

江苏银宝控股集团有限公司
2016年公开发行公司债券
(面向合格投资者) (第一期)
2020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：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【625】号 01

债券简称：16 银宝 01
债券剩余规模：10.75 亿
元

债券到期日期：2021 年
3 月 25 日

债券偿还方式：本期债
券采用单利按年计息，
每年付息一次，到期一
次还本，最后一期利息
随本金的兑付一起支
付，附第 3 年末公司调
整票面利率选择权和投
资者回售选择权

分析师

姓名：
顾春霞 杨培峰

电话：
021-51035670

邮箱：
guchx@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

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

江苏银宝控股集团有限公司 2016 年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第一期） 2020 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	2020 年 06 月 28 日	2019 年 07 月 30 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”）对江苏银宝控股集团有限公司（以下简称“江苏银宝”或“公司”）及其 2016 年 3 月 25 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 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，工程施工业务收入短期内具有一定保障且业务呈多元化发展，获得一定的外部支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，应收账款、其他应收款及小额贷款存在一定的回收风险，面临一定的资金压力和较大的偿债压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。盐城市汽车、机械、纺织、化工产业发展势头良好，2019 年四大传统支柱产业合计实现工业开票销售 3,842.8 亿元，同比增长 9.43%，占工业总量的 64.6%；2019 年盐城市实现地区生产总值 5,702.3 亿元，按可比价格计算，同比增长 5.1%，区域经济保持增长，为公司发展提供了良好基础。
- 公司工程施工业务收入短期内具有一定保障且业务呈多元化发展。截至 2019 年末，公司在建、拟建的工程施工项目预计总投资合计 29.51 亿元，已投资 11.40 亿元，公司工程施工业务收入短期内具有一定保障。此外，公司还涉及盐业、粮油、

饲料生产销售等业务，公司业务呈多元化发展。

- **公司获得一定的外部支持。**2019 年盐城市财政局将粮油集团等公司股权无偿注入公司，增加公司资本公积 0.50 亿元；此外，公司还获得补贴收入合计 0.37 亿元，一定程度上提高了公司的利润水平。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**公司资产主要由应收款项、存货、无形资产和其他非流动资产构成，2019 年末上述资产合计占资产总额的 75.05%，其中应收款项回收时间具有一定不确定性，存货主要为开发成本，无形资产绝大部分为土地资产，其他非流动资产主要为土地资产和开发成本，开发成本变现依赖于项目结算进度，土地资产短期内难以集中变现且已有 11.67 亿元的土地资产用于抵押，公司资产流动性较弱。
- **公司应收账款、其他应收款及小额贷款存在一定的回收风险。**公司应收账款、其他应收款及小额贷款部分应收对象为民营企业和自然人，2019 年末，应收账款、其他应收款和小额贷款分别累计计提坏账准备 0.55 亿元、0.79 亿元和 0.25 亿元，公司应收账款、其他应收款及小额贷款存在一定的回收风险。
- **公司面临一定的资金压力。**2019 年公司经营活动现金净流入 0.93 亿元，同比有所下滑；截至 2019 年末，公司在建、拟建的工程施工项目尚需投资 18.11 亿元，随着在建、拟建项目的陆续投入，公司面临一定的资金压力。
- **有息债务规模有所攀升，公司面临较大的偿债压力。**截至 2019 年末，公司资产负债率为 51.04%，较上年末提高 9.51 个百分点，负债中有息债务规模为 59.26 亿元，占负债总额的比重为 71.50%，其中短期有息债务占比为 45.09%，现金短期债务比为 0.36，货币资金对短期债务的保障程度较低，总体来看，公司有息债务规模有所攀升，且短期有息债务占比较高，公司面临较大的偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保余额共计 1.84 亿元，占同期末所有者权益的 2.31%，但被担保单位部分为民营企业，且均未采取反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,623,972.74	1,414,527.66	1,430,573.26
所有者权益	795,136.74	827,091.92	818,668.21
有息债务	592,634.11	391,264.52	394,279.16

资产负债率	51.04%	41.53%	42.77%
现金短期债务比	0.36	0.67	0.85
营业收入	376,231.65	264,230.90	289,539.03
其他收益	3,559.70	232.58	831.24
利润总额	10,811.11	11,510.25	10,942.39
综合毛利率	11.65%	18.55%	11.07%
EBITDA	51,126.17	35,918.24	28,811.65
EBITDA 利息保障倍数	1.62	2.15	2.02
经营活动现金流净额	9,320.81	48,947.35	27,864.41
收现比	1.10	1.07	0.96

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

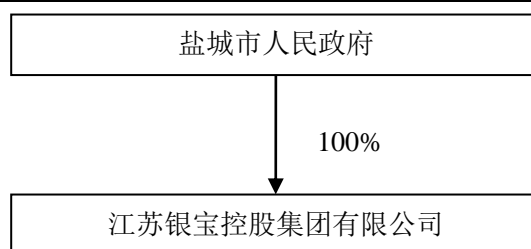
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2016年3月25日发行5年期11.00亿元公司债券，募集资金用于补充营运资金，截至2020年5月13日，本期债券募集资金专项账户余额为0.63万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变化，截至2020年5月末，公司注册资本仍为200,000万元，实收资本仍为11,658.49万元，注册资本尚未足额缴纳，根据《公司章程》，公司股东将于2020年12月31日前以实物出资方式补足出资，控股股东及实际控制人仍为盐城市人民政府，持股比例为100%，公司股权结构情况如下图所示。

图1 截至2020年5月末公司股权结构情况



资料来源：公司提供

2019年公司合并范围新增12家子公司，具体情况如下表所示，随着新增子公司纳入合并范围，2019年公司主营业务新增粮油销售等业务，截至2019年末，公司合并范围子公司共41家，具体情况见附录二。

表1 2019年公司新纳入合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
盐城市粮油集团有限公司	20,000.00	100.00%	自营和代理各类商品及技术进出口业务等	股权划转
盐城市禾丰粮油储备有限公司	3,000.00	70.00%	粮食、农产品仓储、销售；粮食加工等	股权划转
盐城市瑞丰谷物有限公司	2,000.00	100.00%	粮食、饲料销售；农产品仓储；粮食加工等	股权划转
江苏农宝斋农业科技有限公司	2,150.00	100.00%	农业技术研究；代用茶加工及自产产品销售等	股权划转
江苏银宝大地禾农业股份有限公司	20,000.00	70.00%	谷物种植；农产品批发、零售等	投资设立

