



# 沛县国有资产经营有限公司 2023 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1698 号

---

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果	沛县国有资产经营有限公司	AA/稳定
--------------	--------------	-------

本次跟踪债项及评级结果	“17 沛国资/PR 沛国经”	AA
-------------	-----------------	----

评级观点	<p>本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为沛县经济财政实力逐年增长，对公司潜在的支持能力强；沛县国有资产经营有限公司（以下简称“沛县国资”或“公司”）作为沛县人民政府国有资产管理办公室（以下简称“沛县国资办”）实际控制的公司以及沛县重要的基础设施建设主体，与沛县政府的关系较为紧密。同时，需关注未来面临一定资本支出压力、类金融业务存在经营风险、面临一定即期偿付压力、资产流动性较弱及或有负债风险对其经营和整体信用状况造成的影响。</p>
------	---

评级展望	中诚信国际认为，沛县国有资产经营有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。
------	---

调级因素	<p><b>可能触发评级上调因素：</b>地方经济实力显著增强；公司获得优质资产注入，盈利大幅增长且具备可持续性，资产质量显著提升，或资本实力显著增强等。</p> <p><b>可能触发评级下调因素：</b>地方经济环境严重恶化；公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱；重要子公司股权划出或公司财务指标出现明显恶化；再融资环境恶化导致流动性压力大幅上升等。</p>
------	--

### 正面

- **区域经济持续增强。**沛县是徐州市下辖县，工业经济总量位居全市区县前列，各项经济指标均在徐州市内排名靠前，经济基础较好，为公司发展提供了良好的外部条件。
- **区域地位重要，获得较大力度的政府支持。**公司作为沛县重要的基础设施建设主体之一，在资金资产注入、财政补贴等方面得到了政府较大力度的支持。

### 关注

- **未来面临一定资本支出压力。**截至2022年末，公司主要在建棚户区改造及安置房项目投资总额98.62亿元，仍需投资55.55亿元，主要依赖于自筹资金，未来仍面临一定资本支出压力。
- **类金融业务存在经营风险。**公司小贷、担保、典当等类金融业务以服务于县域内中小企业为主，截至2022年末，小贷业务贷款余额8,820.91万元，逾期比例13.55%；担保业务在保余额3.15亿元，2022年当年共计代偿1,498.99万元。类金融服务的风险控制要求较高，后续的经营风险需关注。
- **面临一定即期偿付压力。**截至2022年末，公司总债务规模为134.12亿元，未来一年内到期债务为35.68亿元，即期偿付压力仍需关注。
- **资产流动性较弱。**截至2022年末，公司固定资产中有42.51亿元为政府划转至公司的水利资产，且因结算和回款较为滞后，公司大量资金沉淀于应收类款项和存货，2022年末两者合计占总资产比重的42.61%。
- **或有负债风险。**截至2022年末，公司对外担保金额继续增加至56.58亿元，占同期末净资产的比例为28.95%，虽担保对象大多为国有企业，仍面临一定的或有负债风险。

项目负责人：陆楚云 chylu@ccxi.com.cn  
项目组成员：张继元 jyzhang02@ccxi.com.cn

评级总监：  
电话：(021)60330988  
传真：(021)60330991

## 财务概况

沛县国资（合并口径）	2020	2021	2022
资产总计（亿元）	275.54	339.35	389.79
经调整的所有者权益合计（亿元）	165.71	171.76	195.43
负债合计（亿元）	109.84	167.59	194.36
总债务（亿元）	94.09	130.84	134.12
营业总收入（亿元）	8.89	14.37	20.00
经营性业务利润（亿元）	1.82	2.90	2.90
净利润（亿元）	1.63	3.98	3.18
EBITDA（亿元）	2.04	5.06	4.91
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	1.24	1.49	1.85
总资本化比率（%）	36.22	43.24	40.70
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.43	1.06	0.76

注：1、中诚信国际根据沛县国资提供的其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 2020~2022 年度审计报告整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## 评级历史关键信息

徐州经济技术开发区国有资产经营有限责任公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	17 沛国资/PR 沛国经 (AA)	2022/06/27	陈小中、吉佩珩	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	17 沛国资/PR 沛国经 (AA)	2017/06/28	曹闰、冀思远、魏兰兰	<a href="#">中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法 (地方投融资平台) CCXI_140200_2014_01</a>	<a href="#">阅读全文</a>

注：中诚信国际口径。

## 同行业比较（2022 年数据）

项目	沛县国资	一诺城建	六合交通	沛县经开
最新主体信用等级	AA	AA	AA	AA
地区	徐州市-沛县	南通市-通州区	南京市-六合区	徐州市-沛县
GDP（亿元）	1,020.00	1,639.20	594.59	1,020.00
一般公共预算收入（亿元）	50.00	67.54	45.80	50.00
经调整的所有者权益合计（亿元）	195.43	57.88	43.92	98.99
总资本化比率（%）	40.70	37.66	70.27	58.02
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.76	1.04	0.24	0.38

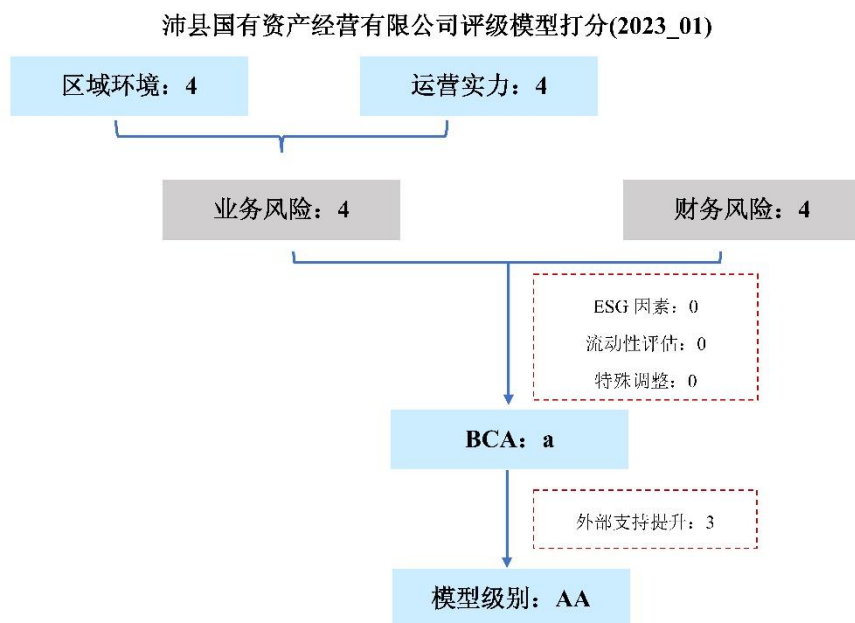
注：一诺城建系“南通一诺城镇建设开发有限公司”的简称，六合交通系“南京六合交通工程建设投资（集团）有限公司”的简称；沛县经开系“沛县经济开发区发展有限公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

## 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
17 沛国资/PR 沛国经	AA	AA	2022/06/27	13.10	5.24	2017/07/21~2024/07/19	本期债券设立本金提前偿还条款，本期债券的本金在 2020 年至 2024 年分别兑付发行总额的 20%，兑付日为 2020 年至 2024 年每年的 7 月 19 日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第 1 个工作日）

