



2017年宿迁裕丰资产经营管理有限公司公司债券2023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.

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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2017年宿迁裕丰资产经营管理有限公司公司债券 2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
17 宿裕丰债/PR 宿裕丰	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：宿豫区工业经济发展较好，经济发展趋势向好，继续为公司发展提供良好的外部环境。宿迁裕丰产业投资发展管理集团有限公司（以下简称“裕丰产投”或“公司”）作为宿豫区重要的城市基础设施投资、建设和运营主体，主营业务可持续性较好，持续获得较大力度的外部支持，江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）提供的保证担保能有效提升“17 宿裕丰债/PR 宿裕丰”（以下简称“本期债券”）的安全性；同时中证鹏元关注到公司资产整体流动性较弱，总债务规模持续扩大，资金缺口依赖再融资，公司高管存在违法违规等情况，且面临一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司未来仍将为宿豫区重要的投融资建设主体，基础设施建设业务在区域内处于重要地位，且将持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023年6月28日

联系方式

项目负责人：秦风明
qinfm@cspengyuan.com

项目组成员：刘书芸
liushuy@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	2022	2021	2020
总资产	257.87	236.86	221.28
所有者权益	97.52	84.86	81.82
总债务	109.68	108.51	103.41
资产负债率	62.18%	64.17%	63.02%
现金短期债务比	0.10	0.03	0.19
营业收入	11.61	11.10	11.62
其他收益	0.36	0.05	0.52
利润总额	2.84	1.75	1.16
销售毛利率	27.88%	32.88%	23.91%
EBITDA	4.82	4.46	3.81
EBITDA 利息保障倍数	1.04	0.90	1.11
经营活动现金流净额	5.31	-10.93	-3.06

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **宿豫区工业经济发展较好，经济发展趋势向好，继续为公司发展提供良好的外部环境。**宿豫区区位优势较为显著，工业形成以新材料、数字经济、食品饮料为主导产业体系，工业经济发展较好，2022年新招引项目较多，为后续区域经济发展和财力提升提供新动力。
- **公司为宿豫区重要的投融资建设主体，在建项目充足，业务可持续性较好。**公司是宿豫区重要的城市基础设施投资、建设和运营主体，涉及安置房代建、市政项目建设、利息收入、服务费收入、房屋租赁等多样化业务；公司充足的在建项目储备为业务的持续性提供了有力支撑，利息收入、服务费收入、房屋租赁业务对公司营收提供了一定补充。
- **公司持续获得较大力度的外部支持。**公司2022年收到宿迁市豫荣产业投资发展管理有限公司（以下简称“豫荣公司”）投入的连宿高速公路项目资金；财政补贴方面继续得到中国宿迁电子商务产业园区管理委员会和豫新街道一定力度的支持，利润水平均得到了有效提升。
- **保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。**经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体信用等级为AAA，由其提供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安全性。

关注

- **公司资产流动性较弱。**存量资产主要沉淀于土地、工程项目、应收款项，部分资产使用受限，资产变现时点存在较大不确定性；此外2022年末公司受限资产账面价值合计13.00亿元，整体流动性较弱。
- **总债务规模持续扩大，短期偿债压力较大，资金缺口依赖再融资。**2022年末公司总债务规模扩大至109.68亿元，2023年到期债务规模约41亿元，现金短期债务比极低，账面资金对短期债务覆盖能力弱，且近年经营活动现金流净额波动较大，预计公司仍将依赖外部融资平衡资金缺口。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截至2022年末，公司对外担保金额合计28.39亿元，占年末净资产的比重为29.11%，担保对象为地方国有企业及事业单位，但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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	4/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	4/7		财务状况	3/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a
外部特殊支持					3
主体信用等级					AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是宿豫区重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，宿迁市宿豫区人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与宿迁市宿豫区人民政府的联系非常紧密以及对宿迁市宿豫区人民政府非常重要。同时，中证鹏元认为宿迁市宿豫区人民政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AAA/17 宿裕丰债/PR 宿裕丰	2022-6-23	邹火雄、游云星	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)	阅读全文
AA/稳定	AAA/17 宿裕丰债/PR 宿裕丰	2017-04-01	王学鹏、张伟亚	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
17 宿裕丰债 /PR 宿裕丰	10.00	2.00	2022-6-23	2024-4-21

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2017年4月发行7年期10亿元17宿裕丰债，募集资金计划用于京东信息科技园快递配送中心、质押仓库项目和宿迁电子商务产业园区第三方呼叫中心项目以及补充营运资金。截至2023年6月19日，17宿裕丰债募集资金专项账户余额为10.36万元。

三、发行主体概况

2022年宿豫区国有企业进行整合，公司控股股东由宿迁市宿豫区政府国有资产监督管理办公室（以下简称“宿豫区国资办”）变更为宿迁鑫融资产经营管理有限公司，已于2023年2月24日完成工商变更。2023年3月13日，宿迁鑫融资产经营管理有限公司更名为江苏运东控股集团有限公司（以下简称“运东控股”），变更后公司由区一级平台变更为区二级平台。

跟踪期内公司名称、注册资本均未发生变化。公司实际控制人未发生变化，宿豫区国资办持有运东控股100%的股权，仍为公司实际控制人，股权结构图详见附录二。

2022年公司合并报表范围无新增子公司，减少3家子公司，主要系全区国有企业整合所致，详见表1。

表1 2022年不再纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
宿迁市龙亿实业有限公司	100%	5,000	房地产开发、销售，市政工程、园林绿化工程施工，水产养殖、销售	划转
宿迁市金盾人防建设有限公司	100%	200	广告设计、代理；广告发布；广告制作	划转
宿迁市宿豫区农村产权交易中心有限公司	100%	100	提供发布交易信息、受理交易咨询和申请、协助产权查询、组织交易、出具产权流转交易鉴证书、抵押登记、协助办理产权变更登记和资金结算手续。	划转

资料来源：公司2022年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020年，为了缓解经济下行压力，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，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需

求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

宿迁市位于陇海经济带、大运河文化带、淮河生态经济带和沿江经济带的交叉辐射区，以机电装备、绿色食品、高端纺织、光伏新能源、绿色家居、新材料为主导产业，宿迁市经济总量在江苏省地级市中排名靠后，整体经济发展水平略低于全国平均水平且财政自给能力较弱

区位特征：宿迁市位于陇海经济带、大运河文化带、淮河生态经济带和沿江经济带的交叉辐射区，海空港优势突出，交通较为便利。宿迁市隶属于江苏省，1996年7月建市，是江苏省最年轻的地级市，下辖3个县、2个区和2个国家级经济技术开发区（宿迁经济技术开发区、沭阳经济技术开发区）及1个国家级高新技术产业开发区（宿迁高新技术产业开发区），面积合计8,555平方公里，是著名的“杨树之乡”、“水产之乡”、“名酒之乡”、“花卉之乡”和“蚕茧之乡”。根据宿迁市人民政府网站数据，2022年末，宿迁市常住人口497.53万人。宿迁市位于江苏省北部，地处淮海经济区20个地级市的核心区，属陇海经济带、大运河文化带、淮河生态经济带和沿江经济带的交叉辐射区，交通较为便利。京杭大运河纵贯南北，内河通航里程达980公里，拥有对外开放二类水运口岸、京杭大运河沿线第一大港——运河宿迁港。京沪高速、淮徐高速、新扬高速、新长铁路、宿淮铁路穿境而过。徐宿淮盐高铁于2019年建成通车，宿迁迈入高铁时代。潍坊至宿迁高铁规划为京沪二通道，计划年内开工建设，合肥至宿迁高铁或将年底前开工建设，宿迁将成为区域高铁枢纽。宿连航道于2020年开工，计划2025年建成通航，将构建河南、安徽、江苏地区至连云港港的重要出海通道。从市区乘车西至徐州观音国际机场40分钟，北至连云港花果山机场80分钟，南至淮安涟水国际机场70分钟，东至连云港港口90分钟，海空港优势突出。