江苏银宝配售电有限公司	5,000.00	56.50%	售电业务；电力供应；配电网的投资、建设、维护及运营等	投资设立
江苏银宝泰来神牧业有限公司	8,000.00	51.00%	奶牛及肉牛饲养；生牛奶、农产品收购等	投资设立
江苏银宝农业科学研究院有限公司	10,000.00	70.00%	自然科学研究和试验发展，工程和技术研究和试验发展，农业科学研究和试验发展等	投资设立
江苏银宝百斯特鲜食餐饮管理有限公司	1,000.00	51.00%	餐饮管理	投资设立
江苏银宝泰来神乳业有限公司	3,000.00	51.00%	乳制品、饮料的生产、批发、零售等	投资设立
盐城市银宝进出口有限公司	10,000.00	100.00%	自营和代理各类商品和技术的进出口业务等	投资设立
江苏银宝米业有限公司	2,000.00	100.00%	粮食加工食品生产；粮食收购；货物进出口等	投资设立

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

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，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，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构,全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元,同比增长 32.95%;其中专项债新增限额 1.29 万亿,同比增长 59.26%,并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时,禁止专项债用于棚户区、土储等领域,部分领域的最低资本金比例由 25%调整为 20%,引导资金投向“短板”和新型基建,优化投资结构。疫情发生后,已规划项目将加快投资进度,公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年,基础设施建设投资预计将会回暖,但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变,反弹力度有限。

2019 年以来,在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的基础上,相关政策的陆续出台,城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来,延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调,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,城投公司融资环境仍相对顺畅。此外,妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进,城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体,化解存量债务已成为当前的重要任务,但严禁新增隐性债务仍然是政策红线,对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月,政府工作报告中指出,鼓励采取市场化方式,妥善解决融资平台到期债务问题,不能搞“半拉子”工程。同月,财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》(财金[2019]10 号),切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务,禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益,禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月,国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》(国发[2019]11 号),从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引,并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月,中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》(以下简称“《通知》”),指出要合理保障必要在建项目后续融资,在严格依法解除违法违规担保关系基础上,对存量隐性债务中的必要在建项目,允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资;另一方面,《通知》指出,严禁项目单位以任何方式新增隐性债务,市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12 月,中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》,表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理,承销机构项目承接不得涉及负面清单限

制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019 年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

盐城市经济继续保持增长，固定资产投资增速有所下滑，汽车、机械、纺织、化工四大传统支柱产业发展良好

2019年盐城市经济继续保持增长，全年实现地区生产总值5,702.3亿元，按可比价格计算，同比增长5.1%。其中，第一产业实现增加值619.9亿元，同比增长2.9%；第二产业实现增加值2,371.6亿元，同比增长3.2%；第三产业实现增加值2,710.8亿元，同比增长7.5%，三次产业结构由上年的10.5:44.4:45.1调整为10.9:41.6:47.5，第三产业比重有所提升。2019年盐城市人均地区生产总值达79,149元，同比增长5.3%，是同期全国人均GDP的1.12倍。

固定资产投资方面，2019年盐城市固定资产投资同比增速为4.9%，较上年下滑4.5个百分点，分产业来看，第一、二、三产业投资同比增速分别为2.5%、4.7%和5.3%。工业方面，2019年盐城市规模以上工业企业实现总产值4,352亿元，同比下降0.2%，规模以上工业增加值同比增长1.6%，2019年全市工业企业实现全口径开票销售5,945.7亿元，同比增长8.9%，其中汽车、机械、纺织、化工四大传统支柱产业实现工业开票销售3,842.8亿元，同比增长9.4%，占工业总量的64.6%，其中机械装备制造业实现开票2,309.4亿元，同比增长25.3%。

消费方面，2019年盐城市社会消费品零售总额1,920.1亿元，比上年增长8.0%，是经济增长的重要支撑。对外贸易方面，2019年盐城市实现进出口总额96.1亿美元，同比增长0.7%，其中出口64.1亿美元，同比增长6.3%，进口32.0亿美元，同比下降9.1%。金融方面，2019年盐城市金融机构年末本外币存款、贷款余额分别为7,038.2亿元、5,871.1亿元，同比增速分别为9.6%、17.3%，金融对实体经济的支撑力度较大。

表 2 2018-2019 年盐城市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	5,702.3	5.1%	5,487.1	5.5%
第一产业增加值	619.9	2.9%	573.4	3.2%

第二产业增加值	2,371.6	3.2%	2,436.5	3.7%
第三产业增加值	2,710.8	7.5%	2,477.2	8.1%
规模以上企业工业增加值	-	1.6%	-	4.0%
固定资产投资	-	4.9%	-	9.4%
社会消费品零售总额	1,920.1	8.0%	1,778.7	6.8%
进出口总额（亿美元）	96.1	0.7%	95.5	10.4%
存款余额	7,038.2	9.6%	6,421.4	3.3%
贷款余额	5,871.1	17.3%	5,003.8	16.6%
人均 GDP（元）		79,149		75,987
人均 GDP/全国人均 GDP		111.65%		117.55%

注：上表中“-”的数据未取得。

资料来源：2018-2019年盐城市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

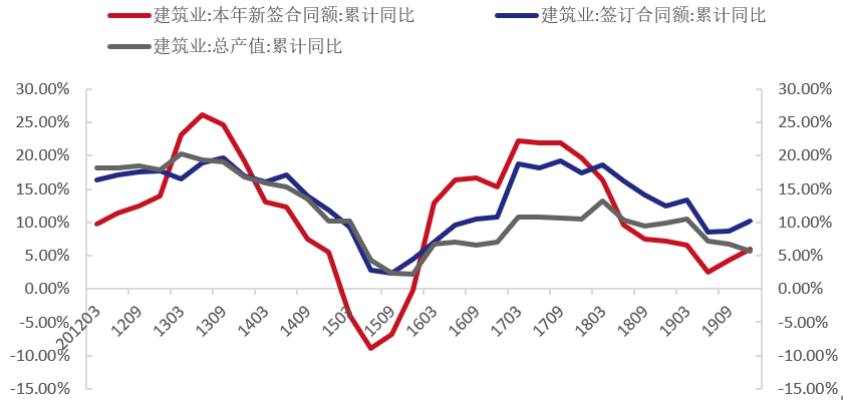
根据《关于盐城市2019年预算执行情况和2020年预算草案的报告》，2019年盐城全市实现一般公共预算收入383.00亿元，同比增长0.52%，其中税收收入占比77.02%；实现政府性基金收入389.65亿元；同期盐城市实现一般公共预算支出878.29亿元，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为43.61%。

