信用评级公告

联合〔2021〕5219号

联合资信评估股份有限公司通过对沛县城市投资开发有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持沛县城市投资开发有限公司主体长期信用等级为AA，维持“20沛县城投MTN002”、“20沛县城投MTN001”和“15沛县城投债/PR沛城投”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

沛县城市投资开发有限公司
2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人	AA	稳定	AA	稳定
20 沛县城投 MTN002	AA	稳定	AA	稳定
20 沛县城投 MTN001	AA	稳定	AA	稳定
15 沛县城投债/PR 沛城投	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 沛县城投 MTN002	7.00 亿元	7.00 亿元	2023/9/3
20 沛县城投 MTN001	8.00 亿元	8.00 亿元	2023/6/18
15 沛县城投债/PR 沛城投	9.00 亿元	3.60 亿元	2022/11/10

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 25 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构		3
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
外部支持				1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

沛县城市投资开发有限公司（以下简称“公司”）是沛县重要的基础设施和保障房建设主体。跟踪期内，沛县经济持续发展，公司持续获得政府在财政补贴方面的支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内公司资产流动性较弱、债务负担较重、在建及拟建项目投资规模较大等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着沛县经济持续发展，城市基础设施建设推进，公司业务有望保持稳定发展。

综合分析，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“20 沛县城投 MTN002”、“20 沛县城投 MTN001”和“15 沛县城投债/PR 沛城投”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. **经营环境良好。**2020 年，沛县实现地区生产总值 805.01 亿元，同比增长 3.9%；一般公共预算收入 46.13 亿元，同比增长 2.5%；沛县经济持续稳步发展，财政实力较强。
2. **业务区域竞争优势明显。**公司是沛县重要的基础设施和保障房建设主体，具有较强区域专营性。
3. **持续获得外部支持。**2020 年，公司在财政补贴方面持续得到沛县人民政府的有力支持。

关注

1. **公司资产流动性较弱。**2020 年底，公司资产中存货及应收类款项占比较高，资产流动性较弱，整体资产质量一般。
2. **资本支出压力较大。**公司在建及拟建项目投资规模较大，未来存在较大资本支出压力；自建项目投资回报周期长，未来收益具有不确定性。
3. **公司债务负担较重。**跟踪期内，公司债务规模持续增长，截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 149.29 亿元，全部债务资本化比率为 62.40%。

分析师：唐立倩　迟腾飞
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	16.52	22.02	21.41	26.02
资产总额（亿元）	185.19	212.83	253.03	268.89
所有者权益（亿元）	74.17	75.46	89.54	89.95
短期债务（亿元）	18.17	25.28	23.64	21.72
长期债务（亿元）	73.16	88.69	111.56	127.57
全部债务（亿元）	91.33	113.97	135.20	149.29
营业收入（亿元）	9.84	10.23	10.35	5.31
利润总额（亿元）	1.83	1.68	1.55	0.55
EBITDA（亿元）	2.34	1.81	1.65	--
经营性净现金流（亿元）	-1.88	-11.01	1.25	0.88
现金收入比（%）	132.37	68.33	63.46	65.00
营业利润率（%）	15.45	9.58	7.49	12.07
净资产收益率（%）	1.84	1.70	1.60	--
资产负债率（%）	59.95	64.54	64.61	66.55
全部债务资本化比率（%）	55.18	60.16	60.16	62.40
流动比率（%）	483.00	427.50	382.27	420.53
速动比率（%）	174.86	137.48	135.88	130.44
经营现金流动负债比（%）	-4.96	-22.62	2.61	--
现金短期债务比（倍）	0.91	0.87	0.91	1.20
EBITDA 利息倍数（倍）	0.62	0.31	0.27	--
全部债务/EBITDA（倍）	38.98	63.10	81.93	--
母公司				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	171.77	193.85	228.10	245.53
所有者权益（亿元）	76.47	77.28	88.87	89.08
全部债务（亿元）	17.02	25.95	50.53	59.96
营业收入（亿元）	5.93	4.91	5.18	3.52
利润总额（亿元）	1.24	1.07	1.59	0.29
资产负债率（%）	55.48	60.14	61.04	63.72
全部债务资本化比率（%）	18.21	25.14	36.25	40.23
流动比率（%）	185.86	169.22	177.61	180.61
经营现金流动负债比（%）	2.62	-1.47	-12.49	--

注：其他应付款中有息部分已调整至短期债务计算；长期应付款中有息部分已调整至长期债务计算；2021 年一季度财务报表未经审计

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 沛县城投 MTN002	AA	AA	稳定	2020/8/24	唐立倩 高志杰	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
20 沛县城投 MTN001 15 沛县城投债/PR 沛城投	AA	AA	稳定	2020/8/20	唐立倩 高志杰	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
20 沛县城投 MTN001	AA	AA	稳定	2020/1/9	唐立倩 高志杰	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
15 沛县城投债/PR 沛城投	AA	AA	稳定	2015/6/30	车驰 周海涵	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由沛县城市投资开发有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

沛县城市投资开发有限公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于沛县城市投资开发有限公司（以下简称“公司”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构、注册资本以及经营范围未发生变化。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 20.00 亿元；沛县人民政府是公司唯一股东和实际控制人。

截至 2021 年 3 月底，公司合并范围内拥有子公司 28 家。

截至 2020 年底，公司资产总额 253.03 亿元，所有者权益 89.54 亿元（其中少数股东权益 0.93 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 10.35 亿元，利润总额 1.55 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 268.89 亿元，所有者权益 89.95 亿元（其中少数股东权益 0.93 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 5.31 亿元，利润总额 0.55 亿元。