图1 宿迁市及长三角区位图



资料来源：宿迁市自然资源和规划局，公开资料，中证鹏元整理

经济发展水平：近年来宿迁市经济总量在江苏省13个地级市中排名靠后，整体经济发展水平略低于全国平均水平，固定资产投资增速持续反弹，进出口总额增长强劲。近年宿迁市地区生产总值持续增长，经济结构以第三产业为主，主要为零售批发业，三次产业结构由2020年的10.44:41.81:47.75调整为2022年的9.11:44.84:46.05，第二产业比重有所上升。2022年宿迁市经济体量一般，在江苏省地级市中排名靠后，GDP同比增速为3.6%，高于全国及江苏省增速，人均GDP略低于全国平均水平。从拉动经济增长因素看，2022年宿迁市固定资产投资增速为9.5%，其中工业投资增速达16.2%，2022年宿迁市新签约10亿元以上项目149个、百亿级5个，新开工、新竣工亿元以上项目分别达350个、300个，桐昆一期、国望高科一期、天合光能一期等百亿级项目建成投产，“三大类”项目累计完成投资2,553亿元。但受房地产市场波动影响，2022年宿迁市房地产开发投资同比下降2.1%，土地市场热度也有所下降，根据宿迁市自然资源和规划局综合统计情况报告，2022年宿迁市市区出让经营性用地11宗1065亩。近年宿迁市社会消费品零售总额规模呈波动趋势，尽管2022年出台了一系列促内需政策，但当年消费增长依然疲软。贸易方面，近年来宿迁市进出口总额增长强劲，增速表现亮眼，但相对其他江苏地级市其外贸总体规模较小。

表2 2022年江苏省部分地级市经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速 (%)	人均 GDP (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
苏州市	23,958.30	2.00	18.60	2,329.18	1,735.68
南京市	16,907.85	2.10	17.88	1,558.21	1,560.29
常州市	9,550.10	3.50	17.80	631.78	1,414.95
徐州市	8,457.84	3.20	9.37	517.43	828.99
盐城市	7,079.80	4.60	10.56	453.26	742.80
泰州市	6,401.77	4.40	14.18	416.62	523.01

淮安市	4,742.42	3.60	10.41	300.10	504.30
宿迁市	4,111.98	3.60	8.26	271.78	355.39

注：宿迁市人均GDP按2022年末常住人口计算所得。

资料来源：企业预警通，各市国民经济和社会发展统计公报、月报和财政预决算报告、各市2023年政府工作报告、江苏统计年鉴2022等，中证鹏元整理

表3 宿迁市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	4,111.98	3.60%	3,719.01	9.1%	3,262.37	4.50%
固定资产投资	-	9.50%	-	6.5%	-	0.10%
社会消费品零售总额	1,465.89	0.40%	1,460.36	16.1%	1,258.08	-4.70%
进出口总额（亿美元）	83.93	25.9%	69.67	45.7%	47.83	39.60%
人均GDP（元）		82,648		74,476		65,503
人均GDP/全国人均GDP		96.44%		91.97%		90.64%

注：“-”表示数据未公布，2022年人均GDP按年末常住人口计算所得

资料来源：企业预警通，宿迁市2020-2021年国民经济和社会发展统计公报，宿迁市2022年12月统计月报，江苏统计年鉴2022，中证鹏元整理

产业情况：宿迁市初步建构了“6+3+X”现代产业体系，以机电装备、绿色食品、高端纺织、光伏新能源、绿色家居、新材料六大产业为主导，工业经济发展较好。得益于良好的区位优势，宿迁市初步建构了“6+3+X”现代产业体系，重点构建机电装备、绿色食品、高端纺织、光伏新能源、绿色家居、新材料六个主导产业，新一代信息技术、生物医药、数字经济以及X个先导产业。绿色食品产业是宿迁市税收贡献最大的产业，目前拥有规模以上企业200余家，既有洋河、双沟等本土品牌，也汇聚了青岛啤酒、百威啤酒、海天味业、娃哈哈、蒙牛等知名企业，获得“国家级食品产业园”、“中国白酒之都”等称号。机电装备产业方面，格力电器、可成科技、瑞声科技等一批行业龙头企业均在宿迁市设有厂房等；高端纺织产业方面，产业链条完整，种类齐全，目前全国四大纤维纺织巨头恒力集团、恒逸集团、桐昆集团、盛虹集团以及新加坡赛德利公司，都在宿迁新设生产基地。绿色家居产业方面，目前已集聚金牌厨柜、大亚圣象等企业400余家，形成了“杨树种植→木材加工→木地板→家具（橱柜）”较为完整的产业链条。新材料产业方面，拥有双星新材、博迁新材料、斯迪克新材料等多家上市企业，其中双星新材年产30万吨高性能聚酯光学薄膜在全国同行业中排名前列，博迁新材料目前是国内最大、全球前三的高端纳米镍粉制造企业，高端镍粉产量约占世界总产量的15%。光伏新能源产业是宿迁市近一两年快速壮大的产业，天合光能、龙恒新能源、阿特斯阳光电力等行业龙头企业相继在宿迁设立生产基地。此外，三大先导产业新一代信息技术产业、生物医药产业及数字经济等产业发展迅速，为宿迁市经济发展贡献较大。截至2022年末，宿迁市共有A股上市企业9家，整体市场活跃性尚可。2022年全市规模以上工业总产值同比增长13.9%，六大主导产业产值预计同比增加15%，工业经济增长强劲。

财政及债务水平：近年来宿迁市财力稳步提升，财政质量相对较高，但财政自给能力较弱。近年宿迁市一般公共预算收入持续增长，对比江苏其他地级市，2022年宿迁市一般公共预算收入中税收占比

较高，产业对地方财政收入形成一定支撑，财政收入质量相对较高。近年来宿迁市财政自给率均低于50%，财政自给能力较弱，较为依赖上级政府转移支付以平衡公共预算支出。近年来宿迁政府性基金收入有所波动，地方政府债务余额规模有所扩大。

表4 宿迁市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	271.78	267.82	221.17
税收收入占比	80.38%	86.76%	85.55%
财政自给率	43.66%	45.80%	37.52%
政府性基金收入	355.39	390.18	302.86
地方政府债务余额	902.15	875.84	794.17

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：宿迁市财政预决算报告，中证鹏元整理

宿豫区区位优势较为显著，工业形成以新材料、数字经济、食品饮料为主导产业体系，工业经济发展较好，2022年新招引项目较多，为后续区域经济发展和财力提升提供新动力；近年一般公共预算收入稳步提升，财政自给能力一般

区位特征：宿豫区处于多个经济带的交叉辐射区，地理位置尚可，交通较为便利。宿豫区隶属于江苏省宿迁市，位于宿迁市的西北部，下辖8个乡镇、6个街道，1个国家级高新技术产业开发区（江苏省宿迁高新技术产业开发区，以下简称“宿迁高新区”），面积合计1,252.6平方公里，2022年末常住人口为44.71万人，相比第七次全国人口普查呈下降趋势。宿豫区位于江苏省北部，东接沭阳县，南靠泗阳县、宿城区，西邻徐州睢宁，北隔沂河与徐州市的新沂、邳州两市接壤，处于沿海经济带、沿江经济带和陇海经济带的交叉辐射区，地理位置尚可。陆上交通方面，新扬高速公路穿境而过；水运方面，宿豫区有新沂河、中运河等流域性河道2条，水运条件尚可。2020年6月，宿连航道宿豫段开工建设，宿豫段起于京杭运河刘老涧船闸上游4.4千米处，在京杭运河与路北河之间利用东民便河开辟航道与六塘河及其支流顺提河、利民河、马河相交，穿二干渠河经路北河接入沭阳军屯河段。2020年9月，宿连高速开工建设，该高速经沭阳进入宿豫区境内，与新扬高速衔接，宿豫段全长约19千米。2021年12月，合宿新高铁开工建设，合宿新高铁途经宿迁东站（位于宿豫区），宿豫段长约30千米，预计2024年12月建成通车，该项目建成后，宿豫区与淮海经济区的联系将更为紧密。

经济发展水平：宿豫区经济总量在宿迁市5个区县中居末位，近年进出口规模持续上涨，整体经济发展水平在全国一般。近年宿豫区地区生产总值持续增长，三次产业结构由2020年的10.1:43.2:46.7调整为2022年的9.2:46.7:44.1，经济结构以第二、三产业为主，其中电商产业发展迅速。2022年宿豫区经济体量一般，在宿迁市“两区三县”中居末位，GDP同比增速为3.3%，低于宿迁市平均增速，略高于全国增速；2022年宿豫区人均GDP为9.62万元，在宿迁市区县中排名首位，为同期全国平均水平112.28%，近年宿豫区人均GDP增速较快，主要系经济体量持续上升所致。近年固定资产投资总体保持一定增速，