## 评级模型



## 方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000\_2022\_03

### ■ 业务风险:

中诚信国际认为，沛县国资作为沛县重要的基础设施建设主体，主要负责沛县城市基础设施、保障性住房等建设任务，整体业务稳定性和可持续性较强；但公司工程建设业务整体回款仍存在一定滞后，安置房项目投资规模较大，未来或将面临一定资本支出压力，商品房销售业务的可持续性较弱。

### ■ 财务风险:

中诚信国际认为，沛县国资的所有者权益逐年增长，财务杠杆水平较低，财务结构较为稳健；但经营获现能力较为一般，跟踪期内公司 EBITDA 和经营活动净现金流对利息的覆盖水平有所下降，整体偿债指标有待改善。

### ■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对沛县国资个体基础信用等级无影响，沛县国资具有 a 的个体基础信用评估等级，反映了其中等的业务风险和中等的财务风险。

### ■ 外部支持:

中诚信国际认为，沛县政府有强的支持能力和对公司较强的支持意愿，主要体现在沛县较强的经济财政实力和增长能力，同时，沛县国资作为沛县重要的基础设施建设主体之一，在资金资产注入和财政补贴等方面得到了政府较大力度的支持，区域重要性较强且与政府关联度较高。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

根据《沛县国有资产经营有限公司公司债券年度报告（2022 年）》，截至 2023 年 4 月末，“17 沛国资/PR 沛国经”的募集资金使用符合募集说明约定的用款范围，募集资金合计 13.10 亿元，扣除承销费后，已按约定用于沛县老城区棚户区改造二期工程项目。公司按照监管约定使用募集资金，已履行相关内部审批手续。上述募集资金使用的项目进展详见下文棚户区改造项目分析。

## 近期关注

### 宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性



发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

## 区域环境

徐州市是江苏北部最大城市，定位为淮海经济区中心城市，是国家综合交通枢纽，总面积 11,258 平方公里，下辖 5 个区（云龙区、鼓楼区、泉山区、铜山区、贾汪区）、3 个县（丰县、沛县、睢宁县）和 2 个县级市（新沂市、邳州市），设有 1 个国家级开发区（徐州经开区）、1 个国家级高新区（徐州高新区）。根据第七次全国人口普查结果，徐州市常住人口为 908.38 万人。2022 年以来，徐州市经济总体呈现“一季度稳进、二季度反弹、三四季度提速”的发展态势，全年实现地区生产总值 8,457.84 亿元，同比增长 3.2%，增速快于全省 0.4 个百分点；当年，徐州全市实现固定资产投资增长 3%，其中工业投资增长 12.5%；同年，徐州市实现一般公共预算收入 517.43 亿元，位列江苏省各地级市第 6 位。徐州市广义债务率处于江苏省中下游水平，同时区域内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，兼有部分非标，发债主体未出现债务违约事件，净融资额呈现净流入趋势，总体债务负担和融资环境尚可。

沛县位于徐州市西北部，总面积 1,806 平方公里，下辖 13 个镇、4 个街道、2 个省级经济开发区、1 个农场。截至 2021 年末，沛县常驻人口 102.87 万人。交通优势和政策优势给沛县经济发展提供了广阔的空间，近年来沛县产业结构不断优化，全力推动发展壮大新能源、新型铝材两大特色产业并加快转型升级煤焦电、冶金铸造、纺纱纺织三大传统产业的“2+3”现代产业体系，经济总量保持增长趋势。

2022 年，沛县经济实现恢复性增长，逐步回归常态运行区间，地区生产总值按可比价计算，同比增长 4.00%，首次突破千亿大关，在全国县域经济基本竞争力百强县中跃居第 40 位，主要经济指标在徐州市各区县中处于领先水平；产业结构持续优化调整，截至 2022 年 9 月末，三产占比从上年末的 13.3:42.2:44.5 调整为 9.82:45.44:44.74，第二产业主导作用有所提升。2022 年沛县完成规模以上工业总产值 615 亿元，同比增长 8%，工业经济总量位居全市前列；全区规模以上服务业企业完成营业收入 94.5 亿元、同比增长 26%；固定资产投资完成 474 亿元，同比增长 3%；社会消费品零售总额完成 590 亿元，同比增长 6%；建筑业提质扩量，总产值达 470 亿元，同比增长 7%，产业规模保持全市第一，苏北领先。

表 1：2022 年徐州市下属区县经济财政概况

	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名

徐州全市	8,457.84	-	9.38	-	517.40	-
铜山区	1,350.00	1	12.03	1	53.80	1
邳州市	1,157.16	2	8.02	8	43.27	4
<b>沛县</b>	<b>1,020.00</b>	<b>3</b>	<b>9.92</b>	<b>3</b>	<b>50.00</b>	<b>2</b>
新沂市	826.34	4	8.64	6	46.01	3
泉山区	700.00	5	11.29	2	29.51	8
睢宁县	680.00	6	6.33	9	42.25	5
丰县	550.00	7	5.88	10	33.22	6
云龙区	461.45	8	9.74	4	33.00	7
贾汪区	433.90	9	9.61	5	24.68	9
鼓楼区	363.89	10	8.56	7	18.05	10

注：1、沛县 2022 年 GDP 为预计数；2、部分地市的人均 GDP 系根据常住人口测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

稳定的经济增长和产业结构的优化升级为沛县财政实力形成了一定的支撑，2019~2021 年一般公共预算收入稳步提升，2022 年受留抵退税影响略有降低；政府性基金收入是沛县地方政府财力的重要补充，但受土地市场行情影响较大，具有一定波动性。沛县财政平衡能力仍较弱，支出缺口主要由转移支付和税收返还弥补。再融资环境方面，截至 2022 年末，沛县地方政府债务余额合计 129.90 亿元，债务规模及负债率在徐州市各区县内均位于中等水平，债务水平相对适中，同时区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，兼有部分非标，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境尚可。

表 2：近年来沛县地方经济财政实力

项目	2019	2020	2021	2022
GDP (亿元)	777.96	805.01	910.00	1,020.00
GDP 增速 (%)	6.00	3.90	9.00	4.00
人均 GDP (万元)	6.94	7.74	8.96	9.92
固定资产投资增速 (%)	6.70	5.20	8.60	3.00
一般公共预算收入 (亿元)	45.00	46.13	50.74	50.00
政府性基金收入 (亿元)	63.23	63.18	89.48	74.00
税收收入占比 (%)	82.29	80.64	84.27	78.00
公共财政平衡率 (%)	42.66	38.19	39.69	39.06

注：1、税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入\*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%；2、2022 年人均 GDP 数据系根据 2021 年末常住人口与 2022 年 GDP 测算而来；3、不考虑留抵退税减收因素，沛县 2022 年一般公共预算收入同比增长 3.09%。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

## 运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司仍作为沛县重要的基础设施建设主体，业务稳定性和可持续性较强；但公司工程建设业务整体回款仍存在一定滞后，安置房项目投资规模较大，未来或面临一定资本支出压力，商品房销售业务的可持续性较弱，需关注类金融业务运营压力。