公司住所：沛县歌风路 6 号；法定代表人：杜长春。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见表1，存续债券募集资金均已按指定用途使用完毕；除“20沛县城投MTN002”未到付息日外，其他存续债券均已在付息日正常付息。其中“15沛县城投债/PR沛城投”附本金提前偿还条款，已按期偿还分期本金。

“20沛县城投MTN002”募投项目滨湖花园项目总投资11.52亿元，拟使用募集资金7.00亿元，截至本报告出具日，滨湖花园项目已投资11.52亿元，已使用募集资金7.00亿元，建设进度100%。

“15沛县城投债/PR沛城投”募投项目歌风小区东地块、东风北路北地块以及龙王庄地块共3个安置房总投资15.09亿元，拟使用募集资金9.00亿元，截至本报告出具日，歌风小区东地块、东风北路北地块以及龙王庄地块共3个安置房已投资15.09亿元，已使用募集资金9.00亿元，建设进度100%。

表 1　跟踪评级债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
20 沛县城投 MTN002	7.00	7.00	2020/9/3	3 年
20 沛县城投 MTN001	8.00	8.00	2020/6/18	3 年
15 沛县城投债 /PR 沛城投	9.00	3.60	2015/11/10	7 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

[1]文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消

[2]为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有

望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《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 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指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。2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020 年 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》，工作目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为 2021 年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021 年 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》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 3　2020 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	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
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系

2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2．区域经济

跟踪期内，沛县经济持续稳步发展，一般公共预算收入有所增长，公司发展的外部环境良好。

根据《2020 年沛县国民经济和社会发展统计公报》，2020 年沛县地区生产总值 805.01 亿元，按可比价格计算增长 3.9%。第一产业增加值 118.47 亿元，同比增长 2.9%；第二产业增加值 329.65 亿元，同比增长 4.2%；第三产业增加值 356.90 亿元，同比增长 3.9%。三次产业结构调整为 14.7:41.0:44.3。2020 年，沛县固定资产投资 414.27 亿元，同比增长 5.2%。

根据《关于沛县 2020 年财政预算执行情况和 2021 年财政预算草案》，2020 年，沛县一般公共预算收入 46.13 亿元，同比增长 2.5%，其中税收收入占比 80.64%；一般公共预算支出 120.79 亿元，财政自给率 38.19%。截至 2020 年底，沛县地方政府债务余额 106.39 亿元，其中一般债务余额 31.28 亿元，专项债务余额 75.11 亿元。

六、基础素质分析

公司是沛县重要的基础设施和保障房建设主体，持续获得沛县人民政府的有力支持。公司过往债务履约情况良好，联合资信未发现公司有其他不良信用记录。

1. 股权状况

跟踪期内，公司股权状况未发生变化，沛县人民政府为公司唯一股东和实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是沛县重要的基础设施和保障房建设主体，负责沛县新城区城市基础设施、保障性住房和安置房建设等。

除公司外，沛县还有两家平台公司，沛县国有资产经营有限公司（以下简称“沛县国资”）负责沛县老城区保障房、棚改相关业务以及城市基础设施代建业务；沛县经济开发区发展有限公司（以下简称“沛县经开”）主要负责沛县经济开发区（以下简称“沛县经开区”）内的基础设施、安置房及产业园区建设业务。公司与其余两家公司在业务区域分布上各有侧重，公司在基础设施和保障房建设方面具有一定的区域专营性。

表 4　截至 2020 年底沛县主要平台企业情况（单位：亿元）

企业简称	职能定位	资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额	全部债务
沛县国资	沛县老城区保障房、棚改相关业务及城市基础设施代建	275.54	165.71	8.89	1.94	94.09
沛县经开	沛县经开区基础设施、安置房及产业园区建设	145.15	52.55	18.59	1.14	68.40
公司	沛县新城区城市基础设施、保障性住房、安置房建设	253.03	89.54	10.35	1.55	135.20

资源来源：联合资信整理

3. 外部支持

2020 年，公司获得政府财政补贴收入 0.88 亿元，计入“其他收益”。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用信息报告（统一社会信用代码：91320322681148667F），截至 2021 年 6 月 3 日，公司本部无已结清的不良信贷信息记录，但存在未结清的保证人/反担保人不良类余额 37.50 万元，系公司按照商业惯例为歌风佳苑商品房客户提供阶段性担保，客户房贷逾期后出现的担保不良余额，贷款行已提起诉讼，公司将持续跟进；存在 4 笔已结清关注类贷款，系国家开发银行将公司列入平台公司所致。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构和管理制度未发生重大变化。公司董事长为正常调整，对公司经营策略和日常管理影响不大。

跟踪期内，公司董事长由杨铭变更为杜长春。

杜长春，1975 年生，大专学历。历任沛县工业重点项目办公室副主任，沛县发改委副主任，沛县经济发展局副局长、党委委员，现任公司董事长兼总经理。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司业务收入和综合毛利率变动不大；工程建设和产品销售仍是公司收入的主要来源。

2020 年，公司营业收入 10.35 亿元，较 2019 年变动不大。从收入构成看，2020 年，工程建设（基础设施及保障房建设）收入和以铝材为主的产品销售收入分别占营业收入的 49.28%和 50.00%，是公司营业收入的主要来源。2020 年，工程建设收入 5.10 亿元，较 2019 年增长 27.24%，系当年工程结算量增加所致；产品销售收入 5.18 亿元，较 2019 年变动不大；房地产销售收入 0.04 亿元，较 2019 年大幅下降，系房地产开盘交付进度影响所致。

