

2015 年沐阳金源资产经营有限公司公司债券

跟踪评级报告

 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2018]100798】

评级对象: 2015年沭阳金源资产经营有限公司公司债券

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪	AA	稳定	AA ⁺	2018年6月29日
前次跟踪:	AA	稳定	AA ⁺	2017年6月28日
首次评级:	AA	稳定	AA ⁺	2015年4月30日

主要财务数据

项 目	2015年	2016年	2017年
金额单位: 人民币亿元			
发行人母公司数据:			
货币资金	0.00	1.67	8.83
刚性债务	31.40	29.83	35.75
所有者权益	90.27	90.81	92.16
经营性现金净流入量	-3.55	5.84	9.30
发行人合并数据及指标:			
总资产	184.53	191.38	204.85
总负债	64.88	69.63	81.38
刚性债务	56.09	58.96	68.96
所有者权益	119.65	121.75	123.46
营业收入	23.55	19.46	20.06
净利润	2.50	1.48	1.94
经营性现金净流入量	0.02	1.52	10.34
EBITDA	3.30	1.98	2.40
资产负债率[%]	35.16	36.38	39.73
长短期债务比[%]	211.38	216.14	276.44
权益资本与刚性债务比率[%]	213.34	206.49	179.03
流动比率[%]	849.29	833.07	911.24
现金比率[%]	26.32	30.78	107.06
利息保障倍数[倍]	0.85	0.61	0.58
EBITDA/利息支出[倍]	0.93	0.75	0.68
EBITDA/刚性债务[倍]	0.07	0.03	0.04
瀚华担保数据			
	2014年	2015年	2016年
总资产	48.35	52.79	57.83
所有者权益	38.35	38.42	40.39
担保余额	255.54	290.07	330.74
担保放大倍数[倍]	6.66	7.55	8.18

注: 发行人数据根据沭阳金源经审计的2015-2017年三年连审财务数据整理、计算。担保方数据根据瀚华担保经审计的2014-2016年及财务数据整理、计算。

分析师

刘明球 lmq@shxsj.com
吴梦琦 wmq@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对沭阳金源资产经营有限公司(简称沭阳金源、发行人、该公司或公司)及其发行的15沭阳金源债的跟踪评级反映了2017年以来沭阳金源在外部环境、业务地位、资本实力及担保增信等方面保持优势,同时也反映了公司在盈利能力、投融资压力、资产质量及或有负债等方面继续面临压力。

主要优势:

- **外部环境较好。**跟踪期内,沭阳县经济保持增长态势,经济实力较强,为沭阳金源的发展提供了较好的外部环境。
- **业务地位稳固。**跟踪期内,沭阳金源仍是沭阳县基础设施建设及国有资产运营主体,业务地位稳固。
- **资本实力较强。**跟踪期内,沭阳金源资本实力较强,资产负债率较低,所有者权益对刚性债务的保障程度较高。
- **担保增信。**跟踪期内,瀚华担保对本期债券的担保仍有效,有助于提升本期债券的偿债安全性。

主要风险:

- **盈利能力较弱。**跟踪期内,沭阳金源毛利率下降至较低水平,盈利主要依赖政府补助,盈利能力较弱。
- **投融资压力。**跟踪期内,沭阳金源已积聚一定规模的刚性债务,且后续尚有一定规模的项目投资计划,面临较大投融资压力。
- **资产质量一般。**跟踪期内,沭阳金源大量资金沉淀于存货和应收款项,大额资产受限,资产质量一般。

- 或有负债风险。跟踪期内，沐阳金源对外担保金额较大，且有多起诉讼案件，存在一定或有负债风险。

➤ 未来展望

通过对沐阳金源及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2015 年沭阳金源资产经营有限公司公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2015 年沭阳金源资产经营有限公司公司债券（简称“15 沭阳金源债”）信用评级跟踪评级安排，本评级机构根据沭阳金源提供的经审计的 2017 年财务报表及相关经营数据，对沭阳金源的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2015 年 9 月发行 15 沭阳金源债 8.00 亿元，期限为 7 年，票面利率 5.49%，计息方式为附息式固定利率，每年付息一次。15 沭阳金源债设计本金提前偿还条款，即自债券存续期内第三年末起至第七年末，逐年分别按照本期债券发行总额 20%、20%、20%、20% 和 20% 的比例偿还债券本金，最后五个计息年度每年的应付利息随当年兑付的本金一起支付。15 沭阳金源债募集资金全部用于沭阳县 2013-2017 年棚户区改造一期工程项目建设，截至 2017 年末，募集资金已全部使用。

图表 1. 截至 2017 年末 15 沭阳金源债募投项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	占地面积	建筑面积	总投资	已投资	已使用募集资金数
桃园小区四期 A 段地块安置小区	2.54	5.90	2.42	2.42	1.01
桃园小区四期 B 段地块安置小区	6.64	15.43	6.32	5.47	1.20
长庄地块安置小区	6.73	15.63	6.40	6.38	2.30
城市名园一期地块安置小区	2.96	6.88	2.82	2.82	1.32
城市名园二期地块安置小区	1.88	4.38	1.79	1.79	0.50
原人民医院地块安置小区	4.58	10.64	4.36	4.29	1.67
合计	25.33	58.86	24.11	23.17	8.00