表 3：2020~2022 年公司营业收入及毛利率构成情况 (亿元、%)

	2020 年			2021 年			2022 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设	7.23	81.31	13.41	12.16	84.62	14.66	15.63	78.15	12.50
商品房销售	1.21	13.66	15.11	0.17	1.18	14.78	--	--	--
物资销售	--	--	--	1.36	9.46	5.24	2.90	14.51	8.22
其他	0.42	4.75	57.54	0.69	4.77	56.17	1.47	7.34	27.35
<b>营业收入/毛利率合</b>	<b>8.89</b>	<b>100.00</b>	<b>15.73</b>	<b>14.37</b>	<b>100.00</b>	<b>15.75</b>	<b>20.00</b>	<b>100.00</b>	<b>12.97</b>



计

注：.其他包括担保、典当、小额贷款、资产租赁、托管收益、利息收入等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 工程建设板块

公司基础设施和棚户区改造项目的存量投资需求较少，但安置房项目待投资规模大，随着在建安置房项目陆续推进，公司未来收入较有保障，业务可持续性较好。需要关注的是，公司工程建设业务整体回款仍存在一定滞后，较大的投资支出需求下，未来或将面临一定资本支出压力。

公司工程建设业务包括基础设施建设、棚户区改造和保障房建设三个板块。从建设类业务的收入及回款情况来看，2022 年，公司确认工程建设收入 15.63 亿元，均为保障房建设业务产生，收到回款 20.48 亿元，同比增长 89.63%，公司回款进度有所加快，但整体回款仍存在一定滞后，2022 年末公司应收沛县财政局账款同比下降 27.08%至 17.01 亿元。

表 4：2020~2022 年末公司项目建设业务各板块经营情况（亿元、%）

	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
基础设施建设	6.57	12.80	2.77	16.75	--	--
棚户区改造	0.66	19.53	2.04	19.53	--	--
保障房建设	--	--	7.35	12.52	15.63	12.50
<b>工程建设</b>	<b>7.23</b>	<b>13.41</b>	<b>12.16</b>	<b>14.66</b>	<b>15.63</b>	<b>12.50</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**基础设施建设：**公司基础设施建设业务规模一直不大，跟踪期内，公司该业务模式无变化，仍与沛县财政局等政府单位签订委托代建协议，公司作为投资人，进行项目投资、融资和施工建设，沛县财政局等委托方通过成本加成方式向公司支付项目款。值得注意的是，2019 年之前，公司与代建委托方约定的加成比例为 20%，2019 年开始，前期所有未结转项目和新承接项目均按照 25% 的加成比例核算，实际价款以项目移交后双方确认的金额为准。

截至 2022 年末，公司已完工的主要基础设施项目共计 7 项，分别为沛公路、正阳大道北、丰沛铁路、汉源宾馆、树人小学、汉源小学和新城实验学校的工作，其中前 4 个项目已基本实现回款；树人小学、汉源小学及新城实验学校合计总投资 3.22 亿元，已确认收入 3.88 亿元，尚未回款。

截至 2022 年末，公司在建基础设施项目主要为新城实验小学扩建工程和汤沐中学项目，尚需投资 0.38 亿元，已确认收入 1.43 亿元，尚未回款。截至 2022 年末，公司暂无拟建基础设施项目，公司基础设施建设业务可持续性需关注。

表 5：截至 2022 年末公司主要在建基础设施项目情况（万元）

项目名称	投资周期	计划总投资	已投资
新城实验小学扩建工程	2022~2024	4,200	4,200
汤沐中学	2020~2022	15,000	11,200
<b>合计</b>	--	<b>19,200.00</b>	<b>15,400.00</b>

注：上表中的建设周期为预计建设周期，部分项目实际建设周期存在后延情况。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**棚户区改造：**公司棚户区改造业务主要由下属全资子公司徐州中金棚户区改造建设有限公司（以

下简称“中金棚户区公司”)负责,2022 年以来业务模式无变化,公司仍与沛县住房和城乡建设局等政府单位签订委托代建协议。棚户区改造的拆迁工作由政府负责,公司筹集拆迁所需费用并对拆迁工程进行管理,完工后项目委托方根据工程总投资加成一定比例向公司支付拆迁代建费,加成比例亦由 2019 年的 20%调整为 25%,实际价款以项目移交后双方确认的金额为准。

近年来,公司承接的棚户区改造项目包括老城区棚户区改造二期项目(杨彭庄和李园地块)、老城区棚户区改造三期项目(火车站北、尹庄、汽车站和原气象站台 4 个地块)、沛县郝寨新村新型农村社区项目(郝寨地块),其中已经实施的拆迁地块主要有杨彭庄地块、李园地块、火车站北地块、尹庄地块和郝寨地块等,截至 2022 年末,公司拆迁代建业务大部分已结转收入,2022 年末确认相关收入,期末存货中剩余待结转金额约为 1.54 亿元,主要为郝寨、郝尧地块代拆迁项目的征收款。

**保障房建设:**为解决被拆迁居民的居住问题,公司还承担了安置小区的建设工作,建设资金以自筹为主,建成后,公司通过项目委托方回购和直接向安置户销售两种方式实现资金回笼,该业务亦由公司本部与中金棚户区公司开展。

委托代建模式下,2022 年以来业务模式无变化,公司仍与沛县住建局等政府单位签订回购协议,由公司自行融资并负责项目建设工作,通过招拍挂程序获取棚户区平整后的改造地块或其他地块进行安置小区以及商服用房的建设,完工后,由委托方在核算项目投入成本基础上加成一定比例向公司支付项目款项,加成比例亦由 2019 年的 20%调整为 25%,实际价款以项目移交后双方确认的金额为准。结算方面,项目委托方按照项目进度验收结算并分年度向公司拨付代建工程款,实际回款进度受当地政府财力影响较大,存在一定不确定性。自主开发模式下,公司项目建成后按低于市场价 5%~10%向拆迁居民定向销售,拆迁居民按照所获拆迁款支付房款,建筑面积超过安置面积的部分进行市场化销售;另外,项目的配套商铺、车库均实行市场化销售。

截至 2022 年末,公司主要已完工保障房项目为韩坝新村经济适用房、惠民花园经济适用房、沛县小街子新村限价房、沛县北孔庄安置房和李园地块拆迁项目 5 个项目,其中除李园地块拆迁项目为自主开发模式外,其余项目全部实行委托代建模式,总投资 29.35 亿元,已收到全部回款 35.22 亿元,2022 年受李园地块拆迁项目完工并确认收入影响,当年保障房建设业务营业收入同比增长 112.65%。

表 6: 截至 2022 年末公司主要在建棚户区改造及安置房项目情况(亿元)

项目名称	是否已经实施 拆迁	模式	周期	总投资	已投资	已确认收入
龙固镇焦刘村迁移安置房	是	代建	2019~2022	4.40	2.96	3.39
郝寨、郝尧项目	是	代建	2020~2024	24.80	6.64	--
李园地块棚改项目	是	自营	2018~2023	16.03	10.46	--
尹庄杨彭庄安置房	是	自营	2019~2023	29.61	25.79	--
沛县铁西(安置房)项目	是	自营	2019~2023	17.18	7.57	--
沛县汉旺路南侧项目	是	自营	2021~2023	6.60	2.13	--
<b>合计</b>	--	--	--	<b>98.62</b>	<b>55.55</b>	<b>3.39</b>