（三）行业环境

2019年下半年我国建筑业新签合同增速开始回升，预计未来建筑施工行业景气度将迎来弱复苏

建筑施工行业发展对固定资产投资状况依赖性较强，具有较强的投资拉动特点和强周期属性。2019年，建筑业增加值实际增速为5.6%，同比增长0.8个百分点，对实际GDP增速形成向上支撑的效果，在GDP中所占比重较高的工业、农业、批发零售等行业都出现了不同程度的实际增速下降。在经济下行压力较大的2016、2018、2019年，建筑业均对经济产生向上支撑的效果。从行业领先指标来看，建筑业新签合同额增速领先于建筑业总产值增速，领先1-2个季度（见图2）。2018年及2019年1-6月我国建筑业新签合同增速放缓，累计增速分别为7.14%和2.47%，分别同比下滑12.56和7.17个百分点；2019年6-12月我国建筑业新签合同增速开始回升，建筑投资迎来弱复苏。

图 2 建筑业新签合同额增速领先反应建筑业总产值增速



数据来源: wind, 中证鹏元整理

施工成本中占比较大的主要是钢材和水泥，两者市场价格均具有较强的波动性。从钢材需求端来看，2019年以来钢材海外出口需求走弱，国内需求表现稳定，国内地产投资需求表现较有韧性，基建投资需求温和回升；从钢材供给端来看，国家取消环保限产一刀切政策，高炉和电炉开工率回升，致使钢材库存水平逐渐提高，钢材供给端小幅宽松，且2020年是置换产能的集中投产期，钢材价格关注点变回供给端。另外，2020年初的疫情导致钢材需求延后释放，对钢价造成短期冲击，而随着下游行业陆续复工带来的需求释放，钢价存在反弹动力。但由于2020年钢铁供给将增长，长期钢价下行压力加大，预计钢材供需情况或将维持弱平衡，钢材价格中枢将继续下移。

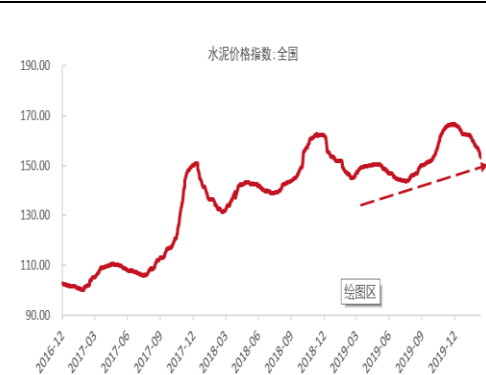
在经济下行压力较大的情况下，水泥行业逆势增长。受益于基建投资复苏和房地产投资韧性，2019年水泥需求稳定回升，随着地方重大项目的推进，2020年需求仍继续增长；2019年水泥供给量收缩，价格得到供给端支撑。2020年初步入需求淡季叠加疫情影响，下游企业开工时间延后，需求恢复不佳，春季水泥价格有所回落，但仍需关注水泥等原材料价格的波动给建筑企业带来的成本控制压力。

图3 预计钢材价格中枢或将继续下移



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图4 2019年水泥行业景气度维持高点



资料来源：Wind，中证鹏元整理

此外，随着我国建筑市场竞争的加剧，建筑企业带资承包、垫资施工已成为建筑市场的普遍现象，建筑企业能否垫资施工已经成为影响获得建筑工程项目的关键因素。因此，我国建筑行业存在比较严重的临时性资金占压现象，在企业实际施工生产经营中经常出现由于建设方（业主）资金短缺而无法及时给施工单位支付工程款的现象，施工单位在生产中处于被动地位，资金经常被临时性占压，工程款的垫付给施工企业带来一定的资金压力。

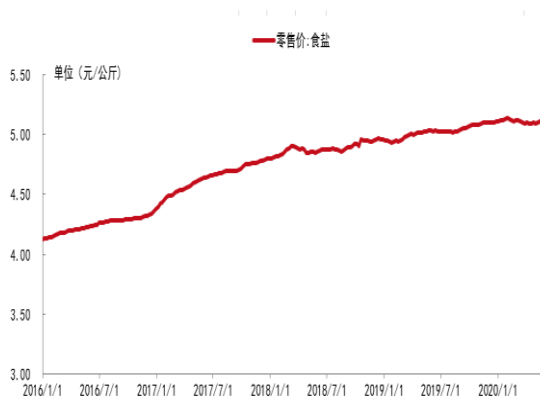
2019年食盐价格仍有所提高；原盐产量有所增长，价格呈较大波动态势

2018年4月12日，工业和信息化部依据《中华人民共和国行政许可法》、《食盐专营办法》和相关国家标准，制定了《食盐定点生产企业和食盐定点批发企业规范条件》和《食盐定点生产企业和食盐定点批发企业规范条件管理办法》。分别对食盐定点生产企业生产和批发企业的经营能力、企业资质审核条件等方面做出了规定。上述《规范条件》中强调，省级食盐定点批发企业除在本省（自治区、直辖市）开展食盐批发销售业务外，可在其他省（自治区、直辖市）开展食盐批发销售业务；省级以下食盐定点批发企业除在本市（县）开展食盐批发销售业务外，可在本省（自治区、直辖市）其他市（县）开展食盐批发销售业务。

《规范条件》的制定和发布，有助加快食盐价格市场化的进程，根据中国政府网数据，从市场供求看，目前食盐年度需求量平均为1,000万吨左右，但食盐定点企业年产量就已超过4,000万吨，是需求量的4倍多。虽然政策放开，但是市场流通仍然是中国盐业总公司垄断，地方保护主义依然存在，2019年食盐零售价格仍有所提高。

原盐市场方面，2019年全国原盐产量为6,270.8万吨，同比增长4.3%，原盐产量有所增长；价格方面，2019年原盐价格总体波动较大。

图5 2019年以来食盐价格仍有所提高



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图6 2019年原盐价格波动较大



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司主要从事农村和城乡水利基础设施、农业重点投资建设项目的工程施工及盐业、粮油、饲料生产销售等业务。2019年公司实现营业收入37.62亿元,同比增长42.39%,主要系盐城市粮油集团有限公司(以下简称“粮油集团”)纳入公司合并范围,公司现代农业业务新增11.19亿元粮油销售收入所致。收入结构方面,工程施工业务是公司主营业务收入最主要来源,2019年公司实现工程施工业务收入18.68亿元,占营业收入的49.64%;现代业务收入13.38亿元,较上年大幅增长;盐业销售收入1.30亿元,同比下降42.24%,主要系响水爆炸事件发生后,化工园区停工整顿,工业盐销量大幅下降所致;其他业务收入主要为新能源发电、土地复垦、酒店运营等业务形成的收入。