2022年宿豫区固定资产投资增速为9.6%，其中工业投资增长18.3%；2022年房地产投资44.49亿元，同比增长12.5%，以商品房投资为主，但受经济大环境影响，商品房销售面积同比下降13.8%。此外，近年宿豫区进出口总额持续增长，其中2022年出口、进口规模分别为8.57亿美元及2.96亿美元，同比增速为4.7%及88.0%，对外贸易的提升为经济的增长提供一定动力。2022年宿豫区消费市场规模持续上升，同比增长0.9%，增速位居宿迁三县两区首位，其中限额以上单位实现社会消费品零售总额160.68亿元，同比增长15.9%。

表5 宿迁市各区县 2022 年经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
沐阳县	1,308.45	3.60%	7.89	60.71	47.10
泗阳县	676.39	3.20%	8.15	30.03	68.72
泗洪县	651.81	3.80%	7.59	27.57	35.71
宿城区	525.09	3.30%	7.89	40.50	22.65
宿豫区	430.22	3.30%	9.62	35.02	29.50

注：沐阳县、宿豫区人均GDP采用2022年末常住人口计算，宿城区人均GDP采用2021年末常住人口计算，其余人均GDP均采用第七次人口普查数据计算。

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报、政府工作报告和财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表6 宿豫区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	430.22	3.30%	383.13	9.3%	335.25	4.7%
固定资产投资	-	9.6%	-	6.1%	-	6.4%
社会消费品零售总额	320.12	0.9%	317.35	14.0%	278.48	-4.9%
进出口总额（亿美元）	11.52	18.1%	9.76	28.9%	7.83	29.1%
人均 GDP（元）		96,375		85,961		56,967
人均 GDP/全国人均 GDP		112.28%		106.16%		78.63%

注：“-”表示数据未公布。

资料来源：2020-2022 年宿豫区国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：宿豫区工业形成以新材料、数字经济、食品饮料为主导的“3+3+X”的产业体系，工业经济发展较好。2022年新招引项目落地较多，为后续经济发展提供新动力。宿豫区地理位置尚可，形成了以新材料、数字经济、食品饮料为主导的“3+3+X”的产业体系，2022年六大产业实现产值439.96亿元，同比增长10.5%，整体规模占全区规上工业总产值比重的88.7%，且膜材料、功能玻璃、智能家电等5条产业链产值增速超30%；其中，新材料产业2022年实现产值148.82亿元，同比增长4.5%，占全市新材料比重的34.0%，对经济的支撑作用明显，代表性企业包括上市企业江苏双星彩塑新材料股份有限公司、江苏博迁新材料股份有限公司等；2022年“大数据+”产业链产值同比增长11%，京世大数据等6个项目已签约落户，同时引进惠普宿迁软件公共测试基地项目，带动8家上下游企业落户，形成京东、惠普双龙头并进格局。2022年规上服务业营业收入突破200亿元、同比增长55%，限上社会消费品零售

总额145亿元、同比增长6%，物流行业营业收入首次突破百亿。

招商引资方面较为活跃，为后续经济发展提供新动力。2022年宿豫区新签约亿元以上项目60个，协议总投资超700亿元；转化开工项目55个，总投资260亿元、同比增长24%，其中新签约项目达开工率超55%。落户丹霞新材料、鼎捷科技等10亿元以上项目15个，50亿元的联拓高端装备项目即将竣工。2022年新开工项目总投资240亿元、同比增长60%，新竣工项目总投资200亿元、同比增长19.8%。2022年新开工晟普利新材料、宁欣龙机械等10亿元以上项目12个，新竣工中玻新能源、盛瑞新材料等10亿元以上项目9个，50亿元的逸达新材料二期第一阶段已竣工。

财政及债务水平：近年来宿豫区一般公共预算收入稳步提升，财政自给能力一般。宿豫区近年一般公共预算收入持续增长，扣除全部增值税留抵退税后，2022年同口径增长10.9%，同时受留抵退税影响，税收占比呈下降趋势；产业对税收形成一定支撑，税收仍以增值税、企业及个人所得税为主，财政收入质量总体尚可，但2022年受外部不可抗力因素、留抵退税及房地产市场萎缩影响，增值税及土地增值税收入均同比下降超40%。2022年宿豫区财政自给率为54.46%，近年财政自给能力呈波动趋势，整体水平一般。2022年政府性基金收入受外部环境因素影响下降较大，地方政府债务保持正常增速。

表7 宿豫区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	35.02	34.87	27.67
税收收入占比	82.01%	89.02%	95.70%
财政自给率	54.46%	58.65%	45.97%
政府性基金收入	29.50	42.35	31.87
地方政府债务余额	85.58	78.83	77.21

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：宿豫区财政预决算报告，中证鹏元整理

投融资平台：截至2022年末，宿豫区的区属发债城投平台有2家，裕丰产投、宿迁高新开发投资有限公司（以下简称“宿迁高新”）。裕丰产投主要负责宿豫区基础设施建设及土地开发整理职责，宿迁高新主要负责宿迁高新区内的基础设施建设、安置房建设职责。此外，宿豫区近年进行地方平台整合，将多家平台股权划拨至运东控股，运东控股将统筹宿豫区基础设施建设及开发、产业投资、国有资产（资源）经营等业务。

表8 宿豫区主要城投平台情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
裕丰产投	运东控股	97.52	62.18%	11.61	108.51	宿豫区基础设施建设及土地开发整理等
宿迁高新	宿迁高新区管委会	61.68	61.99%	7.33	43.28	宿迁高新区内的基础设施建设、安置房建设等业务

注：平台财务数据中除总债务外均为2022年末/2022年度数据，总债务为2021年末数据。

资料来源：DM，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是宿豫区重要的城市基础设施投资、建设和运营主体，业务区域集中在宿豫区，涉及安置房代建、市政项目建设、利息收入、服务费收入、房屋租赁等多样化业务，2022年继续获得较大力度的外部支持；2022年公司主要收入来源保障房销售收入规模有所上升；公司充足的在建项目储备为业务的持续性提供了有力支撑，但仍需关注公司资金支出压力

公司作为宿豫区重要的城市基础设施投资、建设和运营主体，主要从事宿豫区范围内的基础设施建设、土地开发整理、保障房销售等业务，2022年公司营业收入同比小幅增加。保障房销售收入为公司最主要的收入来源，2022年保障房项目结算数量增加，收入规模同比有所上升。得益于南外仙林分校宿迁学校项目进度推进，以及新增庐山路小学、红耀塑料厂房等项目，结算金额较大，2022年公司建设投资建设业务收入同比有所增长。2022年无土地整理业务收入，主要系2022年公司前期土地整理业务尾款结清，且暂无新的土地整理项目所致。其余业务如利息收入、服务费收入、房屋租赁收入等规模较小，为公司营业收入提供了一定的补充。毛利率方面，2022年公司综合毛利率有一定下降，主要系公司房屋租赁收入增加，且成本增加所致，整体盈利能力有所下降。

表9 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
保障房销售收入	65,703.59	56.58%	20.02%	51,856.00	46.72%	18.90%
建设投资建设收入	34,253.20	29.49%	33.97%	27,113.96	24.43%	18.14%
利息收入	7,122.80	6.13%	100.00%	7,973.65	7.18%	100.00%
服务费收入	5,278.97	4.55%	-7.48%	2,881.37	2.60%	100.00%
房屋租赁收入	3,590.19	3.09%	22.16%	514.61	0.46%	100.00%
物业费收入	170.14	0.15%	26.42%	203.98	0.18%	38.55%
商品销售收入	16.46	0.01%	96.76%	2,256.57	2.03%	99.12%
土地整理收入	0.00	0.00%	0.00%	2.99	0.00%	100.00%
其他业务*	0.00	0.00%	0.00%	18,192.12	16.39%	44.48%
合计	116,135.35	100.00%	27.88%	110,995.25	100.00%	32.88%