毛利率方面，2020 年，工程建设业务毛利率 16.26%，与 2019 年保持一致；产品销售业务毛利率 2.93%，较 2019 年下降 2.35 个百分点，系原料价格上涨所致；房地产销售业务毛利率 5.13%，较 2019 年下降 1.09 个百分点。受上述综合影响，公司综合毛利率 9.80%，较 2019 年下降 0.04 个百分点。

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 5.31 亿元，相当于 2020 年的 51.29%。其中工程建设、产品销售和房地产销售收入分别占比 24.98%、26.08%和 48.67%；综合毛利率为 6.37%。

表 5　公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类型	2019 年			2020 年			2021 年 1－3 月		
	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	4.01	39.20	16.26	5.10	49.28	16.26	1.33	24.98	16.26
产品销售	5.31	51.92	5.28	5.18	50.00	2.93	1.38	26.08	2.93

房地产销售	0.89	8.70	6.22	0.04	0.42	5.13	2.58	48.67	2.61
其他	0.02	0.18	100.00	0.03	0.30	100.00	0.01	0.27	100.00
合计	**10.23**	**100.00**	**9.84**	**10.35**	**100.00**	**9.80**	**5.31**	**100.00**	**6.37**

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2. 业务经营分析

（1）工程建设业务

跟踪期内，受项目结算及交付进度影响，公司工程建设业务收入有所增长；公司在建及拟建项目待投资规模大，存在较大的投资压力。

公司是沛县城市基础设施和保障性住房（安置房）建设的重要主体，具有房地产开发二级资质。区域内项目建设任务由沛县政府于每年初统筹安排并向各部门下发，沛县交通运输局、沛县住房和城乡建设局以及沛县土地储备发展中心等委托方分别与公司签订《委托代建合同》，由公司负责具体项目代建工作。项目完工后，委托方根据经审计确认投入成本加成15%~20%与公司进行结算；公司部分安置房项目未与政府部门签定协议，直接定向销售给回迁安置户。

公司基建及安置房项目投入均计入“存货”，对于基础设施项目，公司依据结算进度确认收入，对于安置房项目，公司根据房屋交付进度确认收入，均计入工程建设收入。资金平衡方面，公司自筹资金进行项目建设，待项目验收后，委托人根据竣工审计结果调整实际结算金额并支付全额款项的95%，余款5%作为质保金一年后支付；未签定协议的安置房项目则通过安置户交付的购房款进行资金平衡。

2020 年和 2021 年 1－3 月，公司分别确认工程建设收入 5.10 亿元和 1.33 亿元，收入规模受项目结算及交付进度影响。2020 年和 2021 年 1－3 月，公司工程建设业务毛利率均为 16.26%。

截至2021年3月底，公司主要在建项目8个，均为安置房项目，预计总投资 112.98 亿元，已完成投资 53.55 亿元，未来尚需投资 59.43 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司主要拟建项目有种子公司地块安置房、新城睦邻中心、体育中心、大屯中心小学新建工程、四座楼地块城市更新项目和人民会堂地块安置房项目，总投资合计 59.30 亿元。

表 6　截至 2021 年 3 月底公司主要在建项目情况　（单位：年、亿元）

项目名称	建设期	是否签订代建协议	预计总投资	已投资
杨屯湖畔佳苑（安置房）	2019－2020	是	8.00	4.15
滨湖花园工程（安置房）	2019－2020	否	11.52	11.52
滨湖新天地工程（安置房）	2019－2020	否	12.50	7.09
三里河安置房工程	2019－2020	是	12.00	4.07
歌风小区	2019－2021	否	28.96	14.87
三至七巷安置房工程	2019－2021	否	19.00	7.70
阳光五期安置房	2020－2022	否	1.50	0.43
李塘安置房	2020－2022	否	19.50	3.72
合计	--	--	**112.98**	**53.55**

注：1.歌风小区项目共包括 23 幢楼，其中 11 幢为安置房，12 幢为商品房；2、滨湖花园工程（安置房）已完工，尚未售出，计入“存货”科目

（2）产品销售

公司产品销售主要为铝材，该板块市场化程度高。跟踪期内，收入变动不大；毛利率受原料价格上涨影响，有所下降。

公司产品销售收入主要为二级子公司江苏丰源铝材料科技有限公司（以下简称“丰源铝材”）销售各类铝产品形成的收入。丰源铝材是一家专业研发、生产、销售各种铝箔、太阳能边框、汽车铝材、自动化设备、3C产品配件以及各种工业型材后续加工的铝合金加工型企业，成立于2016年，由江苏丰源铝业有限公司（以下简称“丰源铝业”）出资设立，同年丰源铝材大股东变更为沛县汉源农村建设有限公司，进而成为公司二级子公司。丰源铝材产品广泛应用于光伏新能源行业、印刷行业、食品、医药、电器、交通运输等行业，客户分布在北京、河南、湖南、江西等多个地区。

公司铝业销售模式为订单销售，售价较为稳定，销售业务毛利率受原料成本影响较大。2020年和2021年1－3月，公司分别确认产品销售收入5.18亿元和1.38亿元。同期，毛利率均为2.93%，较2019年下降2.35个百分点，主要系原材料采购成本上涨所致。

（3）房地产开发

跟踪期内，房地产销售收入对公司营业收入形成补充，但受项目完工交付进度影响，房地产销售收入波动较大。

公司房地产开发业务所需土地通过公开招拍挂方式获取，建设完成后对外销售或出租平衡投入。房地产项目投入计入“存货—开发成本”，预售获得的回款计入“预收款项”，待项目完工交付后确认收入。

