

2014 年江苏金灌投资发展集团有限公司

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【124】号 01

债券简称:

PR 苏金灌/14 金灌债

增信方式:

土地使用权抵押

债券剩余规模:

4.00 亿元

债券到期日期:

2021 年 04 月 08 日

债券偿还方式:

每年付息, 在债券存续
期的第 3-6 年每年末偿
还本金的 20%

分析师

姓名:

徐宁怡 田珊

电话:

021-5103 5670

邮箱:

xuny@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

2014 年江苏金灌投资发展集团有限公司公司债券 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 05 月 30 日	2018 年 06 月 04 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”) 对江苏金灌投资发展集团有限公司 (以下简称“金灌集团”或“公司”) 及其 2014 年 4 月 8 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外部环境较好, 为公司发展提供了良好基础; 公司主营业务具有可持续性; 公司获得的外部支持力度仍较大; 国有土地使用权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流动性较弱; 在建与拟建基础设施工程项目规模较大, 面临较大的资金压力; 有息债务规模较大, 公司面临较大的短期偿债压力; 对外担保规模较大, 存在一定或有负债风险; 抵押资产的价值变化可能对本期债券安全偿还产生影响等风险因素。

正面:

- 外部环境较好, 为公司发展提供了良好基础。2018 年灌南县预计实现地区生产总值 374.00 亿元, 不变价格增长 5.50%, 整体区域经济保持良好增长态势。
- 公司主营业务具有可持续性。截至 2018 年末, 公司在建及拟建基础设施工程项目总投资金额达 45.39 亿元, 工程体量较大。此外, 公司负责县域 82 万人口的生活供水及污水处理等, 具有较强的区域垄断优势, 业务具有可持续性。
- 公司获得的外部支持力度仍较大。2018 年公司获得政府补助 3.00 亿元, 在一定程度上提升公司的整体利润水平, 此外 2018 年公司获得政府支持增加资本公积共计

610.33 万元。

- **国有土地使用权抵押有效提升了本期债券的安全性。**作为本期债券抵押资产的 11 宗国有土地使用权，评估基准日为 2013 年 6 月 20 日的价值评估总价共计 33.08 亿元，为本期债券的安全偿还提供了较好的保障。

关注：

- **资产流动性较弱。**2018 年末公司资产以存货和其他应收款占比较多，其中存货规模为 106.53 亿元，占总资产的比重为 42.93%，存货多为土地，其中已抵押土地账面价值在存货中占比为 47.02%；其他应收款规模 53.53 亿元，占总资产比重 21.57%，主要系应收政府部门和施工企业往来款及工程款，回款时间均有一定不确定性，公司资产整体流动性较弱。
- **有息债务规模较大，公司面临较大的短期偿债压力。**2016-2018 年末，公司有息债务分别达 45.13 亿元、75.12 亿元和 76.16 亿元，复合增长率达 29.91%，其中 2019 年公司需偿付的有息债务规模高达 24.89 亿元，有息负债规模增速较快，面临较大的短期偿债压力。
- **在建、拟建基础设施工程项目投资规模较大，面临较大的资金压力。**2017-2018 年公司收现比分别为 0.74 和 0.61，呈下降态势，2018 年经营活动现金流表现不佳。截至 2018 年末，公司在建、拟建基础设施工程项目预计总投资合计 45.39 亿元，尚需投资 33.48 亿元，资金支出压力较大。
- **公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。**截至 2018 年 12 月 31 日，公司对外担保余额共计 52.89 亿元，占年末所有者权益的比例为 35.58%，其中对民营企业的担保余额合计 2.25 亿元。公司对外担保余额规模较大，存在一定或有负债风险。
- **公司未按协议约定对本期债券抵押土地的价值进行跟踪评估。**截至 2019 年 4 月末，公司尚未按协议约定，对本期债券抵押土地的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,481,344.84	2,466,390.72	2,180,125.29
所有者权益	1,486,488.91	1,470,415.38	1,386,322.28
有息债务	761,646.83	751,217.97	451,296.95
资产负债率	40.09%	40.38%	36.41%
流动比率	5.16	8.49	6.29
速动比率	2.43	3.85	2.48
营业收入	94,544.69	101,076.39	93,413.00
营业外收入	251.88	15.53	30,840.97
其他收益	30,000.00	30,000.00	-
利润总额	32,489.32	31,937.05	31,666.73
综合毛利率	14.89%	11.58%	12.61%
EBITDA	45,456.90	44,484.63	40,794.67
EBITDA 利息保障倍数	1.43	1.28	2.43
经营活动现金流净额	-92,719.89	-36,165.65	115,752.86

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

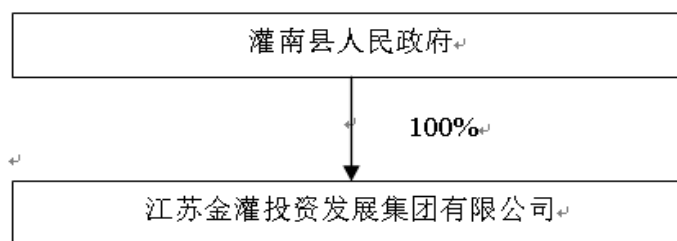
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年4月8日发行7年期10亿元公司债券，募集资金原计划用于新建灌南县南环路一期工程、新建灌南县南环路二期工程、新建灌南县东环路工程、灌南县迎宾大道改建工程。截至2019年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为11,563.34元。