注：因统计口径调整，2022年度其他业务收入为0，2021年其他业务收入主要包括子公司收到的利息收入、租金收入。

资料来源：公司债券2022年年度报告及公司2022年审计报告，中证鹏元整理

（一）保障房销售业务

保障房销售收入仍是公司收入最主要的来源，2022年该业务收入规模有所上升，存货中保障房开发成本账面价值仍较大，业务可持续性较好

公司从事宿豫区内保障房项目的投资、开发和销售，主要由子公司宿豫城建负责经营。政府就各个

拆迁安置区块单独或合并制定相应拆迁安置办法，确定保障房的安置标准和安置销售价格，公司合法取得保障房项目相关土地产权，经政府批准进行保障房项目投资和建设，委托工程建设单位完成保障房具体建造工作，建设完工达到安置标准后，再根据安置办法将保障房直接出售给拆迁安置户。

2022年保障房项目数量增加，收入规模同比有所增长。公司在售保障房项目主要为保安乡幸福家园（小镇人家）、新庄镇幸福家园小区项目、关庙幸福家园、侍岭镇幸福家园等，存货中保障房开发成本账面价值较大，保障房销售业务可持续性较好。

表10 公司 2022 年保障房销售收入明细情况（单位：万元）

项目名称	收入	成本
保安乡幸福家园（小镇人家）	14,506.87	11,605.49
关庙幸福家园	11,933.75	9,547.00
来龙镇白鹿湖农村新型社区	9,827.52	7,862.01
侍岭镇幸福家园	10,383.57	8,306.85
新庄镇幸福家园小区项目	13,886.67	11,109.34
新庄幸福家园三期（乡愁古街）	5,145.50	4,116.40
盛世家园二期销售收入	18.16	0.00
盛世家园二期储藏室销售收入	1.57	0.00
合计	65,703.59	52,547.09

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）建设投资业务

公司主要在建基础设施建设项目均与相关业主单位签订协议，未来收入来源较有保障，建设投资业务收入同比有所增长，业务可持续性较好，但面临较大的资金支出压力

公司是宿豫区基础设施建设的重要主体之一，主要负责宿豫区内水利工程、道路整治、安置小区工程等基础设施工程建设。公司建设投资业务主要由子公司宿迁市龙亿实业有限公司¹（以下简称“龙亿实业”）、宿迁裕新科技产业发展有限公司（以下简称“裕新科技”）、宿迁市宿豫区城镇建设开发有限公司（以下简称“宿豫城建”）、江苏宿迁电子商务发展有限公司（以下简称“宿迁电子”）及宿迁市翔韵文化发展服务有限公司（以下简称“翔韵文化”）负责。具体模式为：1）公司子公司龙亿实业、裕新科技、宿豫城建及宿迁电子就其承建的项目分别与项目委托方签订《建设投资协议》等，接受项目委托方的委托自筹资金进行项目建设，待工程竣工后，委托方根据宿迁市宿豫区审计部门或第三方审计机构审定后的工程价款加计一定比例（一般为20%）的项目回报向公司支付建设投资款，公司以此确认相关收入并结转相关成本。近年公司所建项目的委托方主要为宿迁市宿豫区来龙镇政府、宿迁市豫达交通建设有限公司（以下简称“豫达交通”）、宿迁市宿豫区新庄镇人民政府、中国宿迁电子商务产业园

¹ 2022年12月8日，龙亿实业全资股东由公司变更为宿迁市保发建设开发管理有限公司。

区管理委员会等，其中豫达交通的控股股东及实际控制人均为宿迁市宿豫区公路事业发展中心宿迁市宿豫区公路管理站。2) 子公司宿豫城建就其承建的农民集中居住区项目分别与各村村委会签订《协议书》，由子公司宿豫城建自筹资金进行项目建设，委托方按协议约定支付相关代建管理费。3) 子公司宿迁电子在宿迁电子商务产业园投资建设部分配套办公楼、仓库等设施，未来出租或出售给入园企业；子公司翔韵文化投资建设并运营宿豫文化公园项目。

2022年公司建设投资收入同比增加26.33%，当年该业务收入来源于南外仙林分校宿迁学校项目进度推进，以及新增的庐山路小学、红耀塑料厂房等项目。

表11 2022年公司建设投资业务收入明细情况（单位：万元）

项目名称	业务收入	业务成本
南外仙林分校宿迁学校项目	25,620.39	21,395.29
庐山路小学	6,968.22	0.00
红耀塑料厂房	1,266.10	1,266.10
宿豫区扶贫产业园	20.76	0.00
其他	377.73	0.00
合计	34,253.20	22,661.38

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司主要在建项目计划总投资合计63.14亿元，已投资额53.69亿元，尚需投资超过15.00亿元，其中主要在建基础设施建设项目及保障房项目计划总投资合计37.45亿元，已投资额27.33亿元，尚需投资超过13.89亿元，业务可持续性较好，同时存在较大的资金支出压力。其中，京东信息科技园快递配送中心、质押仓库项目和宿迁电子商务产业园区第三方呼叫中心项目为本期债券募投项目，2022年末已投资合计11.25亿元，均已投入运营，预计未来将对公司营业收入提供一定补充。

表12 截至2022年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计总投资	尚需投资	模式
宿豫文化公园项目*	8.00	8.95	-	自营
京东信息科技园快递配送中心、质押仓库项目	6.95	6.95	-	自营
宿迁电子商务产业园区第三方呼叫中心项目	5.40	4.30	1.10	自营
筑梦小镇项目*	3.84	4.67	-	自营
宿豫扶贫产业园一期项目	1.50	1.49	0.01	自营
合计	25.69	26.36	-	-
雨露地块项目	20.00	8.81	11.19	-
南外仙林分校宿迁学校项目	6.01	4.86	1.15	代建
大兴周马新型社区项目*	2.19	4.27	-	代建
庐山路小学	1.50	1.34	0.16	-
新庄振友村小河西工程	1.46	0.93	0.53	-
豫新小学（幼儿园）	1.41	0.78	0.63	代建

新庄镇幸福家园小区项目	1.33	1.10	0.23	代建
侍岭镇朱岭新型农村社区	1.31	1.31	0.00	代建
关庙镇仁和新型农村社区	1.15	1.15	0.00	代建
来龙镇白鹿湖农村新型社区	1.09	1.09	0.00	-
电子商务工程	-	1.04	-	-
御景龙庭代建安置房项目	-	0.65	-	-
合计	37.45	27.33	-	-

注：上表中宿豫文化公园、筑梦小镇和大兴周马新型社区项目已投资超过计划总投资，尚需投资金额未计入上述 3 个项目；标“-”表示公司未提供相关资料。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）土地整理收入

2022年公司无土地整理收入，公司暂无可供整理土地项目，未来业务收入是否可持续具有不确定性

土地整理业务主要由公司子公司宿迁市运河湾自然农园有限责任公司（以下简称“运河湾农园”）和裕新科技负责运营。具体模式为：项目发包方就其指定的土地整理项目分别与子公司运河湾农园和裕新科技签订《土地开发承包协议》，约定委托整理土地的位置、面积和整理标准（乡镇土地达到三通一平，市区内土地达到六通一平）等，待土地整理完毕后，政府单位按照15万元/亩的价格支付公司土地整理费用，公司以此确认土地整理业务收入，并结转相关成本。

2022年公司前期土地整理业务尾款结清，且暂无新的土地整理项目，2022年公司无土地整理收入，未来业务收入是否可持续具有不确定性。

（三）其他业务

公司其他业务收入规模较小，对公司营收提供了一定的补充

公司其他业务主要包括利息收入、服务费、房屋租赁业务等，2022年收入规模合计为1.62亿元，占比为13.93%，对公司营收提供了一定的补充。

公司持续获得较大力度的外部支持

公司2022年收到豫荣公司投入的连宿高速公路项目资金，合计增加公司资本公积1.72亿元。财政补贴方面，2022年公司及子公司收到中国宿迁电子商务产业园区管理委员会财政局下拨的化债资金和国家小型微型企业创业创新示范基地专项资金，以及豫新街道拨付的春节工程款等，合计0.36亿元。

