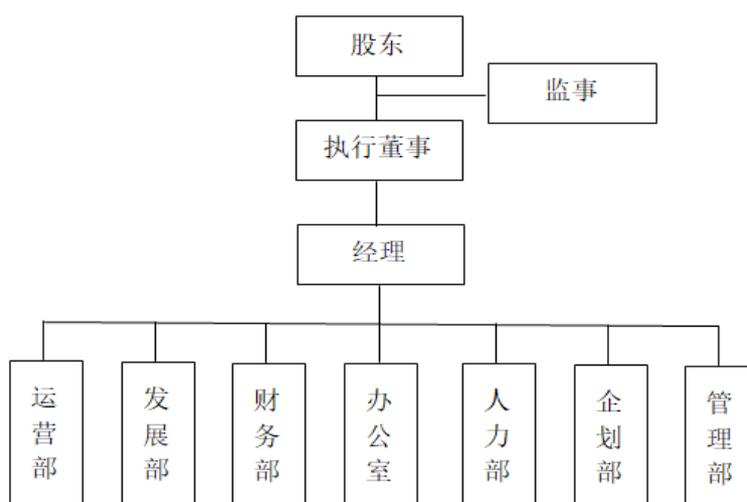
资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 5 月）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 5 月）



资料来源：公司提供

## 附录四 2020 年 12 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	级次	持股比例	主营业务
江苏丰成实业有限公司	一级	100%	批发和零售
江苏睢展实业有限公司	一级	100%	房屋建筑
江苏润凌实业有限公司	一级	83.33%	批发和零售
睢宁县丰泰建设工程有限公司	一级	100%	房屋建筑
江苏润企万国实业有限公司	一级	100%	房地产
睢宁县天顺粮食购销有限责任公司	一级	100%	批发和零售
江苏兴邳实业发展有限公司	一级	100%	租赁和商务服务
睢宁县张圩林场	一级	100%	农、林、牧、渔
江苏省睢宁县粮食储备直属库	一级	100%	交通运输、仓储和邮政
睢宁县五一棉花原种场	一级	100%	农、林、牧、渔
江苏润企恒力建设工程有限公司	二级	100%	房屋建筑
江苏润创置业有限公司	二级	51%	房地产
江苏润丰商贸有限公司	二级	100%	批发
徐州德建置业有限公司	二级	51%	房地产

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告

## 附录五 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	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

## 附录六 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。