2020 年及 2021 年 1－3 月，公司分别确认房地产销售收入 0.04 亿元和 2.58 亿元，毛利率分别为 5.13%和 2.61%。

截至 2021 年 3 月底，公司主要房地产开发项目包括夕阳红、金融中心和歌风小区项目，预计总投资 36.46 亿元，已投资 22.59 亿元，未来拟投资主要集中在歌风小区项目。同期，公司房地产项目累计回款 7.74 亿元，已确认收入 3.83 亿元，预收款项将待项目交付后陆续确认收入。

表 7　截至 2021 年 3 月底公司房地产开发项目情况

项目	建设期	预计总投资（万元）	已投资（万元）	可供出售面积(平方米)	剩余可出售面积（平方米）	均价（元/平方米）	累计回款金额（万元）	已确认收入（万元）
夕阳红	2015-2016	15000.00	17130.06	42610.90	19283.00	4365.00	10181.93	9380.77
金融中心	2018-2020	60000.00	60000.00	--	--	--	--	--
歌风小区	2017-2021	289610.00	148736.20	488321.00	382840.00	6300.00	67234.40	28947.21
合计	--	**364610.00**	**225866.26**	**530931.90**	**402123.00**	--	**77416.33**	**38327.98**

注：夕阳红项目中包含一栋代建养老院及只租不售的商业部分，不计入销售面积；金融中心项目未来拟用于出租；歌风小区项目共包括 23 幢楼，其中 11 幢为安置房，12 幢为商品房
资料来源：公司提供

3. 未来发展

未来公司仍将以区域内基础设施及安置房建设业务为主。随着沛县经济不断增长，基础设施建设需求逐步扩大，公司将保持较大的基础设施建设业务总量。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年度合并财务报表，中兴会计师事务所（特殊普通合伙）对报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2021 年一季度财务报表未经审计。

截至 2021 年 3 月底，公司拥有纳入合并范围子公司 28 家。从合并范围变动来看，2020 年，公司投资设立子公司 2 家，股权划转子公司 1 家。2021 年 1－3 月，公司合并范围未发生变化。上述新增/减少子公司规模较小，对公司财务数据影响不大，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，仍以流动资产为主，应收类款项和存货占比高，资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2020 年底，公司资产总额 253.03 亿元，较 2019 年底增长 18.89%。其中，流动资产占 72.09%，非流动资产占 27.91%，公司资产仍以流动资产为主。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
货币资金	19.65	9.23	20.55	8.12	25.55	9.50
应收账款	12.83	6.03	17.90	7.07	15.43	5.74
其他应收款	30.28	14.23	23.18	9.16	18.18	6.76
存货	141.18	66.33	117.58	46.47	136.78	50.87
流动资产	**208.10**	**97.78**	**182.42**	**72.09**	**198.28**	**73.74**
可供出售金融资产	2.58	1.21	2.88	1.14	2.88	1.07
投资性房地产	0.00	0.00	65.11	25.73	65.11	24.21
非流动资产	**4.73**	**2.22**	**70.61**	**27.91**	**70.61**	**26.26**
资产总额	**212.83**	**100.00**	**253.03**	**100.00**	**268.89**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

流动资产

2020 年底，公司流动资产 182.42 亿元，较 2019 年底下降 12.34%，主要系存货和其他应收款减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占 11.27%）、应收账款（占 9.81%）、其他应收款（占 12.71%）和存货（占 64.45%）构成。

2020 年底，公司货币资金 20.55 亿元，较 2019 年底增长 4.57%，系其他货币资金增加所致。货币资金主要由银行存款（占 30.61%）和其他货币资金（占 69.39%）构成。其中，受限货币资金 14.06 亿元，占比 68.41%，主要为质押存单、银行承兑票据保证金。受限资金占比高。

2020 年底，公司应收账款 17.90 亿元，较 2019 年底增长 39.48%，主要系应收沛县财政局代建回购款增加所致。公司应收账款主要由应收沛县财政局代建回购款 15.09 亿元（占 83.93%）和应收沛县交通局 2.13 亿元（占 11.82%）构成，集中度高。其中，按照账龄分析法计提坏账准备的应收账款 0.77 亿元，公司计提坏账准备余额 0.09 亿元。

2020 年底，公司其他应收款 23.18 亿元，较 2019 年底下降 23.44%，主要为往来款。其中，单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款 0.15 亿元（为应收徐州守仁东北大酒店有限公司款，已提起诉讼），坏账准备计提比例 100%；按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款 0.55 亿元，坏账准备计提比例 38.01%；公司计提坏账准备余额合计 0.36 亿元。公司其他应收款前五名金额合计 10.24 亿元，占比 43.48%，集中度一般，其中欠款方徐州鑫宇光伏科技有限公司和侨城地产集团江苏有限公司为民营企业，徐州鑫宇光伏科技有限公司存在被执行人和历史失信被执行人记录，具有一定回收风险。

表 9 2020 年底公司主要其他应收款明细

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	款项性质	比例
沛县锦丰生态农业有限公司	4.79	往来款	20.35
徐州鑫宇光伏科技有限公司	1.82	往来款	7.73
沛县财政局	1.30	往来款	5.51
沛县公共交通发展有限公司	1.20	往来款	5.1
侨城地产集团江苏有限公司	1.13	往来款	4.79
合计	**10.24**	**--**	**43.48**

