

2012 年沭阳金源资产经营有限公司

公司债券 2019 年跟踪  
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告  
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组  
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评  
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信  
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化  
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：  
中鹏信评【2019】跟踪  
第【568】号 02

债券简称：12 沭阳债/PR  
沭金源

增信方式：国有土地使用  
权抵押担保

债券剩余规模：2 亿元

债券到期日期：2019 年  
12 月 3 日

债券偿还方式：按年付  
息，债券存续期后五年  
等额偿付本金

#### 分析师

姓名：  
田珊 张伟亚

电话：  
021-53015670

邮箱：  
tiansh@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
城投公司主体长期信用  
评级方法，该评级方法  
已披露于公司官方网  
站。

中证鹏元资信评估股份  
有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

## 2012 年沭阳金源资产经营有限公司公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 27 日	2018 年 06 月 27 日

#### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对沭阳金源资产经营有限公司（以下简称“金源资产”或“公司”）及其 2012 年 12 月 3 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础；公司工程建设与房产建设业务收入有一定保障；继续获得较大的外部支持；国有土地资产抵押有效提升了本期债券的安全性。同时我们也关注到了公司资产的流动性较差；有息负债规模较大，存在一定的短期偿付压力；面临一定的或有负债风险以及未按照监管协议要求出具最新的抵押资产评估报告等风险因素。

#### 正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年沭阳县地区生产总值（GDP）为 825.45 亿元，按可比价计算增长 6.8%，经济实力持续增强。
- 公司工程建设与房产建设业务收入有一定保障。截至 2018 年末，公司主要在建工程建设项目计划总投资 74.60 亿元；房产建设业务中剩余房产未来预计可供销售面积为 29.83 万平方米，未来业务收入有一定保障。
- 公司继续获得较大的外部支持。2018 年公司继续获得地方政府在财政补贴与资产注入方面的大力支持，当年公司收到财政补贴收入合计 2.48 亿元，货币注资规模为 1.44 亿元。
- 国有土地资产抵押有效提升了本期债券的安全性。根据江苏金土地房地产评估测

绘咨询有限公司出具的评估基准日为 2014 年 8 月 3 日的苏金土地（2014）（估）字第 016 号土地估价报告，本期债券的国有土地抵押物价值共计约 14.41 亿元，与本期债券未偿还本金及一年利息的比率高于《土地使用权抵押监管协议》约定的不低于 1.3 倍承诺。

### 关注：

- **公司资产的流动性较差。**截至 2018 年底，公司存货与其他应收款账面价值为 176.65 亿元，占资产总额的比重为 85.14%；其他应收款回收时间不确定且部分款项存在回收风险，以土地资产与建设项目为主的存货变现能力较差，整体资产流动性较差。
- **公司有息负债规模较大，存在一定的短期偿付压力。**截至 2018 年末，公司有息债务规模为 61.37 亿元，有息负债规模有所下降但规模仍较大，其中 2019 年需偿付的有息负债规模为 14.25 亿元，存在一定的短期偿付压力。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截至 2018 年底，公司对外担保余额为 57.62 亿元，无反担保措施，占所有者权益的比重为 46.24%，规模较大，公司虽对外担保对象主要为事业单位与地方国有企业，但仍存在一定的或有负债风险。此外，我们还关注到公司涉及多起重大诉讼，公司主要作为起诉方，但考虑被诉方存在无力偿还情况，仍可能会对公司偿债能力构成一定影响。
- **公司未按照协议要求出具最新的抵押资产评估报告。**截至本报告出具之日，公司未对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告，与抵押协议中对抵押资产进行按年跟踪评估的约定不符。

### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,072,600.54	2,048,483.17	1,913,846.91
所有者权益	1,246,028.07	1,234,640.76	1,217,531.38
有息债务	613,655.40	682,640.76	582,535.39
资产负债率	39.88%	39.73%	36.38%
流动比率	5.97	9.11	8.33
营业收入	221,374.22	200,630.64	194,642.12
其他收益	24,792.47	26,030.37	-
营业外收入	577.23	1,022.20	22,018.60
利润总额	19,383.96	18,891.14	14,323.56

综合毛利率	4.26%	3.65%	4.18%
EBITDA	22,583.22	23,971.23	19,767.25
EBITDA 利息保障倍数	0.66	0.70	0.64
经营活动现金流净额	49,829.85	103,441.93	15,178.68

