跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1634 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持江苏方洋集团有限公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“13苏方洋 MTN1”、“14方洋 MTN001”、“15 方洋MTN001”和“16 方洋MTN001”的信用等级为AA，维持“16方洋CP001”的信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年七月二十日

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（100022）

电话：010-85679696

传真：010-85679228

http: //www.lhratings.com

江苏方洋集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
13 苏方洋 MTN1	10 亿元	2018/5/31	AA	AA
14 方洋 MTN001	10 亿元	2019/5/15	AA	AA
15 方洋 MTN001	8 亿元	2020/6/25	AA	AA
16 方洋 MTN001	5 亿元	2021/5/25	AA	AA
16 方洋 CP001	5 亿元	2017/8/31	A-1	A-1

评级时间：2017 年 7 月 20 日

财务数据

项　目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产（亿元）	21.55	28.55	55.04	55.35
资产总额(亿元)	303.78	340.74	432.04	447.38
所有者权益(亿元)	125.84	132.96	157.24	156.46
短期债务（亿元）	25.24	33.49	51.18	44.87
长期债务(亿元)	79.63	111.60	152.78	176.17
全部债务(亿元)	104.86	145.09	203.96	221.04
营业收入(亿元)	41.00	24.49	31.70	14.44
利润总额(亿元)	15.24	8.82	4.52	0.02
EBITDA(亿元)	19.47	13.37	9.37	--
经营性净现金流(亿元)	16.72	-5.91	-5.67	-3.27
营业利润率(%)	16.77	15.09	15.22	8.88
净资产收益率(%)	9.51	4.92	1.91	--
资产负债率(%)	58.58	60.98	63.61	65.03
全部债务资本化比率(%)	45.45	52.18	56.47	58.55
流动比率(%)	118.66	109.91	135.25	165.01
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 年一季度财务数据未经审计。

分析师

王宇勍　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基础设施建设的重要经营实体。跟踪期内，连云港市经济总量稳定增长，为公司发展创造了良好的外部环境。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司业务基本由政府指定，对外投资规模较大，债务负担持续加重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来公司将继续加大对徐圩新区土地开发和基础设施建设的投入，徐圩新区招商引资环境不断改善，将进一步提升公司的经营规模，从而提升公司的收入规模和盈利水平。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“13苏方洋MTN1”、“14方洋MTN001”、“15方洋MTN001”和“16方洋MTN001”的信用等级为AA，维持“16方洋CP001”的信用等级为A-1。

优势

1. 跟踪期内，连云港市经济总量稳定增长，为公司发展创造了良好的外部环境。
2. 公司存续期内待偿还债券错期兑付，减轻公司集中兑付压力。

关注

1. 公司整体盈利能力较弱，对非经常性损益依赖大。
2. 公司未来基础设施建设项目投资规模大，面临一定的资本支出压力。
3. 跟踪期内，公司债务总额快速增长，债务负担持续加重。

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。

江苏方洋集团有限公司跟踪评级报告

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”）关于江苏方洋集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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，由连云港市政府出资成立，注册资本 2 亿元，后经多次增资，截至 2017 年 3 月底，公司实收资本 40 亿元，国家东中西区域合作示范区（以下简称“徐圩新区”）管理委员会代连云港市政府行使出资人职能。跟踪期内，公司经营范围无重大变化。

截至 2017 年 3 月底，公司有全资及控股子公司 14 家；下设集团办公室、投资运营部、资产管理部、财务部等 11 个职能部门。

截至 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。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 447.38 亿元，所有者权益 156.46 亿元（其中少数股东权益 27.63 亿元）；2017 年 1~3 月公司实现营业收入 14.44 亿元，利润总额 0.02 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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至 2017 年 3 月底，联合资信评定的公司存续债券募集资金均已全部使用完毕，尚需偿还债券本金合计 38.00 亿元，跟踪期内，公司已按期支付利息，公司过往付息情况良好。

表 1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	到期兑付日
13 苏方洋 MTN1	10	10	2013/5/31	2018/5/31
14 方洋 MTN001	10	10	2014/5/15	2019/5/15
15 方洋 MTN001	8	8	2015/6/25	2020/6/25
16 方洋 MTN001	5	5	2016/5/25	2021/5/25
16 方洋 CP001	5	5	2016/8/31	2017/8/31