二、发行主体概况

截至2019年3月31日，公司名称未发生变化；公司注册资本未发生变化，仍为60,000.00万元；控股股东和实际控制人仍为灌南县人民政府，未发生变化。公司产权及控制关系如下图所示。

图1 截至2019年3月31日公司股权结构图



数据来源：公司提供

2018年度，公司营业范围未发生变更，仍主要为工程建设、水务和土地整理开发等业务。合并范围方面，2018年公司合并范围新增灌南县金灌物业管理有限公司、灌南县硕项湖酒店有限公司和灌南县灌江农业投资发展有限公司3家子公司；2018年公司合并范围不再纳入灌南县四通公路养护工程有限公司和灌南县广播电视网络有限公司2家子公司。截至2018年末，公司纳入合并范围的子公司共28家，详见附录二。

表1 2018年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
灌南县金灌物业管理有限公司	100.00%	500.00	物业管理	投资设立
灌南县硕项湖酒店有限公司	100.00%	10,000.00	酒店经营	投资设立
灌南县灌江农业投资发展有限公司	100.00%	10,000.00	特色小镇投资开发；设施农业项目投资开发	投资设立
2、不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并

				报表的原因
灌南县广播电视网络有限公司	100.00%	1,500.00	处理厂的投资	政府划拨
灌南县四通公路养护工程有限公司	100.00%	5,000.00	旅游项目开发	政府划拨

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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 年基础设施建设和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。财政增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的力度”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，依法依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

灌南县经济规模保持增长，但固定资产投资规模降幅较大

截至2018年末，灌南县户籍人口82.04万人。2018年灌南县预计实现地区生产总值374.00亿元，不变价增长5.50%。2018年灌南县按2017年末常住人口计算的人均GDP为58,694元，是全国人均水平的107.41%。2018年灌南县第一产业、第二产业和第三产业增加值分别为57.00亿元、172.00亿元和145.00亿元，三次产业结构由2017年的15.78:47.69:36.53调整至2018年的15.2: 46.0: 38.8，第二产业占比有所降低，第三产业占比提高。

固定资产投资方面，2018年灌南县固定资产投资规模为123.80亿元，较上年大幅下降25.40%。消费方面，2018年全县实现社会消费品零售总额为113.00亿元，持续增长，增速虽有所下滑，但仍处于较高水平。对外贸易方面，2018年灌南县的进出口总额较上年大幅下降24.60%，降至2.00亿美元。总体来看，灌南县经济规模保持增长，但固定资产投资规模降幅较大。

表 3 2017-2018 年灌南县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	374.00	5.5%	342.31	7.0%
第一产业增加值	57.00	3.5%	54.02	3.8%
第二产业增加值	172.00	1.5%	163.19	7.6%
第三产业增加值	145.00	12.0%	125.00	7.7%
固定资产投资	123.80	-25.4%	252.61	15.8%
社会消费品零售总额	113.00	10.0%	104.12	11.3%
进出口总额（亿美元）	2.00	-24.6%	2.65	17.8%
存款余额	-	-	228.76	26.8%
贷款余额	-	-	123.76	-7.7%
人均 GDP（元）	58,694		53,794	
人均 GDP/全国人均 GDP	107.41%		90.17%	

注：标“-”为数据缺失；2018 年人均 GDP 系按 2017 年末常住人口估算

资料来源：2017 年灌南县国民经济和社会发展统计公报，《关于灌南县 2018 年国民经济和社会发展计划执行情况及 2019 年国民经济和社会发展计划（草案）的报告》，中证鹏元整理

根据《2019 年灌南县人民政府工作报告》，2018 年灌南县预计实现公共财政收入 22.40 亿元，同比增长 2.40%。

四、经营与竞争

2018年公司营业收入为9.45亿元，较上年下降6.46%，主要系当年工业污水处理量大下降导致水务收入有所下降。2018年公司营业收入仍主要由工程建设业务、水务业务和土地整理开发业务等业务贡献，另有部分收入来自资金拆借、物业租赁、广播电视传播和金融担保等业务，收入占比相对较小。受工程建设业务和水务业务毛利率增加的影响，2018年公司整体毛利率有所上升。

表 5 2016-2018 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设	69,456.63	7.56%	72,922.75	7.32%	64,821.73	7.47%
水务	18,915.00	30.90%	24,800.62	20.25%	20,366.22	25.27%
土地整理开发	2,830.19	12.50%	-	-	3,531.33	10.43%
资金拆借	1,441.01	99.99%	1,170.81	47.16%	2,648.57	1.00%
物业租赁	1,136.79	38.02%	1,502.56	27.43%	1,187.14	52.88%
其他	555.54	100.00%	314.79	60.06%	260.57	63.81%
主营业务收入合计	94,335.16	14.71%	100,711.53	11.26%	92,815.55	12.04%
广告收入	142.69	97.55%	288.34	100.00%	509.24	100.00%
其他	66.83	89.18%	76.52	100.00%	88.21	100.00%
其他业务合计	209.52	94.88%	364.86	100.00%	597.45	100.00%
合计	94,544.69	14.89%	101,076.39	11.58%	93,413.00	12.61%

注：主营业务中“其他”项目含广播电视传播和金融担保业务收入；其他业务中“其他”项目包含宣传费收入和租金收入；2017 年工程建设业务收入含土地整理开发业务收入

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司收入主要来源仍然为工程建设收入，近年该业务收入较为平稳；目前公司在建基础设施工程项目较多，未来收入来源较有保障，但后续资金投入压力较大