资料来源：沭阳金源

截至 2018 年 6 月 18 日，该公司待偿还债券本金余额为 30.17 亿元，目前已发行债券均能够按时付息，没有延迟支付本息的情况。

图表 2. 截至 2018 年 6 月 18 日公司存续债券概况

债项名称	发行金额（亿元）	期限（年）	发行利率（%）	发行时间	本息兑付情况
12 沭阳债	10.00	7	5.90	2017 年 11 月	已偿付本金 6 亿元，剩余 4 亿元本金计划提前兑付
14 沭阳金源债	13.00	7	7.39	2014 年 4 月	已偿付本金 5.2 亿元，剩余 7.8 亿元本金未到期
15 沭阳金源债	8.00	7	5.49	2015 年 9 月	本金未到期
17 沭阳 01	10.37	5	6.40	2017 年 7 月	本金未到期

资料来源：Wind

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，

金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

(2) 行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43 号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017 年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，加之近两年债务集中到期规模大，部分企业将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。2017 年我国基础设施投资完成 14.00 万亿元，增长 19.0%，占全国固定资产投资（不含农户）的比重为 22.2%；资本形成总额对国内生产总值增长的贡献率为 32.1%。

2017 年 5 月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严

重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2017 年末，我国城镇化率为 58.52%，与国外发达国家的 70%-80% 相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014 年 9 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《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），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。

2017 年以来，行业监管力度进一步加大。4 月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），加强融资平台公司融资管理，强调地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为其偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，同时要求建立跨部门联合监测和防控机制，对地方政府及其所属部门、融资平台公司、金融机构、中介机构、法律服务机构等的违法违规行加强跨部门联合惩戒。5 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6 月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018 年 2 月，国家发展改革委和财政部联合发布《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），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。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），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

整体来看，自 43 号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看

则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，融资环境的收紧将使部分企业面临集中偿付压力。

(3) 区域经济环境

2017年，沭阳县经济保持增长，增速有所放缓；主导产业继续增强，园区经济较快增长。但房地产开发投资大幅下降。

2017年，沭阳县经济总量保持增长，但增速有所放缓。据初步核算，当年沭阳县实现地区生产总值770.14亿元，按可比价计算增长7.4%，较上年下降1.6个百分点。其中，三次产业分别实现增加值94.39亿元、352.48亿元和323.27亿元，同比分别增长2.7%、7.8%和8.4%。三次产业结构由上年的13.1:45.6:41.3调整为12.2:45.8:42.0，其中三产占比上升0.7个百分点。按常住人口计算，当年人均地区生产总值4.95万元，同比增长9.6%。

图表 3. 2015年以来沭阳县主要经济指标及增速（单位：%）

指标	2015年		2016年		2017年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值（亿元）	630.13	9.9	697.31	9.0	770.14	7.4
第一产业增加值（亿元）	81.86	3.5	91.27	1.9	94.39	2.7
第二产业增加值（亿元）	293.28	11.3	317.95	9.3	352.48	7.8
第三产业增加值（亿元）	255.17	10.3	288.09	11.0	323.27	8.4
规模以上工业增加值（亿元）	281.12	11.6	314.64	10.9	239.28	8.5
固定资产投资（亿元）	455.59	18.7	515.03	13.0	548.80	9.1
社会消费品零售总额（亿元）	175.49	10.7	197.68	12.6	219.13	10.8
进出口总额（亿美元）	5.81	-36.9	6.39	9.89 ¹	6.71	5.1
三次产业结构	13.0: 46.5: 40.5		13.1: 45.6: 41.3		12.2: 45.8: 42.0	

资料来源：沭阳县 2015-2017 年国民经济和社会发展情况统计公报

沭阳县以木材加工、纺织服装、酿酒食品、机械电子、金属加工等产业为主导产业。2017年全县规模以上工业增加值为239.28亿元，同比增长8.5%，主导产业继续增强，在规模以上工业企业中，“2+1”（即纺织服装、装备制造、电子信息）产业实现产值472亿元，同比增长21.1%，占规模以上工业总产值的41.1%。其中纺织服装业实现产值159.42亿元，同比增长12.0%；装备制造业实现产值239.81亿元，同比增长28.37%；电子信息业实现产值72.78亿元，同比增长19.7%。

园区经济方面，2017年沭阳县园区经济实现较快增长。其中，当年沭阳经济技术开发区完成工业开票销售收入328亿元，同比增长15.7%，占全县609亿元的53.9%；实现工业税收14.9亿元，同比增长27.4%，占全县25亿元的59.7%；完成工业增值税9.1亿元，同比增长42%，占全县18.1亿元的50.4%；实现自营出口额5.4亿美元，同