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，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，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，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）保持温和上涨，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。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活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。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改

善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

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。

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

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。

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%。

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。

总体看，跟踪期内连云港市经济保持稳步增长态势，但一般预算收入、政府性基金收入有所下降。

徐圩新区

徐圩新区是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“一区六园”：“一区”为城市配套功能区，面积 23 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；“六园”为：石化产业园（84 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（38 平方公里）、现代农业示范园（162 平方公里）。

六、基础素质分析

1. 股权状况

连云港市人民政府为公司唯一股东，截至 2017 年 3 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。

2. 人员素质

截至2017年3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，能够满足公司经营发展需要。

3. 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基础设施建设的重要经营实体，近年来得到地方政府在财政补贴上大力支持。2015~2016 年及 2017 年 1～3 月公司分别收到财政补贴分别为 2.40 亿元、1.40 亿元和 0.04 亿元，计入“营业外收入”科目。

4. 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 6 月 29 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。

七、管理分析

跟踪期内，公司高管、管理体制、管理制度等方面无重大变化。公司注册地址由江苏省连云港市徐圩新区综合会馆 302 室变更为连云港市徐圩新区徐圩大道 66 号产业服务中心。

八、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（含混凝土、石料、土方、原水供给等）四大板块。

目前，公司已经形成了工程施工和园区配套板块为主业的经营格局，2016年公司营业收入31.70亿元，较上年有所增长，其中工程施工收入16.16亿元，有所下降，其他收入9.38亿元，增长较大，主要系2016年公司产生较大土地回储收入计入该项所致。

毛利率方面，跟踪期内，工程施工毛利率略有下降，为14.45%；2016年公司综合毛利率为17.37%，略有增长。

2017年1~3月，公司主营业务收入为14.44亿元，为2016年全年的45.55%，公司综合毛利率为10.08%，较2016年有所下降。

表2 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 1~3 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	5.07	35.13	15.79
贸易收入	0.84	2.04	35.97	0.91	3.70	-0.85	2.73	8.60	4.94	7.93	54.93	5.47
园区配套服务	2.47	6.02	7.67	3.28	13.38	4.58	3.44	10.84	4.11	1.17	8.12	14.99
其他	2.60	6.36	36.44	2.09	8.57	37.53	9.37	29.58	30.86	0.27	1.82	17.05
合计	**41.00**	**100.00**	**17.85**	**24.49**	**100.00**	**16.42**	**31.70**	**100.00**	**17.37**	**14.44**	**100.00**	**10.08**

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年结算，形成公司营业收入，成本从“存货”科目中结转，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 3 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 63.14 亿元，实际确认收入 40.98 亿元，累计收到代建款项 30.56 亿元。实际确认收入为根据公司与施工单位签订的施工合同中约定的付款节点以及对方开具的建安发票确认委托代建成本，同时加成 15%确认收入，由于实际项目组织实施过程中公司对外招投标时采用 BT 等方式，实际付款及确认成本时间要滞后于工程施工时间，金额要少于实际施工量。

表 3 截至 2017 年 3 月底公司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	8.76	7.78	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	23.40	17.50	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	3.30	2.40	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	5.60	3.30	1.80	3 年	76%
5	徐圩新区实验学校	2014.04-2017.10	2.71	1.80	1.40	1.13	3 年	66%
6	管养工程（代建）	2015.01-2017.12	1.36	0.76	0.38	0.28	3 年	56%
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	0.32	0.20	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	2.10	1.50	0.90	3 年	90%
9	徐圩新区医疗救援中心（一期）	2016.01-2018.12	2.80	0.46	0.25	0.15	5 年	16.40%
10	徐圩新区灭火救援应急中心	2016.04-2018.12	1.80	0.25	0.12	0.10	5 年	13.80%
11	徐圩新区智能化平台	2016.03-2018.09	0.74	0.25	0.12	0.08	3 年	33%
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	0.24	0.13	0.10	3 年	30.40%
	合计	--	**77.34**	**63.14**	**40.98**	**30.56**	--	--