公司是灌南县重要的城市基础设施建设主体，灌南县人民政府将灌南县内道路、安置房、水源改造等基础设施工程建设项目委托公司代建。由公司负责项目前期工作和建设，并可通过市场进行融资。根据公司和政府签订的代建协议，公司每年依据施工进度情况按照成本加上一定比例的代建费与政府进行结算。公司通过公开招标将项目外包给施工单位，并每年按工程进度支付施工费用。

近年公司建设完工了灌南县硕项湖备用水源地工程、南环一期和灌南县东环路工程等项目，2017-2018 年公司分别实现工程代建收入 72,922.75 万元和 69,456.63 万元，2018 年收入有所下降，主要系 2018 年工程代建收入剔除土地整理开发收入所致，整体来说，工程建设收入规模较为稳定。由于政府对不同项目工程款的实际拨付加成比例不同，2017-2018 年该业务的毛利率分别为 7.32% 和 7.56%。“13 金灌债”的 5 个募投项目均与政府签署项目投资建设委托协议书，协议回购款合计 39.44 亿元，2021 年回购完毕，截至 2018 年末，上述工程结算进度与回购协议不符，已收回投资金额 18.62 亿元，其中紫薇花园小区、铜灌世纪家园小区、新东佳苑小区已收回投资金额 11.50 亿，并已收取代建管理费确认收入，新港大道二期、三期工程确认 7.12 亿元回购收入，低于回购协议规定的金额 14.34 亿元，2018 年确认代建管理费收入 0.34 亿元。“14 金灌债”的 4 个募投项目回购款合计 42.29 亿元，按回购协议于 2022 年回购完毕，截至 2018 年末，已实现 21.51 亿元回购收入，超出协议规定的

13.77亿元，其中2018年确认回购收入3.13亿元。

表 6 2018 年公司工程建设业务确认收入情况（单位：万元）

项目名称	收入	成本
灌南县迎宾大道工程	31,347.75	31,001.24
棚改项目	28,242.76	27,930.58
硕灌实业-道路改造工程	2,409.29	2,081.52
晟灌实业-土地增加挂钩项目	1,188.00	1,080.00
金灌置业-消防中心	2,728.69	2,046.52
四通养护-工程建设	143.92	63.54
铜灌小区	1,273.58	-
紫薇花园小区	990.57	-
新东佳苑小区	1,132.08	-
合计	69,456.63	64,203.40

注：铜灌小区、紫薇花园小区与新东佳苑小区项目系收取代建管理费，故未确认成本。

数据来源：公司提供

公司在建基础设施工程主要为2016年棚户区改造工程、灌南县金融中心工程和壹号院项目，目前公司的在建基础设施工程项目较多，未来收入来源较有保障。公司的拟建基础设施工程项目主要为停车场项目与中心污水处理改造项目。截至2018年末，公司在建、拟建基础设施工程项目预计总投资合计45.39亿元，已投入11.91元，尚需投资33.48亿元，资金压力较大。

表 7 截至 2018 年 12 月 31 日公司在建、拟建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	项目已投资
2016 年棚户区改造工程	21.63	9.04
灌南县金融中心工程	3.20	1.24
壹号院	12.02	1.63
停车场项目	6.69	-
中新污水处理改造	1.85	-
合计	45.39	11.91

资料来源：公司提供

近年土地整理收入波动较大，未来收入规模存在不确定性

土地整理业务的模式是由灌南县国土资源局与公司签订《土地增减挂钩工程协议》，公司获得政府授权从事灌南县土地增减挂钩工作。公司将土地开发整理款项按计划支付给灌南县所辖11个乡镇，由各乡镇进行土地整理，相关土地达到预定条件后，由公司上报灌南县国土资源局，灌南县国土资源局确认将相应地块的开发成本加成一定比例收益返还给公司作为公司土地整理收入。近年来受宏观政策和房地产行业影响，灌南县土地出让价格

尚处于较低水平，2017年由于土地整理收入较少，将该部分收入合并计入工程建设收入，实际贡献收入1,568.69万元；2018年公司确认2,830.19万元土地开发整理收入，较上年大幅上升80.42%。

公司土地一级开发业务规模受当地房地产市场及土地交易市场影响较大，该业务未来收入规模存在不确定性。

表 8 2016-2018 年公司土地整理收入明细（单位：万元、亩）

地块位置	总投资金额	土地面积	确认收入金额	土地性质
李集乡	75.18	10.74	84.20	集体建设用地
汤沟镇	27.00	3.86	30.24	集体建设用地
孟兴庄镇	345.51	57.59	386.97	集体建设用地
张店镇	194.20	32.37	217.50	集体建设用地
北陈集镇	135.08	19.30	151.29	集体建设用地
三口镇	381.20	54.46	426.94	集体建设用地
百禄镇	752.24	107.51	842.84	集体建设用地
新集镇	1,252.10	178.88	1,391.33	集体建设用地
2016 年合计	3,162.80	464.68	3,531.33	-
孟兴庄镇	574.58	191.93	307.52	工矿及居民点用地
张店镇	230.94	38.49	54.19	工矿及居民点用地
三口镇	483.78	80.3	115.72	工矿及居民点用地
百禄镇	129.72	259.44	368.89	工矿及居民点用地
新集镇	760.96	414.04	722.36	工矿及居民点用地
2017 年合计	2,179.98	984.2	1,568.69	-
李集乡	1,884.34	350.00	1,007.67	工矿及居民点用地
田楼镇	1,293.00	240.00	690.97	工矿及居民点用地
堆沟港镇	592.23	110.00	316.7	工矿及居民点用地
北陈集镇	1,253.77	283.00	814.85	工矿及居民点用地
2018 年合计	5,023.34	983.00	2,830.19	-