毛利率方面,2019年公司工程施工业务毛利率为4.70%,较上年小幅提高,但毛利率仍处于较低水平;现代农业业务毛利率较上年大幅下滑,主要系公司2019年新增的粮油销售业务收入规模大且毛利率低所致;盐业销售业务毛利率较上年有所下滑,主要系市场竞争加剧所致;总体来看,受公司新增的粮油销售业务毛利率低的影响,2019年公司综合毛利率较上年下降6.90个百分点,为11.65%。2018-2019年公司营业收入构成及毛利率情况如下表所示。

表3 2018-2019年公司营业收入构成及毛利率情况(单位:万元)

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程施工	186,763.09	4.70%	169,951.11	3.85%
现代农业	133,775.49	6.07%	27,362.91	43.36%
盐业销售	12,955.03	6.10%	22,430.57	12.33%

其他业务	42,738.04	61.20%	44,486.32	62.55%
合计	376,231.65	11.65%	264,230.90	18.55%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司工程施工业务收入有所增长，但业务毛利率仍较低；工程施工业务收入短期内具有一定保障，同时随着在建、拟建工程施工项目的陆续投入，公司面临一定的资金压力

工程施工业务主要由子公司盐城市农业水利发展集团有限公司（以下简称“农水投资”）以及子公司江苏盐城水利建设有限公司（以下简称“盐城水建”）负责实施，盐城水建具有水利水电工程施工总承包一级、通航建筑工程专业承包一级、地基与基础工程专业承包和桥梁工程专业承包等资质，除承担盐城市市政项目之外，还可对外承接其他类型建筑工程。

具体项目实施方面，一方面盐城水建通过项目公开招投标，获取工程建设项目，业主大多为地方国企，建设项目大部分为有关民生类项目的水利建设工程；另一方面，农水投资接受政府及相关单位委托，从事基础设施委托代建业务。对于公开招投标项目，一般业主都拨付项目启动资金，后期随项目进度拨付工程款项，项目完工决算后，留有10%左右的工程质保金。在公司取得中标合同后，中标总价和工程实际支出部分的差额即为项目毛利润，对于不同项目，公司毛利率有所波动。

2019年公司实现工程施工业务收入18.68亿元，同比增长9.89%，业务毛利率为4.70%，较上年小幅提高，但仍处于较低水平。

截至2019年末，公司在建、拟建的工程施工项目预计总投资合计29.51亿元，已投资11.40亿元，均为公开招投标的项目，同时代建的盐龙湖工程已基本完工，2019年末盐龙湖工程待结转收入的开发成本为8.08亿元，公司工程施工业务收入短期内具有一定保障。同时需要注意的是，公司在建、拟建的工程施工项目尚需投资规模较大，随着在建、拟建项目的陆续投入，公司面临一定的资金压力。

表4 截至2019年末公司在建和拟建工程施工项目情况（单位：万元）

项目类型	项目名称	总投资额	已投资额
在建项目	产业配套码头港池疏浚项目准备工程四标段	15,390.80	5,010.97
	江苏省江河支流治理新洋港整治工程（亭湖区）境内施工II标	8,396.32	5,876.69
	张家港市四干河闸站改建工程	7,432.10	4,708.09
	江河支流治理新洋港整治（亭湖区境内）工程施工I标段	7,026.18	5,176.47
	大丰市2017年度城市河道整治工程施工	6,719.34	5,843.25
	芜宣机场防洪排涝及水系整治近期工程施工D标段	6,355.50	2,767.46

	盐城市亭湖区西潮河整治工程施工	6,327.90	2,339.70
	梁滩河沙坪坝段水环境综合治理项目一期(万达文旅城人工湖和河道改道工程)3 标段	6,000.00	3,695.53
	宿迁市黄河故道后续工程施工 7 标	5,760.77	4,373.82
	其他 65 个在建项目	138,269.45	74,218.92
	小计	207,678.36	114,010.90
拟建项目	莆田市东圳水利枢纽引水配套工程(城港大道 A 标输水管道工程)	8,421.10	-
	无锡市(江阴市、惠山区)防汛应急工程大河港泵站工程土建施工及设备安装	7,207.06	-
	江苏省环太湖大堤剩余工程宜兴段施工 1 标	6,315.12	-
	新孟河延伸拓浚工程常州市新北区境内桥梁施工 V 标	6,198.48	-
	其他 38 个拟建项目	59,259.80	-
	小计	87,401.56	-
合计		295,079.92	114,010.90

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019 年公司现代农业板块新增粮油销售业务，收入规模大幅增长，但粮油销售业务盈利能力弱；受市场竞争加剧的影响，公司饲料销售收入及毛利率均有所下滑

公司现代农业业务包括粮油、饲料等产品的销售，2019 年公司实现现代农业业务收入 13.38 亿元，同比增长 388.91%，主要系公司新增粮油销售业务所致。粮油销售业务由子公司粮油集团负责，同时粮油集团也承担储粮职能，2019 年公司实现粮油销售收入 11.19 亿元，同时由于粮价受到政府管控的影响较大，2019 年公司粮油销售业务毛利率仅为 0.80%，粮油销售业务盈利能力弱。

表5 公司2019年粮油销售主要产品情况（单位：万吨、元/吨，万元）

产品名称	销量	销售均价	销售收入
小麦	15.72	2,182.31	34,299.66
稻谷	3.89	2,102.28	8,177.86
大米	0.35	3,795.00	1,328.25
菜粕	12.55	2317.69	29,086.95
大麦	12.41	1,873.22	23,246.63
油脂	2.39	5,843.93	13,966.51
粳稻	0.77	2,384.83	1,836.32

资料来源：公司提供

公司饲料加工销售业务由子公司江苏银宝生物科技股份有限公司负责，饲料主要销售区域包括射阳片区、灌东片区和新滩片区养殖户。2019 年饲料销售收入为 0.85 亿元，同比下降 40.54%，主要系市场竞争加剧所致，2019 年饲料销售毛利率为 9.43%，较上年有所下滑。