资料来源：公司提供

保障房

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 年开始参与该保障房项目的开发建设。建设模式上，公司一方面与政府签订代建协议，政府按实际建设支出加成 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%收取委托代建费）支付代建管理费；另一方面，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。2015~2016 年及 2017 年 1~3 月，公司保障房收入分别为 2.65 亿元、1.80 亿元和 0.40 亿元。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 3.85 亿元，由徐圩新区管委会拨付，截至 2017 年 3 月底保障房项目已完成投资 10.06 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，联合资信将持续关注公司未来收入情况。

表4　公司保障房项目基本情况（单位：亿元）

项目名称	开竣工时间	计划总投资	截至 2017 年 3 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	6.78	2.35	5 年	94%
张圩小区安置房	2011.04-2018.04	5.00	3.28	1.50	5 年	66%
合计		**12.15**	**10.06**	**3.85**	--	--

资料来源：公司提供

贸易业务

2012年开始，公司凭借其新区内专营优势，开展石料、土石方、混凝土等建材贸易。2016年和2017年1~3月，公司贸易收入分别为2.73亿

元和7.93亿元。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）、西陬山（石料储藏量约为3000万吨）两处可开采石料山场，公司下属子公司方洋物流公司拥有以上两处山场的石料独家经营权。土石方贸易主要是公司将工程施工中产生的多余土方销售给其他需要土方的施工单位。公司土石方主要为水利工程中产生，如承接徐圩新区送水工程、防洪除涝及调蓄工程等对河道进行浚深产生淤泥。

混凝土贸易主要由下属子公司连云港瑞桥混凝土有限公司负责，瑞桥混凝土公司拥有两条三一HZS180搅拌站生产线，年设计生产能力达30万方。随着徐圩新区房建项目的增加，混凝土需求量不断上升，且新区内混凝土生产企业较少，公司处于相对专营地位。

园区配套服务

园区配套服务主要是公司的自有物业出租以及广告业务，2014年新增污水处理业务和热电蒸汽销售业务（向江苏斯尔邦石化有限公司及江苏虹港石化有限公司销售蒸汽），分别由子公司江苏方洋水务有限公司和连云港虹洋热电有限公司运营。园区配套服务整体占营业收入比重逐渐增大。2016～2017年3月，公司园区配套服务实现营业收入3.44亿元和1.17亿元。其中，2015年~2016年及2017年1~3月公司蒸汽销售分别为2.57亿元、2.60亿元和0.91亿元；污水处理收入分别为2620万元、2830万元和750万元。

整体看，跟踪期内，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. 未来发展

目前公司主要在建的自建项目预计总投资137.30 亿元，截至 2017 年 3 月底已实际投资52.45 亿元，未来拟建项目预计总投资 21.78 亿元。整体看，公司未来投资规模较大，存在较大融资压力。

表 5　公司未来三年在建和拟建项目投资情况（单位：亿元）

项目名称	项目资本金	开竣工时间	计划总投资	2017 年 3 月底已完成投资	未来三年投资计划		
					2017	2018	2019
在建项目（自建工程）							
云湖商务服务区	0.50	2011.06-2017.12	2.26	1.90	0.36	--	--
大陆桥产品展览展示中心	3.00	2013.02-2019.10	10.00	6.40	2.00	1.00	0.64
虹洋热电项目（出资 50%）	3.30	2013.06-2018.06	11.00	8.50	1.57	1.00	--
东中西资源集中采购中心等物流项目	7.00	2013.06-2019.06	22.00	5.50	5.00	6.00	5.50
徐圩新区人才公寓	3.40	2013.04-2018.04	9.80	4.50	3.00	2.40	--
徐圩港区项目	6.00	2014.02-2020.02	30.00	7.00	--	--	--
洁净技术研发中心	1.50	2013.01-2017.12	4.00	3.60	0.30	0.20	--