¹ 2016年进出口总额增速由公式（当年进出口总额-上年进出口总额）/上年进出口总额计算得出。

比增长 9.3%。昆沭工业园新开工工业项目 14 个，其中亿元以上工业项目 12 个。全年昆沭工业园实现工业总产值 261.34 亿元，同比增长 19.7%，实现工业增加值 59.46 亿元，同比增长 19.7%。软件产业园新入驻软件企业 45 家，共入驻软件信息及电子商务类企业 341 家，实现业务总收入 60.19 亿元，同比增长 2.5 倍；其中软件与服务外包主营业务收入 23.11 亿元，同比增长 73.0%；实现税收 1.58 亿元，同比增长 38.6%。

2017 年，沭阳县固定资产投资仍主要以对第二、三产业的投资为主，房地产开发投资增速大幅下降。当年全市固定资产投资为 548.80 亿元，同比增长 9.1%，增速较上年下降 3.9 个百分点。三次产业分别完成投资 15.53 亿元、380.03 亿元和 153.24 亿元，增速分别为 276.7%、1.1%和 13.6%，二产投资增速放缓。其中，房地产开发投资 46.84 亿元，同比下降 37.4%。全县商品房施工面积 879.32 万平方米，同比下降 0.1%；其中商品住宅施工面积 640.61 万平方米，同比增长 1.5%。当年商品房销售略有增势，全县商品房销售面积 191.85 万平方米，同比增长 5.3%；其中住宅销售面积 163.72 万平方米，同比下降 0.6%。全县商品房销售额 99.19 亿元，同比增长 22.9%；其中住宅销售额 83.49 亿元，同比增长 17.5%。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍为沭阳县重要的基础设施投建主体，收入主要来源于工程建设、房产销售及粮食销售业务，营业收入有所增加。公司项目建设前期所需资金较大，资金回笼相对滞后，且后续项目投资较集中，公司面临一定投融资压力。

2017 年，该公司仍为沭阳县重要的基础设施投建主体，主要从事工程建设、房产销售和粮食储备购销等业务，当年新增保安服务业务。同期，公司实现营业收入 20.06 亿元，较上年小幅增长 3.08%，收入主要来自工程建设、房产销售及粮食销售业务，该三项业务合计占营业收入的 97.76%。从毛利来看，2017 年公司实现营业毛利 0.73 亿元，工程建设及房产销售业务是公司最主要的毛利来源，两项业务实现毛利合计为 0.59 亿元，占公司营业毛利的 80.15%，毛利较上年下降 9.82%，主要是除房产销售业务毛利增加及新增少量保安服务业务毛利外，其余业务毛利大幅下降所致。

图表 4. 2015 年以来公司营业收入及毛利率构成情况（单位：万元、%）

业务板块	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入合计	235,450.65	100.00	194,642.12	100.00	200,630.64	100.00
工程建设	172,689.04	73.34	72,600.56	37.30	56,563.25	28.19
房产销售	7,019.44	2.98	23,811.62	12.23	36,373.28	18.13
粮食销售	50,479.79	21.44	93,395.41	47.98	103,195.87	51.44
交通运输	4,581.17	1.95	4,068.18	2.09	3,480.65	1.73
保安服务	—	—	—	—	334.72	0.17
其他	681.21	0.29	766.35	0.39	682.87	0.34
营业毛利	18,302.40	100.00	8,129.57	100.00	7330.96	100.00
工程建设	15,699.00	85.78	4,620.03	56.83	3599.48	49.10
房产销售	638.13	3.49	1,028.86	12.66	2276.44	31.05
粮食销售	569.52	3.11	841.31	10.35	560.29	7.64
交通运输	802.88	4.39	961.90	11.83	271.15	3.70

业务板块	2015年		2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
保安服务	-	0.00	-	0.00	131.78	1.80
其他	592.87	3.24	677.47	8.33	491.82	6.71

资料来源：根据沭阳金源 2015-2017 年三年连审财务报表数据整理、计算

(1) 工程建设业务

该公司工程建设业务由公司本部、子公司沭阳金地建设开发有限公司（以下简称“金地公司”）、沭阳金阳建设实业有限公司（以下简称“金阳公司”）、沭阳金达交通建设有限公司（以下简称“金达公司”）、沭阳金谷农业发展有限公司（以下简称“金谷公司”）和江苏沭阳新城科教发展有限公司（以下简称“新城科教”）负责。其中公司本部以代建项目收取项目管理费为主；金地公司和金阳公司以承建保障房项目和建筑工程为主；金达公司以承建交通基础设施工程为主；金谷公司主要从事水利设施等基础设施建设；新城科教主要从事基础设施建设。

该公司工程建设项目模式主要有两种，一是政府与公司签订回购协议，项目建设资金由公司筹措，项目建成后由政府实施回购，回购价款为成本加成 10%。二是政府购买服务模式。2015 年 6 月后，根据规定不再允许采用模式一，因此政府不再与公司签订回购协议，而是采用与沭阳金诚资产经营有限公司（以下简称“金诚资产²”）签订代建协议，根据项目确认回购函确认收入，具体以项目成本加成约 6.79% 计入营业收入。2017 年公司工程建设业务实现收入 5.66 亿元，受当地政府整体调控、当年工程项目建设减少影响，同比下降 22.09%。