资料来源：公司审计报告

2020 年底，公司存货 117.58 亿元，较 2019

年底下降 16.72%，系土地资产 48.57 亿元由存货转入投资性房地产和新购置土地资产所致。公司存货主要由开发成本 53.49 亿元（占 45.50%）和土地开发成本 60.42 亿元（占 51.39%，均为招拍挂取得）构成。其中，用于抵押的土地资产 10.94 亿元，在存货中占比 9.31%。

非流动资产

2020 年底，公司非流动资产 70.61 亿元，较 2019 年底大幅增长，主要系投资性房地产增加所致。公司非流动资产主要由投资性房地产（占 92.21%）和可供出售金融资产（占 4.08%）构成。

2020 年底，公司可供出售金融资产 2.88 亿元，较 2019 年底增长 11.91%，主要系公司对沛县兴蓉水务发展有限公司追加投资所致。被投资单位主要为沛县兴蓉水务发展有限公司、江苏沛县农村商业银行股份有限公司和沛县汉腾建设发展有限公司等。

2020 年底，公司新增投资性房地产 65.11 亿元，由存货转入的土地资产 48.57 亿元和土地资产评估增值 16.54 亿元构成。其中，用于抵押的土地使用权 29.60 亿元，占比 45.46%。

2020 年底，公司受限资产总额 54.80 亿元，占资产总额 21.66 %，其中受限货币资金 14.06 亿元，主要为票据保证金和存单质押；受限应收账款 0.20 亿元，用于质押借款；受限存货和受限投资性房地产分别为 10.94 亿元和 29.60 亿元，全部为土地使用权，用于抵押借款。

2021 年 3 月底，公司资产总额 268.89 亿元，较 2020 年底增长 6.27%，主要系货币资金和存货增加所致。其中，货币资金 25.55 亿元，较 2020 年底增长 24.32%；存货 136.78 亿元，较 2020 年底增长 16.33%。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益持续增长，仍以实收资本和资本公积为主；债务规模持续增长，以长期债务为主，整体债务负担较重。

所有者权益

2020 年底，公司所有者权益 89.54 亿元，较 2019 年底增长 18.65%，主要系其他综合收益增加所致。公司所有者权益主要由实收资本（占 22.34%）、资本公积（占 50.26%）、其他综合收益（占 13.85%）和未分配利润（占 11.21%）构成。

2020 年底，公司实收资本和资本公积分别为 20.00 亿元和 45.00 亿元，与 2019 年底保持一致。

2020 年底，公司新增其他综合收益 12.40 亿元，系公司部分土地资产由存货转入投资性房地产评估增值所致。

2020 年底，公司未分配利润 10.04 亿元，较 2019 年底增长 14.10%，主要来自留存收益的累积。

2021 年 3 月底，公司所有者权益 89.95 亿元，较 2020 年底变化不大。其中，实收资本、资本公积和其他综合收益均与 2020 年底持平；未分配利润较 2020 年底增加 0.41 亿元至 10.45 亿元，系留存收益积累所致。

负债

2020 年底，公司负债总额 163.49 亿元，较 2019 年底增长 19.01%，主要系应付票据和应付债券增加所致。其中流动负债占比 29.19%，非流动负债占比 70.81%，负债结构仍以非流动负债为主。

2020 年底，公司流动负债 47.72 亿元，较 2019 年底变动不大。公司流动负债主要由短期借款（占 7.12%）、应付票据（占 16.89%）、应付账款（占 12.81%）、预收款项（占 14.57%）和其他应付款（占 19.50%）构成。

2020 年底，公司短期借款较 2019 年底增加 1.62 亿元至 3.40 亿元，主要系保证借款增加所致。公司短期借款主要由质押借款（占 5.88%）和保证借款（占 94.12 %）构成，质押物为银行承兑汇票。

2020 年底，公司应付票据较 2019 年底增加 7.36 亿元至 8.06 亿元，全部为银行承兑汇票。

2020 年底，公司应付账款 6.12 亿元，较 2019 年底变化不大，主要为应付工程款。

2020 年底，公司预收款项 6.95 亿元，较 2019 年底增长 5.55%，主要由歌风佳苑售房款（占 91.55%）构成。

2020 年底，公司其他应付款 9.30 亿元，较 2019 年底增长 13.31%；主要系公司与国有企业

或政府单位的往来款和借款。公司其他应付款中有息部分已调整至短期债务计算。

2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 11.28 亿元，较 2019 年底下降 50.51%。公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款（占 81.92%）、一年内到期的应付债券（占 15.89%）和一年内到期的长期应付款（占 2.18%）构成。

2020 年底，公司非流动负债 115.77 亿元，较 2019 年底增长 30.53%，主要系应付债券增加所致。公司非流动负债由长期借款（占 66.05%）和应付债券（占 28.14%）构成。

2020 年底，公司长期借款 76.47 亿元，较 2019 年底下降 4.56%，主要系质押借款减少所致。长期借款主要由质押借款、抵押借款和保证借款构成。

2020 年底，公司应付债券较 2019 年底增加 24.01 亿元至 32.58 亿元，系公司发行“20 沛县城投 MTN001”、“20 沛县城投 MTN002”、“20 沛县城投 PPN001”和“20 沛县城投 PPN002”所致。