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告与 2018 年审计报告，中证鹏元整理

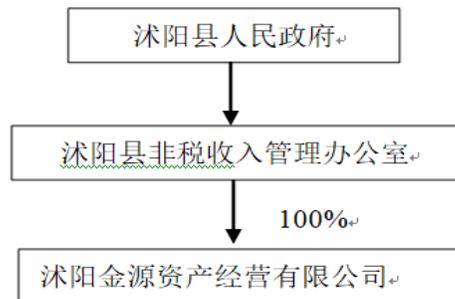
## 一、本期债券募集资金使用情况

根据《国家发展改革委关于江苏沭阳金源资产经营有限公司发行2012年公司债券核准的批复》（【发改财金[2012]3775号】）核准，公司于2012年12月3日公开发行10亿元公司债券，发行利率为6.5%，期限7年，同时设置本金提前偿付条款，本期债券募集资金全部用于沭阳县孙巷小区保障房工程项目与沭阳县农业重点乡镇农田水利改造项目建设项目。截至2019年6月10日，公司募集资金已全部使用完毕。

## 二、发行主体概况

截至2018年底，公司控股股东与实际控制人未发生变化，控股股东为沭阳县非税收入管理办公室，持股比例为100%，实际控制人为沭阳县人民政府。公司注册资本和实收资本仍为11.98亿元。2018年公司主营业务范围未发生变化，合并范围通过投资设立方式新增沭阳县驾考服务有限责任公司，持股比例为100%。

图 1 截至 2018 年 12 月 31 日公司产权与控制关系



资料来源：公司提供

## 三、外部运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03

万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

**2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善**

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”)，明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职)，严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得

将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5 月，财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61 号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10 月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

**表 1 2018 年城投行业主要政策梳理**

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号）	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34 号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金

2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

## (二) 区域环境

### 沭阳县区域经济总量继续增长，产业结构不断优化，但增速同比略有下滑

2018年度，沭阳县实现地区生产总值（GDP）825.45亿元，按可比价计算增长6.8%，增速较上年下滑1.2个百分点，但仍高于全国水平。其中，第一产业增加值为97.35亿元，同比增长2.9%；第二产业增加值为373.99亿元，同比增长7.2%；第三产业增加值为354.11亿元，同比增长7.4%。全县三次产业结构调整为11.8：45.3：42.9，与上年相比，第一产业增加值比重下降0.4个百分点，第二产业增加值比重下降0.5个百分点，第三产业增加值比重提高0.9个百分点，产业结构不断优化。按常住人口计算人均地区生产总值5.27万元，与全国人均GDP之比为81.71%，经济总量进一步增加，但区域经济增速有所放缓。

工业经济方面，2018年沭阳县规模以上工业企业689家，实现规模以上工业总产值743.94亿元，同比增长9.8%；实现规模以上工业增加值198.13亿元，同比增长7.8%。在规模以上工业企业中，“2+1”产业（即纺织服装、装备制造、电子信息）实现产值331.06亿元，同比增长21.5%，占规模工业总产值的44.5%。其中，纺织服装业实现产值122.06亿元，同比增长11.8%；装备制造业实现产值140.87亿元，同比增长37.0%；电子信息业实现产值68.12亿元，同比增长13.0%，主导产业持续增强，整体工业经济运营较为平稳。

固定资产投资方面，2018年沭阳县固定资产投资比上年增长7.4%。分行业看，第一产业投资同比下降50.2%，第二产业投资同比下降5.4%，第三产业投资同比增长17.8%。第二产业投资中，工业投资同比下降5.4%，其中制造业投资同比下降2.0%；制造业投资占项目投资和全部投资比重分别为73.0%、61.3%；工业技术改造投资同比增长36.5%，占工业

投资比重达32.1%，固定资产投资规模继续保持增长，对区域经济发展提供了支撑。

2018年，沭阳县实现社会消费品零售总额233.54亿元，同比增长7.0%，消费发展相对稳健。沭阳县全年完成进出口总额79,203.00万美元，同比增长17.9%，对外贸易平稳增长。2018年末沭阳县金融机构各项存款余额632.53亿元，比年初增加74.43亿元，同比增长13.3%；其中居民储蓄存款余额393.75亿元，比年初增加39.00亿元，同比增长11.0%。2018年末沭阳县金融机构各项贷款余额552.63亿元，比年初增加80.56亿元，同比增长17.1%，区域金融市场稳健运行对于区域经济发展起到重要的促进作用。