六、财务分析

财务分析基础说明

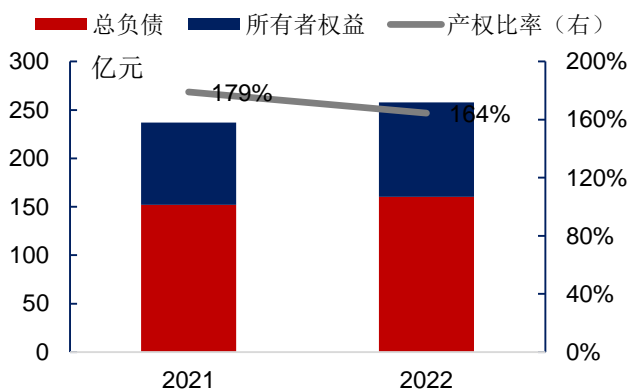
以下分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021年审计报告及中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围无新增子公司，减少子公司3家，详见表1。截至2022末，公司合并报表范围内子公司情况详见附录四。

资本实力与资产质量

2022年公司所有者权益规模有所增长，存量资产仍主要沉淀于土地、工程项目、应收款项，部分资产使用受限，资产变现时点存在较大不确定性，整体流动性较弱

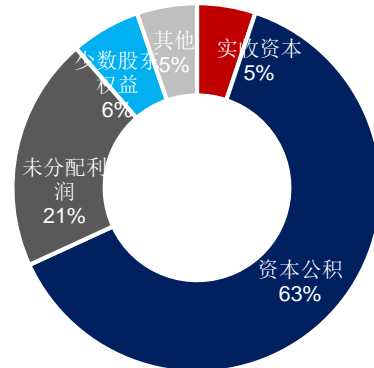
2022年末公司总资产同比增长8.87%，规模有一定程度增加。截至2022年末负债规模为165.35亿元，同比增长5.49%；净资产规模为97.52亿元，同比增长14.91%，主要系公司分别获得豫荣公司投入的连宿高速公路项目资金、未分配利润积累、自用房产首次转为投资性房地产公允价值变动。从权益构成上看，所有者权益主要为财政拨款的资金支持等形成的资本公积以及未分配利润。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 3 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年末公司货币资金同比增加48.25%，年末使用受限货币资金合计2.16亿元，系定期存单；公司应收账款同比增长25.10%，应收对象主要为政府单位及国有企业，回款时间不确定，占用公司部分资金；公司其他应收款同比增长13.57%，主要系公司对其他关联方企业和政府部门的资金往来款增加所致；公司存货账面价值同比减少5.26%，其中待开发土地成本和合同履行成本账面价值分别为23.52亿元和45.01亿元，存货中土地使用权无变化，仍为8宗，主要系出让的商住、商业用地，面积合计53.58万平方米；开发成本主要为保障房及基础设施建设项目，合同履行成本账面价值同比减少7.79%，未来能给公司贡献一定收入。截至2022年末，存货中受限资产账面价值合计3.99亿元，占存货账面价值的5.82%。2022年公司预付款项同比增长9.97%，占比为4.79%。

2022年投资性房地产出现大幅增长主要系公司对投资性房地产的计量方法由成本计量模式转为公允价值计量模式，2022年末公司因借款抵押受限的投资性房地产账面价值合计6.85亿元，占期末投资性房

地产账面价值的13.94%。2022年末长期股权投资仍主要为对宿迁高新的投资，持股比例为30.00%，2022年公司追加对宿迁世茂豫丰城市服务有限公司的投资，导致长期股权投资小幅增加，2022年公司长期股权投资在权益法下确认的投资收益为0.33亿元。2022年末固定资产同比减少6.39%，主要系公司对投资性房地产的计量方法由成本计量模式转为公允价值计量模式，固定资产中含账面价值约14.93亿元的管网资产。2022年在建工程余额出现大幅下降，主要系公司对投资性房地产的计量方法由成本计量模式转为公允价值计量模式，以及部分在建项目完工转入固定资产。在建工程同主要为宿豫文化公园、京东信息科技园快递配送中心等项目投资成本，未来能给公司带来一定收入。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.76	2.62%	4.56	1.92%
应收账款	9.62	3.73%	7.69	3.25%
预付款项	12.35	4.79%	11.23	4.74%
其他应收款	54.97	21.32%	48.40	20.44%
存货	68.56	26.59%	72.37	30.55%
流动资产合计	155.39	60.26%	147.22	62.16%
固定资产	21.52	8.35%	22.99	9.71%
在建工程	3.31	1.29%	21.49	9.07%
长期股权投资	20.39	7.91%	20.05	8.46%
投资性房地产	49.13	19.05%	19.33	8.16%
非流动资产合计	102.48	39.74%	89.64	37.84%
资产总计	257.87	100.00%	236.86	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022 年末公司资产仍以工程项目、土地、应收款项为主，受限资产账面价值合计 13.00 亿元，占总资产的 5.04%，应收款项占用较多营运资金，公司整体资产流动性较弱。

盈利能力

2022年公司营业收入保持增长，主营业务可持续性较好，但整体盈利能力有一定下滑，政府补助对利润总额形成一定的补充，未来收益持续性存在不确定性

公司营业收入主要来源于保障房销售收入和建设投资收入，2022年上述业务收入合计10.00亿元，同比有所增长，占同期营业收入的86.07%。截至2022年末，公司存货中建设投资业务和保障房项目开发成本账面价值合计45.01亿元，能给公司持续贡献一定的收入，业务可持续性较好。2022年公司销售毛利率下降5.00个百分点，整体盈利能力有一定下降。2022年公司及子公司收到中国宿迁电子商务产业园区管理委员会财政管理局下拨的化债资金和国家小型微型企业创业创新示范基地专项资金，以及豫新街道拨付的春节工程款等，合计0.36亿元，对公司利润总额形成一定的补充，但需关注未来公司获得政府

补助的持续性存在一定不确定性。

表14 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
营业收入	11.61	11.1
营业利润	2.80	1.76
其他收益	0.36	0.05
投资收益	0.31	0.71
公允价值变动收益	0.74	0.00
信用减值损失	0.33	-0.30
利润总额	2.84	1.75
销售毛利率	27.88%	32.88%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司总债务规模较大，以中长期银行借款为主；公司短期债务占比提升，货币资金对到期债务覆盖能力下降，考虑到近年公司经营活动现金流净额波动较大，债务偿还仍将主要依赖再融资和股东支持

公司负债主要由银行借款、往来款、非银机构借款构成，长期借款占比27.17%，其中，保证借款规模达43.29亿元。公司2022年末总债务较2021年增加1.08%，占负债总额的比例为68.40%。

公司债务类型包括银行借款、债券融资和非标融资，2022年末占比分别约为67.54%、13.40%、13.61%。其中，银行借款包括抵质押、保证和组合借款，授信银行主要包括南京银行、中国农业发展银行、中国工商银行等，平均借款利率为4.00%-5.50%；2022年末公司债务中，长短期债务比例约为1.4:1，短期债务比重同比上升。长期债务包括长期借款43.57亿元、长期应付款11.47亿元和应付债券9.33亿元，短期债务包括短期借款16.57亿元、应付票据3.94亿元和一年内到期的非流动负债24.80亿元。

表15 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	平均融资成本	融资余额	1年以内	1-2年	2-3年	3年以上
银行借款	4.00%-5.50%	74.08	26.93	15.94	5.71	25.50
债券融资	5.50%	14.70	7.67	7.03	0.00	0.00
非标融资	6.50%-7.50%	14.93	6.71	4.22	2.80	1.20
合计	-	103.71	41.31	27.19	8.51	26.70

资料来源：公司提供

表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	16.57	10.33%	8.16	5.37%

应付账款	7.22	4.50%	1.13	0.74%
预收款项	3.59	2.24%	7.29	4.79%
其他应付款	34.39	21.45%	32.73	21.53%
一年内到期的非流动负债	24.80	15.46%	22.11	14.54%
流动负债合计	93.84	58.52%	76.72	50.47%
长期借款	43.57	27.17%	50.15	32.99%
应付债券	9.33	5.82%	13.72	9.02%
长期应付款	11.47	7.16%	11.41	7.51%
非流动负债合计	66.50	41.48%	75.28	49.53%
负债合计	160.35	100.00%	152.00	100.00%
总债务	109.68	68.40%	108.51	71.39%
其中：短期债务	45.31	28.26%	33.23	21.86%
长期债务	64.37	40.15%	75.28	49.53%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司资产负债率略有下降。短期债务同比大幅上升，货币资金规模有一定增长，2022 年现金短期债务比有所回升但仍处于较低水平，面临较大的短期集中偿付压力。公司近年在建项目数量较多，融资需求较大，难以覆盖大额项目建设支出，这些项目往往具有较长的建设和回收周期，仍需要扩大外部融资规模，预计公司融资规模将进一步攀升，整体来看公司面临较大的偿债压力。截至 2022 年末，公司银行授信剩余额度为 38.71 亿元，尚有一定的流动性储备，但仍需要关注融资政策和市场环境的变化对公司流动性的影响。