徐圩新区节能环保高新技术产业园标准厂房项目	4.50	2014.01-2018.06	15.00	8.50	3.00	3.60	--
石化产业园公共管廊	1.00	2015.06-2017.12	2.40	1.30	1.10	--	--
徐圩新区多式联运中心（一期）	1.50	2015.06-2019.12	4.83	2.37	1	0.9	0.56
226 省道地下综合管廊一期	4.47	2016.06-2019.09	14.9	0.39	8.00	5.00	1.51
徐圩新区产业区专用铁道	1.89	2016.06-2018.12	6.3	0.8	4.00	1.50	
工业邻里中心服务配套项目	0.73	2016.03-2019.12	2.41	1.00	0.58	0.50	0.33
徐圩新区应急救援指挥中心	0.72	2016.04-2019.09	2.40	0.69	0.70	0.60	0.40
小计	**39.51**	--	**137.30**	**52.45**	**30.61**	**22.70**	**8.94**
拟建项目（自建工程）							
徐圩新区棚户区改造（新农村示范）工程	1.60	2018.03-2020.12	5.30	-	2.00	2.00	1.30
综合保税区-方洋公共仓库配套工程	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	0.60	2017.10-2019.12	2.00	-	0.60	1.00	0.40
合计	**46.06**	--	**159.08**	**52.45**	**35.21**	**28.70**	**14.64**

资料来源：公司提供

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. 徐圩港投集团财务报表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。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。

九、财务分析

公司提供了 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 年一季度财务报表未经审计。

合并报表范围方面，2016 年合并范围新增加子公司 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 年一季度合并范围无变化。

截至 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。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 447.38 亿元，所有者权益 156.46 亿元（其中少数股东权益 27.63 亿元）；2017 年 1~3 月公司实现营业收入 14.44 亿元，利润总额 0.02 亿元。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产总额快速增长，同比增长 26.80%，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。截至 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

截至 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。

截至 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。截至 2016 年底为 8.49 亿元，同比下降 50.15%，其中 1 年以内的占 49.59%，1～2 年的占 15.55%。

截至 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）。

截至 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。

截至 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。

截至 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

跟踪期内，公司非流动资产快速增加，同比增长 14.59%，主要表现为固定资产和在建工程的增长。截至 2016 年底，公司非流动资产合计 301.85 亿元。公司非流动资产主要为投资性房地产和在建工程，占比分别为 56.31%和 31.92%。

2016 年新增长期应收款 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，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。截至 2016 年底，公司投资性房地产 169.97 亿元。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入产生一定影响。

截至 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。截至 2016 年底，公司固定资产净值 17.10 亿元，同比增长 6.60%。

截至 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）。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 447.38 亿元，较 2016 年底增长 3.55%。公司资产结构仍以非流动资产为主，但其占比下降至 68.42%。截至 2017 年 3 月底，公司流动资产 141.27 亿元，较 2016 年底同比增长 8.51%，主要是应收账款增长所致，公司其他流动资产大幅下降，主要是理财产品减少所致。截至 2017 年 3 月底，公司非流动资产 306.11 亿元，较 2016 年底增长 1.41%。截至 2017 年 3 月底公司投资性房地产 170.15 亿元，其中用于抵押的土地使用权 119.21 亿元。

总体看，跟踪期内，公司资产规模持续扩张，非流动资产所占比重较高。流动资产中货币资金较为充足，非流动资产中在建工程和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。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

截至 2016 年底公司所有者权益为 157.24 亿元，同比增长 18.26%，主要源于未分配利润和少数股东权益的增长。截至 2016 年底，公司所有者权益中实收资本占 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%。截至 2016 年底，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的增资扩股。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 156.46 亿元（其中少数股东权益 27.63 亿元），

较上年基本无变化。

整体看，跟踪期内，公司所有者权益有所增长，稳定性一般。

负债

跟踪期内，公司负债总额快速增长，同比增长 32.26%，增长主要来自公司长期借款、应付债券和应付账款的增长。截至 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。

截至 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。

截至 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。

截至 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。

公司预收账款截至 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。

截至 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。跟踪期内，公司长期借款有所增长，同比增长 11.99%，主要是由于公司的逐步发展及代建开发区基础设施项目的增多，在项目建设投资方面的资金需求逐年增加。截至 2016 年底，公司长期借款 80.56 亿元 。

截至 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。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额 290.92 亿元，较上年同比增长 5.86%，主要为应付债券的增长。

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，截至 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。