注: 1、上表中的建设周期为预计建设周期,部分项目实际建设周期存在后延情况; 2、上表中的已投资额为不含税金额; 3、表中总投资金额和已投资金额包含前期拆迁支出。

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

在建项目方面，截至 2022 年末，公司主要在建保障房项目 6 个，其中 2 个实行委托代建模式，尚需投资 43.07 亿元，除龙固镇焦刘村迁移安置房项目之外，其余项目均尚未确认收入。截至 2022 年末，公司拟建棚户区改造及安置房建设项目仅为沛高中南地块保障房项目，该项目计划采用自主开发模式，拟投资金额为 19.80 亿元，目前已取得相关土地，处于招标阶段。总体来看，安置房业务未来可持续性较强。

## 商品房销售板块

**跟踪期内，公司未确认商品房销售收入，且在手项目已全部售罄，并无其他在建和拟建项目，商品房销售业务的可持续性较弱。**

公司从事商品房开发业务的主体主要为徐州黑胡子置业有限公司（以下简称“黑胡子置业”），黑胡子置业具备房地产开发三级资质，有效期至 2019 年 5 月 31 日。由于公司在手房地产项目仅为汉爵御苑项目，除此无其他开发项目，故房地产企业资格证书到期后未申请。

公司汉爵御苑项目采取自主开发模式，该项目投资 2.68 亿元，建设周期为 2011 年 10 月至 2017 年 10 月，可售面积合计 6.80 万平方米，截至 2022 年末已全部售罄，共计实现销售 3.46 亿元，实现回款 3.60 亿元，其中 2022 年末未确认商品房销售收入。截至 2022 年末，公司无其它在建和拟建商品房项目，未来房地产开发业务可持续性弱。

## 其他板块

**公司涉及较多类金融业务，整体规模较小，且业务对自身的风险控制水平要求较高，需要关注其运营压力；公司物资销售业务目前尚处于运营初期，收入规模较小。**

跟踪期内，公司类金融业务仍主要由小贷业务、担保业务和典当业务构成。

表 7：2020~2022 年末公司类金融业务经营情况（亿元、%）

	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
小贷业务	0.03	99.74	0.09	99.99	0.09	100.00
担保业务	0.04	100.00	0.03	100.00	0.01	100.00
典当业务	0.02	100.00	0.04	100.00	0.02	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司小贷业务由下属二级子公司沛县九鼎农村小额贷款有限公司（以下简称“九鼎小贷”）和一级子公司沛县汇金科技小额贷款有限公司（以下简称“汇金小贷”）开展。其中，九鼎小贷业务范围主要为面向“三农”发放贷款、提供融资性担保、开展金融机构业务代理以及其它业务。九鼎小贷贷款业务单笔贷款规模在 50~250 万元之间；贷款年利率在 5.2%~18%之间，均在法律规定合理范围之内；借款期限主要为 24 个月；从行业分布来看，九鼎小贷现主要客户为三农类企业。2022 年，九鼎小贷发放贷款 2,416.00 万元。汇金小贷系公司 2021 年新增小贷业务运营主体，该子公司主要对沛县经开区内及县域的科创企业及个人提供小额贷款及其它业务，单笔贷款规模在 600 万元以内；贷款年利率在 8.0%~14.5%之间。2022 年汇金小贷发放贷款 5,272.00 万元。截至 2022 年末，两家小贷公司应收逾期利息余额为 126.36 万元，涉及贷款本金占期末贷款余额比例为 13.55%。

公司担保业务主要与其控股子公司沛县诚和融资担保有限公司（以下简称“诚和担保”）负责开展，经营范围主要涉及信用担保、企业贷款担保、私营企业投融资担保、联保、分保业务、抵押物的处置等。为防控风险，诚和担保对担保业务均增加了反担保措施，为客户办理资产抵押、质押，以明晰产权。截至 2022 年末，诚和担保注册资本 3.00 亿元，在保余额为 3.15 亿元，期末在保客户数量 117 户，2022 年诚和担保发生代偿金额 1,498.99 万元，同期，代偿回收金额 300.81 万元。

典当业务运营主体为公司控股子公司国运典当公司，业务主要涉及动产质押典当业务、房地产（外省、自治区、直辖市的房地产或者未取得商品房预售许可证的在建工程除外）抵押典当业务、限额内绝当物品的变卖、鉴定评估及咨询服务等，公司典当业务收入规模较小。

2021 年公司新增物资销售业务，由下属子公司徐州卡美隆贸易有限公司（以下简称“卡美隆”）开展，以国内贸易为主，贸易品种包括建筑材料、钢筋、混凝土、管桩、砂浆、沥青等，业务模式为先确定下游客户需求，待与下游客户签订采购合同后再进行采购，上游采购付款周期一般在 1 个月以内，资金占用期为 45~60 天，下游客户大部分为公司项目施工企业。跟踪期内，公司物资销售业务尚处于发展初期，营业收入虽提升较快但贡献能力仍有限。

## 财务风险

**中诚信国际认为，公司财务风险处于中等水平。受益于政府的持续支持与各类项目的持续推进，跟踪期内公司所有者权益与资产总额持续增长，同时财务杠杆水平较低，财务结构较为稳健，但公司整体资产质量欠佳，且面临一定即期偿付压力，2022 年以来 EBITDA 和经营活动净现金流对利息的覆盖水平亦有所下降，整体偿债指标有待改善。**

## 资本实力与结构

*跟踪期内，公司资产与所有者权益规模稳步增长，财务杠杆水平较低，财务结构较为稳健；但公司资产流动性较弱且收益性一般，整体资产质量欠佳。*

作为沛县重要的基础设施建设主体，跟踪期内，随着项目持续推进建设及政府的持续支持，公司资产规模保持较快增长态势，2020~2022 年复合增长率未 18.94%。

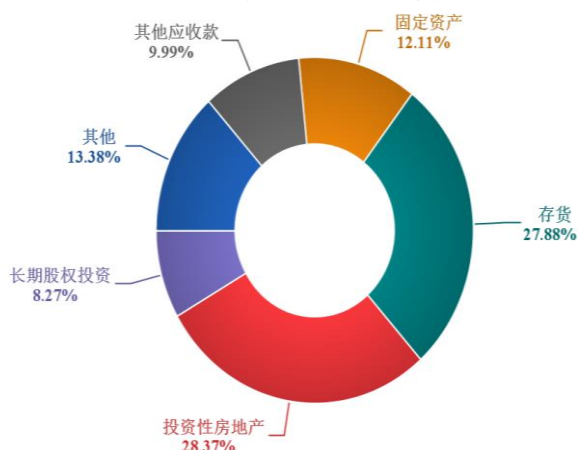
公司目前形成了以基础设施建设、棚户区改造等工程建设收入为主业务板块，资产主要由上述业务形成的应收类款项及存货等构成，并呈现以非流动资产为主的资产结构，2022 年末非流动资产占总资产的比重大幅提升至 50%以上，且公司未来仍将保持这一业务布局，预计其资产结构将保持相对稳定。公司应收账款主要系应收沛县财政局的代建款，2022 年末为 17.01 亿元，同比下降 27.08%，占期末应收账款总额的 92.05%，款项较为集中。公司其他应收款以与政府部门或国有企业的往来款为主，2022 年末前五大债务人为沛县财政局（9.46 亿元）、徐州力天建筑工程有限公司（6.73 亿元）、沛县文礼教育实业有限公司（4.28 亿元）、沛县文化旅游产业发展集团有限公司（2.37 亿元）和沛县国有资产管理办公室（1.76 亿元），合计金额占期末其他应收款余额比重为 61.91%，公司按账龄法计提坏账准备，2022 年末坏账准备余额为 0.80 亿元，未来需持续关注部分款项的回收情况。公司存货主要为合同履约成本 108.58 亿元，其中土地使用权 51.19 亿元，均



