

信用等级公告

联合[2018] 328 号

联合资信评估有限公司通过对江苏方洋集团有限公司及其拟发行的 2018 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

江苏方洋集团有限公司

主体长期信用等级为

AA

江苏方洋集团有限公司

2018 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年二月十七日



江苏方洋集团有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

本期中期票据信用等级：AA

评级展望：稳定

本期中期票据发行金额：10 亿元

本期中期票据期限：公司赎回前长期存续

偿还方式：在第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括递延支付的利息）赎回本期中期票据

募集资金用途：偿还金融机构借款

评级时间：2018 年 2 月 27 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
现金类资产（亿元）	21.55	28.55	55.04	53.64
资产总额(亿元)	303.78	340.74	432.04	470.27
所有者权益(亿元)	125.84	132.96	157.24	159.97
短期债务（亿元）	25.24	33.49	51.18	52.89
长期债务(亿元)	79.63	111.60	152.78	181.54
全部债务(亿元)	104.86	145.09	203.96	234.43
营业收入(亿元)	41.00	24.49	31.70	41.43
利润总额(亿元)	15.24	8.82	4.52	0.39
EBITDA(亿元)	19.47	13.37	9.37	--
经营性净现金流(亿元)	16.72	-5.91	-5.67	-4.25
营业利润率(%)	16.77	15.09	15.22	7.58
净资产收益率(%)	9.51	4.92	1.91	--
资产负债率(%)	58.58	60.98	63.61	65.98
全部债务资本化比率(%)	45.45	52.18	56.47	59.44
流动比率(%)	118.66	109.91	135.25	157.86
经营现金流动负债比(%)	21.68	-8.40	-5.89	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.39	10.85	21.77	--

注：2017 年 1~9 月财务数据未经审计。

分析师

竺文彬 辛纯璐

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

江苏方洋集团有限公司（以下简称“公司”）是国家东中西区域合作示范区先导区连云港市徐圩新区内从事土地开发、基础设施建设及资产运营的重要实体。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其在外经营环境、政府支持等方面具备的优势。同时，联合资信也关注到公司业务基本由政府指定，利润总额对非经常性损益依赖性大以及公司未来投资规模较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来公司将通过政府购买及 PPP 等模式继续加大对徐圩新区基础设施建设的投入，同时积极进行园区配套等相关业态发展；徐圩新区招商引资环境的不断改善有助于公司经营规模的扩张，从而提升公司的收入规模和盈利水平。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据含赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回权设置和利息支付条款设置使本期中期票据不赎回和递延支付利息可能性较小。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势

1. 公司作为徐圩新区内从事土地开发、基础设施建设及资产运营的重要实体，区域专营优势明显。
2. 近年来，公司持续获得地方政府在资金注入、财政补贴和项目回购等方面的大力支持。

关注

1. 本期中期票据具有可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，区别于普通中期票据，具有一定特殊性。
2. 公司经营和投资业务主要由政府指定，2014~2016 年公司营业利润主要来自公允价值变化，利润总额对非经常性损益依赖性大。
3. 近年来，公司有息债务规模快速增长，债务负担不断加重。
4. 公司未来基础设施建设项目投资规模大，公司面临一定的资本支出压力。

声 明

一、本报告引用的资料主要由江苏方洋集团有限公司（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、本次信用评级结果的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。

江苏方洋集团有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

江苏方洋集团有限公司（以下简称“公司”）前身为连云港徐圩开发建设有限公司，成立于 2009 年 4 月 24 日，由连云港市人民政府出资成立，注册资本 2 亿元。2010 年 1 月 18 日，公司将资本公积 8 亿元转增注册资本，转增后公司注册资本变更为 10 亿元。2010 年 9 月，公司变更为现名。2012 年，连云港市人民政府同意国家东中西区域合作示范区（以下简称“徐圩新区”）管理委员会（以下简称“徐圩新区管委会”）代表连云港市人民政府履行公司出资人职责（连政复【2012】14 号）。历经多次增资，截至 2017 年 9 月底，公司实收资本 40 亿元，徐圩新区管委会代股东连云港市人民政府行使出资人职能，公司实际控制人为连云港市人民政府。

公司依托于连云港徐圩新区，主要业务范围是：房地产开发；港口岸线开发；建设工程项目管理；物业管理；市政工程、园林绿化工程、土石方工程、工业与民用建筑工程、钢结构工程、地基与基础工程、房屋内外装饰装修工程施工；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）；实业投资；仓储服务；建筑材料、金属材料销售。截至 2017 年 9 月底，公司拥有一级子公司 14 家；本部下设集团办公室、投资运营部、资产管理部、财务部等 15 个职能部室。

2016 年底，公司资产总额 432.04 亿元，所有者权益 157.24 亿元（其中少数股东权益 27.65 亿元）；2016 年公司实现营业收入 31.70 亿元，利润总额 4.52 亿元。

2017 年 9 月底，公司资产总额 470.27 亿元，所有者权益 159.97 亿元（其中少数股东权

益 27.61 亿元）；2017 年 1~9 月公司实现营业收入 41.43 亿元，利润总额 0.39 亿元。

公司注册地址：连云港市徐圩新区徐圩大道 66 号产业服务中心；法定代表人：闫红民。

二、本期中期票据概况

公司已于 2017 年 12 月注册额度为 30 亿元的中期票据，本期拟发行 2018 年度第一期中期票据 10 亿元（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据募集资金计划全部用于偿还金融机构借款。本期中期票据在条款设置上具有以下特点：

赎回权

本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，于本期中期票据第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据。

利率

本期中期票据采用固定利率计息方式。在前 3 个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档、集中配售方式确定，在前 3 个计息年度内保持不变，前 3 个计息年度的票面利率为初始基准利率¹加上初始利差。自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率。如果公司在本期中期票据第 3 个付息日不行使赎回权，则从第 4 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率²加上初始利差再加上 300 个基点，在第 4 个计息年度至第 6 个计息年度内保持不变。此

¹初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日上海清算所网站（www.shclearing.com.cn）及其他交易商协会认可的网站公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

²当期基准利率为票面利率重置日前 5 个工作日上海清算所网站（www.shclearing.com.cn）及其他交易商协会认可的网站公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

后每3年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。

清偿顺序

本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

利息递延支付

除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，递延支付没有递延时间以及次数的限制。在极端情况下，公司可以无限推迟利息支付，无需在任何利息支付日支付利息（包括任何递延利息及孳息）。在发行条款约定下的任何利息递延都不应被视为违约行为。如果公司在某个付息日选择将当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，则自下一计息年度起，本期中期票据的票面利率将在上一计息年度基础上再上调300个基点，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕。如果公司决定递延支付利息的，公司应在付息日前5个工作日披露递延支付利息公告。公司在本期中期票据付息日12个月内，如果向普通股股东分红或者减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照发行条款已经递延的所有利息及其孳息。公司在有递延支付利息的情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，公司不得向普通股股东分红或者减少注册资本。如果公司发生强制付息事件时但仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的联席主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债

务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

（2）本期中期票据如不赎回，从第4个计息年开始每3年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加300个基点（按照目前市场定价，300个基点高于AA企业与AA⁺企业发行3年期债券利率的利差）。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

（3）如果公司在某个付息日选择将当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，则自下一计息年度起，本期中期票据的票面利率将在上一计息年度基础上再上调300个基点，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕。公司递延利息的可能性小。

（4）本期中期票据在除公司（含合并范围子公司）发生向普通股股东分红或减少注册资本事件外，公司可递延利息支付且递延利息次数不受限制。本期中期票据如发生利息递延，每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。

综合以上分析，本期中期票据含赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回权设置和利息支付条款设置使本期中期票据不赎回和递延支付利息可能性较小。

三、宏观经济和政策环境

2016年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国实施积极的财政政策，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并运用多种货币政策工具，引

导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，我国 GDP 实际增速为 6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现 2.0% 的温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017 年 1~9 月，我国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下，2017 年前三季度，我国国内生产总值（GDP）增速分别为 6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI 稳中有升，PPI 和 PPIRM 保持平稳增长；就业水平相对稳定。

2017 年 1~9 月，我国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好；工业生产有所加快，工业结构进一步优化，工业企业利润保持快速增长；服务业持续快速增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）继续提升，产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓，高技术制造业投资增速加快。2017 年 1~9 月，我国固