资料来源：公司提供

2018年公司水务收入与毛利率均有所上升

连云港硕项湖水务集团有限公司（以下简称“硕项湖水务集团”）成立于2012年11月，由灌南县县政府出资，为县属国有企业，注册资金1.40亿元。集团下设硕项湖自来水有限公司、田楼自来水有限公司、硕项湖纯净水有限公司、灌南县畅达市政工程建设有限公司、灌南县自来水有限公司、灌南县硕项湖投资发展有限公司、灌南海西污水处理有限公司，主要负责县域82万人口生活供水，污水处理及县域供水设施与设备维护等，具有较强的区域垄断优势。

2018年硕项湖水务集团污水收集和处理量较上年大幅下滑，贡献污水处理收入

2,009.14万元，主要系当年工业园区内的很多企业停工整治导致工业污水处理量大幅下降所致。

表 9 硕项湖水务集团污水处理业务

项目	2018 年	2017 年	2016 年
污水收集量（万吨）	210.06	938.17	898.69
污水处理量（万吨）	210.06	938.17	892.40
污水处理收入（万元）	2,009.14	9,149.51	8,790.06

数据来源：公司提供

近年来灌南县水价基本稳定，硕项湖水务集团管网规模和供水能力不断扩大，目前供水设计能力达到16万吨/日，实际供水能力达12万吨/日，主管网规模176公里，环状支管道282公里，三级管网990公里。受此推动，2016-2018年公司售水量年均复合增速达24.06%。由于公司在灌南县农村乡镇地区未能普遍执行阶梯水价，已安装水表的农户按实际用水量缴纳税费，暂未安装水表的农户以100元/年/户缴纳水费，加上农村供水管网存在一定老化而造成损耗，2017年公司水务业务毛利率受到一定影响。随着2018年大部分农户安装水表，收费方式由以前100元/户改为按量收费，收入增长高于成本增长，同时新自来水管厂的投产，提高了效率，减少了成本，因此2018年供水收入和毛利率有所上升。2017-2018年供水收入分别为8,208.67万元和12,905.86万元，同比有所上升。公司水务业务除上述污水处理收入和供水业务外，还包括纯净水销售收入与管网工程收入，2018年公司实现水务收入1.89亿元，较上年有所下降。

表 10 灌南县水价

项目级别	户均年用水量（吨）	到户价格（元/吨）			
	每户 4 人及以下	基本水价	污水处理费	水资源费	合计
居民：第一级	≤192	1.60	1.05	0.2	2.85
居民：第二级	>192≤300 的部分	2.40	1.05	0.2	3.65
居民：第三级	>300 的部分	4.80	1.05	0.2	6.05
工商服务业用水	-	1.90	1.15	0.2	3.25
特种行业类用水	-	3.25	1.15	0.2	4.60

数据来源：公司提供

表 11 硕项湖水务集团供水业务

指标名称	2018 年	2017 年	2016 年
售水量（万吨）	3,902.40	2,659.04	2,535.55

数据来源：公司提供

资金拆借、物业租赁、广播电视传播和金融担保业务收入对公司收入来源形成有益补充

除工程建设业务、水务业务和土地整理开发业务外，公司收入来源还有资金拆借、物业租赁、广播电视传播和金融担保业务收入等，这些业务收入占比较小，但对公司收入形成了有益的补充。

公司资金拆借业务主要系公司为灌南县范围内的部分国有企业提供借款服务，从而收取一定的利息费用。借款利息通常按照人民银行1年期贷款基准利率上浮30%计息，按季付息。2017-2018年公司资金拆借业务收入分别为1,170.81万元和1,441.01万元，2018年有所上升。截至2018年末，公司借出资金4.11亿元，未发生逾期现象。

公司物业租赁业务主要系公司持有的办公楼等物业租赁给政府相关部门实现的收入，2017-2018年公司分别实现物业租赁收入1,502.56万元和1,136.79万元，略有下降。受当年实际租赁合同签订的影响，该项业务的收入规模与毛利率均存在波动。

公司广播电视传播和广告业务由子公司灌南县广电网络有限公司（以下简称“灌南广电”）负责运营，广播电视传播业务收入包括数字化改造费用、有线电视费等，随着灌南县有限电视工程改造的逐步完工，且自2017年起有线电视费收费权不再归公司所有，故2017年广播电视业务收入与广告收入大幅下降，因2018年灌南广电不再纳入公司合并范围，2018年广播电视业务不再贡献收入，广告业务贡献收入142.69万元。

公司金融担保业务主要由子公司连云港灌河投资担保有限公司运作，由于公司担保对象主要为灌南县重点支持的大型企业和就业、创业的农村妇女¹，具有一定政策功能。2018年该业务收入随着对外担保余额的增长而增长较多。截至2018年末，公司担保业务共86笔，其中对自然人担保共计3,192.80万元，对企业担保共计8,610.00万元。产生不良余额1,010.23万元，不良率为4.22%，不良余额已全部代偿。