2017 年末，该公司在建项目主要为沭阳县 2013-2017 年棚户区改造一期工程项目、县道路工程、城区污水处理厂配套管网工程和沭阳县湿地公园等，合计总投资 66.79 亿元，已投资 49.03 亿元，已回笼项目款 8.08 亿元，2018-2020 年上述项目尚需投资 17.76 亿元。此外，公司拟建项目计划总投资约 2.05 亿元，2018-2020 年拟建项目计划投资 1.93 亿元。总体看，公司后续项目投资建设规模较大，仍面临较大的资本性支出压力。

图表 5. 截至 2017 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划建设期限 (年月-年月)	模式	总投资	已投资	回收 资金	计划投资		
						2018年	2019年	2020年
沭阳县 2013-2017 棚户区改造一期工程项目	2013.5-2019.5	回购	24.11	23.17	6.67	0.94	0.00	0.00
县道路工程	2014.7-2018.7	回购	8.79	8.60	0.00	0.19	0.00	0.00
城区污水处理厂配套管网工程	2015.3-2018.3	回购	8.00	7.89	1.02	0.11	0.00	0.00
沭阳县庙头水厂工程	2014.8-2017.8 ³	购买服务	1.80	1.39	0.39	0.41	0.00	0.00
沭阳县岚山公园	2015.12-2018.1	购买服务	1.50	1.35	0.00	0.15	0.00	0.00

² 金诚资产成立于 2014 年 9 月 19 日，截至 2017 年末实收资本为 2.01 亿元，由沭阳县非税收入管理办公室和建信信托有限责任公司分别出资 2 亿元和 100 万元，分别持股 99.50% 和 0.50%，主要从事国有资产经营、投资、交通工程监理等业务。

³ 项目实际建设期较计划建设期

项目名称	计划建设期限 (年月-年月)	模式	总投资	已投资	回收 资金	计划投资		
						2018年	2019年	2020年
沭阳县湿地公园	2015.12-2019.12	购买服务	20.00	5.23	0.00	5.00	9.53	0.24
建制镇污水处理项目	2015.12-2018.12	购买服务	2.59	1.40	0.00	1.19	0.00	0.00
合计	-	-	66.79	49.03	8.08	7.99	9.53	0.24

资料来源：沭阳金源

(2) 房产销售业务

该公司及子公司金地公司、金阳公司承担了沭阳县保障房、安置房建设，主要建设的项目有任巷小区、孙巷小区、沭河家园和梦溪小区等。公司承建的保障房、安置房项目大部分由政府回购（计入工程建设业务收入），部分房产为用货币进行安置后剩余的房产及铺面、门面等，由公司自行销售（计入房产销售收入），但由于这些房产与保障房、安置房小区相关，政府限制了获利空间，毛利率较低。2017年公司主要销售梦溪小区、孙巷小区、幸福家小区、美好家园小区、城北小区和长庄安置小区的房产及铺面、门面等，受沭阳县房地产价格上涨较大，公司存量房源销售较好及安置小区营业用房销售情况较好等因素影响，当年销售 60621.9 平方米，较上年增长 179.05%，实现销售收入 3.64 亿元，较上年增长 52.75%。截至 2017 年末，公司可售存量房源 369 套，以商铺居多，面积总计 375894.31 平方米，预计可实现销售收入 6.90 亿元。

(3) 粮油销售业务

该公司粮油销售业务主要由子公司沭阳县粮食购销总公司（以下简称“粮食购销公司”）负责运营，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。目前公司的总储备仓容已达 75.80 万吨，年经营量达 139.78 万吨。公司粮食购销的模式为：公司收购的大多数粮食根据市场行情确定收购价格，并通过粮食经纪人收购；少数粮食收购通过由国家指导定价的政策性收购价格确定；除了满足少部分省里指定的代储任务，绝大多数的粮食以市场价销售给了下游的食品加工企业。公司粮油购销的品种为小麦、粳稻和籼稻。2017 年，公司收购粮食 31.89 万吨，销售粮食 39.72 万吨，实现粮油销售收入 10.32 亿元，较上年增长 10.49%，主要系受粮食市场价格影响所致。2017 年受粮食销售收入大幅增加及公司控制相关成本影响，公司粮食销售业务实现毛利 560.29 万元，较上年下降 33.40%。

(4) 交通运输和保安服务业务

该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。2017 年，公司实现交通运输业务收入 0.35 亿元，较上年下降 14.40%，原因一是高铁的快速发展，居民长途出行大多愿意选择铁路；原因二是沭阳县私家车拥有量大幅增加，居民出行多以私家车为主，县乡短途旅客也出现较大流失。

该公司保安服务业务是2017年新增业务,主要由沭阳县保安服务公司(以下简称“沭阳保安公司”)负责,沭阳保安公司由政府于2017年划拨至公司,截至2017年末由公司100%持股,是目前沭阳县第一家新型专业化保安服务企业,提供人防、物防、技防、联网报警、非武装押运等安防相关服务。2017年,公司保安服务业务实现收入334.72万元。