2020 年底，公司新增长期应付款 2.51 亿元，全部为融资租赁款。公司长期应付款中有息部分已调整至长期债务计算。

2021 年 3 月底，公司负债总额 178.94 亿元，较 2020 年底增长 9.45%，主要系短期借款、长期借款和应付债券增加所致。其中，短期借款 7.52 亿元，较 2020 年底增长 121.24%；长期借款 86.26 亿元，较 2020 年底增长 12.81%；应付债券 38.80 亿元，较 2020 年底增长 19.10%，系公司发行“21 沛县城投 PPN001”所致。

有息债务方面，2020 年底，公司全部债务 135.20 亿元，较 2019 年底增长 18.62%；其中，短期债务占 17.49%，长期债务占 82.51%，仍以长期债务为主。同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 64.61%、60.16%和 55.47%，较 2019 底分别上升了 0.07 个百分点、保持不变和上升 1.44 个百分点。

表 10　公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期债务	25.28	23.64	21.72
长期债务	88.69	111.56	127.57
全部债务	113.97	135.20	149.29
长期债务资本化比率	54.03	55.47	58.65
全部债务资本化比率	60.16	60.16	62.40
资产负债率	64.54	64.61	66.55

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2021 年 3 月底，公司全部债务 149.29 亿元，较 2020 年底增长 10.43%；其中，短期债务占 14.55%，长期债务占 85.45%，仍以长期债务为主。同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 66.55%、62.40%和 58.65%，较 2020 底分别上升了 1.93 个、2.24 个和 3.17 个百分点。

根据公司提供资料，2021 年 4－12 月、2022 年和 2023 年，公司到期有息债务规模分别为 21.72 亿元、26.92 亿元和 52.20 亿元，2023 年面临较大集中偿付压力。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司收入规模略有增长，政府补助对公司利润的贡献大。

2020 年，公司营业收入、营业成本分别为 10.35 亿元和 9.34 亿元，分别同比增长 1.19%和 1.23%。公司营业利润率 7.49%，较 2019 年下降 2.09 个百分点。

期间费用方面，2020 年公司期间费用-0.19 亿元，期间费用主要由销售费用 0.16 亿元、管理费用 0.14 亿元和财务费用-0.49 亿元构成。同期，公司期间费用率为-1.87%。

非经常性损益方面，2020 年，沛县人民政府给予公司财政补贴 0.88 亿元，公司计入“其他收益”。同期，公司实现利润总额 1.55 亿元，利润总额对政府补助依赖程度较大。

盈利指标方面，2020 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 0.68%和 1.60%，较 2019 年分别下降 0.04 个和 0.10 个百分点。

表 11　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项　目	2019 年	2020 年
营业收入	10.23	10.35
营业成本	9.23	9.34
期间费用	-0.49	-0.19
其他收益	0.00	0.88
利润总额	1.68	1.55
营业利润率	9.58	7.49
总资本收益率	0.72	0.68
净资产收益率	1.70	1.60

资料来源：联合资信根据审计报告整理

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 5.31 亿元，相当于 2020 年的 51.29%；公司获得政府补助 0.23 亿元，实现利润总额 0.55 亿元。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流净额由负转正；投资活动现金流净额持续为负，资金缺口扩大；公司项目投入以及债务偿还主要依赖筹资活动。

经营活动方面，2020年公司经营活动现金流入25.57亿元，同比增长5.28%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金6.57亿元，同比下降6.02%，主要为公司业务回款；收到其他与经营活动有关的现金17.95亿元，同比增长3.76%，主要为往来款和财政补贴等。同期，公司现金收入比为63.46%，收入实现质量有待提升。2020年公司经营活动现金流出24.32亿元，同比下降31.09%；其中，购买商品、接受劳务支付的现金19.03亿元，主要为公司项目投入，同比下降36.24%，主要系2019年公司购置土地资产16.99亿元所致；支付其他与经营活动有关的现金4.25亿元，同比下降17.30%，主要为往来款。2020年，公司经营活动现金流量净额1.25亿元。

投资活动方面，2020年公司投资活动现金流入规模较小；投资活动现金流出17.88亿元，较2019年下降36.10%，其中，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为10.92亿元，支付其他与投资活动有关的现金为5.97亿元。同期，公司投资活动现金流量净额-17.43亿元。

筹资活动方面，2020年，公司筹资活动现金流入52.31亿元，同比增长24.16%，系外部融资增加所致；公司筹资活动现金流出44.95亿元，同比增长70.80%，主要为偿还债务本息支付的现金。公司收到/其他与筹资活动有关的现金主要为融资租赁款、承兑汇票保证金及质押的存款存单等。同期，公司筹资活动现金流量净额7.36亿元。

表 12　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年
经营活动现金流入量	24.29	25.57
经营活动现金流出量	35.30	24.32
经营活动现金净流量	-11.01	1.25
投资活动现金净流量	-1.64	-17.43
筹资活动现金净流量	15.82	7.36
现金收入比	68.33	63.46

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2021 年 1－3 月，公司经营活动现金流量净额 0.88 亿元，主要系主营业务的收支以及往来款的收支；公司投资活动现金流量净额 2.41 亿元；筹资活动现金流量净额 11.58 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力一般，长期偿债能力指标弱，考虑到公司的区域地位及沛县人民政府的持续支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2020 年底，公司流动比率和速动比率分别为 382.27%和 135.88%，较 2019 年底分别下降 45.23 个百分点和 1.60 个百分点。2021 年 3 月底，上述指标分别为 420.53%和 130.44%，较 2020 年底分别上升 38.26 个和下降 5.45 个百分点。2020 年底，公司经营现金流动负债比 2.61%，经营活动现金流量净额对流动负债保障能力弱。2020 年底和 2021 年 3 月底，公司现金短期债务比分别为 0.91 倍和 1.20 倍，考虑到现金类资产中受限资金占比较大，公司实际现金类资产对短期债务的保障能力低于指标值。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司