定资产投资（不含农户）45.8 万亿元，同比增长 7.5%（实际增速 2.2%），增速较 1~6 月（8.6%）和上年同期（8.2%）均有所放缓。具体来看，房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速（8.1%）继续放缓，但较上年同期仍有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础建设投资增速（15.9%）较 1~6 月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化。此外，民间投资增速（6.0%）较 1~6 月有所放缓，民间投资信心仍略显不足，但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展 PPP 模式适用范围等鼓励措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快。2017 年 1~9 月，我国社会消费品零售总额 26.3 万亿元，同比增长 10.4%，增速与 1~6 月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9 月，全国居民人均可支配收入 19342 元，同比增长 9.1%（实际增速 7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017 年 1~9 月，我国货物贸易进出口总值 20.3 万亿元，同比增加 16.6%，但增速较 1~6 月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高

或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在 10% 以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为我国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对我国经济产生影响。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内我国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，我国经济增速短期内或将继续放缓，预计 2017 年全年经济增速将在 6.8% 左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

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。近些年，全国各地区城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可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的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。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

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方政府隐性债务规模快速攀升。2010年之后，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。

2014年国务院的《43号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职

能。随后财政部通过《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，以下简称“《351号文》”）对2014年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88号，以下简称“《88号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发〈地方政府性债务风险分类处置指南〉的通知》（财预【2016】152号，以下简称“《152号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88号文》和《152号文》的具体规定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，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016年3月25日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持

力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、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有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

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2016年底，中国城镇化率为57.35%，较2015年提高1.25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。2017年3月5日，中央政府发布的《2017年政府工作报告》对中国政府2017年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时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。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 区域经济概况

目前公司经营与投资的项目均在连云港徐圩新区。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受连云港市经济发展的影响，并与地区建设规划密切相关。

连云港市

连云港市南连长三角，北接渤海湾，隔海东临东北亚，通过陇海铁路西连中国中西部地区以至中亚，是新亚欧大陆桥东方桥头堡。连云港市是交通部规划建设的长三角地区 7 个国家级综合运输枢纽之一，已形成以海运、铁路、公路运输为主，航空、内河、管道等其它运输方式为辅的立体交通体系。

2014~2016 年，连云港市经济总量不断扩大，根据《连云港市 2016 年国民经济和社会发展统计公报》，2016 年连云港市地区生产总值达到 2376.48 亿元，增长 7.8%。其中，第一产业增加值 301.56 亿元，增长 1.6%；第二产业增加值 1049.90 亿元，增长 7.8%；第三产业增加值 1025.02 亿元，增长 9.8%，三次产业结构调整为 12.7:44.2:43.1。人均 GDP 首超 50000 元，达到 52986 元。

2016 年连云港市完成固定资产投资 2385.16 亿元，增长 14.8%。其中，工业投资 1487.34 亿元，增长 17.5%；服务业投资 850.35 亿元，增长 8.2%；房地产开发投资 235.41 亿元，增长 14.6%。市内重大项目增多，全年亿元以上在建重大项目 644 个，同比增加 115 个，完成投资 1502.8 亿元，占全部投资额的 63.0%。

2014~2016 年，连云港市一般公共预算收入波动下降，2014~2015 年分别为 261.80 亿元和 291.77 亿元；根据《关于连云港市 2016 年预算执行情况与 2017 年预算草案的报告》，2016 年全市一般公共预算收入 211.47 亿元，下降 27.53%，主要系营改增所致；政府性基金收入 114.29 亿元，下降 22.5%，主要系国有土地使用权出让大幅降低所致。截至 2016 年底，全市地方政府性债务余额 347.86 亿元，

同比增长 13.37%，其中，一般债务余额 185.61 亿元，专项债务余额 162.25 亿元。

2017 年 1~9 月，连云港市地区生产总值 1953.65 亿元，增长 7.3%；固定资产投资完成 1796.32 亿元，增长 8.0%；规模以上工业增加值 1116.47 亿元，增长 8.9%。同期，连云港市一般公共预算收入 167.83 亿元，增长 3.7%；一般公共预算支出 288.89 亿元，降低 11.1%。

总体看，近年来，连云港市经济保持稳步增长态势，但一般预算收入波动下降，地方政府债务负担重。

徐圩新区

徐圩新区是 2011 年经国务院批准设立的国家东中西区域合作示范区的先导区，位于连云港市城区东南部，总规划面积约 467 平方公里。作为连云港港口的重要补充港口，徐圩新区目前正在进行 30 万吨级航道及码头的建设工作。

目前新区规划布局确定为“一区七园”：“一区”为城市配套功能区，面积 32 平方公里，主要功能为商务休闲、生活居住、科技研发、旅游文化；“七园”为：石化产业园（45 平方公里）、精品钢产业园（25 平方公里）、节能环保产业园（22 平方公里）、现代港口物流园（105 平方公里）、中西部地区出口产品生产加工园（56 平方公里）、香河农业示范园（12 平方公里）、东辛现代高效农业产业园（153 平方公里）。

按照发展生态、低碳、环保、循环产业的要求，徐圩新区主要打造炼化一体化、精品钢、先进装备制造、清洁能源和现代港口物流等 5 大主导产业。目前，徐圩新区签约入驻的项目中，开工建设的有 10 个，总投资约 512.08 亿元；已签约项目 8 个，总投资约 757 亿元；已有明确投资意向的项目有 7 个，总投资约 148.3 亿元。近年来，徐圩新区已累计完成投资 300 多亿元，预计“十三五”末，徐圩新区将实现工业总产值约 1500 亿元。

与周边开发园区相比较，徐圩新区在地理

位置和政策方面具有较大的竞争优势，新区具有港口及大片的后方陆域，且具有省级经济主管部门项目审批权限、每年给予示范区资金补助、财税封闭运作等。

2017年12月，徐圩新区通过国家生态工业示范园区技术核查，专家组形成一致意见认为园区按照建设规划开展国家生态工业示范园区的建设，基本完成了规划的阶段目标、指标和主要项目，推荐组织验收。

五、基础素质分析

1. 股权状况

连云港市人民政府为公司全资股东，截至2017年9月底，公司实收资本为40亿元，连云港徐圩新区管理委员会代连云港市政府行使出资人职能，公司实际控制人为连云港市人民政府。

2. 企业规模

公司作为徐圩新区467平方公里土地内唯一的开发建设主体和重大项目的“孵化器”与“推进器”，目前以改善徐圩新区投资环境、完善徐圩新区基础设施为工作重点。近年来，按照徐圩新区的总体部署，公司逐步进行区内道路、桥梁、自来水供水、污水处理工程、电力及热力工程、景观绿化设施等一大批港区基础设施建设项目；同时，徐圩新区管委会授权公司对项目用地进行一定的整理和开发用于招商引资、发展建设，同时还赋予公司对涉及原有居民的拆迁、安置工作进行安置房与保障房建设的职能。

截至2017年9月底，公司下设江苏方洋物流有限公司（以下简称“物流公司”）、江苏方洋水务有限公司（以下简称“水务公司”）、江苏方洋科技投资发展有限公司（以下简称“科技公司”）、江苏方洋置业有限公司（以下简称“置业公司”）、江苏方洋人力资源管理有限公司（以下简称“人力资源公司”）、连云港虹洋

热电有限公司（以下简称“热电公司”）、连云港苏海投资有限公司（以下简称“苏海公司”）、连云港徐圩港口投资集团有限公司（以下简称“徐圩港投集团”）和江苏方洋建设工程有限公司（以下简称“建设公司”）等14家一级子公司。

3. 人员素质

截至2017年9月底，公司高管共7人，其中包括董事长1人、总裁1人、副总裁4人和总裁助理1人。

公司董事长兼法定代表人闫红民先生，本科学历，曾任化工矿山设计院设计师；华东电子工程公司中层干部；商丘市睢阳区建设局副局长；连云港市规划市政设计院副总工程师；连云港市徐圩新区管委会（筹）、连云港市高新技术产业开发区管委会总工会副主任；公司总裁助理、公司副总裁、董事。

公司总裁安涛先生，研究生学历，曾就职于连云港市政府金融办；后担任徐圩新区管委会财政局副局长、区域合作局局长；公司投资运营部总经理、总裁助理、副总裁。

截至2017年9月底，公司在职人员655人，其中具有大专及以上学历占77.1%；从岗位构成来看，高级职称人员占2.14%、中级职称人员占9.77%；从年龄构成看，30岁以下人员占35.42%，30至50岁人员占64.12%，其余为50岁以上人员。