**表2 2017-2018年沭阳县主要经济指标**

项目名称	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	825.45	6.8%	765.00	8.0%
第一产业增加值（亿元）	97.35	2.9%	-	-
第二产业增加值（亿元）	373.99	7.2%	-	-
第三产业增加值（亿元）	354.11	7.4%	-	-
规模以上工业增加值（亿元）	743.94	9.8%	-	-
固定资产投资（亿元）	-	7.4%	546.00	9.2%
社会消费品零售总额（亿元）	233.54	7.0%	220.00	11.5%
进出口总额（万美元）	79,203.00	17.9%	-	-
存款余额（亿元）	632.53	13.3%	-	-
贷款余额（亿元）	552.63	17.1%	-	-
人均GDP（万元）		5.27		4.51
人均GDP/全国人均GDP		81.71%		85.10%

注：“-”表示数据缺失。

资料来源：关于沭阳县2017年国民经济与社会发展计划执行情况与2018年国民经济和社会发展初步计划的报告与沭阳县2018年国民经济和社会发展情况统计公报，中证鹏元整理

2018年沭阳县实现公共财政收入47.00亿元，同比下降2.1%，其中：税收收入37.60亿元，同比增长16%，占公共财政收入的比重为80.1%，公共财政收入质量较好。沭阳县公共财政支出为109.80亿元，同比增长4%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为42.81%，财政自给率水平偏低。

## 四、经营与竞争

公司主营业务主要包括工程建设、房产建设、交通运输及粮食销售等。2018年公司主营业务收入为22.05亿元，同比增长10.28%，从主营业务收入构成来看，工程建设收入、房产建设收入与粮油销售收入为其主要来源，当年工程建设、房产销售与交通运输均较上年有所增加，但粮油销售受制于市场行情影响，当年销售收入规模降低。从盈利能力方面

来看，2018年公司综合毛利率水平较上年变动不大，仍较低。

**表3 2017-2018年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设	77,751.13	6.59%	56,563.25	6.36%
房产销售	65,442.96	3.46%	36,373.28	6.26%
粮油销售	73,314.47	0.70%	103,195.87	0.54%
交通运输	3,689.50	13.84%	3,480.65	7.79%
保安服务	304.81	100.00%	334.72	39.37%
<b>合计</b>	<b>220,502.86</b>	<b>3.96%</b>	<b>199,947.77</b>	<b>3.42%</b>

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告与 2018 年审计报告，中证鹏元整理

#### 公司工程建设业务收入有所增加，未来业务收入具备一定保障，但需关注在建项目的资金支出压力

公司是沭阳县的投融资和建设主体，业务模式分为两种：一是委托单位与公司签订工程项目回购合同，项目完工达到预定可使用状态时实施回购，委托单位向公司所支付的回购价款包括工程项目开发成本及回购收益，回购收益为项目开发成本的一定比例；二是委托单位与公司签订项目委托代建合同，约定公司项目完工达到可使用状态时向委托单位收取代建管理费（包括为完成项目管理服务可能发生的全部费用及合理的利润和应缴纳的税金），工程建设业务收入为当年工程建设实际成本加成一定比例进行确定。受工程项目建设进度的影响，2018年公司工程建设业务的收入规模为7.78亿元，同比增长37.46%，主要包括南部新城井冈山大道改造工程（一期）二标、道路交通安全设施工程与道路改造、维修工程，毛利率仍为6.59%，盈利能力较差。

截至2018年底，公司规模较大的在建项目为沭阳县2013-2017年棚户区改造一期项目、326省道沭阳段工程、县道路工程以及城区污水处理厂配套管网工程等项目，项目总投资合计74.60亿元，已累计完成投资57.74亿元，后续尚需投资16.86亿元，未来业务仍具备一定的持续性，但也同时需要关注公司面临的资金支出压力。

**表4 截至2018年底公司在建工程项目情况（单位：亿元）**

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
沭阳县 2013-2017 年棚户区改造一期工程项目	24.11	22.38	1.73
326 省道沭阳段工程	11.9	10.72	1.18
县道路工程	8.79	8.78	0.01
城区污水处理厂配套管网工程	8.00	7.98	0.02
沭阳县庙头水厂工程	1.80	1.69	0.11
沭阳县湿地公园	20.00	6.19	13.81