EBITDA 为 1.65 亿元，同比下降 8.63%；同期，EBITDA 利息倍数为 0.27 倍，全部债务/EBITDA 为 81.93 倍。

截至 2020 年底，公司对外担保余额 28.45 亿元，担保比率为 31.77%；担保对象主要以沛县事业单位和国有企业为主，同时，公司为区域内建筑类民营企业徐州汉源建设集团有限公司提供担保 0.35 亿元。目前被担保方经营正常，公司或有负债风险可控。

截至 2021 年 3 月底，公司共获得银行授信 154.95 亿元，已使用授信额度 98.22 亿元，未使用额度 56.73 亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

公司资产、所有者权益和负债主要来自于母公司，母公司收入在合并口径占比一般。

2020 年底，母公司资产总额 228.10 亿元（占合并口径 90.15%），较 2019 年底增长 17.67%，主要系应收账款和投资性房地产增加所致。其中，流动资产 158.80 亿元，主要由存货、其他应收款和应收账款构成；非流动资产 69.30 亿元，主要有投资性房地产和长期股权投资构成。

2020 年底，母公司所有者权益为 88.87 亿元（占合并口径 99.25%），较 2019 年底增长 15.00%，主要系其他综合收益增加所致。公司所有者权益主要由实收资本 20.00 亿元（占 22.51%）、资本公积 46.96 亿元（占 52.84%）和未分配利润 10.55 亿元（占 11.87%）构成。

2020 年底，母公司负债总额 139.24 亿元（占合并口径 85.16%），较 2019 年底增长 19.44%，主要系长期借款和应付债券增加所致。其中流动负债 89.41 亿元，主要应付账款、预收款项和其他应付款构成；非流动负债 49.83 亿元，由长期借款和应付债券构成。2020 年底，母公司资产负债率为 61.04%。

2020 年，母公司实现营业收入 5.18 亿元（占合并口径 49.99%），利润总额 1.59 亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司存续债券本金 46.60亿元，现金类资产对公司一年内待偿债券本金保障程度较强。

截至本报告出具日，公司存续债券尚需偿还债务规模 46.60 亿元。若考虑公司发行的含回售条款的债券均在第一个回售日进行兑付，一年内待偿还债券本金为 6.80 亿元；2023 年，存续债券待偿本金达到峰值 31.00 亿元。截至 2020 年底，公司现金类资产 21.41 亿元；2020 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 分别为 25.57 亿元、1.25 亿元和 1.65 亿元。公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对集中兑付债券金额保障能力具体情况如下表：

表 13　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2020 年
2021 年到期债券余额	6.80
未来待偿债券本金峰值	31.00
2020 年底现金类资产/2021 年到期债券余额	3.15
2020 年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.82
2020 年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.04
2020 年 EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.05