管理

跟踪期内,该公司实际控制人仍为沭阳县人民政府,且公司在治理结构、管理制度及机构设置等方面均未发生重大变化。

截至2017年末,该公司注册资本仍为11.98亿元,由沭阳县非税收入管理办公室100%持股,实际控制人仍为沭阳县人民政府。公司在治理结构、管理制度及机构设置等方面无重大变化。

根据该公司提供的2018年6月11日的《企业信用报告》,公司已结清关注类贷款2笔,合计0.84亿元,系银行按照上级行规定将政府融资平台企业缺乏有效担保的贷款划分为关注类;公司不良类对外担保余额2.14亿元。

截至2018年5月末,根据国家税务总局、全国法院失信被执行人名单信息公布与查询平台、证券期货市场失信记录查询平台信息查询结果,该公司未存在异常情况。

财务

跟踪期内,该公司负债及刚性债务规模有所增长,负债经营程度小幅上升但仍较低。公司资金大量沉淀于存货和应收款项,受限资产较高,资产质量一般。受益于往来款大额净流入,经营性现金流大额净流入。同时,公司存量资金相对充裕,可为债务偿还提供一定支撑。公司主业盈利能力较弱,盈利主要依赖政府补助。

1. 公司财务质量

该公司为更好地适应未来业务发展的需要,经综合评估,2018年公司决定亚太(集团)会计师事务所(特殊普通合伙)为公司2017年度财务报表的审计机构。此次变更系公司基于生产经营活动的正常调整。公司以前年度财务报表的审计机构为中兴华会计师事务所(特殊普通合伙)。亚太(集团)会计师事务所(特殊普通合伙)对公司的2015-2017年财务报告进行了三年连审,并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部已颁布的最新企业会计准则及其应用指南、解释以及其他相关规定。

截至2017年末,该公司纳入合并范围的子公司共10家,新增2家,分别为沭阳保安公司和江苏民生谷稷食品有限公司(简称“民生谷稷食品”),其中保安公司当年已运营,但民生谷稷食品尚于筹建阶段未实际经营。

图表 6. 2017 年公司新纳入合并范围的主体情况（单位：万元）

企业名称	业务性质	注册资本	持股比例	取得方式
沭阳县保安服务公司	保安服务；车辆上牌、过户、年检代办服务等	100.00	100%	划拨
江苏民生谷稷食品有限公司	花色挂面、生鲜面、熟鲜面、干食面、非油炸面制品加工、销售	1000.00	60.04%	设立

资料来源：沭阳金源

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

2017 年，该公司主要通过银行借款及发行债券等外部融资以满足项目建设、粮油销售等业务的资金需要，年末负债总额增至 81.38 亿元，较上年末增长 16.88%，资产负债率为 39.73%，较上年末上升 3.35 个百分点，但负债经营程度仍较低。

从负债结构来看，2017 年末该公司长短期债务比为 276.44%，较上年末上升 60.30 个百分点，公司负债以长期负债为主。公司负债主要由刚性债务构成，当年末公司刚性债务为 69.56 亿元，较上年末增加 10 亿元，余额占公司负债的 85.48%。其中，中长期刚性债务余额为 58.05 亿元，包括长期借款余额 28.43 亿元，较上年末增长 22.25%，其中信用、保证、抵押和质押借款分别为 8.95 亿元、4 亿元、8.68 亿元和 6.80 亿元，分别占比 31.49%、14.07%、30.52%和 23.92%；应付债券本息余额为 28.92 亿元，较上年末增长 25.72%，主要为公司存续的 12 沭阳债 2.00 亿元、14 沭阳金源债 8.26 亿元、15 沭阳金源债 8.05 亿元和 17 沭阳债 10.61 亿元；以及长期应付款 0.70 亿元，是中国农发重点建设基金借款。短期刚性债务余额为 10.92 亿元，较上年末略减 4.92%，构成主要为短期借款 5.04 亿元、一年内到期的长期借款 1.28 亿元、一年内到期的应付债券 4.60 亿元以及其他应付款中沭阳县第二水厂的借款 0.60 亿元。此外，2017 年末公司其他应付款为 7.14 亿元，较上年末略降，主要为应付沭阳县财政局、县内企事业单位的往来款及借款。截至 2017 年末，公司已积聚一定规模的刚性债务，有一定的债务压力，但公司股东权益与刚性债务比率达 179.03%，股东权益对刚性债务的保障程度高。

截至 2017 年末，该公司对外担保余额为 50.93 亿元，被担保对象主要为国有企业或企事业单位，其中规模较大的对外担保为对金诚资产担保 39.29 亿元，占公司对外担保金额的比重为 77.15%，对沭阳经济开发区建设投资有限公司担保 5.30 亿元，对沭阳县第二水厂担保 4.20 亿元和对沭县人民医院担保 1.94 亿元。当年末公司担保比率为 41.25%，存在较大的代偿风险。此外，2017 年末公司有多起以公司为原告的涉诉案件，涉及未回款本息 2.27 亿元，可能存在或有负债风险。