公司持续受到较大力度的外部支持

作为灌南县重要的城市基础设施建设主体，灌南县政府对公司的支持力度一直较大，2018年灌南县人民政府为连云港灌河投资担保有限公司提供2018年度担保扶持基金增加资本公积54.06万元，灌南县人民政府划入江苏连云港化工产业园区公共管廊管理有限公司增加资本公积556.27万元。此外，灌财发[2018]90号文，2018年公司获得政府补助30,000.00万元。政府对公司的支持在一定程度上提升了公司的资金实力及总体利润水平。

五、 财务分析

¹根据江苏省财政厅苏财社【2009】201号、苏财社【2010】222号等文件精神，结合我县实际情况，在县委县政府的领导下出台了《灌南县促进妇女就业创业小额担保贷款实施方案》，明确广大妇女同志为贷款对象，联合县妇联、社保局、财政局、农商行等多个部门，以公务员、事业编等公职人员信用担保为主要反担保措施，单笔业务不超10万元。

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

2018年公司合并范围新增灌南县金灌物业管理有限公司、灌南县硕项湖酒店有限公司和灌南县灌江农业投资发展有限公司3家子公司；2018年公司合并范围不再纳入灌南县四通公路养护工程有限公司和灌南县广播电视网络有限公司2家子公司。截至2018年末，公司纳入合并范围的子公司共28家，详见附录二。

资产结构与质量

公司资产规模保持稳定，但应收款项和存货占比较大，且抵押资产占比较大，整体流动性较弱

截至2018年末，公司资产规模为248.13亿元，与上年基本保持一致。公司资产结构以流动资产为主，2018年末流动资产占总资产比例为81.02%，较上年略有下降。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。2017-2018年公司货币资金规模分别为31.40亿元和15.90亿元，2018年较上年有大幅下降，主要系公司偿还一定规模的借款，故货币资金有所下降。截至2018末，公司货币资金中使用受限的规模为3.76亿元，主要是保函保证金、保证金和用于担保的定期存款或通知存款，货币资金受限比例为23.64%。公司应收账款绝大部分为应收灌南县财政局的工程代建款，2017-2018年末应收账款余额分别为9.75亿元和16.87亿元，2018年较上年有大幅上升，账期均为1年以内和1-2年，回收风险不大。2017-2018年末公司其他应收款规模分别为48.16亿元和53.53亿元，同比上升11.16%。2018年末公司其他应收款主要系应收灌南县财政局、灌南县国土资源局、灌南县房屋征收局、江苏连云港化工产业园区管理委员会和灌南县经济开发区管委会的往来款，前五名债务人欠款合计占比86.14%，集中度较高，欠款方均为政府相关单位，回收风险较小，但实际回收时间存在较大不确定性，对公司资金形成了较大的占用。公司存货包括待开发成本、工程施工、原材料等，近年公司存货资产规模存在波动，但占总资产比例逐年下降，2017-2018年公司存货分别为114.76亿元和106.53亿元，占总资产的比重分别为46.53%和43.93%，2018年较上年略有下降。截至2018年末，公司存货中含土地5,770.23万平方米，土地用途多为商业用地和综合用地，入账价值91.49亿元，其中50.09亿元的土地已用于借款抵押，占存货余额的47.02%。

公司非流动资产以固定资产、在建工程 and 无形资产为主，公司固定资产主要为房屋建

筑物，受在建工程转固定资产和新增纳入合并范围的子公司影响，2018年公司固定资产持续增长，账面价值为16.30亿元。受公司工程建设和完工进度影响，2017-2018年末公司在建工程余额分别为3.13亿元和6.15亿元。公司无形资产多为土地使用权，2017-2018年末无形资产账面价值分别为16.56亿元和13.38亿元。截至2018年末，无形资产中共有土地使用权132.63万平方米，合计账面价值为13.38亿元，其中账面价值5.98亿元的土地使用权用于抵押，土地性质全部系出让地，主要集中在灌南县新安镇，大部分用途为商业用地，另有少量商住、住宅和公共设施用地。

整体来看，公司资产规模和资产结构较为稳定，2018年末资产中应收政府相关部门的款项和土地资产占比较高，应收款项回收时间存在不确定性，全部土地资产的抵押受限比例高达49.73%，整体资产流动性较弱。

表 13 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	158,967.63	6.41%	313,992.12	12.73%
应收账款	168,747.47	6.80%	97,519.99	3.95%
其他应收款	535,277.85	21.57%	481,557.36	19.52%
存货	1,065,331.94	42.93%	1,147,621.36	46.53%
流动资产合计	2,010,386.05	81.02%	2,097,925.65	85.06%
固定资产	163,013.92	6.57%	144,732.97	5.87%
在建工程	61,505.55	2.48%	31,291.77	1.27%
无形资产	133,793.61	5.39%	165,567.39	6.71%
非流动资产合计	470,958.79	18.98%	368,465.07	14.94%
资产合计	2,481,344.84	100.00%	2,466,390.72	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入有所下降，利润水平对政府补贴依赖程度高

2018年公司营业收入为9.45亿元，较上年下降6.46%，受工程建设业务和水务业务毛利率增加的影响，2018年公司整体毛利率有所上升，增至14.89%。由于2017-2018年公司原属于营业外收入科目的政府补贴计入其他收益，且管理费用逐年下降，近年营业利润呈逐年上升态势。另外，公司作为灌南县主要的城市基础设施建设主体，2018年公司继续获政府补贴3.00亿元，较大程度提高了公司总体的利润水平，政府补贴占当年利润总额比重为92.34%，公司利润水平对政府补助的依赖程度高。