为出让地且主要为商住用地，13.75 亿元的土地使用权已用于抵押融资，2022 年末公司存货同比下降 24.33% 主要系部分土地使用权转入投资性房地产科目所致。同时，公司保有一定规模的货币资金用于经营周转及债务偿付，截至 2022 年末，公司受限货币资金为 6.17 亿元的担保保证金。

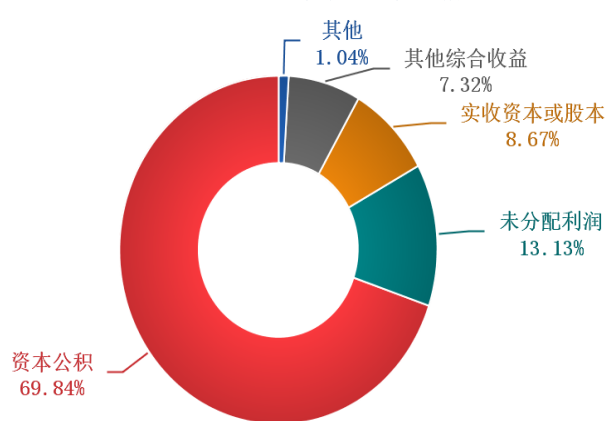
公司非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产和固定资产构成。2022 年公司对沛县兴田建设投资建设发展集团有限公司（以下简称“兴田建设”）追加投资 2.00 亿元，并产生其他权益变动 5.84 亿元，当年末公司长期股权投资同比增长 36.66%，跟踪期内公司长期股权投资确认投资收益 0.67 亿元，主要系兴田建设产生。2022 年，公司投资性房地产主要由土地使用权 83.96 亿元和房屋、建筑物 26.74 亿元构成，当年公司将存货及自用房地产中的土地使用权 64.33 亿元和房屋、建筑物 22.79 亿元转入投资性房地产，并产生公允价值变动 18.65 亿元，使得年末投资性房地产大幅增长，2022 年末，公司尚有 14.55 亿元的投资性房地产未办理权证，且收益性有限。公司固定资产主要由房屋及构筑物 46.18 亿元构成，2022 年公司其他非流动资产中的水利资产 42.51 亿元转入固定资产科目，2022 年末公司固定资产大幅增长，同年末，公司尚有 43.23 亿元的固定资产未办理权证。总体来看，公司资产流动性较弱且收益性一般，整体资产质量欠佳。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司经调整的所有者权益<sup>1</sup>结构较为稳定，主要由实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润构成。近年来公司实收资本保持不变，2022 年公司收到政府注入资本金 1.50 亿元，且根据政府文件划拨转入子公司沛县湖西后勤管理服务有限公司增加资本公积 0.02 亿元，此外，联营企业兴田建设其他权益变动增加 5.84 亿元，当年公司资本公积同比增长 4.92%；其他综合收益主要系存货及自用房地产中的土地使用权和房屋、建筑物转入投资性房地产时，公允价值和账面价值的差额产生。另加之未分配利润持续增长，2022 年末公司所有者权益保持增长。

受益于自有资本实力增强，2022 年末总资本化比率有所下降，资产负债率仍维持在 50% 以下，财务杠杆水平适中，财务结构较为稳健。随着项目建设的逐步推进，未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，公司净债务预计将有所增长。

表 8：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022
----	------	------	------

<sup>1</sup> 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，截至 2022 年末公司无需要调整的内容。



资产总额	275.54	339.35	389.79
非流动资产占比	29.70	30.62	52.86
货币资金	19.13	26.57	13.78
应收账款	22.00	23.79	18.48
其他应收款	23.67	37.02	38.93
存货	125.06	143.59	108.66
长期股权投资	23.24	23.59	32.23
投资性房地产	1.22	6.02	110.60
固定资产	0.36	2.98	47.21
其他非流动资产	42.51	42.56	0.28
经调整的所有者权益合计	165.71	171.76	195.43
资产负债率	39.86	49.39	49.86
总资本化比率	36.22	43.24	40.70

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 现金流分析

公司收入质量较好，但经营活动现金净流入规模较小，经营获现能力较为一般，且持续大规模的对外投资加大资金缺口，经营发展对外部融资有较强依赖性，再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。

2022 年公司收入保持较快增长，且主要收入板块中工程建设项目回款较为及时，使得公司销售商品、提供劳务收到的现金规模可与营业收入相匹配，收现比呈现上升态势且比率始终大于 1，公司收入质量较好。

公司经营活动净现金流受工程建设业务的项目支出及回款，以及其他与经营活动有关的现金收支影响较大。2022 年公司支付大量工程款项，致使经营活动净流入规模较小。公司经营活动获现能力总体表现一般。

2022 年，公司在建工程持续投入以及收回投资收到的现金减少导致投资活动净现金流持续为负，且规模有所波动，公司未来在购建资产、股权投资等方面存有一定的投资需求，预计短期内投资活动现金流会呈现一定缺口。

公司主要依赖于银行借款和发行债券来弥补投资活动产生的资金缺口，2022 年受公司偿还债务规模较大影响，当年末公司筹资活动净现金流大幅下降。同时，受益于股东的持续支持，跟踪期内公司吸收投资收到的现金合计 1.50 亿元，亦是其资金补充的重要渠道。总体来看，公司通过外部债务融资叠加政府拨款等股权融资方式筹集的资金，但 2022 年通过外部债务融资筹集的资金难以覆盖资金缺口，现金及现金等价物呈净流出状态，需持续关注公司再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响。

表 9：近年来公司现金流情况（亿元、%）

项目	2020	2021	2022
经营活动产生的现金流量净额	1.24	1.49	1.85
投资活动产生的现金流量净额	-7.00	-12.29	-17.08
筹资活动产生的现金流量净额	8.17	18.09	1.51
现金及现金等价物净增加额	2.40	7.29	-13.72
收现比	1.00	1.68	1.69

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 偿债能力

公司债务结构较为合理，与其业务特征相匹配，但债务规模逐年增长，且面临一定的即期偿付压力；2022 年，公司 EBITDA 和经营活动净现金流对利息的覆盖水平有所下降，整体偿债指标有待改善。