（2）现金流分析

该公司经营活动现金流主要反映工程建设、粮油销售等业务的现金流及与其他单位的往来款。2017 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 18.69 亿元，较上年下降 30.33%，主要是上年收到的房款规模较大、基数较大所致。当年公司营业收入现金率为 93.15%，同比下降 44.66 个百分点，公司主业获现能力有所下降但仍较好。由于其他与经营活动有关的现金大额净流入，公司经营活动现金净流入 10.34 亿元，较上年显著增

长。同期，公司投资环节资金流出主要为购置固定资产、投资联营企业及金融资产，投资活动现金净流出 0.15 亿元。2017 年公司筹资活动现金净流入 6.17 亿元，较上年增长 114.39%，主要系公司为对外融资所收到的现金增加及偿还债务规模有所减少所致。2017 年，公司经营性现金净流入量与流动负债、刚性债务的比率分别为 47.40% 和 16.02%，对负债及刚性债务的保障大幅增强，但总体仍处于较差水平。同期，公司 EBITDA 为 2.40 亿元，同比增加 0.42 亿元，主要是受利润总额增加所致，EBITDA 对刚性债务及利息支出的保障程度略有增强，但仍较差。

(3) 资产质量分析

截至 2017 年末，该公司所有者权益为 123.46 亿元，主要得益于经营累积，较上年末略增 1.41%。从构成看，2017 年末公司所有者权益中，实收资本及资本公积合计占比 81.28%，资本稳定性高。

截至 2017 年末，该公司资产总额为 204.85 亿元，较上年末增长 10.71%，主要为货币资金增加所致。当年末公司资产仍以流动资产为主，流动资产占总资产 96.17%。从具体构成看，2017 年末公司流动资产主要由货币资金和存货构成，分别占比 11.75% 和 79.74%。其中，货币资金余额为 23.15 亿元，无受限资金，较上年末增长 241.44%，主要是当年公司收回大量往来款所致；存货余额为 157.09 亿元，其中开发成本中的土地资产为 89.90 亿元，已抵押 92.00%，项目开发成本 63.51 亿元。此外，其他应收款 4 余额为 12.44 亿元，主要是与沭阳县财政局往来款 7.44 亿元，占比 59.81%，账龄 3 年，其他应收款较上年末减少 59.15%，主要是公司与财政局等往来款减少所致；应收账款余额为 4.16 亿元，其中应收金诚资产的工程款 3.90 亿元，应收账款同比增长 71.39%，主要是公司自 2015 年 6 月后的工程代建项目为与金诚资产签订的协议，未回收的工程款增加所致。2017 年末，公司非流动资产为 7.85 亿元，同比略减，主要由可供出售金融资产和固定资产构成，其中可供出售金融资产余额为 1.73 亿元，主要是对江苏沭阳农村商业银行股份有限公司等 3 家公司的股权投资，余额较上年末增长 3.60%，是当年投资了沭阳县汽车客运总站有限公司所致；固定资产余额为 4.11 亿元，同比下降 7.28%，主要系计提折旧所致。此外，2017 年末公司长期股权投资为 0.54 亿元，是对联营企业的投资，余额较上年末增加 0.10 亿元，是公司当年分别对宿迁韩山生态开发有限公司和江苏宿迁天丰粮食收储有限公司的投资 200 万元和 678.39 万元。

(4) 流动性/短期因素

截至 2017 年末，该公司现金比率和短期刚性债务现金覆盖率分别为 107.06% 和 201.00%，即期支付能力强。同期末，公司流动比率和速动比率分别为 911.24% 和 183.84%，公司流动资产对流动负债的保障程度较好。

截至 2017 年末，该公司受限资产余额为 82.71 亿元，全部为存货中的作抵质押借款的土地资产，占资产总额的比重为 40.38%，资产受限程度较高。

⁴ 该公司其他应收款中部分余额是为了扶持沭阳县当地中小工商企业，借款给上述企业形成的款项。

3. 公司盈利能力

得益于该公司粮食销售及房产销售收入增加，2017 年公司实现营业收入 20.06 亿元，较上年增长 3.08%。当年公司毛利率为 3.65%，同比下降 0.53 个百分点，主要是工程建设和粮食销售业务毛利减少所致。其中，工程建设业务毛利率为 6.36%，与上年持平；房产销售业务毛利率为 6.26%，较上年上升 1.94 个百分点，主要受当年所售营业用房售价较高等因素影响；粮油销售业务毛利率为 0.54%，较上年下降 0.36 个百分点，主要是国家粮食政策对粮价的影响所致；受私家车增多，客流量减少，但固定成本仍较高影响，交通运输业务毛利率较上年下降 15.85 个百分点至 7.79%。此外，2017 年新增的保安服务业务毛利率为 39.37%，毛利率较高。

图表 7. 2015 年以来公司各业务毛利率情况表（单位：%）

业务板块	2015 年	2016 年	2017 年
工程建设	9.09	6.36	6.36
房产销售	9.09	4.32	6.26
粮食销售	1.13	0.90	0.54
交通运输	17.53	23.64	7.79
保安服务	-	-	39.37
其他	87.03	88.40	72.02
综合毛利率	7.77	4.18	3.65

