信用等级公告

联合〔2020〕2117号

联合资信评估有限公司通过对淮安高新控股有限公司主体及相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持淮安高新控股有限公司主体长期信用等级为AA，维持“20淮安高新MTN001”信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月九日

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

淮安高新控股有限公司2020年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
淮安高新控股有限公司	AA	稳定	AA	稳定
20淮安高新MTN001	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20淮安高新MTN001	4亿元	4亿元	2023/03/04

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020年7月9日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F3	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	6
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
外部支持				3

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1—F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点：

淮安高新控股有限公司（以下简称“高新控股”或“公司”）是淮安市高铁商务区重要的基础设施建设主体。跟踪期内，公司外部发展经营环境良好，业务保持区域专营优势，并在资金注入和政府补助等方面继续获得有力的外部支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司业务回款金额及时间存在一定不确定性，公司债务负担有所加重和资本支出压力较大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

淮安市高铁商务区未来基础设施投资规模较大，随着公司承接基础设施项目的增加，公司未来收入规模将保持平稳发展。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“20淮安高新MTN001”信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司外部发展经营环境良好。**跟踪期内，淮安市经济持续发展，2019年，淮安市地区生产总值3871.21亿元，按可比价格计算同比增长6.6%。淮安市高铁商务区定位明确，区域内基建投资需求将为公司提供稳定的业务来源。
2. **业务区域专营优势，且持续获得政府支持。**公司作为淮安市高铁商务区重要的基础设施建设主体，业务具备区域专营优势，持续获得政府在资金注入和财政补贴等方面支持。2019年，公司收到政府补助0.45亿元，并分别收到淮安市财政局和淮安市宏信国有资产投资管理有限公司注资款9.83亿元和0.90亿元。

分析师：闫 蓉 李思卓
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

关注

1. **公司业务回款金额及时间存在一定不确定性。**公司土地整理业务收入回款金额及时间受淮安市高铁商务区土地市场影响而存在一定不确定性。

2. **公司债务负担有所加重。**跟踪期内，公司调整后全部债务有所增长，截至2020年3月底，公司调整后全部债务57.69亿元，调整后全部债务资本化比率达到51.75%，债务负担进一步加重。随着公司土地整理基建业务继续推进，公司的债务规模或将继续增加。

3. **面临较大的资本支出压力。**公司经营性净现金流持续为负，同时公司土地整理业务、在建基础设施和安置房项目未来待投资规模较大，公司面临较大的资金支出压力。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	11.99	18.11	26.16	16.90
资产总额(亿元)	51.19	79.64	119.82	122.80
所有者权益(亿元)	37.15	41.38	53.53	53.79
短期债务(亿元)	0.99	8.09	19.40	16.55
长期债务(亿元)	9.34	20.19	34.29	37.99
全部债务(亿元)	10.33	28.27	53.69	54.54
营业收入(亿元)	3.25	3.44	8.50	2.46
利润总额(亿元)	1.40	1.23	1.69	0.33
EBITDA(亿元)	1.41	1.24	1.73	--
经营性净现金流(亿元)	-7.89	-14.47	-27.84	-11.74
营业利润率(%)	21.97	19.72	14.70	14.36
净资产收益率(%)	3.77	2.97	2.66	--
资产负债率(%)	27.43	48.04	55.32	56.20
全部债务资本化比率(%)	21.76	40.59	50.07	50.34
流动比率(%)	826.06	460.54	456.10	522.70
经营现金流动负债比(%)	-167.77	-99.26	-114.01	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.42	1.51	1.62	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.32	22.72	31.10	--
现金收入比(%)	46.66	60.88	7.73	67.90
速动比率(%)	297.70	166.35	176.79	159.84
现金短期债务比(倍)	12.11	2.24	1.35	1.02
公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	51.21	72.05	106.45	111.67
所有者权益（亿元）	37.18	41.62	53.36	53.63
全部债务(亿元)	10.33	14.58	40.09	43.59
营业收入(亿元)	3.24	3.42	8.46	2.42
利润总额(亿元)	1.42	1.44	1.27	0.34
资产负债率（%）	27.40	42.23	49.88	51.98
全部债务资本化比率(%)	21.74	25.94	42.90	44.84
流动比率（%）	742.15	318.21	489.38	542.74
经营现金流动负债比(%)	-131.08	-31.47	-127.00	--
现金收入比(%)	46.55	60.71	7.38	67.29
速动比率(%)	388.43	131.99	213.93	213.56
现金短期债务比(倍)	9.79	2.80	1.81	1.08

注：公司 2020 年一季度财务报表未经审计；

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 淮安高新 MTN001	AA	AA	稳定	2019/08/13	兰迪　李思卓	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由淮安高新控股有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

淮安高新控股有限公司 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于淮安高新控股有限公司（以下简称“公司”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构有所调整，淮安市财政局及淮安宏信分别对公司增资 9.83 亿元及 0.90 亿元。截至 2020 年 3 月底，淮安市财政局、淮安新城投资开发有限公司（以下简称“淮安新城”）、淮安市国有联合投资发展集团有限公司（以下简称“淮安国联”）、淮安市水利控股集团有限公司（以下简称“淮安水利”）及淮安市宏信国有资产投资管理有限公司（以下简称“淮安宏信”）持股比例分别由 30.00%、26.67%、20.00%、20.00%和 3.33%变更为 47.50%、20.00%、15.00%、15.00%和 2.50%，各股东全权授权淮安生态文化旅游区管理委员会（以下简称“淮安生态文旅区管委会”，原名“淮安生态新城管理委员会”）履行出资人职责和行使股东权利。公司实际控制人未发生变化，仍为淮安市人民政府（以下简称“淮安市政府”）。跟踪期内，公司注册资本由 30.00 亿元变更为 40.00 亿元；实收资本由 29.10 亿元变更为 39.83 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至2020年3月底，公司本部内设综合处、投融资和财务处、工程处及规划发展处4个职能部门；公司纳入合并范围的子公司共4家（其中一级子公司3家）。

截至2019年底，公司资产总额119.82亿元，所有者权益53.53亿元；2019年，公司实现营业收入8.50亿元，利润总额1.69亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额122.80亿元，所有者权益53.79亿元；2020年1－3月，公司实现营业收入2.46亿元，利润总额0.33亿元。

公司注册地址：淮安市福地路 1 号 1 号楼。法定代表人：陈延国。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2020年5月底，联合资信所评的“20淮安高新MTN001”尚需偿还债券余额4.00亿元。截至本期报告出具日，“20淮安高新MTN001”本息尚未到兑付日。