受响水爆炸事件及食用盐市场竞争加剧的影响，2019 年公司盐业销售收入大幅下降，且业务毛利率也有所下滑

盐业生产是公司传统业务，公司拥有江苏省制盐许可证，是江苏省食用盐定点生产厂家，公司凭借沿海良好的盐场资源，生产原盐和加工盐。公司制盐主要原料为海水，部分原料为管道运输自淮安地区的地下矿井卤水。目前公司的卤水均向江苏井神盐化股份有限公司购买，供应量较为充足，2019 年公司卤水购买单价为 27.00 元/吨。

响水爆炸事件发生后，化工园区停工整顿，工业盐销量大幅下降，受此影响，2019 年公司仅实现盐业销售收入 1.30 亿元，同比下降 42.24%，销售毛利率为 6.10%，较上年下降 6.23 个百分点，主要系食盐市场全面放开，市场竞争加剧所致。从盐业生产销售类别来看，2019 年加工盐销量为 10.72 万吨，同比增长 11.55%，销售单价为 560.39 元/吨，同比下降 5.42%；2019 年公司原盐销量为 29.48 万吨，同比下降 67.48%，销售单价为 235.67 元/吨，同比增长 27.66%，主要系单价较低的工业盐销售占比下降所致。

表6 公司2018-2019年盐业销量和单价概况（万吨、元/吨、万元）

类别	2019 年		2018 年	
	加工盐	原盐	加工盐	原盐
产量	12.01	16.45	11.75	13.57
销量	10.72	29.48	9.61	90.66
平均售价	560.39	235.67	592.48	184.61
收入	6,007.38	6,947.65	5,693.77	16,736.79

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

电力销售、土地复垦、酒店运营等业务为公司收入及利润提供了有效补充

其他业务收入主要为新能源发电、超市及酒店运营等业务形成的收入。公司新能源发电业务包括风力发电及光伏发电，其中风力发电由江苏盐阜银宝新能源有限公司（以下简称“盐阜新能源”）负责，光伏发电由乾能太阳能发电有限公司负责，2019 年公司实现电力销售收入 1.42 亿元，业务毛利率为 69.83%，业务毛利率处于较高水平。截至 2019 年末，公司已并网的风电装机容量为 100MW，光伏装机容量为 20MW，合计 120MW。此外，公司还涉及土地复垦、超市、酒店运营等业务，2019 年公司实现土地复垦、酒店运营业务分别实现收入 1.18 亿元和 0.20 亿元，业务毛利率分别为 76.49%和 9.80%，总体来看，电力销售、土地复垦、酒店运营等业务为公司收入及利润提供了有效补充。

2019年公司获得的一定的外部支持

2019年公司在股权注入和财政补贴方面获得一定的外部支持。2019年盐城市财政局将

粮油集团等公司股权无偿注入公司，增加公司资本公积0.50亿元¹；此外，公司还获得补贴收入合计0.37亿元，一定程度上提高了公司的利润水平。

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江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年至2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司合并范围新增子公司12家，具体情况见表1，截至2019年末公司合并范围情况见附录二。

资产结构与质量

2019 年公司资产总额有所增长，但资产主要由应收款项、存货、无形资产和其他非流动资产构成，整体流动性较弱

2019 年末公司资产总额为 162.40 亿元，较上年末增长 14.81%。从资产结构来看，公司资产仍以非流动资产为主，2019 年末非流动资产占比为 69.78%。

流动资产方面，2019 年末公司货币资金账面余额为 9.50 亿元，其中使用受限资金账面余额为 3.90 亿元，主要为保函保证金及利息；应收账款账面余额为 8.17 亿元，主要为应收的电力销售款、饲料款和工程建设款，2019 年末公司应收账款前五大应收对象分别为国网江苏省电力公司、盐城市财政局、江苏佳丰粮油工业有限公司、厦门市明穗粮油贸易有限公司、江苏大和氯碱化工有限公司，合计应收 4.22 亿元，占应收账款总额的 48.43%；2019 年末公司应收账款累计提坏账准备 0.55 亿元，占应收账款总额的比例为 6.30%，且部分应收账款已逾期，公司应收账款存在一定回收风险。截至 2019 年末，公司已有账面价值为 1.72 亿元的应收账款用于质押。公司预付账款主要为预付水利建设项目工程款项，2019 年末预付款项账面余额为 2.57 亿元，较上年减少 14.21%。

公司其他应收款主要是与相关单位的往来款、借款等，公司对部分借款收取利息。2019 年末其他应收款账面余额为 10.15 亿元，同比下降 23.46%，其他应收款前五大应收对象分别为江苏盐阜银宝水产养殖有限公司、江苏高德建设投资发展有限公司、盐城市中远投资发展有限公司、盐城市亭湖区盐东镇财政和资产管理局和盐城市产业投资集团有限公司，合计应收 5.79 亿元，占其他应收款期末总额的 52.97%。公司其他应收款规模较大，回收

¹ 2019 年公司剥离不良债权减少资本公积 4.31 亿元。

时间具有一定不确定性，且对公司运营资金形成较大占用，且部分为对民营企业和个人借款，2019年末公司其他应收款累计计提坏账准备0.79亿元，占其他应收款总额的7.20%，公司其他应收款存在一定回收风险。

公司存货主要为开发成本、库存商品、发出商品、工程成本等，2019年末存货账面价值为12.22亿元，较上年增长106.32%，主要系公司合并范围新纳入粮油集团所致。公司其他流动资产主要为银行理财产品、子公司盐城市亭湖区顺泰农村小额贷款股份有限公司（以下简称“顺泰农贷”）对客户贷款、待抵扣的进项税等，2019年末其他流动资产账面余额为6.31亿元，同比增长22.61%，主要系银行理财产品增加所致。截至2019年末顺泰农贷客户贷款余额为1.18亿元，累计计提减值准备0.25亿元²，需关注后续款项收回情况。

表7 2018-2019年末公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	95,004.80	5.85%	45,229.93	3.20%
应收账款	81,710.43	5.03%	82,534.47	5.83%
预付款项	25,685.81	1.58%	29,939.41	2.12%
其他应收款	101,509.11	6.25%	132,625.97	9.38%
存货	122,240.38	7.53%	59,248.74	4.19%
其他流动资产	63,082.14	3.88%	51,450.64	3.64%
流动资产合计	490,810.88	30.22%	401,326.88	28.37%
可供出售金融资产	28,602.40	1.76%	3,540.00	0.25%
固定资产	158,900.55	9.78%	147,433.13	10.42%
在建工程	18,397.14	1.13%	12,626.66	0.89%
无形资产	545,276.55	33.58%	543,791.50	38.44%
其他非流动资产	367,974.71	22.66%	286,897.57	20.28%
非流动资产合计	1,133,161.86	69.78%	1,013,200.78	71.63%
资产总计	1,623,972.74	100.00%	1,414,527.66	100.00%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