合计	74.60	57.74	16.86
----	-------	-------	-------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**房产销售业务收入规模大幅增加，但盈利能力较差，考虑到目前可供销售面积较大，未来该项业务持续性较好**

公司承担了沭阳县保障房、安置房建设，承建的保障房与安置房项目部分由政府回购（计入工程建设业务收入），剩余的房产及铺面、门面等，公司将其进行市场化销售（计入房产销售收入）。2018年公司主要销售梦溪小区、江南枫景小区、孙巷小区与桃园小区等部分剩余房产、铺面及门面等，销售收入为6.54亿元，同比增加79.92%，但部分房产销售单价相对较低，使得毛利率略有降低，降至3.46%，该项业务盈利能力较差。

**表5 2018年公司房产销售收入情况（单位：平方米、万元）**

项目	销售面积	销售收入
江南枫景小区	3,159.99	8,352.13
东部棚户区	66,582.17	49,936.63
桃园小区	4,059.82	2,273.50
孙巷小区	4,259.64	2,385.40
梦溪小区	2,322.37	1,625.00
幸福家园	1,385.86	870.30
<b>合计</b>	<b>81,769.85</b>	<b>65,442.96</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018年末公司在售的房产主要有东部棚户区、孙巷小区一期与江南风景小区等项目，剩余可售房产面积为29.83万平方米，若未来顺利销售，将可实现较大规模业务收入。

**表6 截至2018年底，公司房地产业务剩余未销售房产情况（单位：平方米）**

项目	可供销售面积
江南风景小区	47,574.09
东部棚户区	199,913.83
梦溪小区	3,584.22
任巷小区四期	451.71
孙巷小区一期	14,989.99
城市花园	4,506.59
河滨新村二期	677.77
孙巷二四期	6,344.38
孙巷三期	1,125.02
城北八期	279.40
幸福二期	423.72
沂涛二圩	402.00

桃园二期	2,121.59
桃园三期	181.58
梦溪四期	10,924.93
梦溪五期	849.73
长庄小区	3,833.73
桃园四期 A 段	86.73
<b>合计</b>	<b>298,271.01</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 粮油销售业务收入有所降低，毛利率水平仍较低；交通运输业务收入与上年大体持平，盈利能力较弱

沭阳县粮食购销总公司（以下简称“粮食购销公司”）是沭阳县规模最大的国有粮油骨干企业，集粮油收购、加工、贸易、仓储、检测等于一体，下属 1 个沭阳国家粮食储备库、1 个军粮供应站，控股 7 家粮食储销有限公司。公司粮食储备模式分政策性储备和自营储备，政策性储备受国家政策调控；自营储备主要依据市场价格自行调整储备和购销规模。2018 年度，受粮油销售市场价格下跌行情、销售结构以及新旧库存轮换等因素影响，公司粮油销售业务收入同比降低 28.96%，规模为 7.33 亿元，毛利率较上年略有提高，但盈利能力依然较弱。

**表7 2018年公司粮食购销业务情况**

项目	2018 年
收购粮食（吨）	560,000.00
销售粮食（吨）	540,000.00
销售收入（亿元）	7.33

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司交通运输业务由子公司沭阳县汽车运输公司（以下简称“汽运公司”）负责，汽运公司下辖公交分公司、镇村公交分公司、客运分公司、沭阳县汽车运输公司修理厂等 9 个单位。汽运公司还对老长途客运东站、快客公司、淮海驾培中心等企业单位进行股权投资。公司交通运输主要以客运为主业。2018 年公司交通运输业务实现收入 0.37 亿元，较上年大体持平，虽毛利率同比略有提高，但盈利能力较差。

### 公司继续获得较大的外部支持，有助于提升公司的利润水平

公司承担沭阳县基础设施建设与保障房建设职能，为增强公司的可持续发展能力及融资能力，上级政府继续在财政补贴与资产注入方面上给予了公司大力支持。资产注入方面，2018 年公司收到货币注资规模为 1.44 亿元，但收回部分固定资产，资本公积减少 2.25 亿元，资本公积净减少额为 0.81 亿元；财政补贴方面，2018 年公司收到财政补贴收入合计 2.48 亿