该公司期间费用主要来自销售费用和管理费用，2017 年为 0.89 亿元，期间费用率为 4.41%，尚处于合理控制范围。同期，公司营业税金及附加为 0.19 亿元，较上年增加 0.15 亿元，主要是土地增值税增加所致。2017 年公司计提资产减值损失 0.49 亿元，主要系对应收款项计提的坏账准备所致；当年还获得与经营业务相关的政府补助 2.60 亿元，与营业活动无关的政府补助 0.08 亿元，合计 2.68 亿元，是公司盈利的主要来源。此外，2017 年公司所得税费用为-0.05 亿元，主要是由于当年计提了较大金额的坏账准备，形成较大金额递延所得税资产所致。2017 年，公司实现净利润 1.94 亿元，同比增长 31.49%。

从资产获利能力看，2017 年，该公司总资产报酬率为 1.03%，净资产收益率为 1.58%，均较上年有所上升，但仍处于较低水平，整体盈利能力仍较弱。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

跟踪期内，该公司收入主要来源于粮食销售、工程建设及房产销售业务，得益于前两项业务增加，营业收入有所扩大。公司负债经营程度仍较低，同时经营性净现金大额净流入，存量资金相对充裕，短期偿债能力较强。

2. 外部支持因素

该公司作为沭阳县基础设施及国有资产运营主体，得到了政府补助的持续支持。2017 年，公司获得政府补助 2.68 亿元。

该公司已与多家银行等金融机构保持长期合作伙伴关系。截至 2018 年 3 月末，公司共获得商业银行授信额度 27.40 亿元，尚未使用授信额度 15.25 亿元。

附带特定条款的债项跟踪分析

外部担保

15 沭阳金源债由瀚华担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。瀚华担保系经重庆市金融工作办公室批准于 2009 年 8 月成立商业性担保公司，初始注册资本 10.00 亿元，经多次增资及股权转让，截至 2016 年末，瀚华担保的注册资本为 35.00 亿元，其中瀚华金控股份有限公司（简称“瀚华金控”）出资 34.965 亿元，持股 99.90%，为控股股东；重庆惠微投资有限公司出资 0.035 亿元，持股 0.10%。截至 2016 年末，瀚华担保在重庆、四川、云南、湖北、陕西、甘肃、辽宁、北京、山东、江苏、上海等地区设立了 26 家分支机构，担保业务实现对全国 22 个省份和地区的覆盖。

截至 2016 年末，瀚华担保经审计的合并报表口径资产总额为 57.83 亿元，净资产为 40.39 亿元；2016 年度担保业务发生额为 413.66 亿元，期末担保责任余额为 330.74 亿元，担保放大倍数 8.18 倍；当年瀚华担保共实现营业收入 10.29 亿元，净利润 1.97 亿元。

瀚华担保作为瀚华金控的子公司，在资金、业务等方面可获得股东支持。同时，瀚华担保与多家商业银行建立了良好的合作关系，能够得到一定的业务支持，资本实力较强且业务规模不断扩大，已积累了一定的担保业务经验。瀚华担保主要服务于中小企业，近年来，传统银行融资担保业务代偿风险上升，瀚华担保逐步缩减传统银行融资担保业务规模，适当开展债券担保、保本基金担保等业务，同时以核心企业为依托，大力发展供应链金融业务，业务规模总体保持增长态势。

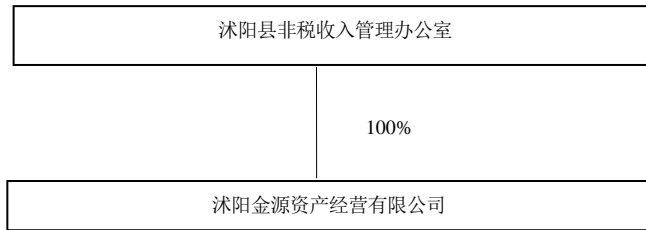
整体来看，瀚华担保提供的担保增强了 15 沭阳金源债的安全性。

跟踪评级结论

综上所述，跟踪期内，该公司仍为沭阳县重要的基础设施投建主体，收入主要来源于工程建设、房产销售及粮食销售业务，营业收入有所增加。公司项目建设前期所需资金较大，资金回笼相对滞后，且后续项目投资较集中，公司面临一定投融资压力。公司负债及刚性债务规模有所增长，负债经营程度小幅上升但仍较低。公司资金大量沉淀于存货和应收款项，受限资产较高，资产质量一般。受益于往来款大额净流入，经营性现金流大额净流入。同时，公司存量资金相对充裕，可为债务偿还提供一定支撑。公司主业盈利能力较弱，盈利主要依赖政府补助。瀚华担保对 15 沭阳金源债的增信担保仍有效。