截至2020年5月底，“20淮安高新MTN001”募集资金已使用3.53亿元，全部按计划用于偿还公司有息债务，未使用金额0.47亿元。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
20 淮安高新 MTN001	4.00	4.00	2020/03/04	3 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要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，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。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、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，以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。2014年，《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》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据2014年《43号文》，财政部发布《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甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019年9月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019年11月、2020年2月及2020年5月，财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 2　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019 年 3 月	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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

公司作为淮安市高铁商务区重要的基础设施建设主体，主要从事淮安市高铁商务区土地整理和基础设施建设工作。淮安市社会经济的发展以及高铁商务区经济带的定位规划对公司具有较大影响。

跟踪期内，淮安市经济发展稳定，淮安市高铁商务区交通枢纽、区域商贸的定位明确，公司外部发展经营环境良好。

（1）淮安市

根据《淮安市2019年国民经济和社会发展统计公报》，淮安市经济稳步发展，2019年，淮安市实现地区生产总值3871.21亿元，按可比价格计算增长6.6%；三次产业结构为10.0:41.8:48.2。2019年，淮安市人均GDP7.85万元，高于同期全国人均水平，地方经济发展水平较好。

固定资产投资方面，2019年，淮安市规模以上固定资产投资同比增长6.3%，淮安市投资规模大，对地方经济发展拉动作用明显。2019年，淮安市社会消费品零售总额1334.49亿元，同比增长7.7%，增速有所下滑，但仍高于同期GDP增速，对经济增长有较大促进作用。

产业方面，淮安市已逐步形成“4+2”优势特色产业结构，即盐化新材料、特钢及装备制造产业、电子信息、食品产业四大主导产业和新能源汽车及零部件产业、生物技术及新医药产业两大战略性新兴产业。2017年淮安市实现规模以上工业增加值1753.02亿元，同比增长9.8%，2018—2019年规模以上工业增加值分别同比增长4.8%和7.5%。

（2）淮安市高铁商务区概况

2008年，淮安市政府为了拓宽老城区，决定将城区东扩南移，并设立淮安生态文化旅游区（以下简称“淮安生态文旅区”，原名“淮安生态新城”）。淮安生态文旅区北依主城区，南接淮安区古城，占地41.10平方公里（原规划面积29.80平方公里，后随高铁商务区设立扩大至41.10平方公里）。2012年设立淮安生态文旅区管委会。2015年底，淮安生态文旅区原规划29.80平方公里已经基本建设完成，主要功能项目全部投入使用，淮安市行政中心也已搬迁入住。

2015年10月，随着连淮扬镇铁路全面开工建设，淮安市政府在淮安生态文旅区范围以东

设立高铁商务区，具体位于淮安区老城和新长铁路以北，东至京沪高速，西至新长铁路，南至广州路，北至徐杨路，规划总面积约11.30平方公里。2016年3月成立淮安市高铁商务区办事处（原名“高铁新区办事处”），隶属淮安生态文旅区管委会。

根据淮安市委第七次党代会要求，高铁商务区将按照“全国高铁客运新枢纽、高铁经济发展新高地、中心城市建设新平台、城乡一体发展新片区”四个全新定位，充分发挥高铁经济廊带磁力场效应，高标准规划建设高铁商务区，重点发展物流、高端商旅商贸、文化创意等产业形态，打造成产业高端、辐射沿线、宜居宜业智慧区域。未来三年预计完成基础设施投资60亿元左右。

总体看，高铁商务区定位明确，短期内高铁商务区的基建投资需求将为公司提供稳定的业务来源。长期看，高铁商务区交通枢纽、区域商贸功能定位形成将为公司未来投资项目的运营提供良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司注册资本由 30.00 亿元变更为 40.00 亿元，实收资本由 29.10 亿元变更为 39.83 亿元，公司股东股权结构有所调整。淮安市财政局及淮安宏信分别增资 9.83 亿元及 0.90 亿元。淮安市财政局、淮安新城、淮安国联、淮安水利及淮安宏信持股比例分别由30.00%、26.67%、20.00%、20.00%、3.33%变更为47.50%、20.00%、15.00%、15.00%和2.50%。公司第一大股东仍为淮安市财政局，实际控制人仍为淮安市政府。

2. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员未发生变动。

3. 外部支持

2019年淮安市地方一般公共预算收入保持增长，财政收入质量较好，但财政自给能力较弱；公司作为高铁商务区基础设施建设主体，得到淮安市政府在资本注入、财政补贴和政策等方面的较大支持。

（1）淮安市

2019 年，淮安市地方一般公共预算收入 257.31 亿元，稳定增长；一般公共预算收入中税收收入占比 81.30%，整体看，一般公共预算收入结构较好；2019 年，淮安市地方一般公共预算支出 529.13 亿元，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）48.63%，财政自给能力较弱。

（2）淮安生态文旅区（包含高铁商务区）

2019 年，淮安生态文旅区完成一般公共预算收入 6.1 亿元，同比下降 3.94%；2019 年完成一般公共预算支出 7.5 亿元。财政自给率为 81.33%，财政自给能力尚可。

货币增资

2019年，公司分别收到淮安市财政局和淮安宏信货币注资9.83亿元和0.90亿元，实收资本由29.10亿元增加至39.83亿元。

财政补贴

为支持公司经营发展，公司继续得到淮安生态文旅区管委会财政补贴。2019 年，公司收到淮安生态文旅区财政局 0.45 亿元补贴款，系基础设施建设补贴及稳岗补贴。

政策支持

根据淮政发〔2016〕11 号，明确公司为高铁商务区开发、投资和经营主体，为市管一级企业。

根据 2015 年 12 月 27 日《淮安市人民政府七届第 48 次常务会议纪要》，淮安市人民政府原则同意 2015 年 12 月 22 日淮安生态文旅区管委会提交的《关于淮安高铁新区筹备建设工作方案汇报》，主要内容包括：（1）淮安高铁商务区范围内的土地出让收入实行封闭运作，土地收益全部归属公司所有，且经营性地块免收市级统筹，土地出让金由淮安生态文旅区财政与公司结算；（2）除上缴中央、省外，高铁商务区范围内产生的所有税收和规费，纳

入淮安生态文旅区金库，用于高铁商务区建设；（3）明确税收入库级次，除仍保留在高铁商务区核心区范围的工业企业外，高铁商务区产生的各项税收，全部缴入淮安生态文旅区金库，并由淮安生态文旅区财政与公司结算。

5. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好，跟踪期内，联合资信未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告（自主查询版，机构信用代码：3208020000966249），截至2020年6月16日，公司无已结清和未结清的不良信贷信息记录。总体看，公司过往债务履约情况良好。

截至2020年7月9日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入大幅增长，主要系公司土地整理收入增长及基础设施建设业务开始确认收入所致。

公司作为淮安市重要的基础设施建设开发主体，主要负责高铁商务区的土地整理、市政道路建设、公共设施建设、园林绿化等工作。2019 年，公司实现营业收入 8.50 亿元，同比增长 146.97%，主要系公司土地整理收入增长及基础设施建设业务开始确认收入所致。从收入构成看，土地整理收入及基础设施建设收入是营业收入的主要来源，占比分别为 77.33%和 22.04%。

毛利率方面，2019 年，公司综合毛利率为 15.47%，较上年下降 5.14 个百分点，主要系土地整理业务结算项目加成比例降低所致。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 2.46 亿元，其中土地整理收入和基础设施建设收入占比分别为 57.64%和 40.83%。当期，公司综合业务毛利率 15.20%，较 2019 年全年基本持平。

表3 近年来公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理	33998.44	98.82	20.00	65703.97	77.33	15.25	14160.00	57.64	15.25
基础设施建设	--	--	--	18724.06	22.04	15.25	10030.00	40.83	15.25
园林绿化	192.71	0.56	40.66	320.06	0.37	13.31	374.76	1.53	11.67
土地租金	213.49	0.62	100.00	220.18	0.26	100.00	--	--	--
合计	**34404.64**	**100.00**	**20.61**	**84968.82**	**100.00**	**15.47**	**24564.76**	**100.00**	**15.20**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）土地整理

跟踪期内，公司土地整理业务有序开展，收入规模大幅增长，实际回款偏差，毛利率受出让地块加成比例变动影响有所下降；未来拟整理土地充足，业务可持续性较好，但面临较大资金支出压力。

公司负责高铁商务区域内的土地整理业务，包括拆迁安置、土地平整与配套开发等。

跟踪期内，该板块业务运作模式未发生变化：淮安市政府授权淮安生态文旅区管委会与公司签订相关协议，管理建设项目，并代表淮安市政府与公司结算项目建设资金。淮安生态文旅区管委会委托公司在淮安生态文旅区（主

要高铁商务区）范围内进行土地开发整理，土地达到“三通一平”“七通一平”的市政标准后，经由淮安市国土局通过“招拍挂”方式进行出让。淮安生态文旅区财政局定期对公司已出让的土地整理项目情况进行审计确认并出具结算确认函，对达到收入确认条件的部分进行收入结转，收入一般按照公司支出的土地整理成本加计 10%~30%计算。

在项目竣工验收合格，项目费用结算单审核并没有异议前提下，淮安生态文旅区管委会保证于 3 年内支付土地整理项目款，每年支付比例不少于 30%。

账务处理方面，公司发生的土地整理成本计入“存货”；土地整理完成后，公司依据结算确认函确认土地整理收入，同时结转土地整理成本。

2019 年，公司土地整理业务实现收入 6.57 亿元，毛利率为 15.25%，毛利率与上年相比明显下降，主要系当年结算地块加成比例下降所致。2020 年 1—3 月，公司实现土地整理收入 1.42 亿元，毛利率 15.25%，毛利率较 2019 年无变化。公司土地整理业务确认收入的项目分别为高铁核心区一期、二期土地整理项目，2019 年和 2020 年一季度分别收到回款 0.50 亿元和 1.17 亿元，回款情况偏差。

自公司成立以来，公司负责的土地整理项目主要包括高铁核心区一期和二期，整理面积合计 4980 亩，主要为农业用地和工业用地，整理成本 50~60 万元/亩左右。截至 2020 年 3 月底，公司累计出让土地 811.69 亩，成交价格平均为 191.22 万元/亩。公司出让地块土地用途以住宅用地和商业用地为主、以高铁枢纽专用地和学校用地为辅；其中高铁枢纽专用地和学校用地成交价格较低。

截至 2020 年 3 月底，公司主要在建项目为站前南路区域周边地块，正在整理的土地面积 916.28 亩，均位于高铁商务区核心区，主要用于高铁站配套实施、高铁商务区主要商业中心、居民社区建设等；预计总投资 9.16 亿元，已投资 4.19 亿元，未来三年计划投资 4.97 亿元。公司主要拟建项目包括黄岗四期地块、黄岗五期周边地块、高铁核心区三期地块等，拟整理面积合计 1765.98 亩，总投资约 11.95 亿元。公司业务发展可持续性较好，但同时面临较大资金压力。另外，受市场行情以及高铁商务区招商引资政策影响，公司未来土地出让计划存在一定不确定性。

表 4　截至 2020 年 3 月底公司主要土地整理项目情况（单位：亩、亿元）

项目名称	项目周期	总共整理面积	已整理面积	未来三年出让计划（亩）			计划总投资额	已投资额
				2020 年 4—12 月	2021 年	2022 年		
已完工土地开发整理项目情况								
高铁核心区一期地块	2015.10—2017.12	1656.00	1656.00	260.00	100.00	200.00	10.55	10.55
高铁核心区二期地块	2016.06—2019.12	3100.00	3100.00	300.00	281.97	193.75	15.00	15.00
黄岗二期地块（达方路以北、城东路以西、宏盛路以东、徐杨路以南）	2018.01—2018.12	118.03	118.03	0.00	118.03	0.00	0.72	0.72
黄岗三期地块（滨河路以北、宏盛路以西、鸿海路以东、徐杨路以南）	2018.01—2019.12	106.25	106.25	0.00	0.00	106.25	0.65	0.67
合计	--	**4980.28**	**4980.28**	**560.00**	**500.00**	**500.00**	**26.92**	**26.94**
项目名称	**项目周期**	**总共整理面积**	**已整理面积**	**未来三年投资计划（亿元）**			**计划总投资额**	**已投资额**
				2020 年 4—12 月	**2021 年**	**2022 年**		
在建土地开发整理项目情况								
站前南路区域周边地块（站前路以西、徐杨路以南、顺达路以北、城东路以东）	2017.10—2021.06	916.28	350.00	2.65	2.32	0	9.16	4.19

合计	--	916.28	350.00	2.65	2.32	0	9.16	4.19
项目名称	项目周期	总共整理面积	已整理面积	未来三年投资计划（亿元）			计划总投资额	已投资额
				2020 年 4—12 月	2021 年	2022 年		
拟建土地开发整理项目情况								
黄岗四期地块（滨河路以北、宏盛路以西、鸿海路以东、蔡庄路以南）	2020.04-2022.04	150.93	0.00	0.00	1.10	0.00	1.10	0.00
黄岗五期周边地块（鸿海南路以东、滨河路以北、城东路以西、徐杨路以南）	2020.07-2022.07	346.13	0.00	0.70	0.80	0.75	2.25	0.00
高铁核心区三期地块（鸿海南路以西、广州路以北、安澜南路以东、徐杨路以南）	2020.08-2022.12	1268.92	0.00	2.58	3.01	3.01	8.60	0.00
合计	--	1765.98	0.00	3.28	4.91	3.76	11.95	0.00

资料来源：公司提供

（2）基础设施建设

跟踪期内，公司仍主要负责高铁商务区范围内的道路、桥梁等基础设施项目代建及安置房项目建设。该板块首次形成收入，未来联合资信将持续关注公司基建板块的收入确认及回款情况。

委托代建项目

跟踪期内，公司基础设施建设业务范围及运作模式均未发生变化。公司受淮安生态文旅区管委会委托对淮安生态文旅区（主要高铁商务区）范围内的基础设施等民生工程项目进行开发建设。该板块业务模式、回款约定及账务处理方式均与土地整理板块相同。2019 年，随着部分基础设施建设项目完工结算，公司开始确认基础设施建设收入。公司基础设施建设项目大体分为功能性项目、市政兼商业类项目及市政类道路项目。截至 2020 年 3 月底，公司基础设施建设已完工项目 10 个，已完成投资 8.09 亿元，已确认收入 1.87 亿元，收到回款 0.46 亿元。截至 2020 年 3 月底，公司主要在建基础设施项目 3 个，预计投资 41.25 亿元，已投资 26.15 亿元，公司面临较大资金支出压力。具体项目情况如下表所示。

表 5　截至 2020 年 3 月底公司在建基础设施项目情况 （单位：万元）

序号	项目名称	项目状态	项目性质	建设内容	项目周期	计划总投资	已投资	未来投资计划		
								2020 年 4—12 月	2021 年	2022 年
1	淮安东站综合客运枢纽	在建	功能性	集铁路、长途汽车、常规公交、旅游大巴、出租汽车、社会车辆、有轨电车等多种交通方式为一体的综合交通客运枢纽，总建筑面积 25.5 万平方米	2018.10—2020.12	229000.00	238000.69	10000.00	0.00	0.00
2	高铁商务中心	在建	功能类	位于江淮路北侧、S237 东侧，项目总占地 68 亩，其中一期建筑面积 5 万平方米	2017.09—2022.06	180000.00	20695.10	13304.90	50000.00	96000.00
3	广州路社区服务用房	在建	功能类	位于淮安市高铁商务区高庄路南侧，项目用地面积 3268 平方米，总建筑面积 5885.67 平方米。	2018.06—2020.06	3500.00	2824.54	675.46	0.00	0.00
合　计		--	--	--	--	412500.00	261520.33	23980.36	50000.00	96000.00

资料来源：公司提供

安置房项目

公司安置房项目由子公司淮安高新置业有限公司（以下简称“高新置业”）负责，高新置业拥有按二级标准从事房地产开发经营业务的暂定资质证书（证书有效期至 2021 年 5 月 25 日），业务范围集中于高铁商务区。

跟踪期内，公司安置房业务模式未发生变化，高新置业通过招拍挂的方式取得保障房项目建设所需的土地使用权，项目建成后以政府限定价格向拆迁户定向销售；另外，公司安置房项目还有配套商业（如生活广场）、出售及机动车车位出售，由公司按照市场价自主定价。

截至 2020 年 3 月底，公司无已建成安置房项目，安置房尚未预售。公司在建及拟建安置房项目建筑面积合计 82.79 万平方米，总投资额 36.64 亿元，已投资 20.38 亿元。文锦苑（高铁新区安置小区）及文荟苑（黄岗安置小区）项目预计于 2021 年形成销售收入。2020—2021 年，公司预计实现住宅销售面积 45.00 万平方米，假设按 6600.00 元/平方米价格销售，预计实现住宅销售收入 29.70 亿元。考虑未来高铁商务区房地产市场存在一定不确定性，公司安置房销售收入实现存在不确定性。

表 6　截至 2020 年 3 月底公司在建及拟建安置房项目情况 （单位：万平方米、亿元）

序号	项目名称	项目状态	项目周期	项目占地面积(公顷)	总建筑面积	累计预售金额	总投资额	已投资额	拟投资额		
									2020 年 4—12 月	2021 年	2022 年
1	文锦苑（高铁新区安置小区）	在建	2017.05—2020.12	9.98	33.54	0.00	14.00	10.96	3.05	0.00	0.00
2	文荟苑（黄岗安置小区）	在建	2017.10—2021.06	6.63	22.25	0.00	10.64	5.15	2.00	3.49	0.00
3	文萃苑（第三安置小区）	拟建	2020.08—2023.12	7.07	27.00	0.00	12.00	4.27	2.00	3.00	2.73
合 计	--	--	--	**23.68**	**82.79**	**0.00**	**36.64**	**20.38**	**7.05**	**6.49**	**2.73**

资料来源：公司提供

（3）其他业务

近年来，公司经营高铁商务区园林绿化业务并将部分土地出租获取收入；业务规模较小，对公司收入及利润影响有限。

园林绿化业务

园林绿化业务主要由下属全资子公司淮安高铁新区园林绿化有限公司负责运营，该业务主要系对淮安高铁商务区内的公园绿地、道路两侧、河堤护岸等进行绿化建设。2019 年，该业务实现收入 320.06 万元，同比增长 66.37%，主要系随着淮安高铁商务区基础设施建设的逐步推进，相关绿化配套需求有所增加，业务规模有所增长所致。

2020 年 1—3 月，公司园林绿化收入 374.76 万元，占比 1.53%；毛利率 11.67%，与 2019 年相比下降 1.64 个百分点。

土地出租

根据公司同淮安兴盛园林工程有限公司（以下简称“兴盛园林”）、淮安生态文旅区管委会签订的《土地租赁合同》，公司将面积 212.74 亩土地（体现在“投资性房地产”科目）租赁给兴盛园林种植苗木，租期自 2017 年 1 月 1 日开始至 2021 年 12 月 31 日，每亩每年租金 1.00 万元，兴盛园林在每年年底前向公司支付当年租金，按年结算。2019 年公司实现土地租金收入 220.18 万元。2020 年 1—3 月公司未确认土地租金收入。

3. 未来发展

未来公司将继续推进高铁商务区基础设施建设工作，对外融资需求较高。

作为高铁商务区重要基础设施建设主体，公司将统筹推进基础设施和配套功能建设，提升高铁商务区承载能力，把高铁商务区从相对单纯的对外交通集散地初步转变为承载城市公共交通和商务等更多功能的综合功能服务区。公司发展规划主要包括：

（1）积极推进高铁枢纽站长途汽车站、站前广场等各项设计统筹协调工作，确保高铁枢纽站地方配套项目设计与主站房同步进行同步完成。

（2）重点推进淮安高铁商务区核心区 23 条道路建设。

（3）全面推进文锦苑、文荟苑和文萃苑项目建设。

总体看，未来公司投资项目将有所增加，收入将有望保持增长。联合资信也关注到，公司建设项目需要前期垫资，且政府回款存在较大不确定性，公司面临较大的资金压力和对外融资需求。

八、财务分析

公司提供了 2019 年度的合并财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司 2020 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，跟踪期内，公司合并范围内子公司无变化。截至 2020 年 3 月底，公司合并范围共有 4 家子公司（其中一级子公司 3 家）。总体看，公司财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模快速增长，以流动资产为主，其中货币资金和存货占比较高；非流动资产以投资性房地产为主。公司受限资产规模仍较大。

截至2019年底，公司资产总额119.82亿元，较上年底增长50.45%，主要系货币资金、应收账款和存货增长所致。其中流动资产占92.96%、非流动资产占7.04%，公司资产以流动资产为主，且占比较上年底有所提升。

表 7　公司主要资产构成（单位：亿元、%）

主要构成	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	18.11	22.74	26.16	21.83	16.90	13.76
应收账款	3.28	4.12	11.55	9.64	12.46	10.15
存货	42.88	53.85	68.21	56.93	79.42	64.67
流动资产	**67.13**	**84.29**	**111.39**	**92.96**	**114.41**	**93.17**
投资性房地产	12.12	15.22	7.43	6.20	7.43	6.05
固定资产	0.39	0.49	0.41	0.34	0.40	0.33
非流动资产	**12.51**	**15.71**	**8.43**	**7.04**	**8.40**	**6.83**
资产总额	**79.64**	**100.00**	**119.82**	**100.00**	**122.80**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及财务报告整理

截至 2019 年底，公司流动资产 111.39 亿元，较上年底增长 65.92%，主要来自货币资金、应收账款及存货的增长。公司货币资金 26.16 亿元，较上年底增长 44.45%，主要系股东增资及取得借款所致。公司货币资金主要由银行存款（占 57.98%）和其他货币资金（占 42.02%）构成。其中受限货币资金 9.76 亿元，系质押定期存款，受限比例为 37.32%，受限比例较高。公司应收账款 11.55 亿元，较上年底增长 251.62%；应收账款基本由土地整理业务形成的对淮安生态文旅区财政局应收款构成；因回收风险较小，公司未对应收账款计提坏账准备。公司存货 68.21 亿元，较上年底增长 59.06%，主要为土地、土地整理业务及基础设施建设项目建设开发成本。

截至 2019 年底，公司非流动资产 8.43 亿元，较上年底下降 32.58%，主要系投资性房地产的减少。公司投资性房地产 7.43 亿元，全部由公司于 2016 年通过缴纳土地出让金取得的 3 宗面积合计为 8.59 万平方米国有建设

用地使用权构成，用途为城镇住宅用地、其他商服用地，均未抵押。目前暂时用于苗木基地出租，2019 年实现土地租金收入 220.18 万元，未来用于转让。投资性房地产较上年底下降 38.74%，系当年公司向淮安生态文旅区管委会退还苏 2016 淮安市不动产第 0017737 号土地 16689.00 平方米及苏 2016 淮安市不动产第 0018929 号土地 39207.00 平方米所致。跟踪期内，公司新增长期待摊费用 0.60 亿元，系待摊销融资费用。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 122.80 亿元，较 2019 年底增长 2.49%，主要系存货增长所致。其中，公司流动资产占比 93.17%，非流动资产占比 6.83%，流动资产占比有所提升。截至 2020 年 3 月底，公司货币资金 16.90 亿元，较 2019 年底下降 35.39%，主要系偿付到期有息债务所致；公司应收账款 12.46 亿元，较 2019 年底增加 7.89%；公司存货 79.42 亿元，较 2019 年底增长 16.43%，主要系公司土地整理和基础设施项目投入增长所致。

截至 2020 年 3 月底，公司受限资产共计 17.07 亿元，占总资产比例为 13.90%，其中，受限货币资金 8.48 亿元，受限土地使用权 8.58 亿元。

2. 资本结构

跟踪期内，受股东增资影响，公司所有者权益规模有所增长，结构基本保持稳定。其中实收资本占比较高，全部为股东货币出资，所有者权益质量较好。

截至2019年底，公司所有者权益53.53亿元（无少数股东权益），较上年底增长29.38%，主要系实收资本增长所致。跟踪期内股东货币增资10.73亿元，公司实收资本由29.10亿元上升至39.83亿元。截至2018年底，公司其他综合收益3.82亿元，全部为2016年公司将缴纳土地出让金取得的4块国有建设用地使用权由自用土地转为投资性房地产时，按照公允价值计量的增值部分；2019年底，公司其他综合收益2.32亿元，较上年底减少39.41%，系公司向淮安生态文旅区管委会退还苏2016淮安市不动产第0017737号土地、苏2016淮安市不动产第0018929号土地所致。淮安生态文旅区管委会按摘牌价向公司退还相对应的土地出让金，并按市场价对公司退地损失进行补偿，公司将退地对应的其他综合收益转入资本公积，导致2019年资本公积增加1.50亿元。

截至2020年3月底，公司所有者权益53.79亿元，较2019年底增长0.48%，系未分配利润增长所致，所有者权益结构变化较小。

表 8 公司主要所有者权益构成（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	29.10	70.32	39.83	74.41	39.83	74.05
资本公积	3.00	7.25	4.50	8.41	4.50	8.37
盈余公积	0.57	1.38	0.67	1.25	0.67	1.25
其他综合收益	3.82	9.23	2.31	4.32	2.31	4.29
未分配利润	4.89	11.82	6.22	11.62	6.47	12.03
所有者权益	**41.38**	**100.00**	**53.53**	**100.00**	**53.79**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及财务报告整理

跟踪期内，随着高铁商务区建设逐步推进，公司债务规模快速增长，债务负担加重，债务结构以长期债务为主；随着公司土地整理及基础设施建设业务继续推进，公司的债务规模或将继续增加。

截至2019年底，公司负债总额66.29亿元，较2018年底增长73.24%，主要系一年内到期的非流动负债、长期借款和长期应付款增长所致。其中流动负债占36.85%，非流动负债占63.15%，公司负债以非流动负债为主。

表 9　公司主要负债构成（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.59	12.00	7.15	10.79	7.98	11.56
其他应付款	6.08	15.89	3.91	5.90	3.95	5.72
一年内到期的非流动负债	0.50	1.31	11.26	16.99	8.08	11.71
流动负债合计	**14.58**	**38.10**	**24.42**	**36.85**	**21.89**	**31.72**
长期借款	20.19	52.77	29.91	45.12	29.64	42.95
应付债券	0.00	0.00	4.38	6.61	8.35	12.10
长期应付款	3.50	9.15	7.57	11.42	9.13	13.23
非流动负债合计	**23.69**	**61.90**	**41.86**	**63.15**	**47.12**	**68.28**
负债总额	**38.26**	**100.00**	**66.29**	**100.00**	**69.01**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及财务报告整理

截至2019年底，公司流动负债24.42亿元，较上年底增长67.54%，主要由一年内到期的非流动负债和短期借款构成。公司短期借款为7.15亿元，较上年增长55.66%，其中质押借款与保证借款占比分别为65.15%和34.85%。其他应付款由其他应付款3.83亿元和应付利息0.07亿元构成。其他应付款部分主要由带息资金拆借款，押金、保证金，代扣代缴款及资金往来款构成，较上年底下降36.93%，主要系与同股东淮安新城资金往来款减少所致。截至2019年底，公司无账龄超过1年的重要其他应付款。

跟踪期内，公司非流动负债快速增长，2019年底为41.86亿元，较上年底增长76.75%，主要系长期借款和应付债券增长所致。截至2019年底，公司长期借款29.91亿元，较上年底增长48.18%，主要系公司因资金需求扩大融资规模所致。长期借款中抵押借款20.50亿元，抵押品主要为公司账内土地；保证借款15.87亿元，由公司股东淮安新城和淮安开发控股有限公司提供保证。应付债券4.38亿元，由“19淮高新”（占77.27%）及“19苏淮安高新ZR001”（占22.73%）构成。公司长期应付款7.57亿元，由淮安市财政局拨付的淮安东站专项资金（占92.45%）及安置小区专项资金（占7.55%）构成。

有息债务方面，跟踪期内，公司全部债务快速增长，截至2019年底，公司全部债务为53.69亿元，较上年底增长89.91%；其中，短期债务占36.13%，长期债务占63.87%，公司债务以长期债务为主。若将其他应付款有息部分调整至短期债务后，调整后短期债务19.74亿元，调整后全部债务为54.03亿元。从债务指标看，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均保持增长，2019年底分别为55.32%、50.23%和39.05%，债务负担有所加重，随着公司土地整理及基础设施建设业务继续推进，公司的债务规模或将继续增加。

截至2020年3月底，公司负债总额69.01亿元，较2019年底增长4.11%，主要系应付债券增长所致；从构成看，流动负债和非流动负债分别占31.72%和68.28%，随应付债券的增长及一年内到期的非流动负债的下降，流动负债的占比有所下降。截至2020年3月底，公司短期借款7.98亿元，较2019年底增长11.69%，质押借款与保证借款均有所增长。公司其他应付款3.95亿元，较2019年底增长1.10%，其中0.34亿元为有息债务，应调整至短期债务进行核算。一年内到期的非流动负债8.08亿元，较2019年底下降28.25%，由一年内到期的长期借款及一年内到期的长期应付款构成。应付债券8.35亿元，较2019年底增长90.47%，主要系当期发行“20淮安高新MTN001”所致。长期应付款9.13亿元，较2019年底增长20.58%，主要系新增对

远东宏信（天津）融资租赁有限公司融资租赁款所致。

截至2020年3月底，公司全部债务54.54亿元，较2019年底增长1.57%；公司调整后全部债务57.69亿元，其中调整后短期债务占比29.26%，调整后长期债务占比70.74%。公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率均较2019年底有所增长，分别为56.20%、51.75%和43.14%，公司债务负担有所加重。2020年4－12月及2021—2023年，公司分别需偿付有息债务13.03亿元、22.84亿元、14.16亿元和5.13亿元。公司将于2021年面临一定集中兑付压力。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持增长，公司利润总额对财政补贴依赖较高，公司整体盈利能力一般。

跟踪期内，公司基础设施建设业务开始确认收入，但营业收入仍以土地整理收入为主。2019年，公司实现营业收入8.50亿元，同比增长146.97%；其中，土地整理收入6.57亿元，同比增长93.26%，主要系公司土地整理业务进度及结算情况影响所致。同期，公司营业利润率为14.70%，同比下降5.02个百分点，主要系当年确认土地整理的项目收入加成比例有所下降所致。

从期间费用看，2019年，公司期间费用834.70万元，同比增长65.48%，主要由管理费用构成。公司财务费用持续为负，主要系公司利息支出全部资本化且货币资金形成利息收入所致。同期，公司期间费用率为0.98%。

非经营性收入方面，2019年，公司无营业外收入；公司收到基础设施建设补贴及稳岗补贴资金0.45亿元，计入“其他收益”科目。公司利润总额1.69亿元，对财政补贴依赖较高。

2020年1—3月，公司实现营业收入2.46亿元，相当于2019年全年的28.91%，利润总额0.33亿元。

盈利指标方面，受公司股东注资、公司借款大幅增长影响，公司总资本收益率、净资产收益率均明显下降，2019 年分别为 1.33%和2.66%。公司整体盈利能力一般。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司土地整理业务及基础设施建设投资规模大，经营性现金流仍为负，公司投资规模有所收缩但仍为净流出状态，筹资活动现金流对公司经营和投资活动现金支出有一定保障；总体来看，公司对外部融资需求大。

经营活动方面，经营活动现金流入主要由销售商品提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金构成。2019年，公司收到其他与经营活动有关的现金11.43亿元，主要系公司同股东淮安新城和其他非关联方之间的往来款及政府补助资金。2019年公司现金收入比为7.73%，较上年大幅下降，主要系本期土地整理及基础设施建设业务收入大幅增长（同比增长148.33%）但回款滞后所致。2019年，公司购买商品、接受劳务支出的现金为32.69亿元，同比增长90.81%，主要系当期项目投入扩大所致。公司经营活动产生的现金流量净额为-27.84亿元，仍为负。

从投资活动看，2019 年无投资活动现金流入；投资活动现金流出为 0.02 亿元，均为购建固定资产、无形资产等支付的现金。

从筹资活动看，2019 年，公司筹资活动现金流入为 49.89 亿元，其中吸收投资收到的现金 10.73 亿元，均为收到股东增资款；取得借款收到的现金38.86亿元，同比增长124.69%，主要系受公司项目持续投入而融资需求扩大所致。公司筹资活动现金流出为 19.02 亿元，其中偿还债务支付的现金分别为 11.42 亿元，同比增长 386.09%。筹资活动产生的现金流量净额为 30.88 亿元。筹资活动现金流对公司经营和投资活动现金支出有一定保障；总体来看，公司对外部融资需求大。

2020 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额-11.74 亿元。现金流入方面，销售商品、提供劳务收到的现金 1.67 亿元；收到其他与

经营活动有关的现金 2.68 亿元；现金流出方面，经营活动现金流出 16.09 亿元，主要由购买商品、接受劳务支付的现金（公司土地整理及基础设施建设项目投入）12.66 亿元和支付其他与经营活动有关的现金 3.28 亿元构成。2020 年 1—3 月，公司投资活动产生的现金流量净额-0.01 亿元，其中投资支付的现金 0.01 亿元系公司购买联营企业中海物业管理有限公司股权所致。2020 年 1—3 月，公司筹资活动产生的现金流量净额 3.78 亿元。

5. 偿债能力

相对于公司短期债务公司现金类资产较为充足，短期偿债压力尚可。公司长期偿债能力偏弱。但考虑公司获得有力外部支持，整体看，公司偿债能力很强。

从短期偿债能力看，受公司股东货币增资及取得长期借款大幅增长影响，2019 年底，公司流动比率有所下降、速动比率有所上升，分别为 456.10%和 176.79%。2019 年底，公司现金类资产为 26.16 亿元，对短期债务的覆盖倍数为 1.35 倍。2020 年 3 月底，公司流动比率上升为 522.70%，速动比率下降为 159.84%；公司现金类资产 16.90 亿元，对短期债务的覆盖倍数为 1.02 倍。整体看，公司短期偿债压力尚可。

从长期偿债能力看，受公司利润总额增长影响，2019 年公司 EBITDA 为 1.73 亿元，同比增长 38.75%，全部债务/EBITDA 为 31.10 倍，公司长期偿债能力偏弱。

截至 2020 年 3 月底，公司银行授信总额度为 72.30 亿元，未使用金额为 8.42 亿元，公司间接融资渠道有待拓展。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额合计 1.00 亿元，担保比率为 1.86%。公司对外担保企业为国有企业，为淮安市花卉苗木发展经营有限公司。

考虑到公司继续获得有力外部支持，公司实际整体偿债能力很强。

6. 母公司财务概况

跟踪期内，母公司资产以存货和应收账款为主，资产质量一般。所有者权益稳定性较好。负债以非流动负债为主，债务负担增长较快。

截至 2019 年底，母公司资产总额 106.45 亿元，占公司合并资产总额的 88.84%，占比较高。母公司资产总额较上年底增长 47.76%，主要系存货增长和应收类款项增长所致。其中流动资产占 86.44%、非流动资产占 13.56%，流动资产占比较上年底略有增长。母公司资产以存货和应收账款为主，分别占比 48.66%和 10.84%，资产质量一般。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 53.36 亿元，占合并口径的 99.67%，较上年底增长 28.19%。其中实收资本占 74.64%、资本公积占 8.43%、未分配利润占 11.32%，母公司所有者权益稳定性较好。

截至 2019 年底，母公司负债合计 53.10 亿元，占合并口径的 80.10%，较上年底增加 74.52%，主要系长期借款增长所致。其中流动负债占 35.40%、非流动负债占 64.60%，负债以非流动负债为主。截至 2019 年底，母公司全部债务规模为 40.09 亿元，较上年底增长 175.09%，主要系长期债务规模上升较快所致；资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 49.88%、33.84%和 42.90%。

2019 年，母公司实现营业收入 8.46 亿元，同比增长 147.42%，占公司合并口径的 99.62%，占比高。

截至 2020 年 3 月底，母公司资产总额 111.67 亿元，较上年底增长 4.90%，主要系代建业务推进，存货和应收类款项增长所致，整体资产结构变化不大；所有者权益 53.63 亿元，较上年底增长 0.50%，主要系未分配利润增长所致；负债总额 58.05 亿元，较上年底增长 9.32%，主要系应付债券增长所致。母公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 51.98%、36.63%和 44.84%，均较上年底有所增长，债务负担有所加重。2020 年 1—3 月，母公司实现营业收入 2.42 亿元，相当于 2019 年全年的 28.58%。

期信用等级为AA，维持“20淮安高新MTN001”信用等级为AA，评级展望为稳定。

九、存续债券偿债能力分析

截至2020年5月底，公司存续债券余额7.40亿元，无一年内到期的应付债券。若投资者在“19淮高新”的存续期第4年末行使回售选择权，2023年公司将达到存续债券偿还本金峰值7.40亿元。

截至2020年5月底，若考虑投资者在“19淮高新”的存续期第4年末行使回售选择权，结合2023年到期的“20淮安高新MTN001”，2023年公司将达到存续债券偿还本金峰值7.40亿元。公司无一年内到期的应付债券。

截至2019年底，公司现金类资产26.16亿元；2019年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为12.08亿元、-27.84亿元和1.73亿元，对公司存续债券保障情况如下表。

公司经营活动现金流入量和EBITDA对未来待偿债券本金峰值的保障倍数较低，公司面临一定的偿债压力。

表10　截至2020年5月底公司存续债券保障情况

（单位：亿元、倍）

项 目	2019 年
一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	7.40
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.63
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-3.76
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.23

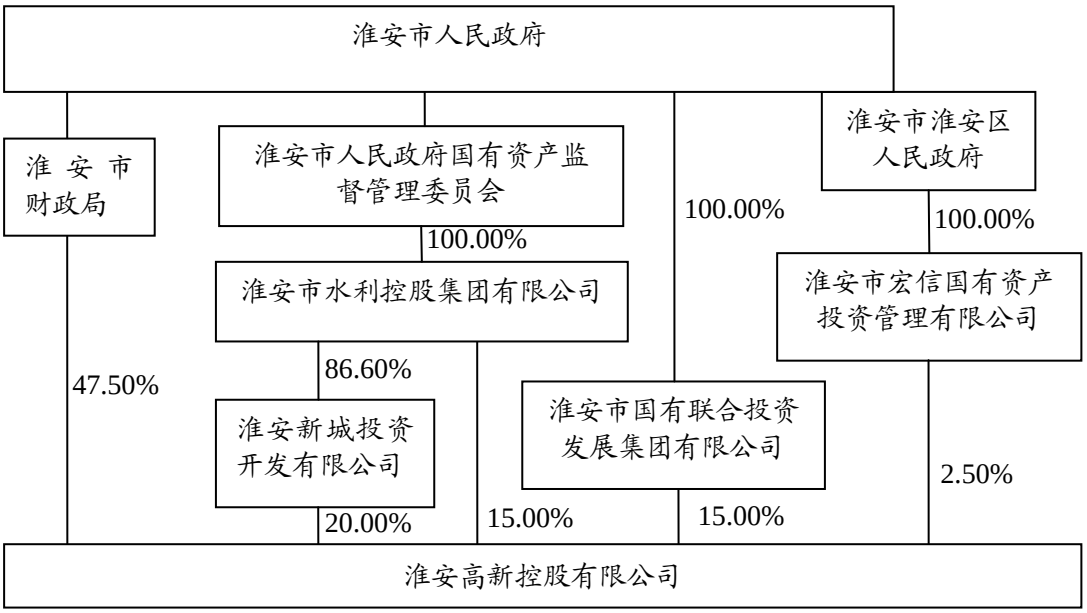
注：“20淮安高新MTN001”系2020年3月发行，因而用公司2019年度的财务数据与2020年5月末的债券余额作为偿债能力分析参数