元，提升了公司的利润水平。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）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2015-2017年审计报告与2018年审计报告，采用新会计准则编制。2018年公司合并报表范围新增一家子公司。

### 资产结构与质量

#### 公司资产规模略有增加，存货与其他应收款占比较高，资产整体流动性较差

截至2018年底，公司资产总额达到207.26亿元，同比略有增加；从资产构成来看，公司资产以流动资产为主，流动资产占总资产的比重为97.33%。

公司流动资产主要以货币资金、应收账款与应收票据、其他应收款和存货构成。截至2018年末，货币资金主要是现金与银行存款，账面价值为19.20亿元，无货币资金使用受限情况。应收账款及应收票据面价值为5.80亿元，均为应收账款，主要的应收对象为沭阳金诚资产经营有限公司，账龄主要集中在1年以内，占应收账款比重为93.14%，账龄不长，回收风险较低，但我们关注到公司应收账款中还存在应收民营企业的相关项目款项，金额达到0.21亿元（应收账款中前五大应收对象中民营企业应付金额），但需关注其坏账风险。其他应收款主要为往来款，账面价值为5.62亿元，较上年大幅降低，前五大应收对象分别为沭阳县财政局、江苏沭阳南部新城置业有限公司、江苏四海不锈钢制品有限公司、江苏苏北花卉股份有限公司与江苏天天同业股份有限公司，占其他应收款的比重为72.38%，部分款项账龄相对较长，考虑到应收对象中包括部分民营企业，金额为2.4亿元（其他应收款中前五大应收对象中民营企业应付金额），存在一定的回收风险；总体看来，公司其他应收款规模较大，回收时间不确定，会对公司营运资金形成较大占用，且面临一定的坏账风险。

公司存货账面价值为170.85亿元，同比略有增加，从存货构成来看，开发成本为其主要组成部分，开发成本主要包括土地资产与建设项目的开发投入，其中建设项目的开发成本为76.60亿元，受限资产主要为抵押的土地，抵押的土地账面价值达到59.22亿元，占存货的比重为34.66%；总体看来，公司建设项目的相关建设投入变现时间取决于委托单位的

支付安排，土地资产部分已抵押，存货整体变现能力较差。公司非流动资产主要是固定资产。固定资产主要是房屋和建筑物，2018年末固定资产账面价值为2.35亿元，主要系政府划拨出部分固定资产，使得账面价值降低。

**表8 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	191,965.83	9.26%	231,458.62	11.30%
应收账款与应收票据	58,038.21	2.80%	41,612.92	2.03%
其他应收款	56,220.81	2.71%	124,367.85	6.07%
存货	1,708,508.61	82.43%	1,570,915.91	76.69%
<b>流动资产合计</b>	<b>2,017,162.31</b>	<b>97.33%</b>	<b>1,970,028.01</b>	<b>96.17%</b>
固定资产	23,530.40	1.14%	41,135.10	2.01%
<b>非流动资产合计</b>	<b>55,438.23</b>	<b>2.67%</b>	<b>78,455.16</b>	<b>3.83%</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,072,600.54</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,048,483.17</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告与 2018 年审计报告，中证鹏元整理

总体看来，公司资产同比有所增加，但其他应收款与存货占比较大，其他应收款回收时间不确定，部分款项存在回收风险；存货变现能力较差，资产流动性较差。

## 盈利能力

### 公司营业收入同比继续增加，盈利能力较差，盈利对政府补助的依赖明显

公司经营业务范围包括工程建设、房产建设、交通运输及粮食销售等，2018年实现营业收入规模为22.14亿元，同比略有增加，其中工程建设收入、房产建设收入与粮油销售收入为其主要的来源。截至2018年底，公司在建工程建设项目计划总投资74.60亿元；房产建设业务中剩余房产未来预计可供销售面积为20.45万平方米，对公司营业收入构成一定的保障，但收入具体实现时间取决于项目进度与销售进度等因素影响，存在不确定性。从毛利率方面来看，2018年公司综合毛利率较上年略有改善，但盈利能力仍较差，考虑到公司工程建设与交通运输业务均具备一定的公益性，未来盈利能力提升空间有限。2018年公司资产减值损失规模为0.61亿元，主要系公司应收款项中对于民营企业坏账的计提所致，利润方面，2018年利润总额为1.94亿元，主要来源于政府补贴贡献，其中粮食补贴为0.78亿元，公司盈利对于政府补贴依赖性较强。

