

信用等级公告

联合[2019] 550 号

联合资信评估有限公司通过对盐城高新区投资集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持盐城高新区投资集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，并维持“18 盐城高新 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一九年三月十五日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮编：100022

<http://www.lhratings.com>

盐城高新区投资集团有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级: AA⁺

上次主体长期信用等级: AA⁺

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18 盐城高新 CP001	6.00 亿元	2019/09/17	A-1	A-1

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

评级时间: 2019 年 3 月 15 日

财务数据:

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
现金类资产(亿元)	33.12	56.61	130.34	96.64
资产总额(亿元)	141.35	280.95	427.84	467.70
所有者权益(亿元)	58.12	110.92	145.52	147.56
短期债务(亿元)	30.49	39.75	60.74	73.94
长期债务(亿元)	38.89	97.81	163.68	184.20
全部债务(亿元)	69.38	137.55	224.42	258.14
营业收入(亿元)	6.18	7.80	10.19	6.35
利润总额(亿元)	3.48	2.96	2.87	1.20
EBITDA(亿元)	3.78	4.36	3.51	--
经营性净现金流(亿元)	-23.50	-66.36	8.65	-6.48
应收类款项/资产总额(%)	15.61	30.19	26.63	29.76
营业利润率(%)	36.62	21.59	17.12	10.95
净资产收益率(%)	5.17	2.30	1.54	--
资产负债率(%)	58.88	60.52	65.99	68.45
全部债务资本化比率(%)	54.41	55.36	60.66	63.63
流动比率(%)	308.24	467.11	445.15	394.61
经营现金流动负债比(%)	-58.67	-123.23	10.29	-25.79
全部债务/EBITDA(倍)	18.35	31.53	63.95	--
EBITDA 利息倍数(倍)	13.98	3.59	2.73	--

注: 公司 2018 年三季度财务数据未经审计

分析师

黄海伦 王萌

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

盐城高新区投资集团有限公司(以下简称“公司”)是盐城国家高新技术产业开发区(以下简称“盐城高新区”)重要的基础设施投资建设主体。跟踪期内,盐城市经济持续增长。公司在财政补贴和资产划拨等方面得到政府的持续支持。随着公司自营业务的稳定开展,公司未来收入规模有望进一步提升。同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司债务规模快速增长和未来投资压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

综合评估,联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA⁺,并维持“18 盐城高新 CP001”的信用等级为 A-1,评级展望为稳定。

优势

1. 公司是盐城高新区重要的基础设施建设投资主体,业务具有一定的区域专营性。
2. 盐城市政府和盐城高新区管理委员会在资产注入、财政补贴和项目回购等方面给予公司有力支持。
3. 公司加大自营项目建设,未来自营业务将对公司的收入形成有力补充。

关注

1. 公司在建及拟建项目未来投资规模大,面临一定的对外融资压力。
2. 公司应收类款项规模大,对公司资金形成较大占用。
3. 跟踪期内,公司债务规模快速上升,债务负担加重。

声 明

一、本报告引用的资料主要由盐城高新区投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

盐城高新区投资集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于盐城高新区投资集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为盐城市人民政府，持股比例为 100%。截至 2018 年 9 月底，公司注册资本为 30.00 亿元，实收资本 26.80 亿元。

跟踪期内，公司职能定位未发生变化，经营范围有所变更，由原来的“风电装备产业投资；授权范围内的国有资产管理；土地开发经营；园区基础设施投资、建设、管理。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）”变更为：授权范围内的国有资产管理；高新技术产业投资和运营；园区基础设施配套设施及市政公用设施投资、建设、运营；土地开发经营；房屋租赁；物业管理；建筑材料、电子产品批发、零售。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

2017 年，公司新增 14 家子公司，减少 2 家子公司。2018 年 1~9 月新增 1 家子公司。截至 2018 年 9 月底，公司合并范围内共拥有 17 家一级子公司。公司内设工程部、财务部、综合部、审计部、人事部和合规部 6 个职能部门。（见附件 1）。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 427.84 亿元，所有者权益 145.52 亿元（含少数股东权益 32.28 亿元）；2017 年公司实现营业收入 10.19 亿元，利润总额 2.87 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司（合并）资产总额 467.70 亿元，所有者权益 147.56 亿元（含少数股东权益 32.14 亿元）；2018 年 1~9 月，公司

实现营业收入 6.35 亿元，利润总额 1.20 亿元。

公司住所：盐城市盐都区振兴路 1 号；法定代表人：徐金根。

三、债券概况与募集资金使用情况

本次联合资信所跟踪的公司存续期债券为“18 盐城高新 CP001”，尚需偿还债券本金 6.00 亿元，公司将于 2019 年 9 月 17 日一次性还本付息。截至目前，募集资金已经全部用于偿还公司金融机构借款。

表 1 截至 2019 年 2 月底本期债券概况

（单位：亿元）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
18 盐城高新 CP001	6.00	6.00	2018/9/17	365 天

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要

因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步

分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2 2017 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置

	举债遏制隐性债务增量情况的报告》	机制
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	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
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	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括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。
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	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年4月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54号	及时更新PPP项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合资信综合整理

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至2017年底，中国城镇化率为58.52%，较2016年提高1.17个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018年3月5日，中央政府发布的《2018年政府工作报告》对中国政府2018年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济环境

公司是盐城市重要的基础设施建设主体，主要负责盐城高新技术产业开发区（以下简称“盐城高新区”或“高新区”）基础设施建设和

土地开发业务。盐城市及高新区的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

跟踪期内，盐城市经济持续增长，产业结构持续优化，固定资产投资保持增长，公司外部发展环境好。

2018年，盐城市实现地区生产总值5487.1亿元，按可比价计算，比上年增长5.5%。其中，第一产业实现增加值573.4亿元，比上年增长3.2%；第二产业实现增加值2436.5亿元，比上年增长3.7%；第三产业实现增加值2477.2亿元，比上年增长8.1%。产业结构持续优化，三次产业增加值比例调整为10.5:44.4:45.1，人均地区生产总值达75987元（按2018年年平均汇率折算约11483美元），比上年增长5.8%。

2018年，盐城市规模以上工业企业实现总产值6247亿元，比上年增长10%，规模以上工业增加值增长4%。其中轻工业比上年下降1.8%，重工业比上年增长15.5%。民营工业持续向好。2018年，全市民营企业实现产值4683.4亿元，比上年增长11%，占规模以上工业比重75%。全市工业用电量212.5亿千瓦时，比上年增长11.8%。

2018年，盐城市固定资产投资增长9.4%。其中，项目投资同口径增长9.8%；房地产开发投资增长6.6%。投资结构进一步优化，全市第一产业投资同口径增长9%，第二产业投资同口径增长16.1%，第三产业投资同口径增长

0.3%。

2017年，盐城高新区实现GDP298.45亿元，比上年增长12.2%，2017年实现固定资产投资255.00亿元。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为盐城市政府。截至2018年9月底，公司注册资本为30.00亿元，实收资本26.80亿元。

2. 外部支持

公司实际控制人为盐城市人民政府，其财政实力较强；公司在资产划拨和财政补贴方面收到盐城市、盐都区以及高新区管委会的支持力度较大。

2018年，盐城市实现一般公共预算收入381.0亿元，比上年增长5.8%，其中税收收入305.1亿元，比上年增长12.2%，税收收入占一般公共预算收入的比重为80.1%。主体税种保持稳定，实现国内增值税74.8亿元、改征增值税（含营业税）47.4亿元、企业所得税31.9亿元、个人所得税14.6亿元。

根据盐城市高新区财政局提供的盐城市高新区2017年政府财力数据，2017年，盐城高新区地方综合财力78.05亿元，同比增长25.93%。其中地方一般公共预算收入36.50亿元，同比增长16.61%，税收收入25.70亿元，政府性基金收入31.45亿元，上级补助收入7.30亿元；同期，盐城高新区一般公共预算支出75.49亿元，同比增长36.66%，财政自给率为58.52%，较上年的68.54%有所下降，财政自给能力偏低。

2018年5月，为鼓励公司通过股权投资推动区域内的企业发展，从而带动盐城市高新区的经济发展，高新区管委会无偿划拨盐城盐龙创业投资有限公司（以下简称“盐龙创投”）为公司子公司，并且计划注资10亿元到盐龙创投公司，截至2018年底，公司收到该部分资金

5.00亿元。

2017年，公司收到盐城市财政局以及盐城市盐都区财政局政府补贴共计2.96亿元。2018年1~9月，公司收到政府补贴1.66亿元。

3. 企业信用情况

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（银行版，机构信用代码：G1032090300401660S），截至2019年3月4日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

截至2019年3月6日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司高管人员有所变动，公司董事长、总经理以及董事会成员发生变更。公司高管人员的变动未对公司日常经营带来重大影响。

2018年9月，公司管理层人员发生变动，根据公司最新章程，公司董事会设董事3人，其中董事长1人，董事1人，职工董事1人。董事会人员每届任期三年，可连委派连任。

徐金根先生，1970年生，江苏盐城人，中共党员，本科学历。历任盐城市郊区新兴镇财政所办事员，财政局办事员，盐城市郊区财政局南洋镇财政所副所长，盐都区财政局农财股副股长，盐都区财政局农业税征收管理局副局长，盐都区财政局经济建设科科长，盐都区财政局工贸发展科科长，盐都区龙冈镇党委宣传、统战、政法委员，盐都区龙冈镇副镇长，盐都区盐龙街道副主任。现任公司董事长、总经理。

戚思明先生，1968年生，江苏盐城人，中共党员，本科学历。历任盐都区北龙冈镇财政所会计、副所长，盐都区盐龙财政工作部副所长，盐都区郭猛镇财政所所长，盐都区盐龙街道财政所所长，盐城咏恒投资发展有限公司常

务副总经理，公司董事长。现任公司董事。

乐峰先生，1978年生，江苏盐城人，中共党员，本科学历。历任盐城平安保险公司职员，盐都区农经干部培训中心办事员，盐都区盐龙街道办事处财政所办事员，盐都区盐龙街道办事处财政所土地经营部主任，盐城咏恒投资发展有限公司综合部主任，公司总经理助理。现任公司董事。

七、经营分析

跟踪期内，公司负责的盐城高新区及龙冈镇基础设施建设业务和土地平整业务正常开展，公司主营业务收入构成发生一定变化，收入实现质量有所好转。

公司主要负责盐城高新区以及龙冈镇范围内道路、园区基础设施和配套工程等项目的代建、管理和维护。

2017年，受合并盐龙湖公司影响，公司实现营业收入10.19亿元，同比增长20.73%，同期，盐城市国土局2017年未出让公司存货内的土地，因此未形成土地整理开发收入。毛利率方面，2017年公司综合毛利率20.12%，相比2016年小幅度下降，主要系毛利率较低的建设收入占比升高所致。

2018年1~9月，公司实现营业收入6.35亿元，主要来自于基础设施代建业务以及租赁等公司自营业务。公司2018年前三季度收入规模较小，主要系公司部分基础设施建设业务、土地开发整理业务以及部分其他自营业务收入均将于2018年底结算收入。同期，受新增毛利率较低的材料销售业务影响，公司整体毛利率下降至16.96%。公司前三季度现金收入比为101.70%，收入实现质量较上年底有所好转。

表3 2016~2017年公司营业收入主要构成、毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年1-9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础设施建设	6.21	79.62	13.99	8.39	82.34	13.83	4.34	68.35	13.71
土地开发整理	0.60	7.73	81.69	--	--	--	--	--	--
租赁等其他业务	0.99	0.87	65.65	1.80	17.66	49.44	2.01	31.65	23.98
合计	7.80	100.00	25.76	10.19	100.00	20.12	6.35	100.00	16.96

资料来源：审计报告及公司提供

跟踪期内，公司基础设施代建业务模式未发生变化，在建项目均正常开展，该板块未来投资规模较大。公司基础设施代建业务已完工待回购项目规模较大，未来业务可持续性较好。

公司受高新区管委会委托，承担盐城高新区范围内道路、绿化工程基础设施和配套工程等项目建设。高新区管委会每年与公司签订结算书，按照公司实际投资额加上管理费及一定投资收益（共计15%）支付工程款。

跟踪期内，公司本部陆续承建了盐城高新区污水管网建设项目、盐城高新区交通枢纽客运站项目、高新区高级中学项目以及华锐路和

纬四路等项目；盐龙湖公司负责盐都区龙冈镇基础设施建设业务，盐龙湖公司根据与盐都区龙冈镇人民政府签署的委托代建协议，陆续承建了经一路、盐龙湖工程、凤凰幼儿园等项目。

2017年，公司合并口径实现基础设施代建收入8.39亿元。其中，盐龙湖公司代建收入5.20亿元，公司本部实现代建收入3.19亿元。毛利率方面，公司2017年代建业务板块毛利率相比2016年略微下降，为13.83%。

2018年1~9月，公司实现基础设施建设业务收入4.34亿元，毛利率13.71%，均为公司本部实现的基础设施代建业务收入。截至2018年9月底，公司主要在建代建项目6个，项目

总投资 7.47 亿元，已投资 6.45 亿元，剩余部分投资将在 2 年内完成。公司拟建代建项目总投资 19.65 亿元（见表 6），后续投资规模较大。

截止 2018 年 9 月底，公司存货中尚有 93.79

亿元工程施工成本，除少量未完工项目外，其余均为已完工待回购项目。公司存货内已完工待回购项目规模较大，未来公司代建业务收入可持续性较好。

表 4 截至 2018 年 9 月底公司主要在建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	项目周期（年）	截至 2018 年 9 月底已完成投资	拟回购金额	未来投资计划	
					2019 年	2020 年
荣华路（世纪大道--纬八路）道路改造工程	0.15	2018-2019	0.00	0.17	0.04	0.11
智创园二支路（振兴路-华锐路）道路新建工程	0.14	2018-2019	0.00	0.16	0.00	0.14
高新区高级中学项目	5.00	2016-2019	4.70	5.75	0.10	0.2
华锐路、纬四路等	0.18	2018-2019	0.16	0.21	0.00	0.02
公共卫生服务中心	1.50	2016-2019	1.10	1.73	0.20	0.20
龙冈镇水利项目 2017 年	0.50	2017-2018	0.49	0.58	0.01	0.00
合计	7.47	--	6.45	8.60	0.35	0.67

资料来源：公司提供

公司负责盐城高新区规划范围内的土地整理业务。跟踪期内，公司未形成土地整理收入，公司待出让和待整理土地面积大，未来可实现收入较大，但实现时间具有较大不确定性。

高新区管委会根据招商引资、总体发展规划、周边商业和住宅楼房的需要，综合考虑高新区未来几年新增土地需求，向盐城市政府汇报申请征收周边土地。得到政府批复之后，高新区管委会对计划土地进行合法征收，后委托辖下各个街道对土地进行前期开发整理、完成所征收土地的全部动迁、拆迁工作以及相关安置和补偿工作。相应土地开发整理的款项由公司先行支付给盐城高新区财政局，再由盐城高新区财政局拨付给各个街道或镇政府。

计划土地完成拆迁安置和平整工作后，盐城市国土局将其公开招标出让，土地出让金上缴财政局。盐城高新区财政局将土地出让金扣除相关的交易费用及财政应收取的收益金、税费后，根据公司的建设发展需要返还土地出让金，公司将返还的土地出让金确认为土地开发收入，用于基础设施项目建设等。同时，将相应的征地和拆迁等土地整理支出结转为土地开

发成本。

跟踪期内，盐城市国土局未出让公司存货内的待出让土地，因此公司 2018 年 1~9 月未实现土地整理收入。截止 2018 年 9 月底，公司账面已完成整理可供出让的土地 4868.31 亩，整理成本 23.41 亿元，在“存货”科目中体现。目前盐城市高新区内商业用地价格为 500 万元/亩，公司未来尚有 491.00 亩土地的开发计划，预计投资金额 6.48 亿元，涉及范围均在高新区内，预计 2019 年完成整理。考虑到公司土地整理收入受到盐城市及高新区土地出让规划影响较大，公司未来土地整理收入实现时间具有较大的不确定性。

跟踪期内，公司加大自营项目拓展，未来贸易、租赁等自营业务将对公司的收入形成有力补充。但公司自营项目待投资规模大，公司面临较大的投资压力。

公司其他收入主要为材料销售、租赁业务收入以及担保业务收入。

公司为降低自身建设成本、增加自身现金流，2018 年新开展材料销售业务，部分业务是针对公司自身项目建设需求，业务风险整体可控。同时，公司积极拓展外部渠道，与盐城市

内多家企业形成了稳定的合作关系。2018年1~9月,公司材料销售业务形成收入1.01亿元,毛利率2.43%。

公司租赁业务主要为公司自有产权的办公楼以及厂房的出租收入。2017年实现收入0.80亿元,毛利率89.35%,2018年1~9月实现收入0.02亿元,毛利率23.98%,2018年收入较少主要系大部分厂房租金将于2018年底确认收入。由于高新区前期招商引资过程中优惠政策较多,优惠期将在2018~2019年陆续结束,预计优惠期结束后公司租赁板块收入有望进一步提升。同期,公司为扩大租赁业务规模,在高新区内继续推进自持性资产建设,截至2018

年9月底,公司在建自营项目9个,项目总投资79.50亿元,已投资18.04亿元,剩余部分投资将在后续建设中按实际情况完成。

公司担保业务主要由盐城高新区中小企业担保有限公司(以下简称“盐高新担保公司”)开展,主要负责高新区内中小企业的担保业务。截至2018年底,盐高新担保公司担保余额6.05亿元,仅于2016年发生一笔代偿,代偿金额为1500.00万元。2017年,盐高新担保公司实现担保业务收入0.17亿元,毛利率40.60%。2018年1~9月,盐高新担保实现收入0.22亿元,毛利率53.94%。

表5 截至2018年9月底公司主要在建自持项目情况 (单位:亿元)

项目名称	预计总投资	项目周期(年)	截至2017年底已完成投资	未来投资计划		
				2018年10-12月	2019年	2020年
智能终端产业园	16.00	2016~2019	7.57	4.00	4.43	--
盐城高新区科技广场项目	3.00	2016~2018	2.27	0.73	--	--
智创谷208亩	8.50	2017~2020	0.00	1.50	3.40	3.60
东山精密项目	16.5	2017~2020	5.13	2.50	4.23	4.64
标准厂房(小米一期、二期)	3.00	2017~2018	1.15	1.85	0--	--
港湾铭府项目(邻里中心)	10.00	2017~2020	0.50	3.20	6.30	--
迈腾电子	1.50	2017~2019	0.26	1.24	--	--
企想科技(标准厂房)	1.00	2017~2018	0.13	0.87	--	--
地下综合管廊工程	20.00	2017~2020	1.03	0.50	8.00	10.47
合计	79.50	--	18.04	16.39	26.36	18.71

资料来源:公司提供

公司未来仍将以基础设施代建业务和土地整理业务为主,主营业务未来发展空间较大;公司未来项目建设投入规模较大,公司将面临较大的资金压力。

公司2017年合并盐龙湖公司后,公司代建业务范围新增了盐城市盐都区龙冈镇的基础设施代建业务,公司代建业务未来发展空间进

一步增大。

截至2018年9月底,公司主要拟建基础设施代建项目共计4个,均已签订框架协议,预计总投资19.65亿元。公司拟建自持项目2个,预计总投资20.00亿元。未来公司项目建设尚需投资额较大,公司将面临较大的资金压力。

表6 截至2018年9月底公司主要拟建项目情况 (单位:万元)

项目名称	预计总投资	资金筹措方案		项目性质	2018年四季度计划投资	2019年计划投资	2020年计划投资
		贷款	自筹				

健身广场	15000.00	--	15000.00	代建项目	0.00	7500.00	7500
盐龙街道棚户区改造及拆迁安置	150000.00	--	150000.00	代建项目	50000.00	50000.00	50000
创新路、科创路等7条道路	11500.00	--	11500.00	代建项目	0.00	7000.00	4500.00
智创小镇实验学校	20000.00	--	20000.00	代建项目	0.00	5000.00	10000.00
东山精密二期	120000.00	84000.00	36000.00	自有资产	20000.00	40000.00	60000
高新区医院	80000.00	56000.00	24000.00	自有资产	0.00	40000.00	20000
合计	396500.00	140000.00	256500.00	--	70000.00	149500.00	152000.00

资料来源：公司提供

八、 财务分析

公司提供了2017年财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2018年三季度财务报表未经审计。

2018年1~9月，公司合并范围内新增一家子公司，为新出资设立的盐城咏恒资产管理有限公司。截至2018年9月底，公司合并范围内共拥有17家一级子公司。公司合并范围的变动对公司财务报表科目影响较小。

1. 资产质量

跟踪期内，随着公司工程建设项目的持续投资，公司资产规模有所增长，资产中应收类款项和存货占比较大，对资金形成较大占用。公司资产流动性较弱，资产质量一般。

截至2017年底，公司资产总额427.84亿元，同比增长52.28%，主要系货币资金、其他应收款和存货增长所致，以流动资产为主。

截至2018年9月底，公司资产总额467.70亿元，较2017年底增长9.32%，主要为存货及其他应收款的增长所致。公司资产构成较上年底变化不大。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年		2018年9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	54.39	19.36	130.24	30.44	96.61	20.66
应收账款	0.09	0.04	10.89	2.91	10.14	2.17
预付款项	25.02	9.95	15.61	4.17	16.52	3.53
其他应收款	84.73	30.16	103.04	24.08	129.03	27.59
存货	84.61	30.12	113.20	26.46	137.82	29.47
流动资产	251.52	89.52	374.47	87.53	396.38	84.75
可供出售金融资产	5.19	1.85	16.22	3.79	16.62	3.55
投资性房地产	14.02	4.99	14.63	3.42	14.67	3.14
在建工程	4.09	1.46	11.59	2.71	22.95	4.91
非流动资产	29.43	10.48	53.37	12.47	71.32	15.25
资产合计	280.95	100.00	427.84	100.00	467.70	100.00

资料来源：根据公司审计报告及2018年三季度整理

2018年9月底，公司流动资产396.38亿元，较2017年底增长5.85%。公司货币资金96.61亿元，较上年底减少33.63亿元，公司货币资金中受限资金共计52.96亿元，主要为定期存单的借款质押和银行承兑汇票的保证金，

资金受限规模大；2018年9月底，公司应收账款略有下降至10.14亿元，构成与2017年底变化不大。公司预付款项16.52亿元，较2017年底变化不大，主要为预付工程款；公司其他应收款129.03亿元，较2017年底增长25.22%，

其他应收款主要为公司本部及盐龙湖公司与当地政府部门和其他公司的往来款。公司存货 137.82 亿元，较 2017 年底增长 21.75%，系代建项目持续投入所致，存货构成中，工程建设成本 110.74 亿元，待出让土地 24.31 亿元。其中，公司工程建设成本中有 16.95 亿元为自持性资产，将于 2018 年年报中调整至固定资产或投资性房地产科目。2017 年底，公司非流动资产 71.32 亿元，较上年底增长 33.64%。公司可供出售金融资产 16.62 亿元，较上年底变化不大，主要为公司对高新区内符合公司产业发展导向的公司的股权投资。公司长期股权投资 6.74 亿元，较上年底增长较多，主要为公司增加对联营企业的投资所致。公司投资性房地产 14.67 亿元，较上年底变化不大。公司在建工程 22.95 亿元，较上年底增长 98.05%，主要为公司新建的自持性园区及厂房项目。

截至 2018 年 9 月底，公司受限资产 79.25 亿元。包括土地房产抵押 15.49 亿元；质押资

产：货币资金 52.96 亿元、盐城咏恒投资发展有限公司股权 10.80 亿元。

2. 资本结构

截至 2018 年 9 月底，公司所有者权益 147.56 亿元，结构及规模较上年底变化不大。

跟踪期内，公司有息债务规模快速增长，债务结构以长期债务为主，债务负担进一步加重；未来随着在建、拟建项目的持续投入，预计公司负债水平将进一步上升。

截至 2017 年底，公司负债总额 282.32 亿元，同比增长 66.04%，系长期借款和长期应付款大幅增长所致。

截至 2018 年 9 月底，公司负债总额 320.15 亿元，较 2017 年底增长 13.40%，主要来自于长短期银行借款的增长以及其他应付款增加。公司流动负债占比有所上升，为 31.38%。公司债务仍以非流动负债为主。

表8 公司主要负债和所有者权益构成情况

(单位：亿元、%)

项目	2016 年		2017 年		2018 年 9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.56	4.44	13.00	4.60	23.57	7.36
应付票据	17.30	10.17	29.58	10.48	27.15	8.48
其他应付款	12.66	7.44	11.27	3.99	17.59	5.49
一年内到期的非流动负债	14.89	8.76	18.17	6.44	23.22	7.25
流动负债	53.85	31.67	84.12	29.80	100.45	31.38
长期借款	87.93	51.71	138.86	49.19	156.10	48.76
应付债券	9.88	5.81	24.82	8.79	28.09	8.78
长期应付款	16.29	9.58	32.56	11.53	33.86	10.58
非流动负债	116.19	68.33	198.20	70.20	219.70	68.62
负债总额	170.03	100.00	282.32	100.00	320.15	100.00
实收资本	26.80	24.16	26.80	18.42	26.80	18.16
资本公积	37.98	34.24	68.93	47.36	69.85	47.34
未分配利润	12.60	11.36	14.88	10.22	16.13	10.93
少数股东权益	30.95	27.91	32.28	22.19	32.14	21.78
所有者权益	110.92	100.00	145.52	100.00	147.56	100.00

资料来源：根据公司审计报告及 2018 年三季度整理

2018 年 9 月底，公司流动负债 100.45 亿元，较上年底增长 19.41%。短期借款 23.57 亿

元，较上年底增长 81.37%。应付票据 27.15 亿元，较上年底下降 8.20%。公司其他应付款

17.59 亿元，较上年底增长 55.98%，主要为公司与相关企业的往来款。公司一年内到期非流动负债 23.22 亿元，较上年底增长 27.79%，全部为一年内到期的长期借款。非流动负债中，长期借款 156.10 元，较上年底增长 12.42% 亿元，主要为信用借款、保证借款和质押借款。公司应付债券 28.09 亿元，较上年底增长 13.18%，主要系公司 2018 年新合并盐龙创投后新增盐龙创投的私募债合计 3.24 亿元。公司长期应付款 33.86 亿元，较上年底增长 3.98%，结构与 2017 年底变化不大，长期应付款均为有息债务。

2018 年 9 月底，公司全部债务 258.14 亿元，较上年底增长 15.02%。考虑到公司长期应付款中的有息债务部分，2018 年 9 月底，公司调整后全部债务 291.99 亿元，较上年底增长 11.11%。其中短期债务 73.94 亿元，调整后长期债务 218.06 亿元。公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率以及调整后长期债务资本化比率较 2017 年底均进一步增长，分别为 68.45%、66.43% 以及 59.64%。公司债务负担持续加重。

3. 盈利能力

考虑到公司部分业务年底结算收入，因此公司 2018 年前三季度营业收入及成本可比性较差。公司盈利能力弱，利润总额对财政补贴依赖程度较大。

2017 年，公司实现营业收入 10.19 亿元，同比增长 30.73%；同期，公司营业成本同步增长。营业利润率 17.12%，较上年有所下降，主要系新增利润率较低的材料销售业务所致。

2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 6.35 亿元，利润总额 1.20 亿元。考虑到公司基础设施代建业务以及部分其他业务均将于 2018 年底结算收入与成本，公司实际收入规模应大于上述值。同期，公司营业利润率为 10.95%。

公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2018 年 1~9 月公司期间费用 0.83 亿元，

相当于 2017 年的 46.63%，主要系公司财务费用未完全核算所致。

公司 2018 年前三季度共收到政府补贴 1.66 亿元，体现在“其他收益”科目，公司利润总额 1.20 亿元，为 2017 年的 41.81%，公司利润总额对政府补贴的依赖程度仍然较大。

从盈利指标看，2017 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 0.60% 和 1.54%，受到 2018 年公司财务费用较低影响，公司总资本收益率和净资产收益率均有所上升，分别为 2.12% 和 3.32%。公司自身盈利能力弱。

4. 现金流分析

随着公司业务的快速推进，公司各类项目投入持续加大，跟踪期内，公司经营活动和投资活动现金流均表现为大额净流出，为满足资金需求，公司筹资活动现金流仍保持大规模净流入状态。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助以及与关联方和政府相关部门的往来款等。2018 年 1~9 月，公司经营活动现金流入 53.90 亿元，其中销售商品提供劳务受到的现金 6.46 亿元，收到其他与经营活动有关的现金流 47.45 亿元，主要系收到的往来款；同期，公司经营活动现金流出 60.38 亿元，公司购买商品、接受劳务支付的现金 18.71 亿元，支付其他与经营活动有关的现金 40.97 亿元。公司经营活动现金流表现为净流出 6.48 亿元。公司现金收入比由 2017 年的 70.98% 上升为 101.70%，收入实现质量有所好转。

2018 年 1~9 月，公司投资活动现金流入 3.56 亿元，主要是公司收回购买理财的现金；公司投资活动现金流出 22.37 亿元，主要是公司购建固定资产、无形资产等支付的现金 11.89 亿元、公司对高新区内优质企业的股权投资 5.84 亿元以及购买银行理财的现金支出 4.65 亿元，公司投资活动现金流量净流出 18.82 亿元。

2018 年 1~9 月，公司通过银行借款、融资租赁借款致筹资活动现金流入 130.26 亿元；公

司筹资活动现金流出主要是偿还当年借款本息，此外支付其他与筹资活动有关的现金25.38亿元，系偿还公司长期应付款以及开具承兑汇票等。公司筹资活动现金净流入18.03亿元。

5. 偿债能力

公司扣除受限资金后，现金类资产对短期债务保证能力一般，短期债务支付能力一般；由于近几年公司有息债务规模增长较快，且间接融资渠道亟待拓宽，公司长期偿债能力弱。但考虑到股东对公司的支持力度较大，公司整体偿债风险很小。

2018年9月底，公司流动比率、速动比率均有所下降，分别为394.61%和257.40%。2018年1~9月，公司经营活动现金流表现为净流出，对公司债务无保障能力。扣除受限资金后，截至2018年9月底，公司可用现金类资产对短期债务的保障倍数为0.59倍，公司短期偿债能力一般。

2017年，公司EBITDA为3.51亿元；由于公司同期有息债务规模快速增长，调整后全部债务/EBITDA上升至73.23倍。公司长期偿债能力弱。

截至2018年9月底，公司获得银行授信总额193.00亿元，未使用额度14.71亿元，公司间接融资渠道亟待扩宽。

截至2018年9月底，公司对外担保余额51.53亿元，担保比率为34.92%，担保比率较高。被担保企业主要为高新区内高新技术企业；其中，担保国有独资企业41.00亿元，被担保企业均经营正常。被担保企业中盐龙创投已于2018年5月被划拨为公司子公司，公司存在一定或有负债风险。

九、 本期短期融资券偿债能力分析

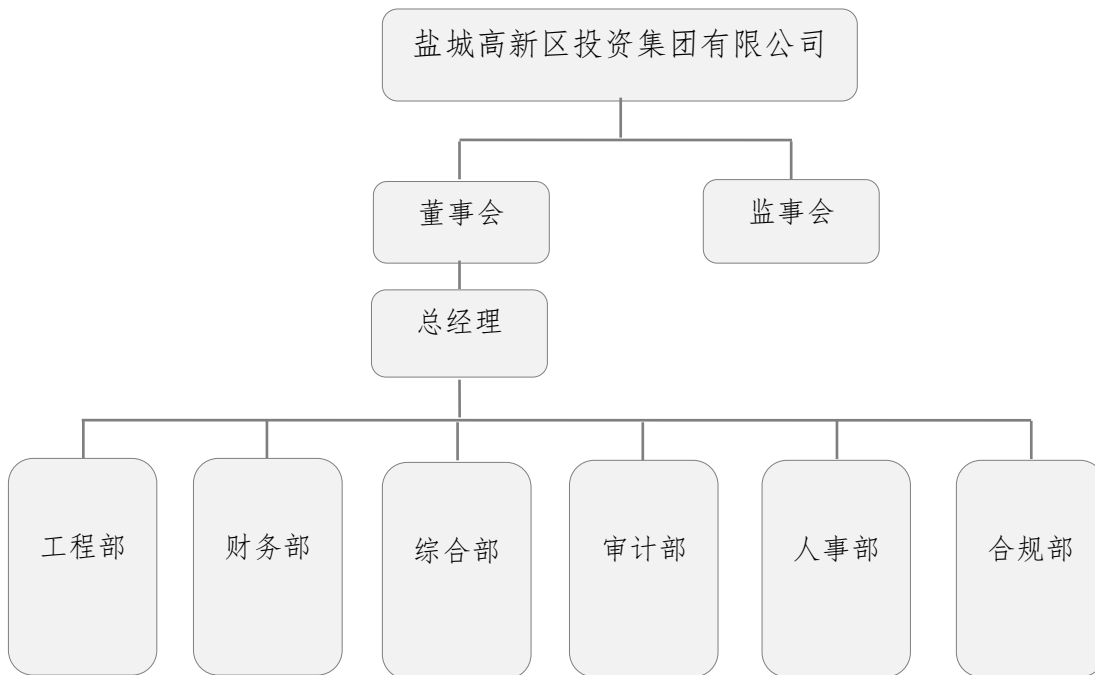
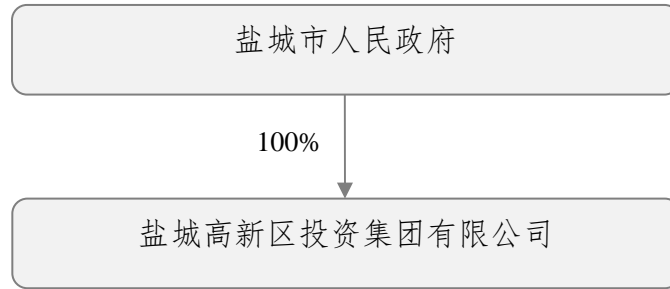
截至2018年9月底，本期短期融资券本金余额6.00亿元，扣除货币资金中的受限资产后，公司可用现金类资产对本期短期融资券本金保

障倍数为7.24倍，保障能力强。

十、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，并维持“18盐城高新CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1 公司股权及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	33.12	56.61	130.34	96.64
资产总额(亿元)	141.35	280.95	427.84	467.70
所有者权益(亿元)	58.12	110.92	145.52	147.56
短期债务(亿元)	30.49	39.75	60.74	73.94
长期债务(亿元)	38.89	97.81	163.68	184.20
调整后长期债务(亿元)	41.53	114.09	196.25	218.06
全部债务(亿元)	69.38	137.55	224.42	258.14
调整后全部债务(亿元)	72.02	153.84	256.99	291.99
营业收入(亿元)	6.18	7.80	10.19	6.35
利润总额(亿元)	3.48	2.96	2.87	1.20
EBITDA(亿元)	3.78	4.36	3.51	--
经营性净现金流(亿元)	-23.50	-66.36	8.65	-6.48
财务指标				
销售债权周转次数(次)	24.43	8.09	1.65	--
存货周转次数(次)	0.08	0.08	0.08	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.04	0.03	--
现金收入比(%)	100.00	167.78	70.98	101.70
应收类款项/资产总额(%)	15.61	30.19	26.63	29.76
营业利润率(%)	36.62	21.59	17.12	10.95
总资本收益率(%)	2.57	1.52	0.60	--
净资产收益率(%)	5.17	2.30	1.54	--
长期债务资本化比率(%)	40.08	46.86	52.94	55.52
调整后长期债务资本化比率(%)	41.68	50.71	57.42	59.64
全部债务资本化比率(%)	54.41	55.36	60.66	63.63
调整后全部债务资本化比率(%)	55.34	58.11	63.85	66.43
资产负债率(%)	58.88	60.52	65.99	68.45
流动比率(%)	308.24	467.11	445.15	394.61
速动比率(%)	156.93	309.97	310.58	257.40
经营现金流动负债比(%)	-58.67	-123.23	10.29	-25.79
全部债务/EBITDA(倍)	18.35	31.53	63.95	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	19.05	35.26	73.23	--

注：1. 调整后全部债务=全部债务+长期应付款中有息债务；2. 2018 年三季度财务数据未经审计。

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息