非流动资产方面，2019年末可供出售金融资产账面价值为2.86亿元，较上年大幅增长，主要系公司新增对江苏建湖农村商业银行股份有限公司、江苏盐城农村商业银行股份有限公司的投资，持股比例分别为8.00%和2.31%。固定资产主要为经营相关的房屋及建筑物、机器设备、运输设备和电子设备，随着公司合并范围新增粮油集团等公司，公司固

² 2019年顺泰农贷江苏伟厦实业投资有限公司（以下简称“江苏伟厦”）逾期的1.57亿元委托贷款提起诉讼，2019年8月，江苏省盐城市中级人民法院出具了（2019）苏09民初282号民事调解书，顺泰农贷与江苏伟厦达成协议，协议约定江苏伟厦分期向顺泰农贷支付本金和利息，同时江苏中天海银置业有限公司（以下简称“江苏中天”）、孙树伟、杨树梅对江苏伟厦的还款义务承担连带清偿责任，并对孙树伟、杨树梅及江苏中天所有的不动产或土地使用权折价或拍卖、变卖价款享有优先受偿权，若江苏伟厦未能按期还款，江苏中天、孙树伟、杨树梅提供的抵押财产又不足以清偿债务，则盐城同升房地产开发有限公司对不足清偿的部分承担连带清偿责任，截止2019年末，江苏伟厦未能按协议方式还款。

定资产规模有所增加，2019 年末固定资产账面价值为 15.89 亿元，同比增长 7.78%，其中未办妥产权证书的固定资产账面价值共计 2.23 亿元，占固定资产账面价值的 14.01%，已用于抵押的固定资产账面价值为 1.82 亿元，占固定资产账面价值的 11.46%。无形资产主要为当地政府向公司注入的土地资产，2019 年末公司无形资产账面价值 54.53 亿元，其中土地资产账面价值为 54.52 亿元，已用于抵押的土地资产账面价值为 0.10 亿元。2019 年末公司其他非流动资产账面价值为 36.80 亿元，同比增长 28.26%，主要系基金等理财产品及抵债资产增加所致，2019 年末公司其他非流动资产中包括土地储备 13.04 亿元、盐龙湖工程 8.08 亿元、基金等理财产品 7.60 亿元、建湖县城房地产 2.83 亿元、预付购房款 2.48 亿元、委托贷款（一年以上）1.57 亿元、抵债资产 1.17 亿元等，其他非流动资产中已有 11.67 亿元的储备土地和 1.77 亿元的预付购房款用于抵押，占其他非流动资产账面价值的 36.54%。截至 2019 年末，公司受限资产账面价值合计 22.36 亿元，占同期末资产总额的 13.77%。

总体来看，公司资产总额有所提高，资产主要由应收款项、存货、无形资产和其他非流动资产构成，其中应收款项回收时间具有一定不确定性，且存在一定回收风险；存货主要为开发成本，无形资产绝大部分为土地资产，其他非流动资产主要为土地资产和开发成本，开发成本变现依赖于项目结算进度，土地资产短期内难以集中变现且部分土地资产已用于抵押，公司资产流动性较弱。

盈利能力

2019 年公司营业收入有所增长，政府补助一定程度提高了公司利润水平

2019 年公司实现营业收入 37.62 亿元，同比增长 42.39%，主要系粮油集团纳入公司合并范围，公司现代农业业务新增 11.19 亿元粮油销售收入所致。毛利率方面，受公司新增的粮油销售业务毛利率低的影响，2019 年公司综合毛利率较上年下降 6.90 个百分点，为 11.65%。截至 2019 年末，公司在建、拟建工程施工项目预计总投资合计 29.51 亿元，已投资 11.40 亿元，公司工程施工业务收入短期内具有一定保障，此外，公司还涉及盐业、粮油、饲料生产销售等业务，业务呈多元化发展。

2019 年公司确认的资产减值损失为 0.76 亿元，对公司盈利影响较大，同期利润总额为 1.08 亿元，其中收到的政府补助为 0.37 亿元（含营业外收入中 92.03 万元），占利润总额的比重为 33.78%，一定程度提高了公司利润水平。

表8 2018-2019年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
----	--------	--------

营业收入	376,231.65	264,230.90
其他收益	3,559.70	232.58
营业利润	9,769.85	12,011.01
利润总额	10,811.11	11,510.25
综合毛利率	11.65%	18.55%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流净流入规模较上年有所下滑，且随着在建、拟建项目的陆续投入，公司面临一定的资金压力

公司销售商品、提供劳务收到的现金主要来源于工程施工、盐业销售、粮油销售等业务收入，2019 年公司收现比为 1.10，较上年有所提高，公司收到的其他与经营活动有关的现金主要为收到的往来款、补贴及利息收入等。现金流出方面，购买商品、接受劳务支付的现金主要为工程施工、盐业销售、粮油销售等业务支出，2019 年公司经营活动产生的现金流量净额为 0.93 亿元，经营活动现金净流入规模较上年有所下滑。

投资活动方面，2019年公司投资活动收到的现金主要为理财产品到期赎回及处置资产的现金流入，现金流出主要为购买银行理财产品和金融城大楼的现金支出，2019年公司投资活动现金流净流出11.73亿元。

筹资活动方面，公司主要通过银行借款、发行债券等方式融资，现金流出主要为偿还债务本息的支出，2019年公司筹资活动产生的现金流量净额为12.49亿元。需要注意的是，截至2019年末公司在建、拟建工程施工项目尚需投资18.11亿元，随着在建、拟建项目的陆续投入，公司面临一定的资金压力。

表9 2018-2019年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	1.10	1.07
销售商品、提供劳务收到的现金	414,091.89	281,659.07
收到的其他与经营活动有关的现金	15,253.41	32,842.53
经营活动现金流入小计	429,345.30	314,501.60
购买商品、接受劳务支付的现金	381,288.62	231,881.16
支付的其他与经营活动有关的现金	7,005.04	6,058.91
经营活动现金流出小计	420,024.49	265,554.25
经营活动产生的现金流量净额	9,320.81	48,947.35
投资活动产生的现金流量净额	-117,306.28	-46,209.26
筹资活动产生的现金流量净额	124,902.36	-15,249.63