表 14 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	94,544.69	101,076.39
营业利润	32,765.40	32,142.63
营业外收入	251.88	15.53
其他收益	30,000.00	30,000.00
利润总额	32,489.32	31,937.05
综合毛利率	14.89%	11.58%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流量净流出规模逐年扩大，经营回款表现不佳，在建基础设施工程项目投资需求较大，资金支出压力较大

2017-2018年公司收现比分别为0.74和0.61，呈下降态势，2018年经营活动现金流表现不佳。公司与政府相关单位资金往来较为频繁，往来款相关现金流动存在一定波动性。2018年公司回款速度大幅放缓，但项目投资力度不减，导致经营活动产生的现金流量净流出规模有所扩大，达到92,719.89万元。

近年公司投资活动现金支出主要用于购买子公司和购建固定资产等，2018年公司投资活动现金净流出额有所缩小，为88,512.00万元。为解决运营资金需求，公司主要通过银行借款、发行债券等方式筹集资金，近年灌南县政府多次向公司拨付专项资金，亦是公司现金的重要来源。2017年公司年银行借款和发行债券大幅增加，筹资活动现金流入较多，2018年一定规模的债务到期，故筹资活动现金流呈现为净流出。截至2018年末，公司在建、拟建基础设施工程项目预计总投资合计45.39亿元，尚需投资33.48亿元，资金支出压力较大。

表 15 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.61	0.74
销售商品、提供劳务收到的现金	58,134.08	74,670.81
收到的其他与经营活动有关的现金	523,727.18	83,454.60
经营活动现金流入小计	581,861.27	158,125.42
购买商品、接受劳务支付的现金	83,084.65	67,663.76
支付的其他与经营活动有关的现金	582,779.80	122,903.74
经营活动现金流出小计	674,581.15	194,291.06
经营活动产生的现金流量净额	-92,719.89	-36,165.65
投资活动产生的现金流量净额	-88,512.00	-160,823.97
筹资活动产生的现金流量净额	-8,255.07	374,394.61

现金及现金等价物净增加额	-188,784.77	177,405.00
--------------	-------------	------------

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

2018年公司债务规模略有下降，有息债务规模较大，存在较大的短期偿债压力

随着近年来政府资产的注入及经营未分配利润的积累，2018年末公司所有者权益为148.65亿元，较上年略有增加。2018年末公司虽偿还部分借款，负债总额仍高达99.49亿元。2018年产权比率有所回落，净资产对于债务保障程度尚可。

表 16 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	994,855.93	995,975.34
所有者权益	1,486,488.91	1,470,415.38
产权比率	66.93%	67.73%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司以非流动负债为主，2018年占比为60.83%，较上年有所下降。公司2018年末有息负债期末余额为76.16亿元，占公司负债总额比例76.56%。

公司流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债等构成。2018年公司短期借款余额为6.30亿元，较上年大幅增加55.17%。2018年末，公司其他应付款主要为应付灌南汤臣实业有限公司、灌南县住建局、连云港亚新钢铁有限公司、灌南县碧海园林绿化有限公司和灌南县城东污水处理厂的往来款项，2018年末其他应付款余额为8.15亿元。2018年末，公司一年内到期的非流动负债系2019年内到期需偿还的长期借款和应付债券，合计17.70亿元，其中一年内到期的应付债券4.50亿元。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款（含专项应付款）构成。2018年末公司长期借款余额24.41亿元，包括抵押借款、保证借款、质押借款和信用借款。2018年末公司应付债券余额包括“13金灌债”、“14金灌债”、“17金灌投资MTN001”、“17金灌投资MTN002”、“17金灌债”和“18金灌01”，经利息调整后，2018年末公司应付债券余额为18.86亿元。公司长期应付款主要包括专项应付款和三笔债券融资计划，截至2018年末，长期应付款达15.73亿元，系公司与南京银行签订的2017年第一期债权融资计划、2017年第二期债权融资计划以及公司与江苏银行债权融资计划，利率水平在5.4%-5.5%左右，以及7.73亿元专项应付款，主要为政府拨付的建设项目专项资金，包括灌南县地表水建设指挥部、灌南县城城区供水管网改造工程建设指挥部和南环路一期、二期，东环路、迎宾大道等项目。

表 17 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	63,000.00	6.33%	40,600.00	4.08%
其他应付款	81,510.24	8.19%	74,602.79	7.49%
一年内到期的非流动负债	176,952.13	17.79%	71,390.00	7.17%
流动负债合计	389,665.86	39.17%	246,961.77	24.80%
长期借款	244,057.39	24.53%	331,693.25	33.30%
应付债券	188,637.31	18.96%	222,824.72	22.37%
长期应付款	157,342.98	15.82%	80,000.00	8.03%
专项应付款	-	-	114,495.60	11.50%
非流动负债合计	605,190.07	60.83%	749,013.57	75.20%
负债合计	994,855.93	100.00%	995,975.34	100.00%
有息负债	761,646.83	76.56%	751,217.97	75.43%