随着经营业务的持续发展，公司外部债务融资需求不断推升，2022 年以来债务规模持续增长。公司债务以银行借款、债券发行为主，且银行借款存在抵质押及担保措施，债务类型及渠道较多元；公司短期债务占比有所提高，但债务仍以长期为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理。但公司短期债务规模较大，即期偿付压力仍需关注。

表 10：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（亿元、%）

	类型	成本	金额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3-4 年	4 年以上
银行借款	保证/担保/质押借款等	3.70~6.00	62.95	21.73	12.04	11.58	8.13	9.47
债券融资	PPN/企业债等	2.69~5.98	61.54	4.12	35.52	11.90	--	10.00
应付票据	--	--	7.90	7.90	--	--	--	--
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>约 5.20%</b>	<b>132.39</b>	<b>33.75</b>	<b>47.56</b>	<b>23.48</b>	<b>8.13</b>	<b>19.47</b>

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司 EBITDA 构成中利润总额占比较高，且考虑到公司职能定位和主业较为稳定，利润总额中贡献度较高的其他收益（政府补助）具备持续性，预计未来仍可为公司 EBITDA 提供较好支撑，且 2022 年公司长期股权投资与理财产品亦产生一定投资收益，可以为 EBITDA 提供一定补充。2022 年，公司投资性房地产产生的公允价值变动收益减少，EBITDA 小幅下降，同时，债务规模的增加导致公司利息支出上升较快，公司 EBITDA 对利息的保障能力有所下降，覆盖水平较为一般且面临波动压力，此外，公司经营活动净现金流对利息的保障能力总体较弱，整体偿债指标有待改善。

表 11：近年来公司偿债能力指标（亿元、X）

	2020	2021	2022
总债务	94.09	130.84	134.12
短期债务占比	29.59	22.59	26.60
EBITDA	2.04	5.06	4.91
EBITDA 利息覆盖倍数	0.43	1.06	0.76
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.26	0.31	0.28

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 其他事项

受限情况方面，公司受限资产规模不大，截至 2022 年末，公司受限资产占当期末总资产的 9.06%。

表 12：截至 2022 年末公司受限资产情况（万元）

序号	被担保对象	企业性质	担保金额
1	货币资金	61,690.00	主要为担保保证金
2	存货	137,465.86	主要为借款抵押
3	固定资产	633.69	主要为借款抵押
4	子公司股权	22,485.14	主要为借款抵押
5	投资性房地产	130,831.05	主要为借款抵押
6	货币资金	61,690.00	主要为担保保证金
	<b>合计</b>	<b>353,105.75</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

或有负债方面，截至 2022 年末，公司对外担保（非经营性）金额为 56.58 亿元，占同期末净资产的比例为 28.95%，公司担保对象大多为国有企业，公司部分对外担保无反担保措施，面临一定的或有负债风险。此外，截至 2022 年末，公司不存在对其持续经营产生重大不利影响的重大未决诉讼或仲裁事项

表 13：截至 2022 年末公司对外担保（非经营性）情况（万元）

序号	被担保对象	企业性质	担保金额
1	沛县兴田建设投资发展集团有限公司	国企	205,000.00
2	沛县文礼教育实业有限公司	国企	84,000.00
3	沛县交投实业发展有限公司	国企	72,700.00
4	沛县城市投资开发有限公司	国企	62,100.00
5	沛县文化旅游产业发展集团有限公司	国企	60,000.00
6	沛县荷韵农业发展有限公司	国企	20,000.00
7	徐州太阳石文化旅游发展有限公司	国企	14,000.00
8	沛县汉安建设发展有限公司	国企	12,000.00
9	沛县锦龙建设发展有限公司	国企	12,000.00
10	沛县金恒建设发展有限公司	国企	10,000.00
11	沛县兴田建设有限责任公司	国企	9,000.00
12	沛县水利工程建设有限公司	国企	5,000.00
13	个人住房商业贷款	--	29.00
合计		--	565,829.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 1 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

## 假设与预测<sup>2</sup>

### 假设

——2023 年，公司仍作为沛县重要的基础设施建设主体之一，没有显著规模的资产划入和划出，合并范围无明显变化。

——2023 年，公司整体业务板块稳步发展，收入及盈利水平将较以前基本稳定。

——2023 年，公司在建工程项目投资规模预计在 10~20 亿元。

——公司债务规模将呈增长态势，2023 年新增权益类融资 1~5 亿元、债务类净融资 10~20 亿元。

### 预测

表 14：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	43.24	40.70	38.24~46.74
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.06	0.76	0.59~0.88

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 调整项

<sup>2</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

## 流动性评估

**中诚信国际认为，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。**

近年来公司经营活动净现金流保持小幅净流入状态，2022 年末公司可动用账面资金为 7.61 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2022 年末，公司银行授信总额为 126.60 亿元，尚未使用授信额度为 39.76 亿元，备用流动性尚可。此外，沛县经济基础较好，区域内企业有一定临时拆借资金的空间；作为沛县重要的基础设施建设主体之一，公司可持续获得政府的资金支持；而且得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，截至 2022 年末在手未使用批文为 51.60 亿元，公司融资渠道较为多元，预计未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设、外部投资及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年投资支出主要集中于在建项目建设，资金需求约 10~20 亿元。同时，公司债务到期较为集中，截至 2022 年末，公司未来一年的到期债务约 35.68 亿元，此外 2022 年公司利息支出已增至 6.50 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加。综上所述，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

## ESG 分析<sup>3</sup>

**中诚信国际认为，公司作为沛县重要的基础设施建设主体，战略定位清晰，注重可持续发展，在高管行为和治理结构等方面表现尚可，但在产品责任、信息披露等方面仍有待观察。**

环境方面，公司的工程建设业务可能会面临碳排放等环境风险，目前尚未受到监管处罚，但在排放物管理等方面表现有待观察，在环境方面表现尚可。

社会方面，公司通过健全员工管理，加强安全生产，近年未发生安全生产事故和员工劳动纠纷，未发生社会争议事件，但在产品责任、供应商管理等方面表现有待观察。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。跟踪期内，公司控股股东发生变更，沛县国资办同意将公司出资人由沛县财政局变更为沛县产投，沛县产投由沛县国资办持有全部股份，并于 2022 年 6 月完成工商登记，控股股东变更后，公司的实际控制人不变，仍为沛县人民政府。总体来看，公司治理结构和运行情况良好，业务发展的战略定位清晰，高管行为等方面表现较好，在公司治理方面表现尚可。

## 外部支持

**中诚信国际认为，沛县政府的支持能力强，主要体现在以下方面：**

近年来沛县 GDP、地方一般预算收入均保持增长趋势；同时，随着招商引资力度的加强及固定资

<sup>3</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

产投资力度的加大，预计沛县经济和财政实力仍将保持增长。另外，近年来固定资产投资及城市更新等推升了沛县政府的资金需求，政府融资规模不断增加，2022 年末沛县地方政府债务限额及债务余额分别为 147.71 亿元和 129.90 亿元，余额规模在徐州市内位于第 6 位；负债率为 12.74%，债务率尚未超过国际 100%警戒标准，但区域内融资平台较多，未纳入地方政府直接债务统计的隐性债务规模较大，虽近年来持续推进隐债化解进度，但仍需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。