表17 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	62.18%	64.17%
现金短期债务比	0.10	0.03
EBITDA 利息保障倍数	1.04	0.90

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响，但公司高管存在违法违纪等情况，内部控制有待加强

环境方面，根据《关于受评对象是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》，公司过去一年未因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚。

社会方面，根据《关于受评对象是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，公司截至 2023 年 5 月末不存在尚未了结的或可预见的诉讼、仲裁或行政处罚。

公司最近 36 个月未存在违反工商税收、土地、环保、海关等方面的法规而受处罚情形，公司及高级管理人员最近 12 个月未受到证券交易所公开谴责、通报批评等处分，过去一年未因违规经营、违反政策法规、发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚，也不存在拖欠员工工资和社保、发生员工安全事故的情况。

治理方面，公司根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构，具体组织架构见附录三。公司高管存在违法违纪等情况，2022 年 8 月 29 日，宿迁市宿豫区人民检察院以涉嫌国有公司人员失职罪、挪用公款罪、受贿罪、滥用职权罪对公司原党委书记、董事长、宿迁市宿豫区农业资源开发局原党组书记、局长姚玉章作出逮捕决定。2023 年 4 月 26 日，公司党委委员、副总经理赵政涉嫌严重违纪违法，目前正接受宿豫区纪委监委纪律审查和监察调查。

根据公司 2022 年 4 月 26 日召开的 2022 年第二次股东会决议，同意免去陈瑾慎、韩亮、高强董事职务，重新选举陈瑾慎、徐良、袁凤江、赵兵、陈伟、张高喜、高强为公司新董事，董事任期三年。免去马顺 监事职务，重新选举王德梅为公司监事，任期三年，可连选连任。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2020 年 1 月 1 日至报告查询日（2023 年 5 月 16 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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至 2022 年末，公司对外担保金额合计 28.39 亿元，占年末净资产的比重为 29.11%，担保对象为地方国有企业及事业单位，但均未采取反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表 18 截至 2022 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	企业性质	是否有反担保
宿迁市裕农农业发展集团有限公司	28,000.00	国有企业	否
宿迁市裕农农业发展集团有限公司	30,000.00	国有企业	否
宿迁市裕农农业发展集团有限公司	14,900.00	国有企业	否
江苏运东控股集团有限公司	2,800.00	国有企业	否
江苏运东控股集团有限公司	4,900.00	国有企业	否
江苏运东控股集团有限公司	3,000.00	国有企业	否
江苏运东控股集团有限公司	2,950.00	国有企业	否

江苏运东控股集团有限公司	1,725.00	国有企业	否
宿迁市中医院	20,000.00	事业单位	否
宿迁市中医院	1,000.00	事业单位	否
宿迁市中医院	1,000.00	事业单位	否
宿迁市中医院	3,000.00	事业单位	否
宿迁市中医院	5,000.00	事业单位	否
宿迁市中医院	5,000.00	事业单位	否
宿迁市中医院	2,850.00	事业单位	否
宿迁市豫达交通建设有限公司	20,000.00	国有企业	否
宿迁市豫达交通建设有限公司	10,000.00	国有企业	否
宿迁市宿豫区水务建设投资集团有限责任公司	3,762.50	国有企业	否
宿迁市宿豫区水务建设投资集团有限责任公司	25,000.00	国有企业	否
宿迁市宿豫区水务建设投资集团有限责任公司	13,388.16	国有企业	否
宿迁市宿豫区水务建设投资集团有限责任公司	17,000.00	国有企业	否
宿迁市宿豫区水务建设投资集团有限责任公司	16,400.00	国有企业	否
宿迁正源自来水有限公司	3,850.00	国有企业	否
宿迁正源自来水有限公司	3,000.00	国有企业	否
宿迁高新开发投资有限公司	11,000.00	国有企业	否
宿迁高新进出口贸易有限公司	2,900.00	国有企业	否
宿迁市豫荣产业投资发展管理有限公司	5,000.00	国有企业	否
江苏玖天科技有限责任公司	2,000.00	国有企业	否
宿迁市豫荣产业投资发展管理有限公司	10,000.00	国有企业	否
宿迁豫建开发建设集团有限公司	10,000.00	国有企业	否
宿迁豫见旅游开发有限公司	4,500.00	国有企业	否
合计	283,925.66	--	--

资料来源：公司提供

八、外部特殊支持分析

公司是宿迁市宿豫区人民政府下属重要企业，宿豫区国资办间接持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，宿迁市宿豫区人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与宿迁市宿豫区人民政府的联系非常紧密。公司由政府全资拥有，没有迹象表明政府会在可预见的未来降低持股比例；政府对受评主体的经营战略和业务运营拥有绝对控制权；公司的保障房销售业务和建设投资业务均来自于政府及其相关单位；公司近5年内受到政府支持的次数多且支持力度较大；展望未来，与政府的联系将比较稳定。

(2) 公司对宿迁市宿豫区人民政府非常重要。公司宿豫区重要的城市基础设施投资、建设和运营主体，最主要的目标是提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务；公司在基础设施建设方面，

对政府的贡献很大；公司自身为发债平台，违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响，或者会导致中断提供基本的公共产品和服务，或者造成严重的失业率。

九、债券偿还保障分析

江苏再担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的安全性

江苏再担保为“17宿裕丰债/PR宿裕丰”的到期兑付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，违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用。江苏再担保承担保证责任的期间为债券存续期及到期之日起二年。

江苏再担保原名江苏省信用再担保有限公司，成立于2009年12月，初始注册资本为30亿元，是江苏省人民政府牵头组建的省属再担保机构。2019年12月，江苏省人民政府将其持有江苏再担保的全部股权无偿划转至江苏省财政厅。经过多次增资扩股和股权变更，截至2021年末，江苏再担保注册资本和实收资本均为98.98亿元。2022年江苏省财政厅以及江苏金信金融控股集团有限公司等2家省内国有企业以基金份额和现金出资等方式合计对江苏再担保增资17.86亿元，其中12.72亿元计入注册资本，剩余以资本溢价形式计入资本公积，截至2022年末江苏再担保注册资本为108.70亿元，实收资本为111.69亿元，其中2.99亿元尚未进行工商变更。江苏再担保控股股东和实际控制人均为江苏省财政厅，其持股比例为27.73%，其他股东主要为江苏省各级地方政府和国有企业。

表19 截至2022年末江苏再担保前十大股东情况

股东名称	出资额（万元）	持股比例
江苏省财政厅	309,743.12	27.73%
江苏省国信集团有限公司	44,000.00	3.94%
江苏国经控股集团有限公司	33,000.00	2.95%
常高新集团有限公司	33,000.00	2.95%
启东国有资产投资控股有限公司	33,000.00	2.95%
宿迁市人民政府	27,522.94	2.46%
丹阳市鑫盛产业集团有限公司	22,000.00	1.97%
扬州市邗江区人民政府国有资产监督管理办公室	22,000.00	1.97%
扬州广陵国有资产投资运营有限公司	22,000.00	1.97%
如皋市人民政府	22,000.00	1.97%
合计	568,266.06	50.88%

资料来源：江苏再担保2022年审计报告，中证鹏元整理

江苏再担保作为江苏省财政厅直接管理的省级再担保机构，主要在江苏省内经营直接担保、再担保、投资、融资租赁、小额贷款和典当等业务，其子公司江苏省融资再担保有限责任公司（以下简称“江苏融资再担”）承担着构建完善江苏省政府性融资担保体系的职能。江苏再担保的担保业务包括直接担保业务和再担保业务，客户主要集中于江苏省内，受益于江苏省经济发展情况良好，江苏再担保的担保业