注：2018 年将专项应付款合并纳入长期应付款中列式

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018 年公司有息负债规模和占负债总额比例均与上年基本持平，截至 2018 年末，公司有息债务规模为 75.16 亿元。从有息负债的偿还期限来看，随着长期借款和应付债券的集中到期，2019 年公司需偿付的有息债务规模高达 24.89 亿元，2020-2021 年公司逐年分别需要偿还有息债务本金 18.77 亿元和 7.60 亿元，公司面临较大的短期偿债压力。

表 18 截至 2018 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	截至 2018 年末有息债务口径	2019 年需偿还	2020 年需偿还	2021 年需偿还	2022 年及以后需偿还	合计
短期：						
短期借款	63,000.00	63,000.00	-	-	-	63,000.00
应付票据	9,000.00	9,000.00	-	-	-	9,000.00
一年内到期的非流动负债	176,952.13	176,952.13	-	-	-	176,952.13
长期：						
长期借款	244,057.39	-	87,720.00	55,970.00	100,367.39	244,057.39
应付债券	188,637.31	-	20,000.00	20,000.00	148,637.31	188,637.31
长期应付款	80,000.00	-	80,000.00	-	-	80,000.00
有息债务/合计	761,646.83	248,952.13	187,720.00	75,970.00	249,004.70	761,646.83

注：公司长期应付款中的专项应付款无须付息，在有息债务口径中剔除。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2018 年公司资产负债率为 40.09%，较上年略有下降。公司流动比率随之下降至 5.16。考虑到公司流动资产中土地和应收款项占比较高，待开发土地相

当部分已用于抵押，应收账款和其他应收款的回收时间存在不确定性，公司短期偿债能力较弱。2018 年公司 EBITDA 继续增加，公司 EBITDA 利息保障倍数随之有所上升，息税折旧摊销前利润对于债务利息的保障程度一般。

表 19 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	40.09%	40.38%
流动比率	5.16	8.49
EBITDA（万元）	45,456.90	44,484.63
EBITDA 利息保障倍数	1.43	1.28
有息债务/EBITDA	16.76	16.89

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、 本期债券偿还保障分析

土地使用权抵押有效提升了本期债券的信用水平，但公司尚未对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告

为保障本期债券债权人的利益，公司为本期债券提供的抵押资产为 11 宗国有土地使用权，其中 1 宗土地用途为物流仓储、性质为出让，其余 10 宗土地用途为综合、性质为划拨。根据江苏华信资产评估有限公司出具的评估报告（苏华评报字（2013）第 121 号）（评估基准日：2013 年 6 月 20 日），评估土地总面积 3,174.95 万平方米，评估价值共计 330,805.96 万元，为本期债券本金总额的 3.31 倍，剩余本金金额的 5.51 倍。上述抵押资产均已办妥抵押登记手续。

表 18 本期债券抵押资产明细（单位：平方米、万元）

地块位置	土地用途	使用权类型	面积	评估价值
灌国用（2012）第 882 号	物流仓储	出让	2,410,251	41,129
灌国用（2013）第 0808 号	综合	划拨	3,502,103	34,538
灌国用（2013）第 0809 号	综合	划拨	2,594,748	25,849
灌国用（2013）第 0810 号	综合	划拨	2,595,709	25,599
灌国用（2013）第 0811 号	综合	划拨	1,252,755	12,355
灌国用（2013）第 0812 号	综合	划拨	739,649	7,368
灌国用（2013）第 0813 号	综合	划拨	1,753,635	17,294
灌国用（2013）第 0814 号	综合	划拨	3,339,323	32,932
灌国用（2013）第 0815 号	综合	划拨	4,311,315	42,518
灌国用（2013）第 0816 号	综合	划拨	4,373,657	43,133
灌国用（2013）第 0817 号	综合	划拨	4,876,388	48,091
合计	-	-	31,749,533	330,806

资料来源：本期债券募集说明书

根据抵押资产监管协议安排，在本期债券存续期间内，公司应聘请经本期债券代理人认可的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，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。但截至2019年4月末，公司尚未按协议约定，对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的2019年3月14日的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年3月14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。

（二）或有事项分析

截至2018年12月31日，公司对外担保余额共计52.89亿元，占年末所有者权益的比例为35.58%，包括政府下属单位以及部分民营企业，其中对民营企业的担保余额合计2.25亿元，占比4.25%。民营企业的担保均已采取反担保措施，对非民营企业担保均未采取反担保措施。公司对外担保余额规模较大，存在一定的负债风险。

表 20 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保明细（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否民营企业	担保方式
灌南县城市建设投资发展有限公司	39.57	2042 年 6 月 25 日	国有	保证
连云港灌河新农村发展建设有限公司	3.10	2021 年 5 月 9 日	国有	保证
江苏裕灌现代农业科技有限公司	1.35	2019 年 4 月 22 日	民营	保证
江苏金路源交通发展集团有限公司	1.75	2025 年 10 月 29 日	国有	保证
灌南县汤臣实业有限公司	1.35	025 年 6 月 1 日	国有	保证
灌南县腾升投资有限公司	4.18	2025 年 4 月 25 日	国有	保证
灌南县经济适用房开发中心	0.40	2020 年 12 月 31 日	国有	保证
灌南县三口实业有限公司	0.10	2019 年 1 月 2 日	国有	保证
江苏亚欧工程管理有限公司	0.40	2019 年 7 月 14 日	民营	保证
灌南县农通实业有限公司	0.20	2019 年 3 月 19 日	国有	保证

灌南宏兴环保科技有限公司	0.50	2025 年 12 月 10 日	民营	保证
合计	52.89	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、评级结论