**表9 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
营业收入	221,374.22	200,630.64
其他收益	24,792.47	26,030.37

资产减值损失	6,094.13	4,926.47
营业利润	18,904.26	18,231.61
营业外收入	577.23	1,022.20
利润总额	19,383.96	18,891.14
综合毛利率	4.26%	3.65%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告与 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

公司经营活动现金流表现较好，但在建工程项目尚需投资一定资金，存在一定的资金压力

公司工程建设业务回款情况取决于委托单位支付安排，存在不确定性，2018年公司经营回款较上年明显增加，当年收现比增至1.08。当年公司经营活动现金流仍表现为净流入，但受往来款净流入规模降低影响，经营活动现金流净流入规模较上年有所收窄，整体看来，公司经营活动现金流表现较好。

投资活动方面，2018年公司投资活动现金流表现为净流出，但规模较小，仅为0.15亿元，主要系固定资产等购置支出。筹资活动方面，2018年公司偿还部分的债务款项，使得筹资活动表现净流出，2018年末公司在建的工程建设项目尚需投入资金，存在一定的资金支出压力。

表10 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	1.08	0.93
销售商品、提供劳务收到的现金	239,845.40	186,877.89
收到的其他与经营活动有关的现金	197,393.44	274,858.51
经营活动现金流入小计	437,238.84	462,539.41
购买商品、接受劳务支付的现金	316,257.35	296,156.02
支付的其他与经营活动有关的现金	61,836.64	56,784.98
经营活动现金流出小计	387,408.99	359,097.48
经营活动产生的现金流量净额	49,829.85	103,441.93
投资活动产生的现金流量净额	-1,467.65	-1,513.24
筹资活动产生的现金流量净额	-87,854.99	61,741.11
现金及现金等价物净增加额	-39,492.79	163,669.80

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告与 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

公司负债规模有所增长，有息债务规模较大，存在一定的短期偿付压力

截至2018年底，公司所有者权益较上年略有增加，规模达到124.60亿元，资本实力略有增强；但负债总额增至82.66亿元，变动不大，负债与所有者权益的比率增至66.34%，净资产对负债总额的保障水平仍较好。

**表11 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2018年	2017年
负债总额	826,572.47	813,842.41
所有者权益	1,246,028.07	1,234,640.76
产权比率	66.34%	65.92%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告与 2018 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司的负债以非流动负债为主，2018年末非流动负债占比为59.10%。公司流动负债主要包括短期借款、预收账款、其他应付款与一年内到期的非流动负债。短期借款主要是保证与信用借款，账面余额为4.78亿元，略有降低；预收账款账面余额为4.70亿元，主要为预收安置房款，未来结转收入；其他应付款账面余额为12.52亿元，同比增加75.37%，应付对象包含沭阳县财政局、沭阳金诚资产经营有限公司、江苏传智播客教育科技股份有限公司、江苏省建工集团有限责任公司与沭阳县中小企业信用担保有限责任公司等，款项性质为往来款，其中应付沭阳县财政局与沭阳金诚资产经营有限公司款项规模达到9.42亿元，集中偿还压力较小；一年内到期的非流动负债系长期借款与应付债券结转所致，账面余额为9.47亿元。

公司非流动负债主要为长期借款与应付债券。截至2018年底，公司长期借款主要是担保借款、抵押借款、质押借款与信用借款，规模达到26.09亿元；应付债券账面余额为21.03亿元。截至2018年末，公司有息债务规模为61.37亿元，有息负债规模较大，其中2019年需偿付的有息负债规模为14.25亿元，存在一定的短期偿付压力。