务承接情况较好，特别是直接担保业务规模不断增长。截至2022年末，江苏再担保的担保余额为2,779.72亿元，其中融资担保业务余额和再担保业务余额分别为1,634.08亿元和1,097.71亿元；分别占期末担保余额的58.79%和39.49%。

表20 江苏再担保的担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
当期担保发生额	2,312.98	1,300.42	1,221.50
当期解除担保额	1,347.17	1,066.09	1,056.62
期末担保余额	2,779.72	1,813.91	1,579.59
其中：融资担保余额	1,634.08	1,212.10	1,031.79
直接融资担保余额	878.37	794.60	628.90
间接融资担保余额	721.95	388.42	385.72
再担保余额	1,097.71	582.94	542.46
非融资担保余额	47.93	18.88	5.34
融资担保责任余额*	874.18	789.04	626.99
融资担保责任余额放大倍数*	7.61	7.78	7.31

*均不含再担保业务，为母公司口径。

资料来源：江苏再担保提供，中证鹏元整理

江苏再担保直接融资担保业务主要为债券担保，重点服务于江苏省内城投类企业的资本市场融资。近年来，江苏再担保直接融资担保业务保持较快发展，截至2022年末江苏再担保直接融资担保业务余额为878.37亿元，同比增长10.54%，占期末融资担保余额的53.75%，被担保企业主体信用级别均在AA级及以上。近年来江苏再担保持续优化间接融资担保业务结构，收缩大额贷款担保业务的同时，加快发展创新业务和产品，并推动普惠类贷款担保业务发展。2020年以来，江苏再担保相继推出了“增额保”、“鑫科保”、“泰信保”、“信保贷”、“东吴贷”等普惠类以及科创类担保产品。截至2022年末江苏再担保间接融资担保余额为721.95亿元，同比增长85.87%。

2020年以来，为更好的对接国家担保基金业务，公司逐步将本部再担保业务转移至子公司江苏融资再担进行统一管理。截至2022年末江苏融资再担的再担保业务已实现江苏省13个地级市的全覆盖，纳入公司再担保体系的机构达到143家。近年来国担基金对江苏再担保的授信额度逐步追加，截至2022年末国担基金的授信额度增至1,780亿元。目前，公司再担保业务主要包括风险补偿、风险分担和比例再担保三种模式。2022年末江苏再担保的再担保余额为1,097.71亿元，较2021年末增长88.31%。

2022年江苏再担保当期担保代偿额为4.31亿元，同比增加90.41%；当期担保代偿率为0.32%。从代偿回收情况看，截至2022年末近三年累计代偿回收率为44.25%，较2021年末增长10.46个百分点。在宏观经济增速放缓等外部因素影响下，需持续关注担保项目的风险代偿及回收情况。

为提升资金利用效率和收益，江苏再担保在兼顾资产安全性和流动性的前提下开展投资业务，江苏再担保资金业务主要包括银行理财、委托贷款、权益投资和信托及债权投资，另有部分债券和不良债权投资。近年来江苏再担保投资资产规模快速上升，截至2022年末投资资产合计156.45亿元，其中银行

理财、委托贷款以及债权类投资分别占比 28.27%、26.21%和 25.37%。

得益于资本的持续注入，近年来江苏再担保总资产规模快速增长，截至2022年末总资产规模为333.33亿元，较2021年末增长25.86%。江苏再担保资产主要由货币资金、投资资产、发放贷款与垫款和应收融资租赁款构成。截至2022年末，江苏再担保的货币资金为46.23亿元，其中受限资金为3.74亿元，主要因质押、保理以及拟用于代偿项目而受限。截至2022年末，江苏再担保投资资产为156.45亿元，主要包括银行理财、委托贷款以及债权类投资，占投资资产的比例分别为28.27%、26.21%和25.37%。整体来看江苏再担保投资资产规模较大，对盈利提供了显著帮助，但需关注投资业务面临的信用以及市场等风险。近年来江苏再担保小额贷款及典当业务快速发展，截至2022年末，江苏再担保发放贷款及垫款净额为36.56亿元，同比增加38.20%，主要为通过子公司江苏信保科技小额贷款股份有限公司（以下简称“信保科贷”）发放的贷款及垫款，占比为98.81%。信保科贷按照风险特征对贷款业务进行风险五级分类，截至2022年末信保科贷发放的贷款及垫款不良率为1.09%，处于较低水平。截至2022年末，江苏再担保应收融资租赁款余额为80.70亿元，同比增长37.16%，并根据融资租赁业务风险情况合计计提减值准备1.14亿元。在宏观经济增长承压的背景下，江苏再担保的融资租赁资产质量需持续关注。

江苏再担保负债构成主要以长、短期债务和应付债券为主，截至2022年末，江苏再担保负债合计142.44亿元，较2021年末增长34.07%，主要系融资租赁业务规模增长带动总债务规模增长所致。2022年随着新增担保业务规模大幅上升，江苏再担保计提的未到期责任准备金和担保赔偿准备金规模显著增长，2022年末未到期责任准备金和担保赔偿准备金分别为8.96亿元和27.80亿元，同比分别增长19.36%和53.24%。得益于增资扩股、永续债发行和经营积累，江苏再担保净资产规模持续增长，截至2022年末所有者权益190.89亿元，较2021年末增长20.36%，其中实收资本111.69亿元，较2021年末增长12.84%。

得益于业务规模快速扩张，江苏再担保收入和利润规模均持续增长，2022年江苏再担保营业总收入为27.71亿元，同比增长22.50%；实现净利润9.45亿元，同比增长30.66%。2022年江苏再担保计提资产减值损失0.11亿元，较上年下降0.79亿元。近年来江苏再担保营业利润、利润总额、净利润均持续增长，2022年江苏再担保净资产收益率同比有所提升，整体盈利能力有所增强。

表21 江苏再担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
资产总额	333.33	264.83	223.4
货币资金	46.23	37.93	62.13
应收代偿款	3.65	3.00	5.06
所有者权益合计	190.89	158.59	136.36
营业总收入	27.71	22.62	21.57
净利润	9.45	7.23	5.47
净资产收益率	5.41%	4.90%	4.54%
累计担保代偿率*	0.52%	0.21%	0.20%
累计代偿回收率*	44.25%	33.79%	38.68%

拨备覆盖率	1,013.14%	632.11%	434.77%
-------	-----------	---------	---------

注：*均不含再担保业务，为母公司口径；累计担保代偿率和累计代偿回收率为使用公司提供的近三年累计数据计算。
 资料来源：江苏再担保 2020-2022 年审计报告及江苏再担保提供，中证鹏元整理

从外部支持来看，江苏再担保的控股股东和实际控制人为江苏省财政厅，近年来在江苏省内重点项目融资、普惠金融以及扶持省内实体经济发展等方面发挥了重要作用，同时子公司江苏融资再担保承担着构建完善江苏省政府性融资担保体系的政策职能。基于上述职能及地位重要性，江苏再担保在资本补充、业务拓展、政策支持等方面获得江苏省政府和地方各级政府的有力支持。近年来多次获得多家国资股东的增资，实收资本从最初的10.00亿元增加到2022年末的111.69亿元，资本实力持续增强。

综上，江苏再担保在江苏省内具有较重要的职能定位，在资本补充、业务拓展及政策支持等方面获得江苏省政府和地方各级政府的有力支持；同时江苏再担保资本实力强、业务发展稳健、近年来营业收入和净利润保持增长态势，且现金类资产规模较大，对其代偿能力提供了重要保障；同时中证鹏元也注意到在宏观经济增长承压的背景下，江苏再担保面临的代偿风险以及代偿款的回收风险或将有所增加；随着融资租赁业务规模的持续增长，融资租赁资产质量需要持续关注等风险因素。

经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，本期债券由江苏再担保提供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安全性。