资料来源：联合资信整理

十一、结论

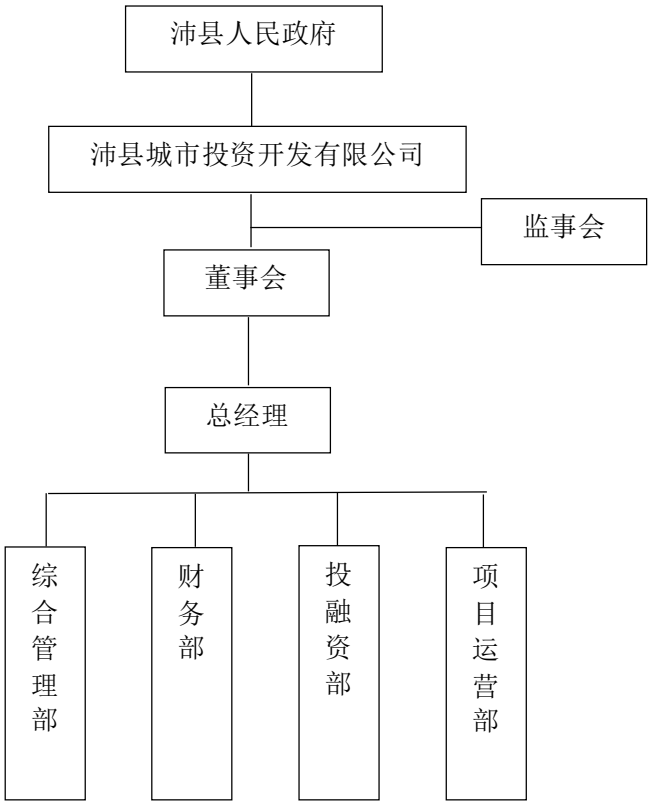
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“20 沛县城投 MTN002”、“20 沛县城投 MTN001”和“15 沛县城投债/PR 沛城投”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月底公司合并范围子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例（%）		取得方式
		直接	间接	
徐州汉文化旅游开发有限公司	旅游项目的开发建设等	60.00	23.08	设立
沛县汉源农村建设有限公司	农村环境的综合整治及综合开发等	76.92	--	设立
沛县泗水水利建设有限公司	水利和内河港口工程建筑等	23.81	63.30	设立
沛县汉隆供热有限公司	热力生产和供应等	--	86.46	设立
沛县汉源医疗用品有限公司	医疗诊断、监护及治疗设备等	100.00	--	设立
沛县康美医药有限公司	药品零售。	100.00	--	设立
沛县沛泽建设有限公司	土地开发与整理等	100.00	--	受让
沛县歌风城镇建设有限公司	市政设施建设等	--	85.90	设立
沛县汤沐城镇建设有限公司	市政设施建设等	100.00	--	设立
沛县交投实业发展有限公司	市政道路工程建筑、隧道和桥梁工程建筑等	100.00	--	设立
沛县乐勤智能化中央厨房管理有限公司	餐饮企业管理服务等	100.00	--	设立
沛县汉弘市政建设工程有限公司	市政道路工程建筑等	--	89.15	设立
沛县汇金设备租赁有限公司	建筑工程机械与设备租赁等	--	76.92	设立
江苏丰源铝材料科技有限公司	铝箔材、铝合金制品、铝型材等加工销售	--	77.35	设立
沛县印诚建设发展有限公司	房地产开发经营	100.00	--	设立
沛县康乐养老服务有限公司	老年人养护服务	100.00	--	设立
沛县汉源中小企业服务有限公司	企业管理咨询服务	--	76.92	设立
沛县六星贸易有限公司	谷物、豆及薯类、饲料等贸易	--	76.92	设立
沛县丰源进出口贸易有限公司	自营和代理各类商品及技术的进出口业务	--	77.35	设立
沛县高新建设发展有限公司	市政设施建设等	100.00	--	设立
沛县中圆建设发展有限公司	房地产开发、土地开发等	100.00	--	设立
沛县汉能市政工程有限公司	市政工程施工等	100.00	--	设立
沛县城南客运站项目管理有限公司	客运汽车站服务、停车场工程设施施工等	100.00	--	设立
沛县汉源环境科技有限公司	环保技术推广服务等	100.00	--	设立
沛县歌风房地产经纪服务有限公司	房屋买卖代理服务	100.00	--	设立
沛县汉源农村小额贷款有限公司	金融贷款和担保服务等	--	80.99	购买
徐州市沛县汉星贸易有限公司	批发	100.00	--	设立
沛县向荣农业工程建设有限公司	土木工程建筑业	100.00	--	设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	16.52	22.02	21.41	26.02
资产总额（亿元）	185.19	212.83	253.03	268.89
所有者权益（亿元）	74.17	75.46	89.54	89.95
短期债务（亿元）	18.17	25.28	23.64	21.72
长期债务（亿元）	73.16	88.69	111.56	127.57
全部债务（亿元）	91.33	113.97	135.20	149.29
营业收入（亿元）	9.84	10.23	10.35	5.31
利润总额（亿元）	1.83	1.68	1.55	0.55
EBITDA（亿元）	2.34	1.81	1.65	--
经营性净现金流（亿元）	-1.88	-11.01	1.25	0.88
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.30	0.92	0.65	--
存货周转次数（次）	0.08	0.07	0.07	--
总资产周转次数（次）	0.05	0.05	0.04	--
现金收入比（%）	132.37	68.33	63.46	65.00
营业利润率（%）	15.45	9.58	7.49	12.07
总资本收益率（%）	1.13	0.72	0.68	--
净资产收益率（%）	1.84	1.70	1.60	--
长期债务资本化比率（%）	49.66	54.03	55.47	58.65
全部债务资本化比率（%）	55.18	60.16	60.16	62.40
资产负债率（%）	59.95	64.54	64.61	66.55
流动比率（%）	483.00	427.50	382.27	420.53
速动比率（%）	174.86	137.48	135.88	130.44
经营现金流动负债比（%）	-4.96	-22.62	2.61	--
现金短期债务比（倍）	0.91	0.87	0.91	1.20
EBITDA 利息倍数（倍）	0.62	0.31	0.27	--
全部债务/EBITDA（倍）	38.98	63.10	81.93	--

注：已将其他应付款中有息部分调整至短期债务核算；已将长期应付款中的有息部分调整至长期债务核算；2021 年一季度财务报表未经审计

附件 2-2 主要财务数据及指标（母公司）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	7.37	11.51	5.70	5.98
资产总额（亿元）	171.77	193.85	228.10	245.53
所有者权益（亿元）	76.47	77.28	88.87	89.08
短期债务（亿元）	2.20	10.16	4.96	5.35
长期债务（亿元）	14.81	15.79	45.57	54.61
全部债务（亿元）	17.02	25.95	50.53	59.96
营业收入（亿元）	5.93	4.91	5.18	3.52
利润总额（亿元）	1.24	1.07	1.59	0.29
EBITDA（亿元）	1.24	1.07	1.59	--
经营性净现金流（亿元）	2.11	-1.48	-11.16	-2.29
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.90	0.48	0.34	--
存货周转次数（次）	0.05	0.04	0.04	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.03	0.02	--
现金收入比（%）	133.59	40.26	8.09	53.84
营业利润率（%）	16.27	14.31	13.80	14.67
总资本收益率（%）	0.99	0.78	1.01	--
净资产收益率（%）	1.22	1.05	1.58	--
长期债务资本化比率（%）	16.23	16.97	33.89	38.01
全部债务资本化比率（%）	18.21	25.14	36.25	40.23
资产负债率（%）	55.48	60.14	61.04	63.72
流动比率（%）	185.86	169.22	177.61	180.61
速动比率（%）	64.37	53.66	57.09	52.23
经营现金流动负债比（%）	2.62	-1.47	-12.49	--
现金短期债务比（倍）	3.34	1.13	1.15	1.12
EBITDA 利息倍数（倍）	2.07	0.89	3.28	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.72	24.26	31.80	--

注：其他应付款中有息部分已调整至短期债务计算；2021 年一季度财务报表未经审计

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含　　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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。