**同时，沛县政府对公司的支持意愿较强，主要体现在以下 3 个方面：**

- 1) 区域重要性较强：公司是沛县重要的基础设施建设主体之一，主要负责沛县老城区的城市基础设施、保障性住房等建设任务，与其他区县级平台的职能定位不同，区域重要性较强。
- 2) 与政府的关联度较高：公司控股股东为沛县国资办全资子公司沛县产业投资发展集团有限公司（以下简称“沛县产投”），公司为沛县产投的核心子公司，主要根据沛县人民政府的意图承担沛县城市基础设施、保障性住房等建设任务，其业务经营、战略规划、债务管理和投融资决策受政府影响程度较高。
- 3) 过往支持力度较大：公司能够获得股东及政府在资金资产注入和财政补贴等方面持续支持。资本注入方面，2022 年公司收到政府注入资本金 1.50 亿元，且根据政府文件划拨转入子公司沛县湖西后勤管理服务有限公司增加资本公积 0.02 亿元，资本实力得到进一步提升。财政补贴方面，2022 年，公司获得政府补助资金 1.42 亿元，成为公司利润的重要补充。

**表 15：沛县主要平台比较（亿元、%）**

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
沛县产投	沛县国资办 100%	主要由下属沛县国资开展具体业务	--	--	--	--	--	--
子公司：沛县国资	沛县产投 100%	沛县重要的基础设施建设主体，主要负责沛县老城区的城市基础设施、保障性住房等建设任务	389.79	195.43	49.86	20.00	3.18	60.04
沛县城建	沛县国资办 100%	主要由下属沛县城市投资开发有限公司和沛县经开开展具体业务	--	--	--	--	--	--
子公司：沛县城市投资开发有限公司	沛县城建 100%	主要负责沛县新城区的城市基础设施、保障性住房等建设任务	331.05	115.00	65.26	21.65	4.14	69.05
子公司：沛县经开	沛县城建 60%，经开区管委会 40%	系沛县经济开发区内唯一的基础设施和保障房建设主体，主要负责沛县经济开发区的基础设施建设、保障性住房及安置房等建设和资产运营	282.05	98.99	64.90	19.79	1.43	17.53
沛县兴田建设投资发展集团有限公司	沛县国资办 51%，沛县国资 49%	负责农村土地整理及基础设施建设	--	--	--	--	--	--

注：1、“沛县经开”系“沛县经济开发区发展有限公司”简称，“沛县城建”系“沛县城市建设投资发展集团有限公司”简称；2、上述



数据为截至 2022 年末。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，沛县政府强的支持能力和对公司较强的支持意愿可为公司带来较强的外部支持。

## 同行业比较

中诚信国际认为，沛县国资的外部经营环境风险高于一诺城建，与六合交通、沛县经开无显著差异，业务风险方面与可比对象组无显著差异，沛县国资的财务风险低于六合交通，与一诺城建、沛县经开无显著差异，考虑到上述可比公司所在的地方政府均能对上述可比公司提供较强的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，徐州市-沛县与南通市-通州区和南京市-六合区等区县的行政地位与财政实力相当，沛县国资在可获得的政府支持能力方面与上述可比对象组无显著差异。沛县国资作为沛县产投子公司，股权层级相对较低，但其与上述平台均为区县政府实际控制的重要的城市基础设施建设和国有资产投资及运营主体，当地政府对其均有较强的支持意愿。

其次，沛县国资的外部经营环境风险高于一诺城建，与六合交通、沛县经开无显著差异，业务风险方面与可比对象组无显著差异。根据当地政府对其的职能定位，公司与可比对象均围绕其职能定位展业，均具有业务竞争优势，且公司业务稳定性和可持续性较强，但也存在工程建设业务整体回款仍存在一定滞后，未来或将面临一定资本支出压力等问题。

然后，沛县国资的财务风险低于六合交通，与一诺城建、沛县经开无显著差异。公司总资产高于比较组平均水平，权益规模高于其他可比对象，资本实力较强，公司财务杠杆指标在比较组中处于较低水平；但公司债务规模亦处于较高水平，EBITDA 利息覆盖系数指标在可比对象组中处于适中水平；公司可用银行授信适中，债券融资规模较高，债券市场认可度和再融资能力尚可。

表 16: 2022 年同行业对比表

	沛县国资	一诺城建	六合交通	沛县经开
最新主体信用等级	AA	AA	AA	AA
地区	徐州市-沛县	南通市-通州区	南京市-六合区	徐州市-沛县
GDP (亿元)	1,020.00	1,639.20	594.59	1,020.00
GDP 增速 (%)	4.0	2.1	3.2	4.0
人均 GDP (万元)	9.92	14.8	9.36	9.92
一般公共预算收入 (亿元)	50.00	67.54	45.80	50.00
公共财政平衡率 (%)	39.06	50.57	47.42	39.06
政府债务余额 (亿元)	129.90	198.27	171.09	129.90
控股股东及持股比例	沛县产投 100.00%	南通融通控股集团 有限公司 100.00%	南京市六合区政府 国有资产监督管理 办公室 100%	沛县城建 60.00%
职能及地位	沛县重要的基础设施 建设主体， 主要负责沛县城 市基础设施、保 障性住房等建设 任务	通州区重要的工程 建设和安置房建设 主体	主要负责六合区 内干线公路和农 村公路等交通工 程项目的建设和 投融资任务	公司为沛县经济开 发区内唯一的基 础设施和保障房 建设主体， 主要负责沛县经 济开发区的基础 设施建设、保障 性住房及安置 房等建设和资产 运营
核心业务及收入占比	工程建设 78.15%、物资销	工程建设 98.08%	交通工程项目建 设 99.94%	项目建设 48.76%、转 让土地 25.64%、房屋

售 14.51%

销售 10.76%、商品销售 7.29%、资产租赁 7.24%

总资产（亿元）	389.79	109.11	150.09	282.05
经调整的所有者权益合计（亿元）	195.43	57.88	43.92	98.99
总债务（亿元）	134.12	34.97	103.84	136.80
总资本化比率（%）	40.70	37.66	70.27	58.02
营业总收入（亿元）	20.00	6.74	9.16	19.79
净利润（亿元）	3.18	1.79	0.67	1.43
EBITDA（亿元）	4.91	1.53	1.01	3.01
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.76	1.04	0.24	0.38
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	1.85	-11.60	-2.68	-1.03
可用银行授信余额（亿元）	39.76	15.00	49.00	14.16
债券融资余额（亿元）	70.64	4.00	36.50	16.10

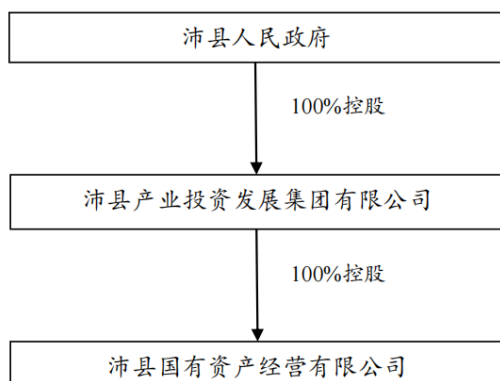
注：1、债券融资余额均为 2023 年 5 月末数据；2、一诺城建、六合交通可用银行授信余额均为 2023 年 3 月末数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