外部环境较好，为公司发展提供了良好基础；截至2018年末，公司在建及拟建基础设施工程项目总投资金额达45.39亿元，工程体量较大。此外，公司负责县域82万人口的生活供水及污水处理等，具有较强的区域垄断优势，业务具有可持续性；公司获得的外部支持力度仍较大；作为本期债券抵押物的11宗国有土地使用权，2013年评估价值总计33.08亿元，为本期债券的安全偿还提供了较好保障。同时我们也关注到，公司有息负债规模较大，存在较大的短期偿债压力；公司在建和拟建基础设施工程项目资金压力较大；公司资产流动性较弱，且土地资产多已用作抵押；2018年末公司对外担保余额较大，存在一定或有负债风险；本期债券抵押资产未进行跟踪评估，其价值变化可能对本期债券安全偿还产生影响。

基于以上分析，中证鹏元维持公司主体长期信用级别为AA，本期债券信用级别为AA+，维持评级展望为稳定。

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	158,967.63	313,992.12	13,886.90
其他应收款	535,277.85	481,557.36	124,170.12
存货	1,065,331.94	1,147,621.36	1,077,989.90
总资产	2,481,344.84	2,466,390.72	2,180,125.29
短期借款	63,000.00	40,600.00	8,100.00
一年内到期的非流动负债	176,952.13	71,390.00	79,640.00
长期借款	244,057.39	331,693.25	233,792.00
应付债券	188,637.31	222,824.72	129,064.95
长期应付款	157,342.98	194,495.60	143,055.43
总负债	994,855.93	995,975.34	793,803.02
有息债务	761,646.83	751,217.97	451,296.95
所有者权益	1,486,488.91	1,470,415.38	1,386,322.28
营业收入	94,544.69	101,076.39	93,413.00
营业利润	32,765.40	32,142.63	1,035.40
营业外收入	251.88	15.53	30,840.97
利润总额	32,489.32	31,937.05	31,666.73
经营活动产生的现金流量净额	-92,719.89	-36,165.65	115,752.86
投资活动产生的现金流量净额	-88,512.00	-160,823.97	-40,474.21
筹资活动产生的现金流量净额	-8,255.07	374,394.61	48,205.61
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	14.89%	11.58%	12.61%
收现比	0.61	0.74	1.26
产权比率	66.93%	67.73%	57.26%
资产负债率	40.09%	40.38%	36.41%
流动比率	5.16	8.49	6.29
速动比率	2.43	3.85	2.48
EBITDA（万元）	45,456.90	44,484.63	40,794.67
EBITDA 利息保障倍数	1.43	1.28	2.43
有息债务/EBITDA	16.76	16.89	11.06

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至 2018 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司

级次	子公司名称	取得方式	持股比例	主营业务
一级	海西国际投资有限公司	新设	100%	投资、进出口贸易、咨询
二级	连云港市硕灌实业有限公司	投资设立	100%	建筑新材料生产、工程施工、建材销售、企业管理咨询
一级	灌南县金灌置业有限公司	投资设立	100%	房地产开发
一级	连云港灌河融资担保有限公司	投资设立	100%	贷款担保
一级	灌南县兴民扶贫开发有限公司	投资设立	100%	种植业、养殖业扶贫开发
一级	连云港化工产业园区投资发展有限公司	购买	100%	商务服务
二级	连云港中新化工环保城开发有限公司	投资设立	100%	污水处理设备制造
三级	连云港中新污水处理有限公司	投资设立	100%	生态保护、环境治理
一级	灌南县三创交通投资有限公司	合并	100%	交通工程施工
二级	灌南县晟灌实业有限公司	新设	100%	土木工程建筑
一级	江苏灌河投资发展有限公司	投资设立	100%	投资开发
二级	灌南县灌诚咨询服务有限公司	投资设立	100%	投资、理财、咨询服务
一级	连云港灌河金融控股有限公司	投资设立	100%	商务服务
一级	连云港硕项湖水务集团有限公司	划拨	100%	水务项目投资
二级	灌南县田楼自来水有限公司	划拨	100%	集中式供水
二级	灌南县畅达市政工程建设有限公司	投资设立	100%	工程施工、管材销售
二级	灌南县硕项湖投资发展有限公司	划拨	100%	土木工程建筑
二级	灌南县自来水有限公司	划拨	100%	水的生产及供应
二级	灌南县硕项湖自来水有限公司	划拨	100%	集中式供水
二级	灌南海西污水处理有限公司	划拨	100%	城乡污水处理厂的投资
二级	灌南硕项湖纯净水有限公司	划拨	100%	饮料生产
一级	灌南县灌河旅游发展有限公司	合并	100%	旅游项目开发
一级	灌南县堆沟港实业有限公司	设立	60%	港务工程
二级	硕灌融资租赁（深圳）有限公司	投资设立	100%	租赁
二级	灌南县金灌物业管理有限公司	投资设立	100%	物业管理
二级	连云港市灌南县润灌科技小额贷款有限公司	投资设立	70%	商务服务
二级	灌南县硕项湖酒店有限公司	投资设立	100%	酒店经营
一级	灌南县灌江农业投资发展有限公司	投资设立	100%	特色小镇投资开发；设施农业项目投资开发

资料来源：公司提供，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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
产权比	$\text{负债总额} / \text{所有者权益总额}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{ 年内到期的长期有息债务} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中有息部分}$

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。