**表12 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	47,759.36	5.78%	50,405.23	6.19%
预收账款	47,040.90	5.69%	16,877.75	2.07%
其他应付款	125,188.72	15.15%	71,384.57	8.77%
一年内到期的非流动负债	94,728.44	11.46%	58,750.00	7.22%
<b>流动负债</b>	<b>338,037.06</b>	<b>40.90%</b>	<b>216,192.07</b>	<b>26.56%</b>
长期借款	260,850.00	31.56%	284,250.00	34.93%
应付债券	210,317.60	25.44%	289,235.53	35.54%
<b>非流动负债</b>	<b>488,535.41</b>	<b>59.10%</b>	<b>597,650.34</b>	<b>73.44%</b>
<b>负债合计</b>	<b>826,572.47</b>	<b>100.00%</b>	<b>813,842.41</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	613,655.40	74.24%	682,640.76	83.88%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告与 2018 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力指标方面，2018年资产负债率为39.88%，较上年大体持平，总体负债经营水平不高。流动比率与速动比率分别为5.97与0.91，均较上年降低，考虑到公司资产主要以应收款项、土地资产、开发项目为主，公司实际短期偿债能力或弱于账面表现。2018年公司EBITDA略有下滑，息税折旧摊销前利润对于债务利息的保障程度也相应降低，水平仍较低。

**表 13 公司偿债能力指标**

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	39.88%	39.73%
流动比率	5.97	9.11
速动比率	0.91	1.85
EBITDA（万元）	22,583.22	23,971.23
EBITDA 利息保障倍数	0.66	0.70
有息债务/EBITDA	27.17	28.48

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告与 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

### 国有土地使用权抵押有效地提升了本期债券的安全性

2012年公司以6宗国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，中国银行股份有限公司宿迁分行作为本期债券全体持有人的债权代理人，并担任本期债券抵押资产的监管人。根据江苏金宁达不动产评估咨询有限公司出具的土地估价报告，以2012年3月15日为评估基准日的抵押资产总估值为242,689.79 万元，截至2018年底，抵质押手续已全部办完。

根据《土地使用权抵押监管协议》的约定，公司将在本期债券的本息全部清偿完毕之前聘请资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告。债券存续期间，年度评估报告的基准日期应为本期债券当年的付息首日。年度评估报告的出具时间应不迟于本期债券当年付息首日后的三十个工作日。

另外，在本期债券存续期间，抵押资产的价值与本期债券未偿还本金及一年利息的比率（以下简称“抵押比率”）不得低于1.3，否则公司需追加抵押资产。当抵押比率不低于1.8倍时，发行人有权申请解除超过1.8倍部分的抵押资产。发行人依据资产评估报告，可在所有抵押资产中选择解除抵押的资产，但应保证该资产解除抵押之后抵押比率不低于1.3倍。发行人解除资产抵押的决定应以书面形式通知债权代理人，债权代理人在收到发行人的书面通知后，应在15个工作日内召开债券持有人会议，经债券持有人会议通过后方

可协助发行人完成抵押标的释放的相关手续。

据公司2014年8月4日发布的《沭阳金源资产经营有限公司关于“2012年沭阳金源资产经营有限公司公司债券”存续期间释放部分抵押资产的公告》（以下简称“《释放抵押资产的公告》”），公司释放土地339亩，评估价10.04亿元，释放土地资产后“12沭阳债”抵押比率为1.35倍，符合《土地使用权抵押监管协议》要求。

根据江苏金土地房地产评估测绘咨询有限公司出具的评估基准日为2014年8月3日的苏金土地（2014）（估）字第016号土地估价报告，抵押物价值共计约14.41亿元，与本期债券未偿还本金及一年利息的比率高于《土地使用权抵押监管协议》约定的不低于1.3倍承诺。但截至本报告出具之日，公司未对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告，与抵押监管协议中对抵押资产进行按年跟踪评估的约定不符。

**表 14 公司抵质押土地情况（单位：平方米，万元）**

权证号	用途	性质	土地面积	评估价值
沭国用（2012）第 02354 号	商住用地	出让	61,047.00	35,251.59
沭国用（2012）第 02361 号	商业、办公、住宅用地	出让	30,786.80	20,700.13
沭国用（2012）第 02362 号	商住、办公用地	出让	41,000.20	27,567.30
沭国用（2012）第 02364 号	商住用地	出让	107,220.50	60,559.21
合计			<b>240,054.50</b>	<b>144,078.23</b>

资料来源：苏金土地（2014）（估）字第016号土地估价报告

## 七、其他事项分析

### （一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2019年4月17日）公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。但其中有一笔对外担保被列入关注类，金额1,000万。