十、结论

宿豫区区位优势较为显著，工业形成以新材料、数字经济、食品饮料为主导产业体系，工业经济发展较好，2022年新招引项目较多，为后续区域经济发展和财力提升提供新动力，继续为公司发展提供良好的外部环境。公司作为宿迁市宿豫区重要的城市基础设施投资、建设和运营主体，是宿豫区人民政府下属重要企业。虽然公司总债务规模持续扩大，短期偿债压力较大，资金缺口依赖再融资，公司高管存在违法违规等情况，且面临一定的或有负债风险，但作为公司核心收入来源的保障房销售和建设投资收入来源有保障，业务持续性较好，且近年公司获得的政府支持力度较大，整体来看具备较强的抗风险能力。

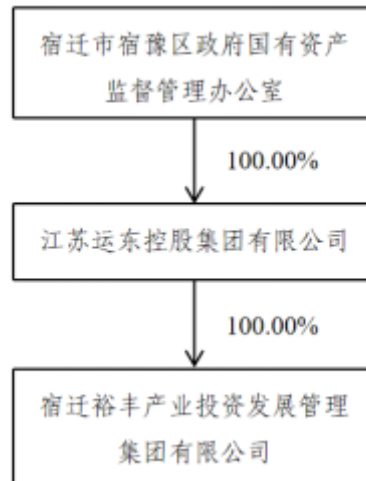
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

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）	2022年	2021年	2020年
货币资金	6.76	4.56	6.94
其他应收款	54.97	48.40	61.91
存货	68.56	72.37	57.76
流动资产合计	155.39	147.22	139.94
投资性房地产	49.13	19.33	17.09
非流动资产合计	102.48	89.64	81.34
资产总计	257.87	236.86	221.28
短期借款	16.57	8.16	10.72
其他应付款	34.39	32.73	28.75
一年内到期的非流动负债	24.80	22.11	23.99
流动负债合计	93.84	76.72	72.32
长期借款	43.57	50.15	46.55
应付债券	9.33	13.72	7.99
长期应付款	11.47	11.41	12.60
非流动负债合计	66.50	75.28	67.13
负债合计	160.35	152.00	139.46
其中：短期债务	45.31	33.23	36.27
总债务	109.68	108.51	103.41
所有者权益	97.52	84.86	81.82
营业收入	11.61	11.10	11.62
营业利润	2.80	1.76	1.21
其他收益	0.36	0.05	0.52
利润总额	2.84	1.75	1.16
经营活动产生的现金流量净额	5.31	-10.93	-3.06
投资活动产生的现金流量净额	-6.60	-3.50	-5.83
筹资活动产生的现金流量净额	4.76	13.81	9.54
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	27.88%	32.88%	23.91%
资产负债率	62.18%	64.17%	63.02%
短期债务/总债务	41.31%	30.62%	35.08%
现金短期债务比	0.10	0.03	0.19
EBITDA（亿元）	4.82	4.46	3.81
EBITDA 利息保障倍数	1.04	0.90	1.11

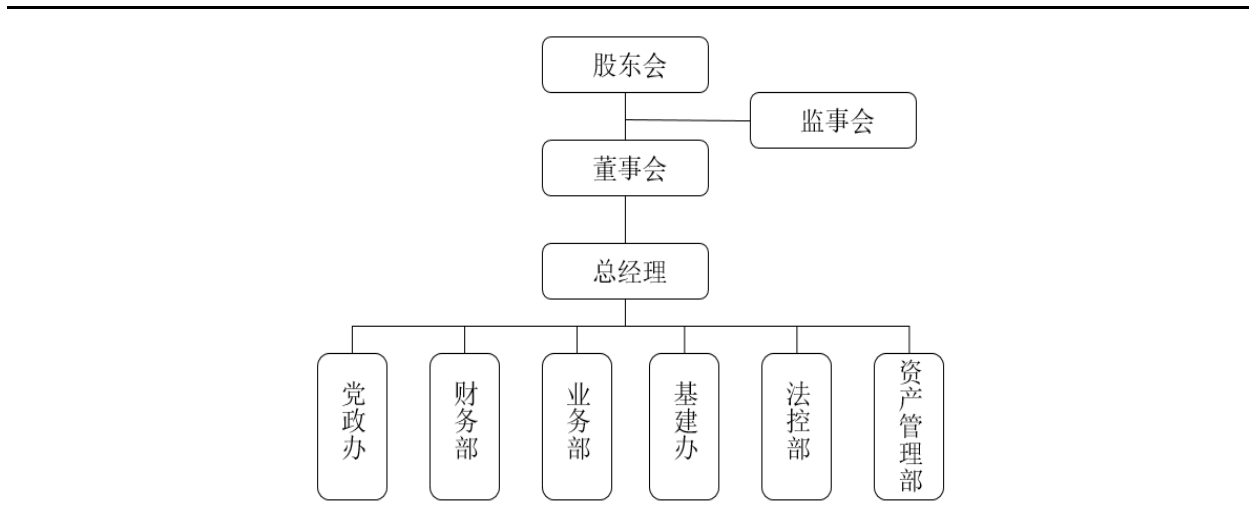
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
宿迁裕新科技产业发展有限公司	30,000	90.00%	高科技项目投资、管理、咨询、货物仓储（危险品除外），物业管理，建筑设备安装
宿迁中砥创业投资有限公司	10,000	60.00%	创业投资，创业投资咨询业务，为创业企业提供创业管理服务
宿迁市运河湾自然农园有限责任公司	30,000	96.67%	环境设施建设，农村住房改造，乡村旅游开发
宿迁市翔韵文化发展服务有限公司	10,000	97.00%	投资开发重点文化工程项目及城乡文化基础设施
宿迁市宿豫区城镇建设开发有限公司	50,000	100.00%	房地产开发，城镇基础设施建设、城区市场建设开发、工业厂房建设、城市重点工程建设，经营管理政府授权范围内的国有资产
江苏宿迁电子商务发展有限公司	10,000	100.00%	电子商务产业发展、经营与管理，园区公共设施建设与管理
宿迁裕荣实业发展有限公司	10,000	50.00%	机械设备制造、加工，道路普通货物运输，货物仓储服务（危险品除外）
宿迁华标模具有限公司	10,000	51.00%	农产品的生产、销售、加工、运输、贮藏及其他相关服务；非居住房地产租赁；土壤污染治理与修复服务
宿迁兴飞建设发展有限公司	5,000	51.00%	园区管理服务；城市绿化管理；规划设计管理
宿迁市众创产业园开发有限公司	5,000	51.00%	园区管理服务；城市绿化管理；园林绿化工程施工
宿迁金鹤商贸服务有限公司	2,000	100.00%	家具销售；企业管理；以自有资金从事投资活动
宿迁顺风商务服务有限公司	10	100.00%	商务信息咨询服务，代理汽车年检、上牌服务，洗车服务
宿迁千山联合投资管理有限公司	1,000	51.00%	投资管理，场所租赁，企业证照代理
宿迁市盛世源商贸有限公司	5,000	100.00%	五金交电、建材、防水材料、水泥制品、电线电缆销售，广告设计、制作、发布、代理，经济信息咨询。
宿迁市盛恒建筑工程有限公司	5,000	100.00%	工业与民用建筑工程、市政工程、给排水工程、道路工程、室内装饰装潢、园林绿化工程施工
宿迁市宿豫区镇村建设开发有限公司	10,000	100.00%	市政基础设施建设，环境设施建设，农村住房改造
宿迁恒祥网络科技有限公司	5,000	100.00%	网络技术开发、技术咨询、技术服务、技术转让，动漫设计、制作
江苏筑梦小镇运营管理有限公司	1,000	66.00%	各种项目的策划服务与公关服务；展览展示服务；信息技术咨询、技术服务、技术转让
宿迁千山万联商务秘书有限公司	1	51.00%	集群企业托管服务,受托代办工商登记、企业记账、代理年报,税务申报
宿迁千山汇智投资管理有限公司	500	51.00%	资产管理；投资管理；项目投资
宿迁富美工程有限公司	5,000	100.00%	园林绿化工程施工；花卉种植；礼品花卉销售
宿迁豫新港口有限公司	2,000	100.00%	船舶港口服务；港口理货；装卸搬运

资料来源：公司 2022 年审计报告及公开查询，中证鹏元整理

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
现金类资产	未受限货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据 + 应收款项融资中的应收票据 + 其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 使用权资产折旧 + 无形资产摊销 + 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	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的非流动负债 + 其他短期债务调整项
长期债务	长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务调整项
总债务	短期债务 + 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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。