现金及现金等价物净增加额	16,917.02	-12,511.73
--------------	-----------	------------

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

有息债务规模有所攀升，且短期有息债务占比较高，公司面临较大的偿债压力

2019年末，公司负债总额为82.88亿元，较上年末增长41.09%，所有者权益为79.51亿元，较上年末有所下降，主要系公司剥离了部分不良债权所致。2019年末，公司产权比率为104.24%，较上年末提高33.22个百分点，公司所有者权益对负债的保障程度有所下滑。

表10 2018-2019年末公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年	2018年
负债总额	828,836.00	587,435.74
所有者权益	795,136.74	827,091.92
产权比率	104.24%	71.02%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

从债务结构来看，随着公司短期借款规模的增加及长期债务即将到期转入一年内到期的非流动负债，公司流动负债占比有所提高，2019年末流动负债占负债总额比重为58.18%。

流动负债方面，2019年末公司短期借款账面余额为16.45亿元，主要为保证借款7.53亿元、信用加保证借款4.22亿元、信用借款2.45亿元、质押加保证借款1.32亿元等；应付票据账面余额为3.83亿元，系应付的银行承兑汇票；应付账款主要为应付的材料款和工程款，2019年末应付账款账面余额为9.10亿元，同比下降30.58%。预收账款主要为预收的货款和射阳盐场盐馨花园小区购房款，2019年末账面余额为2.66亿元，较上年末大幅增长，主要系新增预收购房款所致。2019年末其他应付款账面余额为4.36亿元，主要为应付的往来款；一年内到期的非流动负债账面余额为10.27亿元，包括即将到期的长期借款1.50亿元、长期应付款1.17亿元和应付债券7.60亿元。

表11 2018-2019年末公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	164,548.00	19.85%	66,600.00	11.34%
应付票据	38,275.00	4.62%	0.00	0.00%
应付账款	91,049.68	10.99%	131,164.74	22.33%
预收款项	26,594.63	3.21%	10,310.46	1.76%
其他应付款	43,565.04	5.26%	26,925.04	4.58%
一年内到期的非流动负债	102,655.00	12.39%	1,214.50	0.21%
流动负债合计	482,253.05	58.18%	253,040.99	43.08%

长期借款	78,300.00	9.45%	76,625.00	13.04%
应付债券	190,706.32	23.01%	217,925.02	37.10%
长期应付款	47,199.29	5.69%	17,939.25	3.05%
其他非流动负债	18,000.00	2.17%	20,000.00	3.40%
非流动负债合计	346,582.94	41.82%	334,394.75	56.92%
负债合计	828,836.00	100.00%	587,435.74	100.00%
有息负债	592,634.11	71.50%	391,264.52	66.61%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

非流动负债方面，2019 年末公司长期借款账面余额为 7.83 亿元，其中抵押和质押借款 5.60 亿元、抵押借款 1.00 亿元、保证借款 0.69 亿元。应付债券为应付的本期债券、“16 银宝债”、“19 银宝 01”、“19 银宝 02”和“19 银宝 G1”，2019 年末公司应付债券账面余额为 19.07 亿元。长期应付款主要为融资租赁借款及财政拨入的专项建设资金，其中融资租赁借款账面余额为 3.84 亿元，专项应付款账面余额为 0.88 亿元，专项应付款在项目竣工验收后确认收入时进行抵消。其他非流动负债为棚户区改造项目借款，2019 年末账面余额为 1.80 亿元。

截至2019年末，公司有息债务规模为59.26亿元，同比增长51.47%，占负债总额的比重为71.50%。从有息债务结构来看，公司短期、长期有息债务分别为26.72亿元和32.54亿元，占有息债务的比重分别45.09%和54.91%。总体来看，有息债务规模有所攀升，且短期有息债务占比较高，公司面临较大的偿债压力。

偿债指标方面，2019年末，公司资产负债率为51.04%，较上年末提高9.51个百分点，现金短期债务比为0.36，货币资金对短期债务的保障程度较低。随着公司有息债务规模的增加，公司利息支出规模随之增长，2019年公司EBITDA利息保障倍数为1.62，公司盈利水平对利息的保障程度有所下滑。

表12 2018-2019年公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	51.04%	41.53%
现金短期债务比	0.36	0.67
EBITDA 利息保障倍数	1.62	2.15
有息债务/EBITDA	11.59	10.89

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、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2017年1月1日至报告查询日（2020年5月19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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项

截至2019年末，公司对外担保余额共计1.84亿元，占同期末所有者权益的2.31%，但被担保单位部分为民营企业，对民营企业的担保金额为2,417万元，且均未采取反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

表13 截至2019年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方名称	担保金额	担保起始日	担保到期日
盐城龙茂土石方工程有限公司	92.00	2019-4-24	2020-4-23
盐城龙茂土石方工程有限公司	25.00	2019-4-29	2020-4-28
盐城市隆嘉水利建设有限公司	800.00	2019-8-30	2020-8-29
江苏燕舞航空产业投资有限公司	2,500.00	2019-9-30	2020-9-29
江苏燕舞航空产业投资有限公司	1,500.00	2019-10-17	2020-10-16
江苏燕舞航空产业投资有限公司	3,000.00	2019-10-31	2020-10-8
江苏燕舞航空产业投资有限公司	1,950.00	2019-10-31	2020-10-8
江苏燕舞航空产业投资有限公司	7,000.00	2019-12-26	2020-12-5
江苏尚宝牧业有限公司	1,500.00	2019-09-29	2020-08-10
合计	18,367.00	-	-

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

七、评级结论

2019年盐城市实现地区生产总值5,702.3亿元，按可比价格计算，同比增长5.1%，区域经济保持增长，为公司发展提供了良好基础；公司工程施工业务收入短期内具有一定保障，且还涉及盐业、饲料、电力销售等业务，公司业务呈多元化发展；2019年盐城市财政局将粮油集团等公司股权无偿注入公司，增加公司资本公积0.50亿元，此外，公司还获得补贴收入合计0.37亿元，一定程度上提高了公司的利润水平。

同时中证鹏元也关注到公司资产主要由应收款项、存货、无形资产和其他非流动资产构成，整体资产流动性较弱；公司应收账款、其他应收款及小额贷款存在一定的回收风险；截至2019年末，公司在建、拟建工程施工项目尚需投资18.11亿元，随着在建、拟建项目的陆续投入，公司面临一定的资金压力；有息债务规模有所攀升，且短期有息债务占比较高，公司面临较大的偿债压力，以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