### （二）或有事项分析

截至2018年底，公司对外担保余额为57.62亿元，无反担保措施，占所有者权益的比重为46.24%，规模较大，公司对外担保对象虽主要为事业单位与地方国有企业，但仍存在一定的或有负债风险。此外，我们还关注到2018年度，公司涉及多起重大诉讼，公司主要作为起诉方，但考虑被诉方存在无力偿还情况，仍可能会对公司偿债能力构成一定影响。

**表 15 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：亿元）**

被担保方	担保金额	担保到期日
沭阳金诚资产经营有限公司	41.54	2027.10.2
沭阳县第二水厂	11.20	2027.12.1
沭阳县人民医院	0.80	2019.12.26
江苏苏北花卉股份有限公司	0.50	2019.5.4
宿迁市润城管输天然气有限公司	0.08	2019.2.28
沭阳经济开发区建设投资有限公司	3.50	2021.11
<b>合计</b>	<b>57.62</b>	<b>-</b>

注：公司对于江苏欧亚薄膜有限公司担保代偿义务已经得到豁免，故本表未列式。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 八、评级结论

2018年度，公司外部环境较好，为公司发展提供了良好基础；工程建设与房产建设业务收入有一定保障；在跟踪期内，公司继续获得较大的外部支持；国有土地资产抵押有效提升了本期债券的安全性。同时我们也关注到了公司资产的流动性较差；有息负债规模较大，存在一定的短期偿付压力；面临一定的或有负债风险以及未按照监管协议要求出具最新的抵押资产评估报告等风险因素。

基于以上情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，本期债券信用等级维持为AA+，评级展望维持为稳定。

## 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：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	191,965.83	231,458.62	67,788.82
应收票据及应收账款	58,038.21	41,612.92	24,279.86
其他应收款	56,220.81	124,367.85	304,462.99
存货	1,708,508.61	1,570,915.91	1,437,438.85
<b>流动资产合计</b>	<b>2,017,162.31</b>	<b>1,970,028.01</b>	<b>1,834,909.48</b>
可供出售金融资产	17,307.42	17,307.42	16,705.72
长期股权投资	5,614.58	5,449.30	4,444.95
投资性房地产	-	-	-
固定资产	23,530.40	41,135.10	44,364.58
在建工程	3,056.65	3,575.56	3,404.79
无形资产	11,860,102.53	75,814,353.70	77,664,054.15
其他非流动资产	-	-	-
<b>非流动资产合计</b>	<b>55,438.23</b>	<b>78,455.16</b>	<b>78,937.43</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,072,600.54</b>	<b>2,048,483.17</b>	<b>1,913,846.91</b>
短期借款	47,759.36	50,405.23	45,529.32
应付票据及应付账款	609.38	326.29	1,938.32
应付票据	-	-	-
预收款项	47,040.90	16,877.75	15,561.67
其他应付款	125,188.72	71,384.57	72,257.20
一年内到期的非流动负债	94,728.44	58,750.00	69,186.41
<b>流动负债合计</b>	<b>338,037.06</b>	<b>216,192.07</b>	<b>220,258.88</b>
长期借款	260,850.00	284,250.00	237,750.00
应付债券	210,317.60	289,235.53	230,069.65
长期应付款	17,367.81	24,164.81	8,237.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>488,535.41</b>	<b>597,650.34</b>	<b>476,056.65</b>
<b>负债合计</b>	<b>826,572.47</b>	<b>813,842.41</b>	<b>696,315.53</b>
其中：有息债务	613,655.40	682,640.76	582,535.39
营业收入	221,374.22	200,630.64	194,642.12
营业利润	18,904.26	18,231.61	-7,490.15
营业外收入	577.23	1,022.20	22,018.60
净利润	20,032.65	19,414.54	14,764.94
经营活动产生的现金流量净额	49,829.85	103,441.93	15,178.68
投资活动产生的现金流量净额	-1,467.65	-1,513.24	-11,022.95
筹资活动产生的现金流量净额	-87,854.99	61,741.11	28,798.49

财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	4.26%	3.65%	4.18%
收现比	1.08	0.93	1.38
产权比率	66.34%	65.92%	57.19%
资产负债率	39.88%	39.73%	36.38%
流动比率	5.97	9.11	8.33
速动比率	0.91	1.85	1.80
EBITDA（万元）	22,583.22	23,971.23	19,767.25
EBITDA 利息保障倍数	0.66	0.70	0.64
有息债务/EBITDA	27.17	28.48	29.47

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告与 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券

## 附录三 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。