整体看，公司人员年龄结构合理，高管管理经验与政府工作经验丰富，能够满足公司经营发展需要。

4. 政府支持

公司作为国家东中西区域合作示范区先导区连云港市徐圩新区内从事土地开发、基础设施建设及运营的重要实体，近年来持续获得地方政府在资金注入、财政补贴和项目回购等方面的支持。

资金注入

2014年,公司收到徐圩新区财政局拨付资金2.52亿元,专项用于30万吨航道建设,计入“资本公积”科目。徐圩新区的30万吨级航道项目是由江苏省政府牵头组织协调整体工程建设,只是将相关航道项目计入公司“在建工程”,公司并不实际参与建设管理。

2014年,公司将连云港市人民政府注入的资本公积中15亿元转增实收资本,以未分配利润转增实收资本5亿元,截至2017年9月底,公司实收资本为40亿元。

财政补贴

公司作为国家东中西区域合作示范区先导区连云港市徐圩新区内从事土地开发、基础设施建设及运营的重要实体,近年来得到地方政府在财政补贴上大力支持。2014~2016年及2017年1~9月公司分别收到财政补贴4.63亿元、2.40亿元、1.40亿元和1.68亿元,计入“营业外收入”科目。

项目回购

2009年公司与连云港市财政局和徐圩新区财政局签订三方协议,协议中约定连云港市财政局及连云港市徐圩新区财政局授予公司对徐圩新区基础设施项目的投资、融资和施工建设职能,按规定使用项目建设用地,并独家享有代建项目管理费收益权。同时连云港市财政局及连云港市徐圩新区财政局应支付公司投资项目所发生的实际支出成本,并支付上述投资成本的15%(按照投资项目实际支出成本15%提取管理费。实际支出成本包括项目概算总价、融资成本、税费和其他费用。由于计算上述实际成本比较复杂,公司实际操作时,以实际支付的工程款(不包含监理费、税费等其他待摊费用)的20%支付委托代建费)作为管理服务费。成本返还和管理服务费由连云港市财政局及连云港市徐圩新区财政局各支付50%,其中,连云港市财政应付给公司的委托代建款通过徐圩新区财政局代为支付。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》(机构信用代码:G1032070300264580G),截至2017年11月20日,公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录,过往债务履约情况良好。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司不设股东会,设立董事会、监事会和经理层。董事会是决策机构,经理层负责公司的日常经营管理,是决策的执行人。决策层、监督层、经理层按照《公司章程》规定各司其职,各负其责。

董事会由6名董事组成,其中职工董事1名,由公司职工民主选举产生。董事会设董事长1人,由徐圩新区管理委员会委派,董事按《企业国有资产法》等法律法规及干部管理权限,依法办理任免手续。董事任期三年,董事任期届满,可以委派连任。

公司监事会成员5人,其中职工代表2人。职工代表由公司职工代表大会选举产生,其余由出资人委派。监事会设主席一人,由出资人从监事会成员中指定。

2. 管理水平

公司本部下设集团办公室、投资运营部、资产管理部、财务部等15个职能部门,部门设置合理,职责清晰。

内部管理制度方面,公司已建立了较为完善合理的内部控制制度,并得到了一贯有效的遵循和执行,能够对公司各项业务活动的健康运行及执行国家有关法律法规提供保证。同时,公司将根据业务发展和内部机构调整的需要,及时修订并补充内部控制制度,提高内部控制制度的有效性和可操作性,有效地控制经营风险和财务风险,准确提供公司的管理及财务信息,保证公司生产

经营持续、稳健、快速发展。

在资金管理方面，公司的货币资金包括库存现金、银行存款及其他货币资金。公司制定了严格的货币资金管理制度，严格执行中国人民银行关于现金收付、库存管理的相关规定，同时对于公司银行存款账户的开立、使用、建账等做了详细规定，确保货币资金的安全、银行账户的独立。同时对于违反货币资金管理行为的，建立了一系列汇报、处罚机制。

预算管理方面，公司建立了预算工作岗位责任制，明确相关部门和岗位的职责、权限，确保预算工作中的不相容岗位相互分离、制约和监督。公司设立预算委员会、预算工作小组等专门机构（以下统称“预算管理部门”）具体负责本企业预算管理工作。财务总监协助总经理加强对企业预算管理工作的领导与业务指导，相关业务部门的主要负责人参与企业预算管理工作。预算管理部门主要负责拟订预算目标和预算政策；制定预算管理的具体措施和办法；组织编制、审议、平衡年度等预算草案；组织下达经批准的年度等预算；协调、解决预算编制和执行中的具体问题；考核预算执行情况，督促完成预算目标。

对外投资管理方面，公司制定了《对外投资管理办法》，明确对外投资项目的运作和管理程序、对外投资的转让与收回、对外投资的监督与检查等事项。战略发展部负责公司对外投资项目的可行性、投资风险、投资回报等事宜的研究和评估，负责对外投资项目的制度建设和归口管理工作；财务部负责对外投资的会计核算和会计监督；审计部负责项目执行进展情况的监督。

综合看，公司法人治理结构完善且整体运行情况良好；内部管理制度较为健全，能够满足经营管理需要；且各制度执行情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是徐圩新区基础设施的投融资和建设主体，全面负责区内基础设施的建设和土地开发整理运营管理，业务范围主要涉及工程施工业务（含基础设施建设及保障性住房建设）、土地整理开发、园区配套服务业务（含租赁、物业、广告、劳务派遣）、贸易业务（含石料、煤炭、钢材、矿石、化学品及仓储物流等）四大板块。

2014~2016年公司分别实现营业收入41.00亿元、24.49亿元和31.70亿元，2014年营业收入较大主要系公司承接海滨大道徐圩段（2014年连云港市一号工程）委托代建项目，该项目建设期为一年，总投资14亿元，竣工后工程款结算记入本年收入，且因徐圩港口航道、防波堤基础设施代建确认收入导致当年委托代建收入大幅增加。工程施工收入持续下降但仍占比较高。2016年公司其他收入大幅增长系土地回储收入较大所致。

目前，公司已经形成了工程施工板块、贸易板块和园区配套服务为主业的经营格局，且上述板块受益于徐圩新区较好的经济发展态势，公司未来收入有望进一步增长。

毛利率方面，2014~2016年，公司综合毛利率有所波动，三年分别为17.85%、16.42%和17.37%，主要系收入占比较大的工程施工毛利率波动所致，同期，公司园区配套服务毛利率呈下降趋势，分别为7.67%、4.58%和4.11%。2014~2016年，公司贸易板块毛利率分别为35.97%、-0.85%和4.94%，波动较大。

2017年1~9月，公司营业收入41.43亿元，相当于2016年全年营业收入的130.69%，收入大幅增长主要系公司贸易业务收入及园区配套服务收入大幅增长；同期，公司综合毛利率为8.98%，较2016年有所下降，主要系占比较大的贸易业务毛利率下降所致。

表 1 公司营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年			2017 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	收入	占比	毛利率
土地整理开发	0.91	2.23	16.67	--	--	--	--	--	--	--	--	--
工程施工	34.18	83.35	16.75	18.21	74.35	16.98	16.16	50.98	14.45	18.37	44.34	13.17
贸易收入	0.84	2.04	35.97	0.91	3.70	-0.85	2.73	8.60	4.94	17.29	41.73	-0.51
园区配套服务	2.47	6.02	7.67	3.28	13.38	4.58	3.44	10.84	4.11	5.18	12.50	20.08
其他	2.60	6.36	36.44	2.09	8.57	37.53	9.37	29.58	30.86	0.58	1.40	60.34
合计	41.00	100.00	17.85	24.49	100.00	16.42	31.70	100.00	17.37	41.43	100.00	8.98

资料来源：公司审计报告及公司提供

2. 业务经营分析

工程施工

公司的工程施工业务收入全部为徐圩新区管理委员会的委托代建项目，内容主要为基础设施以及保障房项目的委托代建业务。公司承建的徐圩新区基础设施建设项目资金除由财政前期拨付以外，其他资金由公司代为筹措融资。根据 2009 年公司与连云港市政府和连云港徐圩新区管委会签订的《连云港市徐圩新区基础设施建设项目委托代建协议书》，连云港市财政局及连云港市徐圩新区财政局应支付公司投资项目所发生的实际支出成本，并支付上述投资成本的 15%（按照投资项目实际支出成本 15%提取管理费。实际支出成本包括项目概算总价、融资成本、税费和其他费用。由于计算上述实际成

本比较复杂，公司实际操作时，以实际支付的工程款（不包含监理费、税费等其他待摊费用）的 20%支付委托代建费）作为管理服务费，成本返还和管理服务费由连云港市财政局及连云港市徐圩新区财政局各支付 50%。所有代建项目按成本每月结算，形成公司营业收入，成本从“存货”科目中结转；项目竣工后统一决算，核定最终收入；应由连云港市财政支付的代建款通过连云港市徐圩新区财政局支付。

截至 2017 年 9 月底，公司在建的以委托代建项目形式开展的基础设施开发建设项目主要有 12 项，总投资达到 77.34 亿元，已累计投资 65.37 亿元，实际确认收入 66.68 亿元，累计收到代建款项 30.87 亿元。

表 2 截至 2017 年 9 月底公司主要在建的基础设施开发项目基本情况（单位：亿元）

序号	项目名称	预计开竣工时间	计划总投资	累计投资	确认收入金额	累计收到款项	回购期限	工程进度
1	徐新公路	2012.07-2018.06	9.27	9.57	9.85	6.12	3 年	94%
2	徐圩新区主干道及配套管网工程建设项目	2010.06-2017.12	42.90	39.30	40.30	17.80	3 年	92%
3	出口产品生产加工基地配套路网二期工程	2011.09-2017.09	4.56	3.38	3.46	2.25	3 年	72%
4	徐圩新区防洪除涝及调蓄工程	2012.12-2017.12	7.35	5.92	6.03	1.80	3 年	79%
5	徐圩新区实验学校	2014.04-2017.10	2.71	1.86	1.93	1.13	3 年	69%
6	管养工程（代建）	2015.01-2017.12	1.36	0.96	0.47	0.28	3 年	71%
7	节能一路（环保二路-环保十路，含跨方洋河桥）	2016.01-2018.12	0.73	0.52	0.60	0.15	3 年	44%
8	中通道西延段（S242~烧香支河大桥）	2015.01-2018.12	2.33	2.21	2.31	0.91	3 年	95%
9	徐圩新区医疗救援中心（一期）	2016.01-2018.12	2.80	0.68	0.75	0.15	5 年	24.29%
10	徐圩新区灭火救援应急中心	2016.04-2018.12	1.80	0.32	0.35	0.10	5 年	17.78%

11	徐圩新区智能化平台	2016.03-2018.09	0.74	0.29	0.32	0.08	3 年	39%
12	连云港石化产业基地防洪除涝二期-西港闸新建工程	2016.06-2017.12	0.79	0.36	0.31	0.10	3 年	45.57%
	合计	--	77.34	65.37	66.68	30.87	--	--

资料来源：公司提供

2011 年 11 月 27 日，连云港市发改委发布《市发展改革委关于徐圩新区公共租赁住房工程项目建议书的批复》（连云发改投发[2011]598 号），该文批准了未来徐圩新区将作为市区保障房建设的重点基地。公司于 2012 年开始参与保障房项目的开发建设。建设模式与工程施工模式基本相同；同时，公司与保障房建设施工方签订 BT 协议，协议期为 5 年。当某一栋具体的保障房达到回购条件后，公司

支付建设单位回购款（代建成本），同时按照约定计公司营业收入。

公司所承接的保障房建设项目为徐圩新区公共租赁住房和张圩小区，建设期限一般在 4~5 年。公司保障房建设总投资 12.15 亿元，其中项目资本金 3.65 亿元，由徐圩新区管委会拨付，截至 2017 年 9 月底保障房项目已完成投资 10.45 亿元。

表 3 公司保障房建设情况 （单位：亿元）

项目名称	开竣工时间	计划总投资	截至 2017 年 9 月底 累计完成投资	项目资本金	回购期	进度
徐圩新区公共租赁住房	2012.06-2017.06	7.15	7.17	2.15	5 年	95%
张圩小区安置房	2011.04-2018.04	5.00	3.28	1.50	5 年	66%
合计		12.15	10.45	3.65	--	--

资料来源：公司提供

2014~2016 年，公司分别实现工程施工收入 34.18 亿元、18.21 亿元和 16.16 亿元，毛利率为 16.75%、16.98%和 14.45%；同期，公司分别收到连云港市财政局及连云港市徐圩新区财政局回款 30.28 亿元、5.34 亿元和 2.27 亿元。2017 年 1~9 月，公司实现工程施工收入 18.37 亿元，相当于 2016 年全年工程施工收入的 113.68%，毛利率略有下降，为 13.17%，同期，公司收到工程施工业务回款 2.06 亿元。

根据公司规划，未来几年大型委托代建业务主要为前期已承接业务，未来公司预计通过政府购买或者 PPP 等方式参与徐圩新区的基础设施建设，联合资信将持续关注公司未来工程施工收入情况。

贸易业务

公司贸易业务包括石料销售、煤炭销售、钢材销售、矿石销售、化学品销售等业务以及与销售相配套的仓储物流业务；主要由子公司

物流公司开展，其中钢材销售除方洋物流外，子公司连云港云苏贸易有限公司也有所涉及。

公司贸易板块业务主要围绕园区内企业开展，随着入驻企业需求的增加，公司贸易收入实现逐年增长，占营业收入比例也不断提高；2014~2016 年及 2017 年 1~9 月，公司分别实现贸易收入 0.84 亿元、0.91 亿元、2.73 亿元和 17.29 亿元。2014~2016 年，公司贸易业务毛利率分别为 35.97%、-0.85%和 4.94%，波动较大主要系贸易业务完全市场化操作，价格受市场行情影响大，同时毛利率较高的石料销售比例减少所致；2017 年前三季度，公司贸易业务毛利率为-0.51%，较 2016 年有所降低主要系占比较大的化学品销售业务主要供园区内石化产业园区的新上项目，一方面为争取贸易份额，另一方面为支持园区企业发展，公司适当让利所致。

表4 公司贸易产品销售情况（单位：万元、%）

类别	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~9 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
石料	4757.06	60.21	341.70	-58.67	384.19	3.00	--	--
煤炭	3616.47	4.08	--	--	7108.42	3.87	42326.16	0.43
钢材	--	--	3811.80	1.73	13925.84	3.16	--	--
矿石	--	--	4902.21	1.18	1803.78	14.99	816.30	0.33
化学品	--	--	--	--	451.49	3.35	125780.02	-0.92
仓储物流	--	--	--	--	3581.02	9.39	3949.87	2.57
合计	8373.53	35.97	9055.71	-0.85	27254.74	4.94	172872.35	-0.51

资料来源：公司提供

2012 年以来，依据新区建设进度年需求石料约在一千万吨以上，徐圩新区周边共有大岛山（石料储藏量约为 5000 万吨）、西陲山（石料储藏量约为 3000 万吨）两处可开采石料山场，物流公司拥有以上两处山场的石料独家经营权。近年来，公司石料销售业务收缩明显，收入和盈利水平也明显下降，主要是园区内已开工项目建设不断推进，地基处理已经基本完成，新开工项目较少，石料需求逐步减小。

公司的煤炭销售对象主要为园区内企业宝通镍业有限公司，2015 年未开展该项业务。2015 年公司开始涉足钢材销售和矿石销售业务，钢材销售对象主要为园区内珠江钢管、宝通镍业等企业；矿石销售主要包括红土镍矿和铬粉矿等品种，销售对象为园区内的宝通镍业和园区外的连云港奥邦国际贸易公司。2017 年公司开展化学品销售业务，主要包括甲醇、PX、PTA 等品种，销售对象为园区内企业盛虹石化，其年产 360 万吨醇基多联产项目于 2017 年投产，公司也相应拓展了化学品销售业务，2017 年前三季度，化学品销售对公司贸易业务贡献较大。

公司贸易板块还包括仓储物流业务，于 2016 年开展，与具体产品销售相配套，根据园区内企业生产计划进行商品采购，企业根据生产进度实际使用商品，公司为其提供园区内的物流服务、为暂时不投入使用的商品提供提供储存场所，并收取相应费用。

2017 年前三季度，公司贸易产品主要上下

游客户情况见下表；其中，前五大供应商金额占比为 76.68%，前五大销售商户集中度为 81.09%。

 表 5 2017 年 1~9 月公司贸易产品上下游客户情况
 （单位：万元、%）

客户名称		金额	占比
采购	SHENGHONG INTERNATIONAL HOLDING GROUP LIMITED	58755.80	33.82
	宏威（连云港）精细化学品有限公司	29803.66	17.15
	HONGKONG HONGWEI HOLDING GROUP CO.,LTD	17343.65	9.98
	上海上实国际贸易（集团）有限公司	15340.60	8.83
	连云港茂通贸易有限公司	11984.45	6.90
	合计	133228.16	76.68
销售	JIANGSUSAILBOAT PETCHROCHEMICAL CO.,LIMITED	44530.66	25.76
	苏州盛虹实业有限公司	35665.30	20.63
	江苏虹港石化有限公司	30522.50	17.66
	JIANGSUHONGGANG PETROCHEMICAL CO.,LTD	17153.07	9.92
	连云港希昌贸易有限公司	12305.40	7.12
	合计	140176.93	81.09

资料来源：公司提供

未来，园区内对石料等需求减少，相关贸易收入自 2015 年起逐年下降，公司目前关于新一阶段的采矿权审批即将完成，预计从 2018 年至 2020 年将有 350 万吨石料贸易额约 2 亿元，贸易范围将不局限于徐圩新区本身；煤炭、钢材、矿石产品受大宗商品价格波动、园区企业的生产开工（有需求的入园企业尚处于小负荷开工运行状态，部分厂区还处于建设阶段，因此需求量不大）等原因销量波动，未来随着

相关有需求的企业相继投产、开工量增加，相关产品的贸易量将逐年增加；化学品方面，随着徐圩新区内石化园区内入园企业的陆续开工投产，需求量将进一步增加。

园区配套服务

园区配套服务主要是公司的自有物业出租、广告业务以及餐饮业务，2014 年新增污水处理业务和热电蒸汽销售业务（向江苏斯邦石化有限公司及江苏虹港石化有限公司销售蒸汽），分别由子公司水务公司和连云港虹洋热电有限公司运营。2014~2016 年及 2017 年 1~9 月，公司园区配套服务实现营业收入 2.47 亿元、3.28 亿元、3.44 亿元和 5.18 亿元；其中，蒸汽销售分别为 1.24 亿元、2.57 亿元、2.60 亿元和 3.25 亿元；污水处理收入分别为 1780 万元、2620 万元、2830 万元和 2339 万元。同期，公司园区配套服务毛利率分别为 7.67%、4.58%、4.11%和 20.08%，2017 年 1~9 月，毛利率大幅增长的原因该业务固定成本较高，低负荷运转情况下平均成本较高，随着入园企业开工量增加，对蒸汽、原水以及污水处理的需求增加，规模效应下平均成本降低，也业务毛利率实现增长。

整体看，公司作为徐圩新区重要的运营和建设主体，随着新区的发展公司出租业务将继续增长；同时，公司利用其在市政领域的优势，开拓自来水、污水处理业务等业务，未来园区

服务业务有望为公司带来稳定的现金流。

其他业务

公司其他业务主要为土地回储，由于园区项目建设的需要，连云港徐圩新区管委会对公司相应地块进行回储，具体方式为由连云港徐圩新区管委会、市国土部门以及公司依据《中华人民共和国土地管理法》等法律法规，签订三方协议收回公司国有建设用地使用权。由连云港徐圩新区管委会及国土部门共同委托第三方评估机构对所涉土地出具评估意见，并参照其评估价确定回储价格。2014~2016 年，公司土地回储收入分别为 2.34 亿元、1.24 亿元和 8.66 亿元。土地回储时间及具体地块具有不确定性，联合资信将持续关注土地回储收入的持续性。

3. 在建及未来重点投资项目

公司正在积极进行园区配套、物流、贸易等相关业态的多元化发展。目前公司主要在建的自建项目有徐圩港区项目、东中西资源集中采购中心等物流项目和徐圩新区节能环保高新技术产业园标准厂房项目等，预计总投资 137.30 亿元，截至 2017 年 9 月底已完成投资 54.58 亿元，同时，未来拟建项目预计总投资 21.78 亿元。

总体来看，公司未来投资规模较大，存在较大融资压力。

表 6 公司主要在建和未来三年拟建项目投资情况（单位：亿元）

项目名称	承建单位	项目资本金	开竣工时间	计划总投资	2017 年 9 月底 已完成投资	未来三年投资计划			预期收益
						2017	2018	2019	
在建项目（自建工程）									
云湖商务服务区	公司本部	0.50	2011.06-2017.12	2.26	1.98	0.36	--	--	总收益 3.65 亿元
大陆桥产品展示展示中心	公司本部	3.00	2013.02-2019.10	10.00	7.24	2.00	1.00	0.64	总收益 9.59 亿元
虹洋热电项目（出资 50%）	热电公司	3.30	2013.06-2018.06	11.00	8.68	1.57	1.00	--	6.5 亿元/年 （满负荷后）
东中西资源集中采购中心等物流项目	物流公司	7.00	2013.06-2019.06	22.00	5.60	5.00	7.00	8.00	2.2 亿元/年 （满负荷后）
徐圩新区人才公寓	公司本部	3.40	2013.04-2018.04	9.80	4.56	3.00	3.58	--	总收益 11.8 亿元
徐圩港区项目	公司本部	6.00	2014.02-2020.02	30.00	7.00	--	--	--	4.47 亿元/年 （满负荷后）
洁净技术研发中心	苏海公司	1.50	2013.01-2017.12	4.00	3.67	0.30	0.20	--	0.95 亿元/年 （运营期内）
徐圩新区节能环保高新技	公司本部	4.50	2014.01-2018.06	15.00	8.56	4.00	6.20	--	1.4 亿元/年

术产业园标准厂房项目									
石化产业园公共管廊	公司本部	1.00	2015.06-2017.12	2.40	1.89	1.10	--	--	总收益 6.88 亿元
徐圩新区多式联运中心（一期）	物流公司	1.50	2015.06-2019.12	4.83	2.40	1.00	1.00	1.00	0.94 亿元/年
226 省道地下综合管廊一期	物流公司	4.47	2016.06-2019.09	14.9	0.41	8.00	5.00	2.00	--
徐圩新区产业区专用铁道	物流公司	1.89	2016.06-2018.12	6.3	0.83	4.00	1.50		43.9 亿元（30 年）
工业邻里中心服务配套项目	公司本部	0.73	2016.03-2019.12	2.41	1.05	0.58	0.50	0.33	0.20 亿元/年
徐圩新区应急救援指挥中心	置业公司	0.72	2016.04-2019.09	2.40	0.71	0.70	0.60	0.40	0.26 亿元/年 （运营期 20 年）
小计	--	39.51	--	137.30	54.58	31.61	27.58	12.37	--
拟建项目（自建工程）									
徐圩新区棚户区改造（新农村示范）工程	置业公司	1.60	2018.03-2020.12	5.30	--	2.00	2.00	1.30	总收益 8.68 亿元
综合保税区-方洋公共仓库配套工程	物流公司	4.35	2018.06-2021.12	14.48	--	2.00	3.00	4.00	--
徐圩新区应急备用水源取水泵房及原水输水工程	水务公司	0.60	2017.10-2019.12	2.00	--	0.60	1.00	0.40	--
小计	--	6.55	--	21.78	--	4.60	6.00	5.70	--
合计	--	46.06	--	159.08	54.58	36.21	33.58	18.07	--

资料来源：公司提供

4. 出资事项

根据连云港市要求，连云港市组建成立连云港港口控股集团有限公司（以下简称“港口控股集团”），公司及子公司物流公司拟将涉港资产出资注入港口控股集团，范围以徐圩新区海滨大道临海大道临海侧的路缘石为界，向海一侧作为港区，在此范围内公司的涉港资产全部移交港口控股集团。

本次出资将对公司影响如下：1.徐圩港投集团（2017 年 9 月底，徐圩港投集团资产总额 55.30 亿元，所有者权益 17.02 亿元；2017 年 1~9 月，实现营业收入 18.11 万元）不再纳入公司合并报表，有关资产调入长期股权投资科目核算；2.港口物流板块业务（处于建设期，个别码头试运营，尚未实际投入运营）将来不会作为公司主营业务，相应板块业务预期收入将会下降，预计营业收入和利润降幅 10%左右（预期理论推导）。此外，物流公司拟涉港资产为几宗土地，没有实际项目，因此物流板块目前经营业务并不受涉港资产出资事宜的影响。截至目前，公司共召开两次债权人大会，方案均未通过，资产未划出，目前相关事项已暂停，联合资信将持续关注事件进展。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2014~2016 年财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的 2017 年 1~9 月财务数据未经审计。

合并报表范围方面，2015 年和 2016 年合并范围各新增一级子公司 2 家，新增子公司规模较小，对合并财务报表影响较小，财务报表的可比性较强。2017 年前三季度合并范围无变化。

2016 年底，公司资产总额 432.04 亿元，所有者权益 157.24 亿元（其中少数股东权益 27.65 亿元）；2016 年公司实现营业收入 31.70 亿元，利润总额 4.52 亿元。

2017 年 9 月底，公司资产总额 470.27 亿元，所有者权益 159.97 亿元（其中少数股东权益 27.61 亿元）；2017 年 1~9 月公司实现营业收入 41.43 亿元，利润总额 0.39 亿元。

2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 19.26%，主要是货币资金、应收账款、固定资产和在建工程的增长所致。2016 年底，公司资产总额为 432.04 亿元，其中流动资产占 30.13%，非流动资产占 69.87%，公司资产以非流动资产为主。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产波动中有所增长，年均复合增长 19.26%。2016 年底，公司流动资产为 130.19 亿元，同比增长 68.36%，主要是货币资金和应收账款的增长。公司流动资产构成以货币资金和应收账款为主。

2016 年底，公司货币资金 55.01 亿元，同比增长 92.86%，主要为银行存款 44.40 亿元。其中受限资金 5.80 亿元。

公司预付账款主要为预付工程款。2014~2016 年，公司预付款项大幅下降，年均复合下降 54.31%，2016 年底为 8.49 亿元，其中 1 年以内的占 49.59%，1~2 年的占 15.55%。

2014~2016 年，公司应收账款波动增长，2016 年底，公司应收账款 45.34 亿元，同比增长 88.52%；主要为应收徐圩新区管委会工程款（35.93 亿元）。

2014~2016 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 76.88%。2016 年底，公司其他应收款 4.79 亿元，同比增长 107.70%，主要为公司与徐圩新区管委会、连云港交通集团有限公司等之间的往来款。

2014~2016 年，公司存货大幅增长，年均复合增长 183.84%，2016 年底，公司存货 7.46 亿元，同比增长 62.72%，主要为委托加工物资和开发成本，开发成本主要为土地，为公司自购，待土地完成评估后转入投资性房地产。

2016 年底，公司其他流动资产 9.06 亿元，同比大幅增长，为理财产品。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产快速增加，年均复合增长 19.25%，主要表现为固定资产和

在建工程的增加。2016 年底，公司非流动资产 301.85 亿元，主要为投资性房地产（占 56.31%）和在建工程（占 31.92%）。

2016 年公司新增长期应收款 6.15 亿元，主要为中航信托股份有限公司对公司子公司物流公司和建设公司的增资扩股，为公司的劣后级资金。

公司投资性房地产全部为公司持有并准备增值后转让的土地资产，公司将持有的土地资产按照公允价值确认账面价值，计入投资性房地产科目。2014~2016 年，公司投资性房地产余额分别为 147.78 亿元、173.02 亿元和 169.97 亿元。2015 年底公司投资性房地产同比增长 17.08%。公司持有的土地资产公允价值会随着园区配套基础设施建设进度、新区管委会土地出让计划和国家宏观调控政策的变动而波动，土地资产公允价值的变动将会对公司收益产生较大影响。

随着园区开发的持续推进，2014~2016 年公司在建工程快速增长，年均复合增长 38.61%。2016 年底，公司在建工程 96.34 亿元，同比增长 38.59%，增加主要来自公司自建工程的持续投入。

由于公司建设工程本期完工较多，公司固定资产总额有所增加。2016 年底，公司固定资产净值 17.10 亿元，同比增长 6.60%。

2014~2016 年，公司无形资产有所增长，年均复合增长 58.25%，2016 年底，公司无形资产 8.41 亿元，同比增长 128.00%，主要为土地使用权（7.21 亿元）。

2017 年 9 月底，公司合并资产总额 470.27 亿元，较 2016 年底增长 8.85%。公司资产结构仍以非流动资产为主，但其占比下降至 68.00%。2017 年 9 月底，公司流动资产 150.47 亿元，较 2016 年底增长 15.57%，主要是应收账款增加 18.17 亿元所致；同期，公司其他流动资产大幅下降，主要系相关理财产品到期所致。2017 年 9 月底，公司非流动资产 319.80 亿元，较 2016 年底增长 5.95%，主要系在建工

程增加（自建项目投入增加）所致；2017年9月底公司投资性房地产171.42亿元，其中用于抵押的土地使用权119.51亿元。

总体看，公司资产规模持续扩张，非流动资产所占比重大。流动资产中货币资金较为充足，非流动资产中在建工程和按公允价值计量的投资性房地产占比大，投资性房地产未来流转受经济周期和宏观经济政策影响大。整体看，公司资产质量一般。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2014~2016年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长11.78%，2016年底，公司所有者权益157.24亿元，其中实收资本占25.44%，资本公积占18.47%，其他综合收益占21.02%，盈余公积占2.07%，未分配利润占15.41%。

公司资本公积主要由政府拨款转入构成，2014~2016年基本保持稳定，2016年底为29.05亿元。2014年，由于会计准则调整，公司新增“其他综合收益”科目，公司其他综合收益33.06亿元，主要为自用存货转为投资性房地产公允价值增值。2016年公司少数股东权益大幅增长，为中航信托股份有限公司对公司子公司建设公司与物流公司的增资扩股。

2017年9月底，公司所有者权益合计159.97亿元（其中少数股东权益27.60亿元），其中资本公积32.14亿元较2016年底增加3.09亿元，主要为徐圩新区管委会临时注入的路网资产（尚未经审计确认）。

整体看，近三年公司所有者权益有所增长，结构稳定性一般，权益质量尚可。

负债

2014~2016年，公司负债总额快速增长，年均复合增长24.27%，增长主要来自公司长期借款、应付债券和应付账款的增长。2016年底，公司负债总额274.81亿元，其中流动负债占35.03%，非流动负债占64.97%，公司负债以非流动负债为主。

2014~2016年，公司流动负债年均复合增长11.71%，2016年底，流动负债合计96.26亿元，主要由短期借款（占27.00%）、应付账款（占30.38%）和其他应付款（占9.34%）构成。

2016年底，公司短期借款25.99亿元，同比增长4.76%，主要为抵押借款11.86亿元。

2014~2016年，公司应付账款快速增长，年均复合增长率56.26%。2016年底，公司应付账款29.24亿元，同比增长35.00%，主要为未付的工程款项。从账龄看，以1年以内的占58.23%，1至2年的占28.51%。应付账款前5名合计14.19亿元，集中度一般。

2014~2016年，公司预收账款年均复合下降55.71%，2016年底为3.80亿元，同比增长30.73%，账龄1年以内占27.95%，1~2年占5.14%，2~3年占51.44%，其余为3年以上；主要为预收代建工程款。

2014~2016年，公司其他应付款年均复合下降28.26%。2016年底，公司其他应付款8.99亿元，同比下降3.82%，公司其它应付款主要为公司与外部单位的往来款，1年以内占53.29%。

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券和递延所得税负债。2014~2016年，公司长期借款快速增长，年均复合增长率29.73%。2016年底，公司长期借款80.56亿元。

2016年底，公司应付债券余额72.22亿元，其中包括中期票据32.73亿元，私募债9.85亿元，非公开公司债券10.98亿元，债券融资计划4.92亿元，美元海外债13.74亿元。

2014~2016年，公司递延所得税负债有所增长，年均复合增长10.45%，2016年底为19.20亿元。

2017年9月底，公司负债总额310.30亿元，较2016年底增长12.92%，主要系长期借款、应付债券和应付票据的增长所致。2017年9月底，公司流动负债中应付票据17.29亿元，较2016年底增加11.85亿元，主要为因各

工程款支付节点所开票据尚未到期兑付，从而形成大额应付票据；非流动负债中长期借款 95.89 亿元，主要为本年新增的银行项目贷款；应付债券 85.65 亿元，较 2016 年底增加 13.43 亿元，主要为公司于 2017 年 3 月和 5 月分别发行金额为 7.00 亿元和 2.00 亿元公司债券，以及 5.00 亿元“17 方洋 CP001”；长期应付款 11.85 亿元，较 2016 年底增加 8.54 亿元，均为新增融资租赁款项；其他非流动负债 2.30 亿元，主要为递延收益（未确认政府补助款项）。

有息债务方面，随着公司的逐步发展及代建开发区基础设施项目的增多，公司在项目建设投资方面的资金需求逐年增加，导致公司全部债务增长较快，2016 年底为 203.96 亿元，公司长期应付款中有息债务调整至全部债务，调整后的全部债务为 207.43 亿元，公司债务以长期债务为主。

2014~2016 年，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逐年上升，2016 年底分别为 63.61%、56.47% 和 49.28%，调整后的全部债务资本化比率为 56.88%，公司负债水平较为合理。2017 年 9 月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率分别为 65.98%、53.16% 和 59.44%，调整后的全部债务资本化比率为 60.62%。

总体看，公司为连云港徐圩新区重要的基础设施建设主体，未来建设任务仍然较重，公司融资渠道也将以债务融资为主，预计债务负担在未来一段时期内仍将继续加重。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入年均复合下降 12.07%，主要系工程施工收入逐年减少。2014 年公司营业收入高主要系承接海滨大道徐圩段（2014 年连云港市一号工程）委托代建项目（该项目建设期为一年，总投资 14 亿元）竣工后工程款结算记入当年收入，且因徐圩港

口航道、防波堤基础设施代建确认收入导致当年委托代建收入大幅增加。2016 年，公司实现营业收入 31.70 亿元。

2014~2016 年，公司营业利润率呈波动下降趋势，三年分别为 16.77%、15.09% 和 15.22%，由于营业收入多来源于与政府代建协议项下的项目建设，主营业务获利能力较为稳定。同期，随着公司投资规模和业务的增长，期间费用持续上升，一定程度上侵蚀了公司营业利润。2016 年公司期间费用 7.84 亿元，期间费用率为 24.75%，费用控制能力有待提高。

2014~2016 年，公司利润总额分别为 15.24 亿元、8.82 亿元和 4.52 亿元，主要由经营性业务利润和营业外收入构成。近三年由于投资性房地产公允价值变动实现“公允价值变动收益”分别为 9.71 亿元、9.27 亿元和 6.15 亿元，对营业利润贡献大，但可持续性差。公司营业外收入主要为财政补贴收入，近三年分别为 4.63 亿元、2.40 亿元和 1.40 亿元。

2014~2016 年，公司总资产收益率和净资产收益率均呈波动下降趋势，2016 年分别为 1.78% 和 1.91%。

2017 年 1~9 月，受贸易业务快速发展影响，公司实现营业收入 41.43 亿元，受公允价值变动收益规模较小的影响，同期营业利润为 -1.45 亿元，利润总额 0.39 亿元；同期，公司营业利润率较 2016 年下降至为 7.58%。整体看，公司整体盈利能力较弱。

总体来看，连云港市政府和徐圩新区政府对公司扶持力度较大，公司近几年投资性房地产公允价值变动损益和所得政府补贴构成了利润总额的重要来源，利润总额对非经常性损益依赖性大，存在较大波动。

5. 现金流分析

公司经营活动现金流入主要来源于往来款及工程施工和贸易收入。2014~2016 年，公司销售商品提供劳务收到的现金有所下降，近三年分别为 43.64 亿元、12.60 亿元和 12.33 亿

元。收到其他与经营活动有关的现金有所下降，近三年分别为 27.96 亿元、14.19 亿元和 13.66 亿元，主要为往来款和补贴收入。公司购买商品、接受劳务支付的现金波动下降，近三年分别为 52.14 亿元、12.67 亿元和 22.22 亿元。公司支付其他与经营活动有关的现金主要为往来款，近三年分别为 0.42 亿元、16.40 亿元和 6.06 亿元。2014~2016 年，公司经营活动产生的现金流净额分别为 16.72 亿元、-5.91 亿元和 -5.67 亿元。获现质量方面，近三年公司现金收入比大幅下降，三年分别为 106.43%、51.44% 和 38.89%，公司获现质量差。

投资活动方面，投资活动现金流入规模小，2016 年为 7.45 亿元，主要为收回投资收到的现金 7.10 亿元。投资活动现金流出方面，公司作为徐圩新区建设主体，目前新区自来水、污水处理、等配套建设任务重，导致公司投资活动现金支出规模较大。近三年分别为 54.80 亿元、23.02 亿元和 48.44 亿元，以购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金（为理财产品）为主。

由于公司土地整理以及投资项目需要大规模的资金投入，经营性现金净流量无法满足公司的投资需求，因而公司需要通过吸收投资和大规模的借款实现滚动发展。近三年，公司筹资活动现金流入分别为 92.89 亿元、78.73 亿元和 145.82 亿元。2016 年，公司吸收投资收到的现金为 24.35 亿元，主要为信托公司对公司子公司江苏方洋物流有限公司和江苏方洋建设工程管理有限公司增资扩股。2016 年公司发行债券收到现金 44.74 亿元，为公司发行中期票据及私募债等。随着债务规模不断扩大，偿还债务支付的现金也随之增加，近三年分别为 40.41 亿元、38.10 亿元和 63.11 亿元。2014~2016 年，公司筹资活动现金流净额为 46.62 亿元、28.11 亿元和 70.49 亿元。

2017 年 1~9 月，公司经营活动现金流入量 32.60 亿元，其中收到其他与经营活动有关的现金 10.34 亿元，主要为往来款；经营活动现

金流出 36.85 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 26.31 亿元；经营活动现金流量净额为 -4.25 亿元，现金收入比为 53.72%，公司获现质量较 2016 年有所提升，但仍较差。公司投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金 7.00 亿元，为理财产品，公司投资活动产生的现金呈现净流出态势，为 -15.46 亿元，主要系购建固定资产、无形资产等支付的现金较大，为 22.50 亿元；公司需要较大的外部融资以维持其项目投资建设，为维持较大规模的经营及投资现金周转，公司筹资活动现金流入 66.23 亿元；当期公司筹资活动现金净流量 15.26 亿元。

总体看，公司项目投资密集期，公司经营活动和投资活动的现金获取能力较弱，联合资信将继续关注现金流缺口的规模和持续期。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2014~2016 年，公司流动比率和速动比率波动增长，2016 年底分别为 135.25% 和 127.50%；同期，公司经营现金流对负债比大幅波动，近三年分别为 21.68%、-8.40% 和 -5.89%；公司现金类资产（扣除受限）大幅增长，对短期债务的保障倍数分别为 0.78 倍、0.65 倍和 1.04 倍。2017 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 157.86% 和 146.26%；现金类资产（扣除受限）对短期债务的保障倍数为 0.73 倍。总体看，公司短期债务实际偿付能力一般。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司 EBITDA 有所下降，公司调整后全部债务/EBITDA 持续上涨，近三年分别为 5.68 倍、11.28 倍和 22.14 倍，但考虑到公司持续获得政府支持，公司整体偿债能力尚可。

截至 2017 年 9 月底，公司共获得各家银行授信总额 154.78 亿元，已使用额度为 114.59 亿元，尚未使用额度为 40.18 亿元，公司间接融资渠道较为通畅。

截至 2017 年 9 月底，公司对集团外担保

合计 5.80 亿元，担保比率 3.63%，被担保公司包括江苏香河农业开发有限公司（担保金额 0.15 亿元）、连云港石化产业园有限公司（担保金额 0.80 亿元）、中节能（连云港）清洁技术发展有限公司（担保金额 0.35 亿元）和江苏斯尔邦石化有限公司（担保金额 4.50 亿元），上述企业主要为园区入驻企业，其中江苏斯尔邦石化有限公司为民营企业，担保金额较大，主要系支持园区企业发展及维护客户关系等原因形成，有反担保措施及股权质押，且收取相关担保费用。总体来看，公司或有负债风险相对可控。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据计划发行金额 10.00 亿元，分别为 2016 年底公司调整后长期债务和调整全部债务的 6.40% 和 4.82%。本期中期票据的发行对公司现有债务有一定影响。

截至 2016 年底，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分别为 63.61%、56.88% 和 49.84%，以该期财务数据为基础，不考虑其他因素，本期中期票据发行后，上述指标将分别升至 64.43%、58.03% 和 51.39%，公司债务负担略有加重。考虑到本期中期票据募集资金全部用于偿还金融机构借款，公司债务指标将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016 年，公司经营活动现金流入量分别为 71.60 亿元、26.79 亿元和 25.99 亿元，为本期中期票据发行金额的 7.16 倍、2.68 倍和 2.60 倍。2014 年，公司经营活动现金净流量 16.72 亿元，为本期中期票据发行金额的 1.67 倍，2015~2016 年，公司经营活动现金净流量分别为 -5.91 亿元和 -5.67 亿元，对本期中期票据发行金额无保障能力；同期，公司 EBITDA

分别为 19.47 亿元、13.37 亿元和 11.17 亿元，为本期中期票据发行金额的 1.95 倍、1.34 倍和 1.12 倍。

公司于 2016 年 5 月发行“16 方洋 MTN001”5.00 亿元，若本期中期票据于 2018 年发行，且公司在第三个付息日行使本期中期票据赎回权，则公司将于 2021 年集中偿付“16 方洋 MTN001”和本期中期票据本金合计 15.00 亿元。2014~2016 年，公司经营活动现金流入量分别为“16 方洋 MTN001”和本期中期票据待偿还本金金额的 4.77 倍、1.79 倍和 1.73 倍，保障能力尚可。2014 年，公司经营活动现金净流量为“16 方洋 MTN001”和本期中期票据待偿还本金金额的 1.11 倍，2015~2016 年，公司经营活动现金净流量对“16 方洋 MTN001”和本期中期票据待偿还本金金额无保障能力。2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为“16 方洋 MTN001”和本期中期票据待偿还本金金额的 1.30 倍、0.89 倍和 0.74 倍。

整体看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据本金覆盖能力尚可，EBITDA 对本期中期票据本金覆盖能力一般。考虑到连云港市及徐圩新区政府对公司的的大力支持，公司对本期中期票据的偿还能力较强。

十、结论

徐圩新区作为国务院批准设立的国家东中西区域合作示范区的先导区，享有较大国家与地方政府的政策支持和财政支持。目前徐圩新区的航道港口及码头建设在进行中，港口相关配套产业已经开始进驻该区域，有助于推动该区域未来经济的持续快速发展。

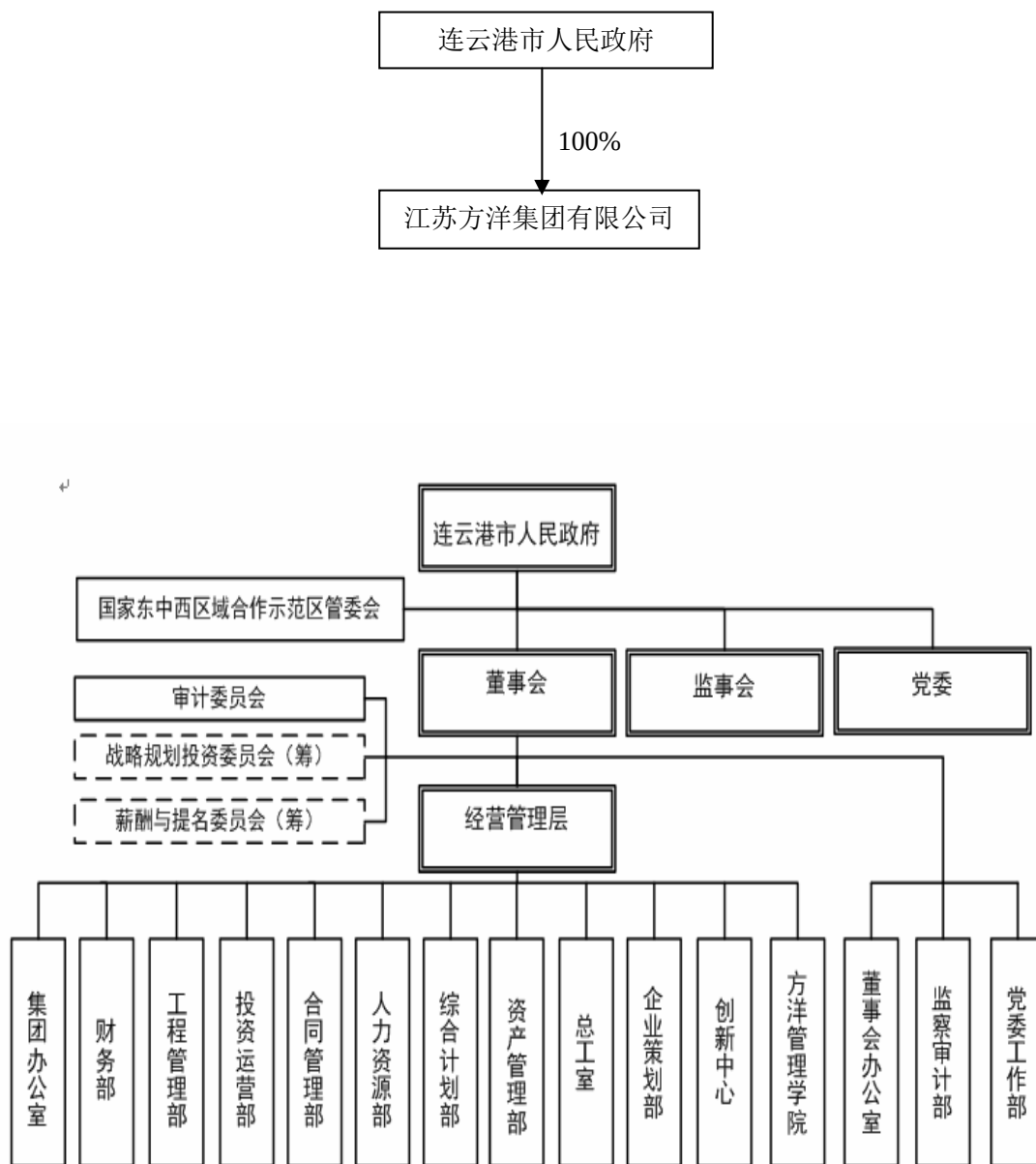
公司作为徐圩新区重要的市政配套项目建设主体，主要从事该区域内道路、桥梁、水电以及土地整理开发等相关市政项目建设工作，以为徐圩新区创造良好投资环境。目前公司整体资产质量一般，盈利能力对非经常性损益依赖大，但考虑到公司持续获得较大力度的政府

支持，整体抗风险能力强。

本期中期票据含赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回权设置和利息支付条款设置使本期中期票据不赎回和递延支付利息可能性较小。同时，本期中期票据的发行对公司现有债务有一定影响，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力尚可。

基于对公司主体长期信用状况和本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1 公司组织结构和股权结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	21.55	28.55	55.04	53.64
资产总额(亿元)	303.78	340.74	432.04	470.27
所有者权益(亿元)	125.84	132.96	157.24	159.97
短期债务(亿元)	25.24	33.49	51.18	52.89
长期债务(亿元)	79.63	111.60	152.78	181.54
调整后长期债务(亿元)	85.30	117.33	156.25	193.39
全部债务(亿元)	104.86	145.09	203.96	234.43
调整后全部债务(亿元)	110.53	150.81	207.43	246.29
营业收入(亿元)	41.00	24.49	31.70	41.43
利润总额(亿元)	15.24	8.82	4.52	0.39
EBITDA(亿元)	19.47	13.37	9.37	--
经营性净现金流(亿元)	16.72	-5.91	-5.67	-4.25
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.01	0.98	0.91	--
存货周转次数(次)	4.29	7.43	4.35	--
总资产周转次数(次)	0.17	0.08	0.08	--
现金收入比(%)	106.43	51.44	38.89	53.72
营业利润率(%)	16.77	15.09	15.22	7.58
总资本收益率(%)	6.61	3.58	1.78	--
净资产收益率(%)	9.51	4.92	1.91	--
长期债务资本化比率(%)	38.75	45.63	49.28	53.16
调整后长期债务资本化比率(%)	40.40	46.88	49.84	54.73
全部债务资本化比率(%)	45.45	52.18	56.47	59.44
调整后全部债务资本化比率(%)	46.76	53.15	56.88	60.62
资产负债率(%)	58.58	60.98	63.61	65.98
流动比率(%)	118.66	109.91	135.25	157.86
速动比率(%)	117.46	103.40	127.50	146.26
经营现金流动负债比(%)	21.68	-8.40	-5.89	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.39	10.85	21.77	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	5.68	11.28	22.14	--

注：2017 年 1~9 月财务数据未经审计；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=短期债务+调整后长期债务。

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%
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 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。

联合资信评估有限公司关于 江苏方洋集团有限公司 2018 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

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。

江苏方洋集团有限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 3 个月内发布跟踪评级报告。

江苏方洋集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对江苏方洋集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，江苏方洋集团有限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江苏方洋集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现江苏方洋集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对江苏方洋集团有限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，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如江苏方洋集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对江苏方洋集团有限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江苏方洋集团有限公司联系，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。