附录一：

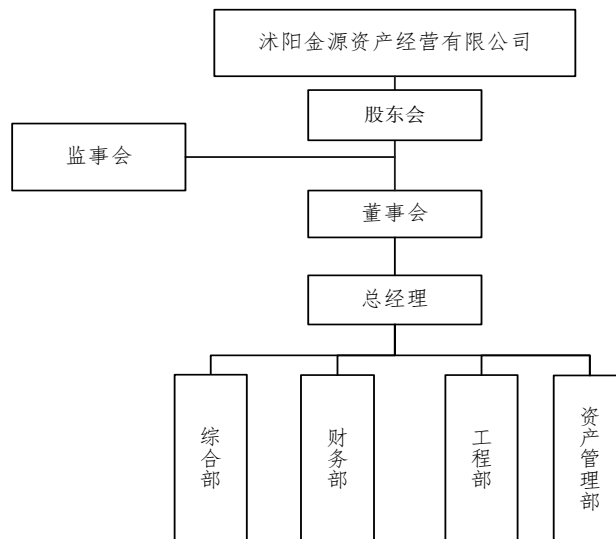
公司与实际控制人关系图



注：根据沭阳金源提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据沭阳金源提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录三：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年
资产总额 [亿元]	184.53	191.38	204.85
货币资金 [亿元]	5.48	6.78	23.15
刚性债务[亿元]	56.09	59.56	69.56
所有者权益 [亿元]	119.65	121.75	123.46
营业收入[亿元]	23.55	19.46	20.06
净利润 [亿元]	2.50	1.48	1.94
EBITDA[亿元]	3.30	1.98	2.40
经营性现金净流入量[亿元]	0.02	1.52	10.34
投资性现金净流入量[亿元]	-2.40	-1.10	-0.15
资产负债率[%]	35.16	36.38	39.73
长短期债务比[%]	211.38	216.14	276.44
权益资本与刚性债务比率[%]	213.34	204.41	177.48
流动比率[%]	849.29	833.07	911.24
速动比率 [%]	276.40	180.03	183.84
现金比率[%]	26.32	30.78	107.06
利息保障倍数[倍]	0.85	0.61	0.58
有形净值债务率[%]	54.58	57.56	66.32
担保比率[%]	14.12	47.71	41.25
毛利率[%]	7.77	4.18	3.65
营业利润率[%]	4.22	-3.85	9.09
总资产报酬率[%]	1.67	0.86	1.03
净资产收益率[%]	2.11	1.22	1.58
净资产收益率*[%]	1.90	1.22	1.63
营业收入现金率[%]	80.21	137.81	93.15
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	0.10	7.08	47.40
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.04	2.26	13.70
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-11.54	1.94	46.71
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-3.95	0.62	13.50
EBITDA/利息支出[倍]	0.93	0.75	0.68
EBITDA/刚性债务[倍]	0.07	0.03	0.04

注：表中数据依据沭阳金源经审计的 2015-2017 年度财务数据整理、计算。

附录四：

瀚华担保主要财务数据及指标表

项目	2014年	2015年	2016年
财务数据与指标：			
股东权益（亿元）	38.35	38.42	40.39
风险准备金（亿元）	10.29	12.40	14.76
总资产（亿元）	48.35	52.79	57.83
担保业务净收入（亿元）	6.24	5.67	9.18
营业利润（亿元）	1.67	1.90	2.29
净利润（亿元）	1.60	1.57	1.97
营业利润率（%）	17.73	26.00	21.61
平均资本回报率（%）	4.18	4.09	5.00
风险准备金充足率（%）	4.03	4.28	3.43
担保责任放大倍数（倍）	6.66	7.55	8.18
融资担保责任放大倍数（倍）	5.10	5.17	5.35
资本充足率（%）	15.01	13.24	9.38
代偿保障率（%）	255.03	336.18	366.87
现金类资产比率（%）	85.23	74.72	74.36
担保业务：			
担保发生额（亿元）	287.58	322.15	413.66
担保责任余额(亿元)	255.54	290.07	330.74
累计担保代偿率（%）	1.93	1.94	1.41
累计代偿回收率（%）	18.70	42.13	41.95
累计代偿损失率（%）	30.65	19.85	16.14

注：表中数据依据瀚华担保经审计的 2014-2016 年度财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末短期投资余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销



附录六：

担保方各项数据与指标计算公式

指标名称	计算公式
营业利润率	营业利润/(担保业务收入+利息收入+投资收益+其他业务利润) ×100%
平均资本回报率	净利润/[(上期末股东权益+本期末股东权益)/2] ×100%
风险准备金充足率	担保风险准备余额/期末担保余额 ×100%
融资担保放大倍数	融资担保责任余额/期末净资产
资本充足率	权益资本/(在保债务责任余额*风险权重)
代偿保障率	(货币资金+短期投资+存出保证金-存入保证金)/单户最大担保余额 ×100%
现金类资产比率	(货币资金+短期投资+存出保证金-存入保证金)/总资产 ×100%
累计担保代偿率	累计代偿金额/累计解除担保金额 ×100%
累计代偿回收率	累计代偿回收金额/累计代偿金额 ×100%
累计担保损失率	累计代偿损失金额/累计解保金额 ×100%
风险准备金	担保合同准备金+应收代偿款减值准备
累计风险准备金	未到期责任准备+担保合同准备金+应收代偿款减值准备+一般风险准备
拨备覆盖率	担保合同准备金/应收代偿款

附录七：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人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级	发行人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级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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级	发行人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级	发行人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级	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。