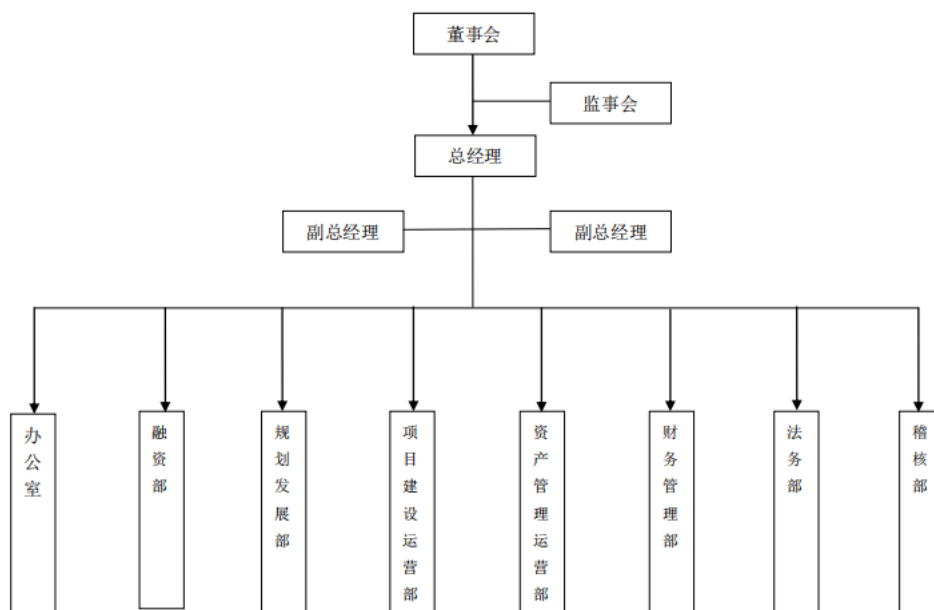
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持沛县国有资产经营有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“17 沛国资/PR 沛国经”的债项信用等级为 **AA**。

## 附一：沛县国有资产经营有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2022 年末)



序号	一级子公司名称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)
1	沛县诚和融资担保有限公司	30,000.00	100
2	江苏国运典当有限公司	3,500.00	100
3	徐州绿色大地农业开发有限公司	20,000.00	100
4	徐州国联网络科技发展有限公司	200.00	100
5	徐州国运港务有限公司	5,000.00	100
6	徐州国鸿建设工程有限公司	20,000.00	100
7	徐州国鸿农业开发有限公司	2,800.00	100
8	沛县国鸿商贸有限公司	1,088.00	100
9	徐州中金棚户区改造建设有限公司	50,500.00	99.01
10	沛县中金设备租赁有限公司	10,000.00	100
11	国鸿国际投资有限公司	5,000.00 万美元	100
12	徐州汉武置业有限公司	50,000.00	100
13	沛县九鼎农村小额贷款有限公司	4,074.00	100
14	沛县新叶园林绿化有限公司	10,000.00	100
15	徐州国瑞商业管理有限公司	10,000.00	100
16	徐州沃龙农业开发有限公司	50,000.00	100
17	徐州荣和农业开发有限公司	19,000.00	100
18	徐州江河农业开发有限公司	11,000.00	100
19	徐州辰北建设发展有限公司	50,000.00	100
20	徐州晓禾农业开发有限公司	20,000.00	100
21	沛县汉源金陵山水酒店管理有限公司	3,000.00	100
22	沛县汇金物业管理有限公司	200.00	100
23	沛县汇金科技小额贷款有限公司	6,000.00	100
24	徐州卡美隆贸易有限公司	5,000.00	100
25	沛县城市更新建设发展有限公司	50,000.00	100
26	沛县中恒建设发展有限公司	50,000.00	100
27	沛县湖西建设发展有限公司	15,000.00	70.00
28	沛县湖西后勤管理服务有限公司	5,000.00	100
29	沛县天枢水利水电建设工程有限公司	20,000.00	100



资料来源：公司提供

## 附二：沛县国有资产经营有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022
货币资金	191,334.04	265,689.67	137,802.42
非受限货币资金	191,334.04	265,689.67	76,112.42
应收账款	219,966.41	237,899.42	184,815.86
其他应收款	236,667.21	370,227.88	389,290.77
存货	1,250,640.70	1,435,922.33	1,086,611.43
长期投资	298,991.41	307,336.35	379,333.21
在建工程	28,388.31	151,983.36	67,880.09
无形资产	1,725.30	5,465.58	5,319.40
资产总计	2,755,443.67	3,393,516.37	3,897,872.12
其他应付款	69,644.95	159,185.72	184,587.59
短期债务	278,442.84	295,611.42	356,805.07
长期债务	662,469.38	1,012,793.07	984,417.18
总债务	940,912.22	1,308,404.50	1,341,222.24
负债合计	1,098,382.90	1,675,892.75	1,943,590.94
利息支出	47,033.37	47,746.36	64,954.17
经调整的所有者权益合计	1,657,060.77	1,717,623.63	1,954,281.19
营业总收入	88,905.74	143,743.83	200,041.53
经营性业务利润	18,154.69	29,008.90	28,957.96
其他收益	10,004.25	13,064.76	14,156.91
投资收益	628.16	6,616.31	8,179.08
营业外收入	2.64	9.02	82.61
净利润	16,290.14	39,763.58	31,756.32
EBIT	19,927.46	49,548.87	38,600.90
EBITDA	20,424.95	50,592.45	49,104.68
销售商品、提供劳务收到的现金	89,024.53	242,033.45	338,812.69
收到其他与经营活动有关的现金	27,294.37	86,247.44	148,802.01
购买商品、接受劳务支付的现金	95,946.78	302,282.00	384,373.20
支付其他与经营活动有关的现金	2,089.73	2,997.24	74,495.78
吸收投资收到的现金	64,880.00	0.00	15,000.00
资本支出	5,152.50	135,606.78	157,765.72
经营活动产生的现金流量净额	12,359.75	14,921.13	18,499.26
投资活动产生的现金流量净额	-70,013.61	-122,912.66	-170,771.32
筹资活动产生的现金流量净额	81,655.43	180,931.90	15,099.30
现金及现金等价物净增加额	24,001.57	72,881.24	-137,172.76
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率（%）	15.73	15.75	12.97
期间费用率（%）	3.58	3.43	4.13
应收类款项占比（%）	16.77	18.09	14.85
收现比（X）	1.00	1.68	1.69
资产负债率（%）	39.86	49.39	49.86
总资本化比率（%）	36.22	43.24	40.70
短期债务/总债务（%）	29.59	22.59	26.60
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	0.26	0.31	0.28
总债务/EBITDA（X）	46.07	25.86	27.31
EBITDA/短期债务（X）	0.07	0.17	0.14
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.43	1.06	0.76

注：中诚信国际根据 2020 年、2021 年及 2022 年审计报告整理；其他流动负债中的带息债务调入短期债务。



### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销	
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
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，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn