

信用评级公告

联合〔2021〕3940号

联合资信评估股份有限公司通过对盐城市大丰区交通投资有限责任公司及其拟发行的 2021 年盐城市大丰区交通投资有限责任公司公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定盐城市大丰区交通投资有限责任公司主体长期信用等级为 AA，2021 年盐城市大丰区交通投资有限责任公司公司债券信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月十七日



2021 年盐城市大丰区交通投资有限责任公司 公司债券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

担保方信用等级：AA⁺

本期债券信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 7.5 亿元

本期债券期限：7 年

偿还方式：按年付息，分期还本，在存续期的第 3 年至第 7 年每年偿还本金的 20%

募集资金用途：4.50 亿元用于智能仓储物流中心项目建设，3.00 亿元用于补充公司营运资金

评级时间：2021 年 6 月 17 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：

指标评级		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	2
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		3
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

盐城市大丰区交通投资有限责任公司（以下简称“公司”）是江苏省盐城市大丰区重要的基础设施投资建设主体，主要承担大丰区城区以外的交通基础设施的建设任务，同时开展工程施工和贸易业务。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对其的评级反映了公司外部发展环境良好，业务具有一定的区域专营优势，并在资金及资产注入、股权划转、政府补助、股东担保等方面持续得到有力的外部支持。同时，联合资信也关注到，公司资产流动性较弱、债务负担较重且 2021 年集中偿付压力大等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

公司拟发行的 2021 年盐城市大丰区交通投资有限责任公司公司债券（以下简称“本期债券”）由西部（银川）担保有限公司（以下简称“西部担保”）提供全额无条件不可撤销的无限连带责任保证担保。经联合资信评定，西部担保主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，有效提升了本期债券本息偿付的安全性。本期债券发行对公司现有债务规模和结构具有一定影响；公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖能力尚可；公司 EBITDA 对本期债券分期偿还本金的保障能力尚可，经营活动现金流入量对本期债券分期偿还本金的保障能力强。本期债券设置了本金分期偿还条款，有利于降低公司的集中偿付压力。

未来随着大丰区经济的持续发展和交通基础设施建设的不断推进，公司业务有望保持稳定。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况及本期债券偿还能力综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本期债券到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势

1. 外部发展环境良好。近年来，盐城市地区生产总值持续增长，大丰区经济水平相对平稳，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 业务具有一定的区域专营优势。公司是大丰区重要的基础设施投资建设主体，主要承担大丰区城区之外的交通基础设施的建设任务，具体包括公路建设和开发、航道建设和整治等，在业务区域上区别于其他平台公司。
3. 增信措施。西部担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的

分析师：姚 玥 郑 重

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

无限连带责任保证担保，有效提升了本期债券本息偿付的安全性。

关注

1. **存货和应收类款项占比大，资产质量一般，资产流动性较弱。**公司资产以货币资金、应收类款项、存货和投资性房地产为主。其中公司存货和应收类款项占总资产占比大，且存货变现受政府结算进度影响大。公司资产的流动性较弱，整体资产质量一般。
2. **债务负担较重，且 2021 年集中偿付压力大。**近年来，公司债务规模持续增长，整体债务负担较重。截至 2020 年底，公司全部债务 90.69 亿元，较上年底增长 22.25%；全部债务资本化比率升至 56.73%；现金短期债务比为 0.72 倍。
3. **本期债券募投项目的收入实现存在不确定性，且存续期内可累计实现的经营收入无法覆盖本期债券的本金，本期债券本金的偿还将依赖公司自有资金。**在本期债券存续期内，募投项目预计实现经营收入 3.32 亿元，无法覆盖本期债券用于募投项目建设的本金部分及本期债券的本金，本期债券本金的偿还将依赖公司自有资金。

主要财务数据：

合并口径			
项目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	11.28	23.37	27.22
资产总额（亿元）	124.15	153.36	168.76
所有者权益（亿元）	62.78	64.37	69.18
短期债务（亿元）	18.76	27.85	37.65
长期债务（亿元）	31.90	46.33	53.04
全部债务（亿元）	50.66	74.19	90.69
营业收入（亿元）	10.99	13.52	15.69
利润总额（亿元）	2.19	1.98	1.98
EBITDA（亿元）	2.67	2.73	2.77
经营性净现金流（亿元）	-1.42	-9.80	-4.19
营业利润率（%）	16.36	14.02	13.70
净资产收益率（%）	2.90	2.47	2.38
资产负债率（%）	49.43	58.03	59.01
全部债务资本化比率（%）	44.66	53.54	56.73
流动比率（%）	352.01	307.47	301.11
经营现金流动负债比（%）	-5.54	-25.27	-9.68
现金短期债务比（倍）	0.60	0.84	0.72
全部债务/EBITDA（倍）	18.99	27.19	32.79
EBITDA 利息倍数（倍）	0.61	0.54	0.38
公司本部（母公司）			
项目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	108.99	121.28	106.73
所有者权益（亿元）	59.69	53.59	57.84
全部债务（亿元）	13.75	22.45	35.93
营业收入（亿元）	6.48	7.07	7.18
利润总额（亿元）	1.83	1.53	1.41
资产负债率（%）	45.24	55.81	45.81
全部债务资本化比率（%）	18.73	29.53	38.32
流动比率（%）	150.13	135.82	315.28
经营现金流动负债比（%）	30.46	5.19	-34.03

注：本报告合并口径及母公司口径已将长期应付款付息项计入长期债务核算

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
--	--	--	--	--	--

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均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由盐城市大丰区交通投资有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

2021 年盐城市大丰区交通投资有限责任公司 公司债券信用评级报告

一、主体概况

盐城市大丰区交通投资有限责任公司（以下简称“公司”）前身为大丰市振丰公路有限责任公司，成立于 1999 年 11 月 19 日，初始注册资本 5600.00 万元，大丰市公路桥梁工程公司和江苏省大丰市公路管理站分别持股 96.95% 和 3.05%。经多次增资和股权变更，截至 2012 年底，公司注册资本 45314.03 万元，盐城市大丰区城市建设集团有限公司（原名为大丰市城建国有资产经营有限公司，以下简称“大丰城建”）成为公司唯一股东。2015 年 12 月，公司名称变更为现名。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 45314.03 万元，大丰城建持有公司 100% 股权，公司实际控制人为盐城市大丰区人民政府。

公司经营范围：交通资产投资、租赁、经营、管理；土地开发经营；建筑材料销售。（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）

截至 2021 年 3 月底，公司本部内设 13 个职能部门，其中包括综合管理部、财务审计部、融资部、投资发展部、安全管理部、工程质监部、等；拥有纳入合并范围的子公司 8 家。

截至 2020 年底，公司资产总额 168.76 亿元，所有者权益 69.18 亿元（其中少数股东权益 8.29 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 15.69 亿元，利润总额 1.98 亿元。

公司注册地址：盐城市大丰区幸福西路 6 号；法定代表人：蔡永兴。

二、本期债券和募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划发行总规模不超过 7.50 亿元的 2021 年公司债券（以下简称“本期债券”），

期限为 7 年。本期债券采用固定利率，按年付息，分期还本，在债券存续的第 3—7 年末，每年按照本期债券发行总额的 20% 等额偿还本金。本期债券募集资金中 4.50 亿元用于智能仓储物流中心项目（以下简称“募投项目”）建设，3.00 亿元用于补充公司营运资金。

本期债券由西部（银川）担保有限公司（以下简称“西部担保”）提供全额无条件不可撤销的无限连带责任保证担保。担保范围包括本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的全部费用，担保期限为本期债券发行首日至本期债券到期日后二年止。

2. 本期债券募投项目概况

本期债券募集资金中 4.50 亿元拟用于智能仓储物流中心项目建设，该项目计划总投资 6.73 亿元，拟使用本期债券募集资金占总投资额的 66.88%。

募投项目由公司子公司江苏海博仓储物流有限公司（以下简称“江苏海博”）投资建设，牵头组织全区范围内的快递企业（自带部分大型电商企业）、1~2 家大型城市快消品企业和开发区内工业仓储企业入驻。智能仓储物流中心是按照设施现代化、硬件智能化、管理信息化的要求，建设集运输配送、快递分拨、城市配送、工业仓储、物流商务服务为一体的综合性智能仓储物流中心，总建筑面积约 10.38 万平方米，建设智能仓储物流区（城市快消品仓配和仓储用房）、快递分拨中心区、物流商务服务（物流信息交易中心）三个功能区。

项目估算总投资为 6.73 亿元，项目计划建设期 2 年（2020 年 8 月到 2022 年 8 月），截至 2021 年 3 月底公司已投入 0.65 亿元（含土地费用）。项目总投资不超过 70% 来源于发债募集资金，剩余由项目公司自筹，作为项目资本金。

本期债券募投项目审批情况见下表。

表1 募投项目审批情况

审批部门	审批文件	文号
江苏大丰经济开发区维护社会稳定办公室	社会稳定风险评估工作报备表	--
盐城市大丰区生态环境局	建设项目环境影响登记表	202032090400001034
盐城市大丰区行政审批局	江苏省投资项目备案证	大行审备（2020）745号
大丰区自然资源和规划局	国有土地使用权证	苏（2020）大丰区不动产权第0008006号
盐城市大丰区行政审批局	建设用地规划许可证	地字第320904202030001号
盐城市大丰区行政审批局	固定资产投资项目节能承诺表	--
盐城市大丰区行政审批局	建设工程规划许可证	建字第320982202030040号
盐城市大丰区行政审批局	建设项目用地预审与选址意见书	用字第320904202100012号

资料来源：公司提供

募投项目的建设有利于推动盐城物流发展水平，缓解交通压力，减小环境污染，提高区域竞争力，推动盐城重要物流结点建设，增加就业机会，提升居民生活水平。根据《江苏海博仓储物流有限公司智能仓储物流中心可行性研究报告》（以下简称“可研报告”），募投项目计算期为22年，其中1—2年为建设期，第2年项目建成部分开始运营，项目建成后的生产经营期为20年。募投项目计算期内预计可实现营业收入7.88亿元，在本期债券存续期内可累计实现经营收入3.32亿元。

三、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正

增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。

2021年一季度，我国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，

¹ 文中GDP增长均为实际增速，下同。

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以2019年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017 - 2020 年及 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。

从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。

2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。

截至 2021 年 3 月底，社融存量同比增速为 12.30%，较上年底下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年 3 月底，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年底增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，

较上年底增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。

2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。

2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固

本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

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约束地方政府及其融资平台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

2020年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

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，建立了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年及2019年，国内经济下行压力加大，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同时，政府持续加大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，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，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。2020年4月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020年6月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020年7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个等。

资金方面，2020年4月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政

府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为 2021 年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月，中央经济工作会议再

度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021 年 4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 3 2020 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/会议名称	核心内容及主旨
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 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
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

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。受城投企业剥离地方政府融资职能，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，非标融资占比高、债券集中到期、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。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，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非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济及政府财力

公司是盐城市大丰区重要的基础设施投资建设主体，盐城市及大丰区财政实力对公司经营影响较大。

(1) 区域经济

近年来，盐城市地区生产总值持续增长，大丰区经济水平相对平稳，为公司发展提供了良好的外部环境。

盐城市

盐城市位于苏北平原中部，地处黄海之滨，处于江苏沿海大开发战略和长三角一体化两大国家战略的叠加区域以及“一带一路”、长江经济带的交汇区域。盐城市拥有丰富的土地、海洋、滩涂及岸线港口资源。

根据盐城市统计局公布的 2018—2020 年《盐城市国民经济和社会发展统计公报》，近三年盐城市实现地区生产总值分别为 5487.1 亿元、5702.3 亿元和 5953.4 亿元，按可比价格计算，同比分别增长 5.5%、5.1%和 3.5%。2020 年，盐城市第一产业实现增加值 661.2 亿元，同比增长 2.7%；第二产业实现增加值 2379.4 亿元，同比增长 2.8%；第三产业实现增加值

2912.8 亿元，同比增长 4.3%。产业结构持续优化，三次产业增加值比例调整为 11.1:40.0:48.9，第三产业比重比 2019 年提高了 1 个百分点。

2020 年，盐城市工业生产总体平稳。全市规模以上工业企业实现总产值 4730.4 亿元。民营企业实现产值 3512 亿元，同比增长 8.0%，占规模以上工业比重的 74.2%。全市工业用电量 242.0 千瓦时，同比增长 12.5%。

2020 年，盐城市固定资产投资同比下降 7.4%。其中，国有投资增长 31.0%，基础设施投资增长 27.3%；全市房地产开发投资同比增长 21.3%。分产业看，第一产业投资增长 58.6%；第二产业投资下降 22.5%；第三产业投资增长 15.1%。

2021 年 1—3 月，盐城市实现地区生产总值 1468.98 亿元，按可比价格计算，同比增长 16.7%。分产业看，第一产业增加值 105.84 亿元，同比增长 4.5%；第二产业增加值 540.33 亿元，同比增长 23.4%；第三产业增加值 822.81 亿元，同比增长 14.3%。2021 年 1—3 月，盐城市规模以上工业增加值同比增长 33.9%，固定资产投资同比增长 15.6%，其中项目投资同比增长 14.5%，房地产开发投资同比增长 19.4%。

大丰区

大丰区位于江苏沿海中部，是国务院批复的长三角城市群规划中苏北唯一城市——盐城的临海新城区，也是江苏省面积最大的城市区。大丰区总人口 72 万，总面积 3059 平方公里，下辖 11 个镇、2 个街道、两个省级开发区，境内有江苏省属农场 3 家、上海市属农场 1 家。

根据大丰区统计局公布的 2018—2020 年《大丰区国民经济和社会发展统计公报》，近三年大丰区实现地区生产总值分别为 699.93 亿元、654.88 亿元和 686.78 亿元。其中 2020 年大丰区地区生产总值按可比价格计算，同比增长 4.0%。2020 年，大丰区第一产业增加值 98.64 亿元，同比增长 2.7%；第二产业增加值 224.61 亿元，同比增长 3.0%；第三产业增加值

363.54 亿元，同比增长 4.9%。2020 年大丰区产业结构持续优化，全区三次产业比重调整为 14.4：32.7：52.9，其中第三产业比重比 2019 年提高 0.9 个百分点。

2020 年，大丰区完成全口径工业开票销售 1143.42 亿元，同比增长 10%。规模以上工业增加值同比增长 6.5%。工业用电量 56.80 亿千瓦时，同比增长 17.2%。

2020 年，大丰区固定资产投资同比增长 4.2%。分产业看，第一产业投资增长 131.7%；第二产业投资下降 14.1%；第三产业投资增长 77.7%。大丰区完成房地产开发投资 54.2 亿元，同比增长 34.3%，其中住宅投资 35.5 亿元，同比增长 14.9%

（2）政府财力

近年来，盐城市财政收入持续增长，财政实力很强；大丰区一般公共预算收入波动下降。

盐城市

根据盐城市人民政府公布的 2018—2020 年《关于盐城市预算执行情况和预算草案的报告》，近三年，盐城市一般公共预算收入分别是 381 亿元、383 亿元和 400.1 亿元。2020 年，盐城市地方一般公共预算收入同比增长 4.5%，其中税收收入 300.40 亿元，税收收入占一般公共预算收入的 75.08%。2018—2020 年，盐城市一般公共预算支出分别为 840.08 亿元、878.29 亿元和 974.2 亿元，财政自给程度偏低。

政府性基金收入是盐城市财政收入的另一重要来源，2018—2020 年，盐城市政府性基金收入快速增长，分别为 350.80 亿元、389.65 亿元和 633.7 亿元。政府性基金收入受政策和市场行情等因素影响较大，一定程度影响了地方综合财力的稳定性。

截至 2020 年底，盐城市地方政府债务余额 1370.2 亿元，其中，一般债务余额 602.4 亿元，专项债务余额 767.8 亿元。盐城市政府债务负担较重。

2021 年 1—3 月，盐城市完成一般公共预算收入 126.6 亿元，同比增长 31.5%。其中，税收收入 102.1 亿元，同比增长 41.3%。

大丰区

2018—2020 年，大丰区一般公共预算收入分别为 55.13 元、51.01 亿元和 53.57 亿元。2020 年，大丰区一般公共预算收入同比增长 5%，其中税收收入 41.80 亿元，占一般公共预算收入的 78.0%。2020 年，大丰区完成一般公共预算支出 112.60 亿元，财政自给率为 47.58%，自给率较低。

2021 年 1—3 月，大丰区实现一般公共预算收入 15.80 亿元（排名盐城市第二），其中税收收入完成 12.76 亿元（排名盐城市第三），占一般公共预算收入的比重为 80.8%。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 45314.03 万元，大丰城建持有公司 100% 股权，盐城市大丰区人民政府为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是大丰区重要的基础设施投资建设主体，主要承担大丰区城区之外的交通基础设施的建设任务，具体包括公路建设和开发、航道建设和整治等，在业务区域上区别于其他平台公司，具有一定的区域专营优势。

公司是大丰区重要的基础设施投资建设主体，主要承担大丰区城区之外的交通基础设施的建设任务，具体包括公路建设和开发、航道建设和整治等。公司还通过下属子公司开展经营性业务，包括工程施工和贸易等。

公司的基础设施建设业务经营主体主要包括公司本部和子公司盐城市大丰区兴通建设工程有限公司（以下简称“兴通建设”）。工程施工业务以交通设施施工为主，经营主体

为孙公司大丰市路桥工程总公司（系兴通建设的子公司，以下简称“路桥公司”）。贸易业务主要由孙公司江苏兴通富润贸易有限公司（系兴通建设的子公司，以下简称“兴通贸易”）负责。

大丰区主要的基础设施建设主体共四家，各主体分工明确，承接的建设项目由地方政府分配，且公司在业务区域上区别于其他平台，与其他平台无明显的竞争关系，具有一定的区域专营优势。

表4 截至2020年底大丰区基础设施建设主体情况
(单位: 亿元)

公司名称	资产总额	控股股东	职能定位
盐城市大丰区城市建设集团有限公司	608.00	大丰区人民政府	主要承接大丰区城区基础设施和保障房建设项目
江苏恒瑞投资开发有限公司	114.03	盐城市大丰区城市建设集团有限公司	承担开发区内基础设施和安置房建设任务
江苏大丰海港控股集团有限公司	430.06	江苏盐城港控股集团有限公司	大丰港经济开发区港口的运营和基础设施建设
公司	168.76	盐城市大丰区城市建设集团有限公司	主要承担大丰区城区之外的交通基础设施的建设任务

资料来源：联合资信整理

3. 人员素质

公司高管人员相关工作经验丰富，人员素质能满足日常工作需要。

截至 2020 年底，公司拥有高级管理人员共 2 人。

蔡永兴先生，1968 年 11 月出生，本科学历；曾担任江苏省大丰经济开发区管委会副主任，江苏省大丰电子信息产业园管委会主任，江苏大丰沿海开发集团有限公司董事、总经理，江苏大丰海港控股集团有限公司党委书记、副董事长；现任公司董事长。

桂伯祥先生，1974 年 8 月出生，本科学历；曾担任江苏省大丰市交通运输局会计、团委副书记，南阳中心交所副所长，盐城市大丰区通达交通服务有限公司董事长、总经理；现任公司董事、总经理。

潘世博先生，1983 年 10 月出生，本科学历；曾担任江苏省大丰市刘庄镇司法所副所长、所长；现任公司董事、副总经理。

截至 2020 年底，公司本部共有职工 18 人。从文化程度来看，本科及以上学历 14 人，大专学历及以下 4 人；从年龄方面来看，30 岁以下员工 4 人，30~50 岁员工 13 人，50 岁以上员工 1 人。

4. 外部支持

公司在资金及资产注入、股权划转、政府补助、股东担保等方面持续得到政府以及股东的有力支持。

资金及资产注入

2013—2015 年，根据大丰区交通运输局（以下简称“大丰区交通局”）《关于明确拨款用途的批复》或《关于明确拨款用途的通知》，大丰区交通局分别将累计拨付至公司的财政资金中 2.50 亿元、3.80 亿元和 0.03 亿元作为政府的建设资金资本性投入，均计入“资本公积”。

2016 年，根据《盐城市大丰区人民政府专题会议纪要第 70 号》，会议明确同意将 6 宗使用期限未到期海域和 2 宗土地（滩涂）注入公司，增加公司资本公积 10.12 亿元。

股权划转

2015 年，根据《盐城市大丰区交通运输局关于转让大丰市公路超限治理检测站持有盐城市大丰区兴通建设工程有限公司的批复》以及《股权转让协议》，大丰市公路超限治理检测站将其持有的兴通建设股权中的 15000 万元（占注册资本的 100%），以零价格转让给公司，增加公司资本公积 15.20 亿元。

政府补助

2018—2020 年，公司分别获得政府补助 0.80 亿元、0.64 亿元和 0.60 亿元，计入“营业外收入”或“其他收益”。

股东担保

为支持公司的融资活动，公司股东大丰城

建为公司对外融资提供担保,截至2020年底,公司合并口径所获得的担保余额为55.16亿元。

5. 企业信用记录

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信用报告(统一社会信用代码:91320982731143021F),截至2021年4月25日,公司本部无未结清关注/不良类信贷信息记录;无已结清的不良类信贷信息记录,但已结清信贷记录中存在8笔关注类借款,根据公司提供的银行说明文件,上述8笔关注类借款是因为银行内部规定政府融资平台贷款五级分类应划为关注类,上述8笔关注类借款均已全部还清,未出现逾期还款和结息。

六、管理分析

公司法人治理结构基本建立,内部管理制度较健全,可以满足公司目前管理活动需要。

1. 法人治理结构

公司依据《中华人民共和国公司法》等有关法律法规的要求,制定《盐城市大丰区交通投资有限责任公司章程》。

公司不设股东会,大丰城建持有公司100%股权,为公司唯一股东。股东行使决定公司的经营方针和投资计划;委派和更换董事、监事,决定董事、监事报酬事项;决定公司的年度财务预算方案、决算方案;决定公司的利润分配和弥补亏损的方案等职权。

公司设董事会,由3名董事组成。董事会成员由股东委派产生。董事任期为三年,任期届满,连选可以连任。公司设董事长1人,经董事会选举产生,任期三年,任期届满可连选连任。公司法定代表人由董事长担任。董事会行使执行股东决定;决定公司的经营计划和投资方案;制定公司的年度财务预算方案、决算方案;制定公司的利润分配方案和弥补亏损方案等职权。

公司设监事1名,由股东委派产生,监事任期为每届三年,监事任期届满,由股东决定连任或重新委派。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事行使检查公司的财务;对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督,对违反法律、行政法规、公司章程或股东决定的执行董事、高级管理人员提出罢免的建议;向股东提出提案等职权。

公司设经理,由董事会决定聘任或解聘。经理对董事会负责,行使主持公司的生产经营管理工作,组织实施董事会决议;组织实施公司年度经营计划和投资方案;拟定公司内部管理机构设置方案等职权。

2. 管理水平

截至2021年3月底,公司本部内设13个职能部门,其中包括综合管理部、财务审计部、融资部、投资发展部、安全管理部、工程质监部等;公司根据业务发展和管理需要建立了相应的管理制度,涉及财务管理、融资管理、对外担保和内部审计等方面。

财务管理方面,公司制定了财务管理制度,对财务管理的体系和职责权限、财务管理基础工作、资金筹集与担保管理、资产管理、收入成本与费用管理、收益分配、税务管理、财务报告和财务信息系统、对子公司财务的管理和监督等方面均做出了具体规定。

融资管理方面,公司制定了融资管理制度,要求融资活动在发生前必须得到适当的审核,控制融资风险,加强融资管理和财务监控,降低融资成本,防范财务风险。

对外担保方面,公司制定了对外担保管理制度,对外担保需经董事会批准;原则上子公司不得对系统外的单位提供担保;公司对系统外单位担保时,要求被担保对象提供反担保,且申请担保人提供的反担保或其他有效防范风险的措施,须与担保的数额相对应。

审计方面,公司制定了内部审计制度,对审计机构与审计人员、审计机构的职责与权

限、内部审计工作程序、责任追究及奖惩等做出了具体规定。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事基础设施建设业务，同时开展工程施工和贸易业务。2018—2020 年，公司营业收入持续增长，综合毛利率持续下降。

2018—2020 年，公司营业收入持续增长，主要由工程代建、工程施工和销售收入构成。其中公司工程代建收入持续增长，2020 年为 7.98 亿元，较上年相对稳定，占营业收入规模的 52.53%；同期，公司工程施工收入波动增长至 3.74 亿元，较上年增长 108.94%，系当年完成工程量增加所致。2019 年起公司新增销售业务，主要为销售镍矿、电解镍和钢制品形成的收入，2020 年销售收入为 3.32 亿元，占营业收入占比的 21.86%。

表 5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程代建	7.06	64.28	16.00	7.87	58.23	15.50	7.98	52.53	16.00
工程施工	3.34	30.40	5.83	1.79	13.22	11.56	3.74	24.62	10.61
销售	0.00	0.00	0.00	3.28	24.29	0.07	3.32	21.86	0.34
其他	0.58	5.31	94.34	0.58	4.26	92.41	0.65	0.99	87.45
合计	10.99	100.00	17.07	13.52	100.00	14.51	15.69	100.00	14.38

注：其他业务包括道路管理、汽车租赁、检测服务和土地租赁等；合计数出现尾差系四舍五入所致

资料来源：审计报告

从毛利率水平看，2018—2020 年，公司工程代建业务毛利率相对稳定，2020 年为 16.00%；由于不同项目毛利率差异较大，工程施工业务毛利率近三年波动较大。公司销售业务毛利率低，2020 年为 0.34%，利润空间小。受毛利率低的销售业务收入增加影响，2018—2020 年，公司综合毛利率持续下降。

2. 经营业务分析

(1) 工程代建

公司通过工程代建模式承担大丰区的交通基础设施建设任务。近年来，公司工程代建业务收入持续增长，回款情况尚可；公司在建和拟建项目尚需投资规模较大，工程代建业务具有一定持续性。

公司基础设施建设业务由公司本部及子公司兴通建设负责，根据大丰区政府整体交通规划，公司目前主要承担大丰区城区之外的主要交通干线“四纵六横”省道、国道以及农桥农路等交通项目建设。

公司基础设施建设项目采用代建模式，公司与大丰区交通局签订《总承包协议》，负责项目的投融资、工程招标等工作。项目竣工且经验收合格后，大丰区交通局将根据审计后的工程总额加成 20% 结算并支付项目建设款，完工项目移交至发包方。实际操作中，发包方每年根据工程进度情况与公司进行结算，公司据此确认收入。代建工程建设周期一般为 3 年左右，回款周期一般为 5 年左右。公司承包项目建设期间所形成的工程总额（包括项目工程款、资金利息成本等）计入“存货-开发成本”。

2018—2020 年，公司工程代建收入持续增长，主要来自 226 省道亭湖至大丰段改扩建工程、351 省道大丰草庙至草堰段改扩建工程等，当年收到回款分别为 4.83 亿元、5.25 亿元和 9.71 亿元，回款情况尚可；工程代建业务毛利率相对稳定。

截至 2020 年底，公司主要在建的代建项目总投资 109.03 亿元，尚需投资 15.62 亿元；

公司拟建委托代建项目为沈海高速大丰互通至大丰港连接线和沈海高速大丰互通至大丰港铁路支线，其中沈海高速大丰互通至大丰港连接线建设内容为新建 20 公里、双向四车道一级公路，计划总

投资 11 亿元，预计建设期为 2021 年 12 月至 2024 年 12 月。总体看，公司在建和拟建项目尚需投资规模较大，工程代建业务具有一定持续性。

表 6 截至 2020 年底公司主要在建的代建项目情况（单位：亿元）

项目	总投资额	已投资额	尚需投资	已确认收入	已回款金额
临海高等级公路大丰段	18.70	18.59	0.11	1.15	0.06
226 省道亭湖至大丰段改扩建工程项目	7.60	6.08	1.52	4.81	2.53
大丰通港大道改扩建工程	4.78	4.74	0.04	1.98	2.19
351 省道大丰草庙至草堰段改扩建工程	15.00	10.68	4.32	4.30	2.17
331 省道盐城东段工程	12.50	8.80	3.70	0.31	-
226 省道大丰南段改扩建工程	15.30	10.79	4.51	1.27	0.74
盐城市大丰区农村公路三年提档升级项目	27.95	26.96	0.99	4.67	5.65
盐丰高速公路大丰港区连接线拓宽改造项目	1.60	1.18	0.42	--	--
332 省道大丰东延段工程	1.80	1.80	--	0.95	0.24
通港大道景观绿化工程	3.80	3.79	0.01	2.29	1.96
合计	109.03	93.41	15.62	21.73	15.54

资料来源：公司提供

（2）工程施工

公司工程施工收入和毛利率波动较大，尚未完工工程量较少，业务可持续性一般。

公司工程施工业务的运营主体为孙公司路桥公司。

路桥公司具有公路工程施工总承包、公路路面工程专业承包、公路路基工程专业承包二级资质和市政公用工程施工总承包三级资质，主要通过公开投标的方式承接项目，再与工程发包单位签订合同协议书。发包单位根据建设进度支付路桥公司工程款，竣工验收合格后支付部分工程款，剩余款项作为质量保证金，一般质保金比例为 15%~20%，待质保期过确认工程无缺陷后付清。

路桥公司的主要原材料包括水泥、钢材、石灰、碎石和沥青等，主要通过当地采买和固定供应商供应的方式进行采购，且在江苏、浙江和山东都有合作时间较长的固定供应商。

2018—2020 年，公司工程施工收入分别为 3.34 亿元、1.79 亿元和 3.74 亿元，系当年完成工程量增加所致。同期，工程施工业务毛利率分别为 5.83%、11.56%和 10.61%，毛利率波动

较大主要系不同项目毛利率差异较大所致。

2018—2020 年，路桥公司新签工程量分别为 2.88 亿元、1.74 亿元和 2.63 亿元。截至 2020 年底，路桥公司在手施工合同金额 3.87 亿元，已完成工程量 2.98 亿元。

（3）销售业务

2019 年公司新增销售业务，成为营业收入的重要构成，但销售业务的利润空间小。

公司销售业务主要由孙公司江苏兴通富润贸易有限公司（以下简称“兴通贸易”）负责。

公司销售业务品种主要为电解镍、不锈钢卷板、不锈钢钢坯等，贸易业务资金来源于自有资金，采取“按需购入”模式，根据下游客户的采购需求，公司向原材料供应商购买商品，并由供应商直接向下游客户发货，公司不承担仓储和物流工作，客户的付款周期通常为 1 月，每月结算一到两次。

2020 年，公司供应商为响水恒生不锈钢铸造有限公司、盐城市同创物资贸易有限公司、天津旌泰国际贸易有限公司、响水德丰金属材料有限公司，客户为响水康阳贸易有限公司和

响水昌隆贸易有限公司。

2019—2020年，公司销售业务收入分别为3.28亿元和3.32亿元，在营业收入分别占24.29%和21.86%；销售业务毛利率分别为0.07%和0.34%，利润空间小。

(4) 其他业务

公司其他业务包括道路管理、汽车租赁、检测服务和土地租赁等，收入较为分散且规模尚小，对收入和利润贡献有限。

2018年，公司将部分闲置土地对外租赁，租赁对象主要为盐城市大丰区恒昌交通建设工程有限公司、盐城市大丰区弘达路桥工程有限公司等当地企业，目前实现出租面积71.44万平方米，土地出租价格一般为6元/平方米/月，约定租赁方每年年底之前支付租金，2018—2020年，均实现收入5019.96万元。

公司依托自身项目经验开展海博智能仓储物流中心建设，计划总投资6.73亿元，截至2021年3月底已投资0.65亿元。海博智能仓储物流中心预计于2022年8月建成，项目建成后通过出租、出售、物流信息系统运营以及停车场收费等方式收回资金。

3. 未来发展

未来，公司将继续承担大丰区交通项目建设任务，全面参与大丰区交通运输体系完善工作，涉及大丰区公路、铁路、港口以及航道等交通基础设施建设。同时，公司将通过开展交通服务、道路养护、交通能源等多种经营性业务，创造稳定的经营收入及现金流。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017—2019年度三年连审财

务报告，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计；公司提供了2020年合并财务报告，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，上述报告均出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2020年底，公司纳入合并范围的子公司8家。其中2018年，公司合并范围子公司较2017年增加4家，系公司直接投资所致；2019年，公司合并范围较2018年增加4家子公司（非同一控制下企业合并增加1家，投资设立增加3家），减少3家子公司。2020年，公司合并范围子公司无变化。由于公司新增和减少子公司资产和收入规模较小，公司财务数据可比性较强。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模持续增长，资产构成以流动资产为主；其中，货币资金受限比例高，存货和应收类款项占比大，对公司资金占用明显，且存货变现受政府结算进度影响大。公司资产的流动性较弱，整体资产质量一般。

2018—2020年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长16.59%。截至2020年底，公司合并资产总额168.76亿元，较上年底增长10.04%，主要系货币资金、其他应收款、存货、长期股权投资增长所致。其中，流动资产占77.13%，非流动资产占22.87%。公司资产以流动资产为主。

2018—2020年末，公司流动资产持续增长，年均复合增长20.12%。截至2020年底，公司流动资产130.16亿元，较上年底增长9.17%，主要系货币资金、其他应收款及存货增长所致。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	90.22	72.67	119.22	77.74	130.16	77.13
货币资金	11.28	9.09	23.37	15.24	27.22	16.13

应收账款	9.76	7.86	12.73	8.30	10.87	6.44
其他应收款	6.19	4.98	14.18	9.25	17.38	10.30
存货	62.93	50.69	68.12	44.42	74.44	44.11
非流动资产	33.93	27.33	34.13	22.26	38.60	22.87
长期股权投资	0.00	0.00	0.12	0.08	10.65	6.31
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	1.35	0.80
投资性房地产	33.43	26.93	33.59	21.91	26.15	15.50
资产总计	124.15	100.00	153.36	100.00	168.76	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告以及财务报表整理

截至2020年底，公司货币资金27.22亿元，较上年底增长16.46%，主要系公司对外融资增加所致。其中公司因承兑汇票保证金及用于质押的定期存款和保证金而受限的货币资金为23.81亿元，占货币资金的87.47%，受限比例高。

2018—2020年末，公司应收账款波动增长，年均复合增长5.58%。截至2020年底，公司应收账款10.87亿元，较上年底下降14.57%，主要为应收工程款和租赁款。应收账款账龄以1年以内为主，前五大欠款方合计金额为10.60亿元，占比为97.42%，集中度高。应收对象主要为政府部门或国有企业，回收风险较低，但资金占用明显。截至2020年底公司无应收账款坏账计提。

表8 公司应收款前五名明细（单位：亿元、%）

单位名称	关联关系	款项性质	账面余额	占比
盐城市大丰区交通运输局	非关联方	工程款	10.06	92.54
盐城市大丰区恒昌交通建设工程有限公司	非关联方	租赁款	0.23	2.10
南京东部路桥工程有限公司	非关联方	工程款	0.16	1.44
盐城市大丰立宇交通设施厂	关联方	租赁款	0.08	0.71
盐城市大丰区广发建材贸易有限公司	非关联方	租赁款	0.07	0.63
合计	--	--	10.60	97.42

注：尾差为四舍五入导致

资料来源：公司提供

2018—2020年末，公司其他应收款持续增长，年均复合增长67.57%。截至2020年底，公司其他应收款17.38亿元，较上年底增长22.55%，主要为与政府单位以及国有企业的往来款。其他应收款账龄以1年以内为主，前五

大欠款方合计金额为16.46亿元，占比为94.44%，集中度高。公司其他应收款欠款单位主要为政府单位和国有企业，回收风险不大，但对公司资金形成占用。

表9 公司其他应收款前五名明细（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	账面余额	占比
盐城市大丰区交通运输局	往来款	14.80	84.95
盐城市大丰区交通控股集团有限公司	往来款	0.70	4.02
江苏大丰海港控股集团有限公司	往来款	0.50	2.87
邦银金融租赁股份有限公司	往来款	0.32	1.81
农村公路改造工程指挥部办公室	往来款	0.14	0.79
合计	--	16.46	94.44

注：尾差为四舍五入导致

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

随着公司代建项目持续投入，公司存货规模持续增长。2018—2020年末，公司存货持续增长，年均复合增长8.76%。截至2020年底，公司存货74.44亿元，较上年底增长9.28%，主要系开发成本增加所致。公司存货主要由开发成本73.75亿元（主要为工程代建业务项目的投入）和待结算工程0.69亿元（主要为工程施工业务项目的投入）构成，未计提跌价准备。

2018—2020年末，公司非流动资产持续增长，年均复合增长6.65%。截至2020年底，公司非流动资产38.60亿元，较上年底增长13.08%，主要系长期股权投资增长所致。公司非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产和在建工程构成。

截至2020年底，公司长期股权投资持续10.65亿元，主要为公司新增对盐城市大丰区现代林业发展有限公司（以下简称“林业公

司”)40%股权,对应出资4000万元;后续根据华宇信德(北京)资产评估有限公司评估报告(华宇信德评字〔2021〕第D-242号),其对林业公司的林地、林木资产共30处进行评估,评估基准日为2019年6月30日,评估价值为26.44亿元,公司据此按权益法确认其他权益变动增加10.11亿元。截至2020年底,公司对林业公司的投资期末余额为10.53亿元。

公司投资性房地产为土地使用权和海域使用权。2018—2020年末,公司投资性房地产波动下降,年均复合下降11.55%。截至2020年底,公司投资性房地产较上年底下降22.14%,主要系发展需要政府回收部分投资性土地使用权所致,详见资本公积分析。

截至2020年底,公司在建工程为1.35亿元,占总资产的比重为0.80%,主要系2020年上半年公司子公司江苏海博购买了土地使用权并开始建设智能仓储物流中心项目。

资产流动性方面,2018—2020年末,公司应收类款项(应收账款+其他应收款)占资产总额的比重分别为12.84%、17.54%和16.74%,应收类款项主要为应收政府单位及国有企业的应收工程款、租赁款和往来款,对公司资金形成明显占用。此外,公司存货及其他非流动资产中待结转的工程代建业务项目投入规模较大。公司资产流动性较弱。

截至2020年底,公司资产受限规模为31.71亿元,占总资产比例为18.79%,其中货币资金受限23.81亿元,固定资产4.96亿元,无形资产2.94亿元,主要用于承兑汇票保证金及融资担保。

3. 资本结构

近年来,公司所有者权益持续增长,稳定性较好;公司债务规模持续增长,整体债务负

担较重,且2021年集中偿付压力大。

2018—2020年末,公司所有者权益持续增长,年均复合增长4.98%。截至2020年底,公司所有者权益69.18亿元,较上年底增长7.48%,主要系未分配利润增长所致。其中,归属于母公司所有者权益占比为88.02%,少数股东权益占比为11.98%。所有者权益中,实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占6.55%、52.33%、12.93%和15.06%。公司所有者权益稳定性较好。

2018—2020年末,公司实收资本保持稳定,均为4.53亿元。

公司资本公积主要为注入的股权、建设资金的资本性投入、土地使用权和海域使用权。2018—2020年末,公司资本公积分别为39.39亿元、31.18亿元和36.20亿元。其中,2019年底下降主要系子公司兴通建设的股权被无偿划出25%所致;2020年资本公积增加主要为对林业公司投资收益法核算确认增加资本公积10.17亿元所致;同时本期资本公积减少5.15亿元,系政府收回公司一宗土地使用权和两宗海域权所致。其中两宗海域权系海域权证到期所致;土地使用权系根据盐城市大丰区自然资源和规划局2020年3月15日出具的《关于注销不动产权证书的函》,称根据区政府2020年城市建设的相关部署和普通房地产土地上市计划安排,公司注销面积为72225平方米的不动产权证书所致。同期,公司其他综合收益分别为10.80亿元、10.80亿元和8.94亿元,其中2020年下降主要系投资性房地产公允价值下降所致。

2018—2020年末,公司未分配利润持续增长,主要来自留存收益的积累。截至2020年底,公司未分配利润10.42亿元,较2019年底增长16.04%。

表10 公司主要所有者权益构成情况(单位:亿元、%)

项目	2018年		2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	4.53	7.22	4.53	7.04	4.53	6.55

资本公积	39.39	62.75	31.18	48.44	36.20	52.33
未分配利润	7.52	11.97	8.98	13.95	10.42	15.06
其他综合收益	10.80	17.20	10.80	16.77	8.94	12.93
所有者权益合计	62.78	100.00	64.37	100.00	69.18	100.00

资料来源：公司审计报告

2018—2020 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 27.38%。截至 2020 年底，公司负债总额 99.58 亿元，较上年底增长 11.90%，主要系短期借款和应付票据增长所致。其中，流动负债占 43.41%，非流动负债占 56.59%。公司负债结构相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

2018—2020 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 29.87%。截至 2020 年底，公司流动负债 43.23 亿元，较上年底增长 11.48%，主要系短期借款和应付票据增长所致。

表11 公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.16	10.04	9.02	10.14	11.14	11.19
应付账款	1.64	2.67	1.34	1.50	1.15	1.16
应付票据	2.90	4.73	2.93	3.29	6.88	6.91
其他应付款	4.27	6.96	7.97	8.96	2.60	2.61
一年内到期的非流动负债	9.69	15.80	15.90	17.87	19.63	19.71
流动负债	25.63	41.76	38.78	43.57	43.23	43.41
长期借款	25.29	41.21	41.24	46.34	47.77	47.97
长期应付款	6.61	10.77	5.09	5.72	5.27	5.29
非流动负债	35.74	58.24	50.21	56.43	56.35	56.59
负债总额	61.37	100.00	88.99	100.00	99.58	100.00

资料来源：公司审计报告

2018—2020 年末，公司短期借款持续增长，年均复合增长 34.49%。截至 2020 年底，公司短期借款 11.14 亿元，较上年底增长 23.52%，主要由保证借款 9.53 亿元及质押借款 1.61 亿元。

2018—2020 年末，公司应付票据持续增长，年均复合增长 54.03%。截至 2020 年底，公司应付票据 6.88 亿元，较上年底增长 134.81%，主要系商业承兑汇票和银行承兑汇票增长所致。

2018—2020 年末，公司其他应付款波动下降，年均复合增长 50.66%。截至 2020 年底，公司其他应付款 2.60 亿元，较上年底下降 67.38%，主要系公司往来款减少所致。公司其他应付款前五名单位合计 2.07 亿元，占比为 79.87%，集中度较高。

2018—2020 年末，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长 42.30%。截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 19.63 亿元，较上年底增长 23.44%，主要由一年内到期的长期借款和一年内到期的长期应付款构成。

2018—2020 年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 25.56%。截至 2020 年底，公司非流动负债 56.35 亿元，较上年底增长 12.22%，主要系长期借款及长期应付款增长所致。

2018—2020 年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长 37.43%。截至 2020 年底，公司长期借款 47.77 亿元，较上年底增长 15.84%，主要保证借款 26.64 亿元、质押借款 8.01 亿元及抵押保证和质押保证借款 13.12 亿元构成。银行借款的期限主要为 3 年以上借款，

利率区间为 4.00%~6.50%；信托借款的期限主要为 1~2 年，利率区间为 6.18%~12.95%。

2018—2020 年末，公司长期应付款波动下降，年均复合下降 10.70%。截至 2020 年底，公司长期应付款 5.27 亿元，较上年底增长 3.49%，主要为融资租赁款，期限主要为 3~5 年，利率区间为 5.66%~9.30%，已调整至长期债务及相关指标核算。

2018—2020 年，公司递延所得税负债分别为 3.84 亿元、3.88 亿元和 3.31 亿元，主要为投资性房地产公允价值变动产生的应纳税暂时性差异，确认递延所得税负债所致。

2018—2020 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 33.81%。截至 2020 年底，公司全部债务 90.69 亿元，较上年底增长 22.25%，长期债务占 58.48%，结构相对均衡，同期，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 59.01%、56.73%和 43.40%。整体看，公司债务负担较重。2021—2023 年及 2023 年以后，公司到期的有息债务分别为 34.87 亿元、23.06 亿元、12.56 亿元和 25.12 亿元，2021 年公司偿付规模相对较大，存在集中偿付压力。

表12 截至2020年底公司有息债务期限结构情况

(单位：亿元)

到期年份	2021 年	2022 年	2023 年	2023 年以后	合计
到期金额	34.87	23.06	12.56	25.12	95.62

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

近年来，公司收入规模持续增长，期间费用控制能力尚可，公司利润对政府补助具有一定依赖。公司整体盈利能力较好。

2020 年以来，公司在原主营业务工程施工和总承包工程项目的基础上，新增道路管理业务，收入呈多元化趋势。2018—2020 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 19.51%；营业成本持续增长，年均复合增长 21.44%；营业利润率 13.70%，较上年略有下降。

从期间费用看，2018—2020 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 31.13%，期间费用主要由财务费用和管理费用构成。同期，公司期间费用率波动增长，分别为 5.14%、6.75%和 6.19%，期间费用控制能力尚可。

2018—2020 年，公司收到的政府补助分别为 0.80 亿元、0.64 亿元和 0.60 亿元，计入“营业外收入”和“其他收益”。同期，公司利润总额分别为 2.19 亿元、1.98 亿元和 1.98 亿元，公司利润总额对政府补助具有一定依赖性。

从盈利指标看，2018—2020 年，公司营业利润率持续下降，分别为 16.36%、14.02%和 13.70%。同期，公司总资产收益率和净资产收益率均持续下降，2020 年分别为 1.48%和 2.38%。公司整体盈利能力较好。

5. 现金流

2018—2020 年，公司经营活动现金流以净流出为主，收入实现质量有所上升；投资活动现金流规模较小；公司项目投入以及债务偿还主要依赖筹资活动，受融资活动增加影响，近年来，公司筹资活动净额由净流出转为净流入。

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及政府相关部门的往来款等。2018—2020 年，公司经营活动现金流入分别为 15.13 亿元、15.45 亿元和 23.34 亿元，年均复合增长 24.20%。其中销售商品、提供劳务收到的现金分别为 9.45 亿元、10.86 亿元和 18.68 亿元；收到其他与经营活动有关的现金分别为 5.68 亿元、4.59 亿元和 4.65 亿元，主要为收到的政府补贴收入和往来款。同期，公司经营活动现金流出分别为 16.55 亿元、25.25 亿元和 27.52 亿元，年均复合增长 28.96%。其中 2020 年同比增长 9.00%，主要系支付其他与经营活动有关的现金（主要为往来单位的资金拆借等）增长所致。2018—2020 年，公司经营活动现金净额分别为-1.42 亿元、-9.80 亿元和-4.19 亿元。同期，公司现金收入

比分别为 86.02%、80.37%和 119.07%，公司收入实现质量有所上升。

2018—2020 年，公司投资活动现金流入规模很小；同期，公司投资活动现金流出分别为 0.08 亿元、0.65 亿元和 1.79 亿元，持续增长，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金以及投资支付的现金。2018—2020 年，公司投资活动现金净额呈净流出状态，分别为-0.08 亿元、-0.65 亿元和-1.79 亿元。

2018—2020 年，公司筹资活动现金流入分别为 27.50 亿元、49.27 亿元和 59.48 亿元，年均复合增长 47.06%，主要为公司银行借款和收到的融资租赁款等。同期，公司筹资活动现金流出分别为 30.09 亿元、39.85 亿元和 53.32 亿元，年均复合增长 33.11%，主要为偿还债务本息和支付其他与筹资活动有关的现金。2018—2020 年，公司筹资活动现金净额分别为-2.59 亿元、9.42 亿元和 6.16 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力弱，长期偿债能力能力较弱。考虑到公司是盐城市大丰区重要的基础设施投资建设主体，能够持续得到政府以及股东的有力支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司流动比率持续下降，分别为 352.01%、307.47%和 301.11%，速动比率波动增长，分别为 106.46%、131.80%和 128.90%。2018—2020 年，公司经营活动现金流量净额持续为负，经营活动现金流净额对流动负债无保障能力。2018—2020 年，公司现金短期债务比分别为 0.60 倍、0.84 倍和 0.72 倍，现金类资产对短期债务的保障程度波动增长，但考虑到公司受限货币资金规模较大，2020 年，公司非受限现金类资产对短期债务的保障倍数为 0.09 倍，公司短期偿债能力弱。

从长期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 分别为 2.67 亿元、2.73 亿元和 2.77

亿元，持续增长。同期，公司 EBITDA 利息倍数分别为 0.61 倍、0.54 倍和 0.38 倍，持续下降；全部债务/EBITDA 分别为 18.99 倍、27.19 倍和 32.79 倍。公司长期偿债能力较弱。考虑到股东对公司的有力支持，公司整体偿债能力很强。

截至 2020 年底，公司无获得的银行授信总额，目前使用的银行授信额度为 46.10 亿元。

截至 2020 年底，公司对外担保余额为 26.79 亿元，占公司净资产的 38.72%。公司对外担保对象主要为当地国有企业（见附件 1-3），但对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

7. 母公司财务分析

公司资产、所有者权益和利润均主要来自于母公司；母公司整体负债水平尚可。

2018—2020 年末，母公司资产总额波动下降，年均复合下降 1.04%。2020 年底，母公司资产总额 106.73 亿元，较上年底下降 12.00%，主要系应收账款、预付款项、存货及投资性房地产减少所致。其中，流动资产占比 52.97%，主要由货币资金、应收账款、其他应收款及存货构成；非流动资产占比 47.03%，主要由长期股权投资和投资性房地产构成。母公司总资产占合并报表总资产的 63.24%，占比较高。

2018—2020 年末，母公司所有者权益波动下降，年均复合下降 1.56%。截至 2020 年底，母公司所有者权益为 57.84 亿元，较上年底增长 7.93%，主要系资本公积及未分配利润增长所致。母公司所有者权益合计占合并报表所有者权益的 83.61%，占比高。

2018—2020 年末，母公司负债波动下降，年均复合下降 0.42%。截至 2020 年底，母公司负债总额 48.89 亿元，较上年底下降 27.77%。其中，流动负债占比 36.68%，非流动负债占比 63.32%，母公司 2020 年资产负债率为 45.81%，较 2019 年下降 10.01 个百分点。整体看，母公司整体负债水平尚可。

2018—2020 年末，母公司营业收入持续增长，年均复合增长 5.24%；利润总额持续下降，年均复合下降 12.03%；2020 年，母公司营业收入为 7.18 亿元，利润总额为 1.41 亿元。

九、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行规模不超过 7.50 亿元，按 7.50 亿元测算，相当于 2020 年底公司长期债务的 10.27%，全部债务的 8.27%，对公司现有债务规模存在一定影响。

2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 59.01%、56.73% 和 43.40%；以公司 2020 年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 60.75%、58.67% 和 46.67%，公司债务负担将有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2018—2020 年，公司 EBITDA 分别为 2.67 亿元、2.73 亿元和 2.77 亿元，分别为本期债券拟发行规模上限的 0.36 倍、0.36 倍和 0.37 倍；同

期，公司经营活动现金流入量分别为 15.13 亿元、15.45 亿元和 23.34 亿元，分别为本期债券拟发行规模上限的 2.02 倍、2.06 倍和 3.11 倍；同期，公司经营活动的现金流量净额均为净流出，对本期债券拟发行规模无保障能力。公司 EBITDA 对本期债券的覆盖能力弱，经营活动现金流入量对本期债券的覆盖能力尚可。

本期债券设置分期偿还条款，在存续期的第 3—7 年末，每年偿还 20% 的本金，即每年偿还本金 1.50 亿元。2018—2020 年，公司 EBITDA 分别为未来单年偿付本金规模的 1.78 倍、1.82 倍和 1.85 倍；经营活动现金流入量分别为未来单年偿付本金规模的 10.09 倍、10.30 倍和 15.55 倍。总体看，公司 EBITDA 对本期债券分期偿还本金的保障能力尚可，经营活动现金流入量对本期债券分期偿还本金的保障能力强。

3. 募投项目偿债能力分析

根据可研报告，本期债券募投项目总投资额 6.73 亿元，募投项目计算期为 22 年，其中 1—2 年为建设期，第 2 年项目建成部分开始运营，项目建成后的生产经营期为 20 年（不含建设期），具体收入预测情况见表 13。

表 13 项目预测收入对本期债券用于募投项目金额的本息覆盖情况（单位：万元、倍）

项目	合计	债券存续期							
		建设期		运营期					
		第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年	第七年	第八年
经营收入	33168.12	0.00	3072.69	8168.22	5884.71	5375.98	4146.01	3430.29	3090.22
商务服务中心销售收入	3100.69	0.00	0.00	1395.31	620.14	620.14	310.07	155.03	0.00
商务服务中心出租收入	3391.15	0.00	0.00	570.73	601.88	565.89	547.90	538.90	565.85
仓储用房销售收入	6643.80	0.00	0.00	2989.71	1328.76	1328.76	664.38	332.19	0.00
仓储用房出租收入	3440.64	0.00	0.00	517.85	578.77	578.77	578.77	578.77	607.71
快递分拨中心销售收入	2850.00	0.00	1282.50	570.00	570.00	285.00	142.50	0.00	0.00
快递分拨中心出租收入	2566.74	0.00	410.24	414.04	369.58	347.35	336.24	336.24	353.05
城市快消品仓配中心销售收入	1520.00	0.00	684.00	304.00	304.00	152.00	76.00	0.00	0.00
城市快消品仓配中心出租收入	1609.45	0.00	249.78	255.46	231.74	219.89	213.96	213.96	224.66
物流信息系统	4282.20	0.00	216.00	612.00	684.00	684.00	684.00	684.00	718.20

项目	合计	债券存续期							
		建设期		运营期					
		第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年	第七年	第八年
物业管理收入	190.43	0.00	13.16	33.87	31.33	29.67	27.69	26.69	28.02
物流设施及广告租赁收入	1844.25	0.00	150.00	255.00	285.00	285.00	285.00	285.00	299.25
货车停车位	708.83	0.00	52.00	98.80	110.50	110.50	110.50	110.50	116.03
小型停车位	1019.90	0.00	15.00	151.45	169.00	169.00	169.00	169.00	177.45
当期待偿还本金（用于募投项目建设部分）	45000.00	0.00	0.00	0.00	9000.00	9000.00	9000.00	9000.00	9000.00
当期待偿还本金	75000.00	0.00	0.00	0.00	15000.00	15000.00	15000.00	15000.00	15000.00
经营收入/当期待偿还本金（用于募投项目建设部分）	0.74	--	--	--	0.65	0.60	0.46	0.38	0.34
经营收入/当期待偿还本金	0.44	--	--	--	0.39	0.36	0.28	0.23	0.21

注：合计数不等系四舍五入所致；债券存续期为项目计算期第 2—8 年
资料来源：《江苏海博仓储物流有限公司智能仓储物流中心可行性研究报告》

募投项目运营后的收入来源主要为销售收入、出租收入、物业管理收入、物流设施及广告租赁收入等。在本期债券存续期内，募投项目预计实现经营收入 3.32 亿元。

在本期债券存续期内，募投项目累计经营收入（3.32亿元）对用于募投项目建设部分本金（4.50亿元）的保障倍数为0.74倍，募投项目累计经营收入对本期债券本金（7.50亿元）的保障倍数为0.44倍。本期债券存续期内可累计实现的经营收入无法覆盖本期债券用于募投项目建设的本金部分和本期债券的本息，本期债券本金的偿还将依赖公司自有资金。

计算期第2~8年，募投项目每年产生的经营收入对本期债券用于项目建设部分每年待偿还本金的覆盖倍数介于0.34倍~0.65倍之间，募投项目每年产生的经营收入对本期债券每年待偿还本金的覆盖倍数介于0.23倍~0.39倍之间。募投项目每年产生的经营收入无法覆盖本期债券每年待偿还的本金，同时，联合资信也关注到募投项目的经营收入水平受到当地经济的景气程度、项目建设进度等影响，未来收益的实现情况存在不确定性。

4. 担保人信用分析

本期债券由西部担保提供全额无条件不可撤销的无限连带责任保证担保。担保范围包

括本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的全部费用，担保期限为本期债券发行首日至本期债券到期日后二年止。

西部担保成立于 2014 年 7 月，由银川金融控股集团有限公司（以下简称“银川金控”）发起设立，初始注册资本 15.90 亿元，取得宁夏回族自治区金融工作局核发的 N000075200 号融资性担保机构经营许可证。2014 年 12 月，新增投资者银川新兴产业资本投资运营有限公司（以下简称“新兴产业资本”）对西部担保增资 3.70 亿元，西部担保注册资本增至 19.60 亿元。2016 年 1 月，西部担保引入新的投资者宁夏如意生态纺织有限公司（以下简称“如意生态”），对西部担保增资 12.00 亿元；2016 年 1 月和 4 月，银川金控分别追加投资 8.00 亿元和 0.10 亿元；2016 年 4 月，西部担保以未分配利润转增资本 0.50 亿元。至此，西部担保 2016 年注册资本共增加 20.60 亿元至 40.20 亿元。2017 年 3 月，如意生态将对西部担保的投资全额转让给银川通联资本投资运营有限公司（以下简称“通联资本”）。2018 年 12 月，通联资本将持有西部担保 24.87% 股份转让至银川银信资产管理有限公司（以下简称“银信资产”），2018 年 12 月，银川金控对西部担保增资 5.67 亿元，增资后持有西部担保股份增加至 65.53%。2019 年 8 月，银信资

产将持有西部担保 21.80%股份无偿划转至银川市产城资本投资控股有限公司（以下简称“产城资本”），产城资本将持有西部担保 10.00 亿元拟增资款无偿划转至银信资产，产城资本成为西部担保股东之一，银信资产持有拟增资款用于偿还西部担保对其借款。截至 2020 年 9 月末，西部担保注册资本和实收资本均为 45.87 亿元，其中银川金控持股比例 65.53%，新兴产业资本持股比例 8.31%，产城资本持股比例 21.80%，通联资本持股比例 4.36%；西部担保实际控制人为银川市人民政府（通过银川金控间接控股西部担保股权）。截至 2020 年 9 月底，股东持有西部担保股权不存在质押情况。

截至 2019 年底，西部担保资产总额 61.12 亿元，所有者权益合计 52.86 亿元，全部为归属于母公司的所有者权益，负债总额 8.26 亿元；2019 年，西部担保实现营业收入 3.04 亿元，其中担保业务收入 0.58 亿元，实现利润总额 2.07 亿元；经营活动现金流量净额 0.18 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.19 亿元。

截至 2020 年 9 月底，西部担保资产总额 62.75 亿元，所有者权益合计 53.94 亿元，全部为归属于母公司的所有者权益，负债总额 8.81 亿元；2020 年 1—9 月，西部担保实现营业收入 2.09 亿元，其中担保业务收入 0.20 亿元，实现利润总额 1.44 亿元；经营活动现金流量净额-5.14 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.55 亿元。

西部担保注册地址：宁夏银川市金凤区上海西路 239 号英力特大厦 B 座 18 层；法定代表人：马英军。

经联合资信评定，西部担保主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，其担保有效增强了本期债券本息偿付的安全性。

十、结论

公司是盐城市大丰区重要的基础设施投

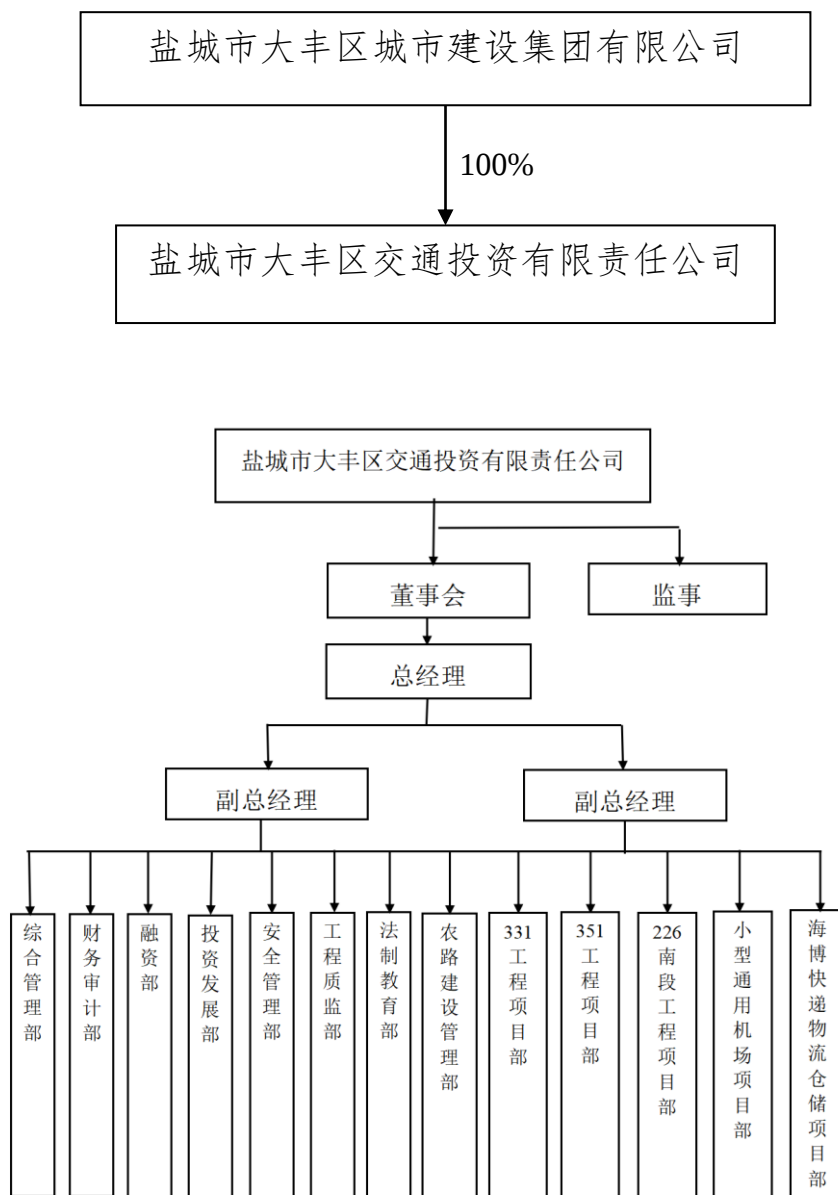
资建设主体，主要承担了区域内的交通基础设施建设任务，在资金及资产注入、股权划转、政府补助、股东担保等方面持续得到政府以及股东的有力支持。

近年来，公司工程代建业务收入持续增长，业务回款情况尚可，尚需投资规模较大。近年来，公司资产规模持续增长，以流动资产为主；其中，货币资金受限比例高，应收类款项对公司资金占用明显，存货变现受政府结算进度影响大；公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。公司债务规模持续增长，整体债务负担较重，且 2021 年集中偿付压力大。

本期债券募投项目的收入实现存在不确定性，且可累计实现的经营收入无法覆盖本期债券的本金，本期债券本金的偿还将依赖公司自有资金。本期债券由西部担保提供全额无条件不可撤销的无限连带责任保证担保，有效提升了本期债券本息偿付的安全性。本期债券设置了本金分期偿还条款，有利于降低公司的集中偿付压力。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构及组织结构图



附件 1-2 截至 2020 年底纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	注册资本 (万元)	主营业务	持股比例 (%)
盐城市大丰区兴通建设工程有限公司	127000.00	房屋拆迁；工程管理；绿化工程、道路桥梁工程、市政工程施工；苗木、建材（除危险化学品）销售；房地产价格评估；物业管理。（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）	75.00
盐城市大丰区通达交通服务有限公司	300.00	轿车出租包车客运服务；汽车租赁服务。（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）	100.00
盐城市大丰区润港交通工程有限公司	2000.00	道路工程、桥梁工程、水利工程、市政工程、园林绿化工程、土石方工程施工；市政设施维护；道路养护；垃圾清扫、收集、运输；建筑材料销售。（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）	100.00
江苏海博仓储物流有限公司	15000.00	普通货物仓储；装卸搬运服务；普通货物道路运输；普通货物运输代理；农产品收购；农产品销售及互联网销售；包装服务；房地产开发；房屋租赁；物业管理；农产品初加工。（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）	100.00
大丰市路桥工程总公司	10088.00	公路、桥梁工程、市政公用工程、园林绿化工程、水利工程建筑；建筑材料、五金交电、日用品零售批发；路基、结构专项试验检测；交通安全设施工程施工；公路养护服务；绿化管理；非爆破拆除工程施工；机械租赁。（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）	75.00
江苏兴通富润贸易有限公司	20000.00	金属材料、矿产品、金属制品、电子产品、化工原料及产品（除农药及危险化学品）、日用品（除电动三轮车）、机械设备、五金产品、办公用品、建筑材料（除砂石）、燃料油（除轻质燃料油）、纺织原料及产品、汽车配件、农产品、煤炭及煤制品、不锈钢制品、钢锭、合金材料销售；普通货物道路运输代理；自营和代理各类商品和技术的进出口业务（国家限定企业经营或禁止进出口的商品和技术除外）。（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）	75.00
盐城兴路建设工程检测有限公司	100.00	建设工程检测；公路工程检测（钢筋、路基路面、结构混凝土检测）。（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）	75.00
盐城市大丰区通捷达交通服务有限公司	100.00	轿车出租包车客运服务；汽车租赁服务。（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）	100.00

资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底公司对外担保情况

担保对象	担保起始日	担保到期日	担保余额（万元）
盐城市大丰区紫林城镇建设发展有限公司	2018.11.15	2021.11.14	9,875.00
盐城市大丰区海城实业发展有限公司	2018.1.8	2026.5.8	15,250.00
盐城市大丰区鑫海资产经营有限公司	2019.2.12	2024.2.12	2,400.00
盐城市大丰区兴城投资开发有限公司	2019.11.19	2021.11.19	10,000.00
盐城市大丰区城市建设集团有限公司	2019.12.17	2022.12.16	14,265.00
盐城市大丰区城市建设集团有限公司	2019.12.30	2024.12.15	11,400.00
盐城市大丰区兴城投资开发有限公司	2019.12.18	2022.12.18	5,500.00
盐城市大丰区裕丰城镇建设发展有限公司	2019.12.27	2022.12.20	3,000.00
江苏大丰港兴农农产品仓储物流有限公司	2020.01.16	2022.01.16	20,000.00
盐城市海园污水处理有限公司	2021.02.26	2025.12.31	800.00
盐城市大丰区上海知青纪念馆景区管理有限公司	2020.06.01	2023.05.20	400.00
盐城市大丰区高鑫投资有限责任公司	2020.06.08	2021.06.08	5,000.00
江苏大丰众成科技创业投资有限公司	2020.06.30	2021.06.30	6,000.00
江苏盐城港建设集团有限公司	2020.08.11	2021.08.11	10,000.00
大丰市恒昌交通建设工程有限公司	2020.08.20	2021.08.19	2,000.00
大丰海融国际贸易有限公司	2020.4.14	2021.4.14	4,500.00
盐城市大丰区兴城投资开发有限公司	2020.8.13	2021.8.12	4,000.00
盐城市大丰区高鑫投资有限责任公司	2020.8.13	2021.8.12	4,000.00
盐城市大丰高新创投有限责任公司	2020.8.13	2021.8.12	4,000.00
盐城市大丰区华丰农业开发有限公司	2020.8.18	2021.8.18	19,000.00
盐城市大丰区城市建设集团有限公司	2020.11.6	2021.11.6	30,000.00
江苏大丰海港控股集团有限公司	2020.11.6	2021.11.6	12,000.00
盐城市大丰区城市建设集团有限公司	2020.11.27	2021.11.26	30,000.00
江苏丰收大地种业发展有限公司	2020.11.24	2021.11.23	2,500.00
盐城市大丰区兴城投资开发有限公司	2020.12.27	2021.12.26	8,000.00
盐城市大丰区华丰农业开发有限公司	2020.1.11	2030.12.20	20,000.00
盐城市大丰区梅花湾旅游实业发展有限公司	2020.12.31	2021.12.15	3,000.00
江苏裕丰旅游开发有限公司	2020.12.29	2021.12.29	11,000.00
合计	--	--	267890.00

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	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	11.28	23.37	27.22
资产总额（亿元）	124.15	153.36	168.76
所有者权益（亿元）	62.78	64.37	69.18
短期债务（亿元）	18.76	27.85	37.65
长期债务（亿元）	31.90	46.33	53.04
全部债务（亿元）	50.66	74.19	90.69
营业收入（亿元）	10.99	13.52	15.69
利润总额（亿元）	2.19	1.98	1.98
EBITDA（亿元）	2.67	2.73	2.77
经营性净现金流（亿元）	-1.42	-9.80	-4.19
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.25	1.20	1.33
存货周转次数（次）	0.29	0.18	0.19
总资产周转次数（次）	0.18	0.10	0.10
现金收入比（%）	86.02	80.37	119.07
营业利润率（%）	16.36	14.02	13.70
总资本收益率（%）	1.97	1.65	1.48
净资产收益率（%）	2.90	2.47	2.38
长期债务资本化比率（%）	33.69	41.85	43.40
全部债务资本化比率（%）	44.66	53.54	56.73
资产负债率（%）	49.43	58.03	59.01
流动比率（%）	352.01	307.47	301.11
速动比率（%）	106.46	131.80	128.90
经营现金流动负债比（%）	-5.54	-25.27	-9.68
现金短期债务比（倍）	0.60	0.84	0.72
EBITDA 利息倍数（倍）	0.61	0.54	0.38
全部债务/EBITDA（倍）	18.99	27.19	32.79

注：本报告合并口径已将长期应付款中有息债务调整至长期债务及相关指标核算

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	5.29	4.52	7.25
资产总额（亿元）	108.99	121.28	106.73
所有者权益（亿元）	59.69	53.59	57.84
短期债务（亿元）	3.23	5.52	8.29
长期债务（亿元）	10.52	16.94	27.65
全部债务（亿元）	13.75	22.45	35.93
营业收入（亿元）	6.48	7.07	7.18
利润总额（亿元）	1.83	1.53	1.41
EBITDA（亿元）	2.04	2.03	2.02
经营性净现金流（亿元）	10.64	2.43	-6.10
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.40	0.66	0.68
存货周转次数（次）	0.29	0.16	0.19
总资产周转次数（次）	0.12	0.06	0.06
现金收入比（%）	71.06	60.65	140.92
营业利润率（%）	21.91	21.36	21.66
总资本收益率（%）	2.29	2.31	1.86
净资产收益率（%）	2.46	2.34	1.97
长期债务资本化比率（%）	14.99	24.01	32.34
全部债务资本化比率（%）	18.73	29.53	38.32
资产负债率（%）	45.24	55.81	45.81
流动比率（%）	150.13	135.82	315.28
速动比率（%）	52.15	61.16	180.53
经营现金流动负债比（%）	30.46	5.19	-34.03
现金短期债务比（倍）	1.64	0.82	0.88
EBITDA 利息倍数（倍）	1.00	0.80	0.62
全部债务/EBITDA（倍）	6.75	11.09	17.79

注：本报告母公司口径已将长期应付款中有息债务调整至长期债务及相关指标核算

附件 4 主要指标的计算公式

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

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
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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

联合资信评估股份有限公司关于 2021 年盐城市大丰区交通投资有限责任公司 公司债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

盐城市大丰区交通投资有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 2 个月内发布跟踪评级报告。

盐城市大丰区交通投资有限责任公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对盐城市大丰区交通投资有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，盐城市大丰区交通投资有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注盐城市大丰区交通投资有限责任公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现盐城市大丰区交通投资有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对盐城市大丰区交通投资有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如盐城市大丰区交通投资有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对盐城市大丰区交通投资有限责任公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与盐城市大丰区交通投资有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