资料来源：wind资讯、联合资信整理

十、结论

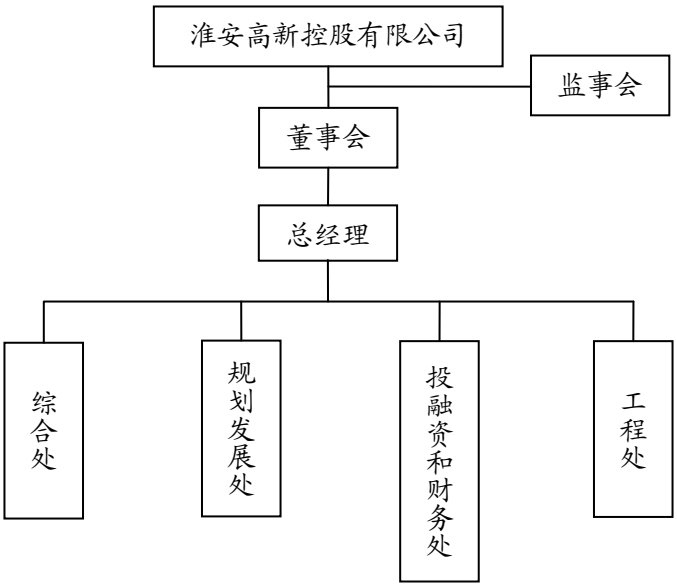
综合评估，联合资信确定维持公司主体长

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年 3 月底公司主要子公司情况

子公司名称	注册地	业务性质	持股比例(%)		取得方式
			直接	间接	
淮安高新置业有限公司	淮安	房地产开发、商品房销售	100.00	--	自行设立
淮安高铁新区绿化园林有限公司	淮安	园林绿化工程及养护、景观工程设计	100.00	--	自行设立
淮安高新拆迁安置有限公司	淮安	房屋拆迁、拆除、安置服务	100.00	--	自行设立
淮安荣泰物业管理有限公司	淮安	物业管理服务		100.00	自行设立

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.99	18.11	26.16	16.90
资产总额(亿元)	51.19	79.64	119.82	122.80
所有者权益(亿元)	37.15	41.38	53.53	53.79
短期债务(亿元)	0.99	8.09	19.40	16.55
调整后短期债务(亿元)	0.99	8.12	19.74	16.88
长期债务(亿元)	9.34	20.19	34.29	37.99
调整后长期债务(亿元)	9.34	20.19	34.29	40.81
全部债务(亿元)	10.33	28.27	53.69	54.54
调整后全部债务(亿元)	10.33	28.30	54.03	57.69
营业收入(亿元)	3.25	3.44	8.50	2.46
利润总额(亿元)	1.40	1.23	1.69	0.33
EBITDA(亿元)	1.41	1.24	1.73	--
经营性净现金流(亿元)	-7.89	-14.47	-27.84	-11.74
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.54	1.34	1.15	--
存货周转次数(次)	0.14	0.08	0.13	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.05	0.09	--
现金收入比(%)	46.66	60.88	7.73	67.90
营业利润率(%)	21.97	19.72	14.70	14.36
总资本收益率(%)	2.95	1.77	1.33	--
调整后总资本收益率(%)	2.95	1.77	1.33	--
净资产收益率(%)	3.77	2.97	2.66	--
长期债务资本化比率(%)	20.09	32.79	39.05	41.39
调整后长期债务资本化比率(%)	20.09	32.79	39.05	43.14
全部债务资本化比率(%)	21.76	40.59	50.07	50.34
调整后全部债务资本化比率(%)	21.76	40.62	50.23	51.75
资产负债率(%)	27.43	48.04	55.32	56.20
流动比率(%)	826.06	460.54	456.10	522.70
速动比率(%)	297.70	166.35	176.79	159.84
经营现金流动负债比(%)	-167.77	-99.26	-114.01	--
现金短期债务比(倍)	12.11	2.24	1.35	1.02
全部债务/EBITDA(倍)	7.32	22.72	31.10	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	7.32	22.75	31.30	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.42	1.51	1.62	--

注：1、调整后短期债务=短期债务+其他应付款中有息部分；调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息部分；调整后全部债务=调整后短期债务+调整后从长期债务。

2、2020 年一季度财务数据未经审计

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.69	14.23	23.23	13.64
资产总额(亿元)	51.21	72.05	106.45	111.67
所有者权益(亿元)	37.18	41.62	53.36	53.63
短期债务(亿元)	0.99	5.09	12.80	12.60
长期债务(亿元)	9.34	9.49	27.29	30.99
全部债务(亿元)	10.33	14.58	40.09	43.59
营业收入(亿元)	3.24	3.42	8.46	2.42
利润总额(亿元)	1.42	1.44	1.27	0.34
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-6.15	-5.49	-23.88	-14.03
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.54	1.34	1.14	--
存货周转次数(次)	0.18	0.11	0.17	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.06	0.09	--
现金收入比(%)	46.55	60.71	7.38	67.29
营业利润率(%)	21.87	20.03	14.93	14.58
总资本收益率(%)	3.00	2.57	1.23	--
净资产收益率(%)	3.83	3.47	1.89	--
长期债务资本化比率(%)	20.08	18.56	33.84	36.63
全部债务资本化比率(%)	21.74	25.94	42.90	44.84
资产负债率(%)	27.40	42.23	49.88	51.98
流动比率(%)	742.15	318.21	489.38	542.74
速动比率(%)	388.43	131.99	213.93	213.56
现金短期债务比(倍)	9.79	2.80	1.81	1.08
EBTIDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
经营现金流动负债比(%)	-131.08	-31.47	-127.00	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计

附件 4　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%
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-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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 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 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 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