基于上述情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA+。

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）	2019年	2018年	2017年
货币资金	95,004.80	45,229.93	62,652.84
其他应收款	101,509.11	132,625.97	180,799.33
存货	122,240.38	59,248.74	265,329.72
固定资产	158,900.55	147,433.13	131,548.27
无形资产	545,276.55	543,791.50	543,435.35
其他非流动资产	367,974.71	286,897.57	23,101.72
总资产	1,623,972.74	1,414,527.66	1,430,573.26
短期借款	164,548.00	66,600.00	71,463.00
应付账款	91,049.68	131,164.74	164,849.24
一年内到期的非流动负债	102,655.00	1,214.50	2,428.50
长期借款	78,300.00	76,625.00	83,714.50
应付债券	190,706.32	217,925.02	216,973.16
长期应付款	47,199.29	17,939.25	13,271.24
其他非流动负债	18,000.00	20,000.00	19,700.00
总负债	828,836.00	587,435.74	611,905.05
有息债务	592,634.11	391,264.52	394,279.16
所有者权益	795,136.74	827,091.92	818,668.21
营业收入	376,231.65	264,230.90	289,539.03
其他收益	3,559.70	232.58	831.24
营业利润	9,769.85	12,011.01	11,031.75
净利润	9,250.13	9,005.68	8,170.96
经营活动产生的现金流量净额	9,320.81	48,947.35	27,864.41
投资活动产生的现金流量净额	-117,306.28	-46,209.26	-50,746.61
筹资活动产生的现金流量净额	124,902.36	-15,249.63	46,029.30
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	11.65%	18.55%	11.07%
收现比	1.10	1.07	0.96
产权比率	104.24%	71.02%	74.74%
资产负债率	51.04%	41.53%	42.77%
现金短期债务比	0.36	0.67	0.85
EBITDA（万元）	51,126.17	35,918.24	28,811.65
EBITDA 利息保障倍数	1.62	2.15	1.76
有息债务/EBITDA	11.59	10.89	13.68

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
盐城市农业水利发展投资集团有限公司	20,000	100.00%	农村和城乡水利基础设施、农业重点投资建设项目的投资、融资、运营、管理、建设等
江苏省发阳水产实业有限公司	10,000	100.00%	水产品养殖、销售等
江苏省双发塑料制品有限公司	668	100.00%	生产和销售PVC盐用薄膜等
江苏银兴物流有限公司	500	100.00%	普通货运、物流信息咨询等
江苏银宝置业有限公司	2,000	100.00%	房地产开发与经营、酒店管理等
江苏银宝生物科技股份有限公司	6,000	100.00%	配合饲料生产等
江苏银宝农牧科技有限公司	500	100.00%	农业、牧业技术研发、粮食种植等
江苏银宝东昇制盐有限公司	500	100.00%	工业盐制造
江苏盐阜银宝水产发展有限公司	2,000	51.00%	水产品养殖、收购、批发、零售等
江苏盐城水利建设有限公司	10,000	35.00%	承包境外水利水电工程及境内国际招标公司、水利水电工程施工总承包壹级、通航建筑工程专业承包壹级等
盐城市亭湖区顺泰农村小额贷款股份有限公司	15,000	42.80%	面向“三农”发放小额贷款、提供融资性担保、开展金融机构业务代理等
盐城市鹿鸣现代农业发展有限公司	500	100.00%	农作物种植等
盐城市顺兴工程项目管理有限公司	5,000	100.00%	工程项目管理等
盐城市盐东新城投资发展有限公司	2,000	41.00%	房地产开发经营等
盐城市中小企业服务有限公司	10,000	40.00%	商务信息咨询服务。
江苏顺泰农场有限公司	3,000	100.00%	谷物及其他农作物种植等
盐城市亿泰置业有限公司	2,000	65.00%	房地产开发经营
江苏鑫勒电气科技有限公司	3,000	55.00%	电气设备研发及其技术转让等
江苏银宝创业投资有限公司	10,000	100.00%	创业投资、实业投资等
上海银宝康健股权投资基金管理有限公司	1,000	55.00%	股权投资管理等
江苏盐阜银宝新能源有限公司	16,000	55.00%	风力发电项目的建设、管理；风力发电技术咨询及服务
盐城银宝投资发展有限公司	1,000	64.28%	实业投资、投资管理咨询等
江苏省银宝盐业有限公司	10,000	100.00%	原盐、加工盐生产等
江苏银宝海富水产种苗有限公司	3,000	65.00%	鱼苗、蟹苗、虾苗生产等
盐城顺泰资产管理有限公司	2,000	100.00%	资产管理、实业投资等
江苏银宝精品酒店有限公司	1,000	100.00%	餐饮服务
盐城综合保税区进出口商品贸易	5,000	51.00%	自营和代理各类商品和技术的进出口

有限公司			业务等
盐城乾能太阳能发电有限公司	2,800	100.00%	太阳能光伏电站项目设施建设、光伏发电及自产电力销售等
盐城市进出口电子商务有限公司	5,000	51.00%	自营和代理各类商品和技术的进出口业务
盐城市粮油集团有限公司	20,000.00	100.00%	自营和代理各类商品及技术进出口业务等
盐城市禾丰粮油储备有限公司	3,000.00	70.00%	粮食、农产品仓储、销售；粮食加工等
盐城市瑞丰谷物有限公司	2,000.00	100.00%	粮食、饲料销售；农产品仓储；粮食加工等
江苏农宝斋农业科技有限公司	2,150.00	100.00%	农业技术研究；代用茶加工及自产产品销售等
江苏银宝大地禾农业股份有限公司	20,000.00	70.00%	谷物种植；农产品批发、零售等
江苏银宝配售电有限公司	5,000.00	56.50%	售电业务；电力供应；配电网的投资、建设、维护及运营等
江苏银宝泰来神牧业有限公司	8,000.00	51.00%	奶牛及肉牛饲养；生牛奶、农产品收购等
江苏银宝农业科学研究院有限公司	10,000.00	70.00%	自然科学研究和试验发展，工程和技术研究和试验发展，农业科学研究和试验发展等
江苏银宝百斯特鲜食餐饮管理有限公司	1,000.00	51.00%	餐饮管理
江苏银宝泰来神乳业有限公司	3,000.00	51.00%	乳制品、饮料的生产、批发、零售等
盐城市银宝进出口有限公司	10,000.00	100.00%	自营和代理各类商品和技术的进出口业务等
江苏银宝米业有限公司	2,000.00	100.00%	粮食加工食品生产；粮食收购；货物进出口等

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录三 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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	货币资金
有息债务	$\text{短期借款} + 1 \text{ 年内到期的长期有息债务} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中的有息债务} + \text{其他非流动负债}$

附录四 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。