跟踪期内，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有所上升，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。截至 2017 年 3 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 65.03%、52.96%和 58.55%，调整后的全部债务资本化比率为 59.22%。

总体看，公司为连云港市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。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入同比增长29.44%。2016年，公司实现营业收入31.70亿元，公司营业利润率有所增长，为15.22%，由于均为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。

2016 年，公司利润总额为 4.52 亿元，有所下降，主要由经营性业务利润和营业外收入构成。2016 年，公司营业利润中“公允价值变动收益”收益占比大，可持续性差。营业外收入主要为财政补贴收入，2016 年为 1.40 亿元。整体看，公司整体盈利对非经常性损益依赖大。

跟踪期内，公司总资本收益率和净资产收益率均呈下降趋势，2016 年分别为 1.78%和

1.91%。2017 年 1～3 月，公司实现营业收入 14.44 亿元，营业利润率为 8.88%，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。

4. 现金流分析

公司经营活动现金流入主要来源于往来款及代建管理费和土地整理收入。2016 年，公司销售商品提供劳务收到的现金略有下降，为 12.33 亿元。收到其他与经营活动有关的现金略有下降，为 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有所增长，为 22.22 亿元。公司支付其他与经营活动有关的现金主要往来款，2016 年为 6.06 亿元。2016 年，公司经营活动产生的现金流净额为-5.67 亿元。获现质量方面，公司现金收入比有所下降，2016 年为 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。2016 年为 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（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。2016 年，公司筹资活动现金流入为 145.82 亿元。2016 年，公司吸收投资收到的现金分别为 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，2016 年为 63.11 亿元。2016 年，公司筹资活动现金流净额为 70.49 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流入量 9.30 亿元，其中收到其他与经营活动有关的现金 4.02 亿元，主要为往来款。经营活动现金流出 12.58 亿元，主要为支付其他与经营活动有关的现金 11.37 亿元主要为往来款。经营活动现金流量净额为-3.27 亿元，现金收入比为 36.56%，公司获现质量较 2016 年有所下降。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-7.76 亿元，主要系购建固定资产、无形资产等支付的现金较大，为 13.53 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 28.55 亿元；当期公司筹资活动现金净流量 8.38 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。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，2016年，公司流动比率和速动比率有所增长。2016年底分别为135.25%和127.50%，2017年3月底上述指标分别为和165.01%和154.83%，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，2016年，公司EBITDA有所下降，公司全部债务/EBITDA持续上涨，为21.77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 3 月底，公司共获得各家银行授信总额 263.24 亿元，已使用额度为 207.63 亿元，尚未使用额度为 55.61 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司对集团外担保合计 1450 万元，为对江苏香河农业开发有限公司的担保，担保比率低，目前被担保企业运行情况良好，或有负债风险低。

十、存续债券保障能力分析

目前，联合资信所评公司存续中期票据包括“13 苏方洋 MTN1”10 亿元、“14 方洋 MTN001”10 亿元、“15 方洋 MTN001”8 亿元和“16 方洋 MTN001”5 亿元，短期融资券包括“16 方洋 CP001”5 亿元，合计 38 亿元。从跟踪日起算一年内到期债券余额 15 亿元，2016 年公司现金类资产为一年内到期债券余额的 3.67 倍，经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 是应付债券余额的 0.68 倍、-0.15 倍和 0.25 倍。

整体看，跟踪期内，公司现金类资产对一年内到期债券余额偿债保障能力强，公司经营活动现金流入量以及 EBITDA 对公司存续期内待偿还债券余额的保障能力较弱。

表6 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

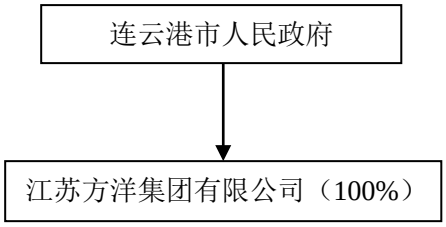
项 目	2015 年	2016 年
一年内到期债券余额	--	15
现金类资产/一年内到期债券余额	--	3.67
经营活动现金流入量/应付债券余额	0.81	0.68
经营活动现金流净额/应付债券余额	-0.18	-0.15
EBITDA/应付债券余额	0.41	0.25

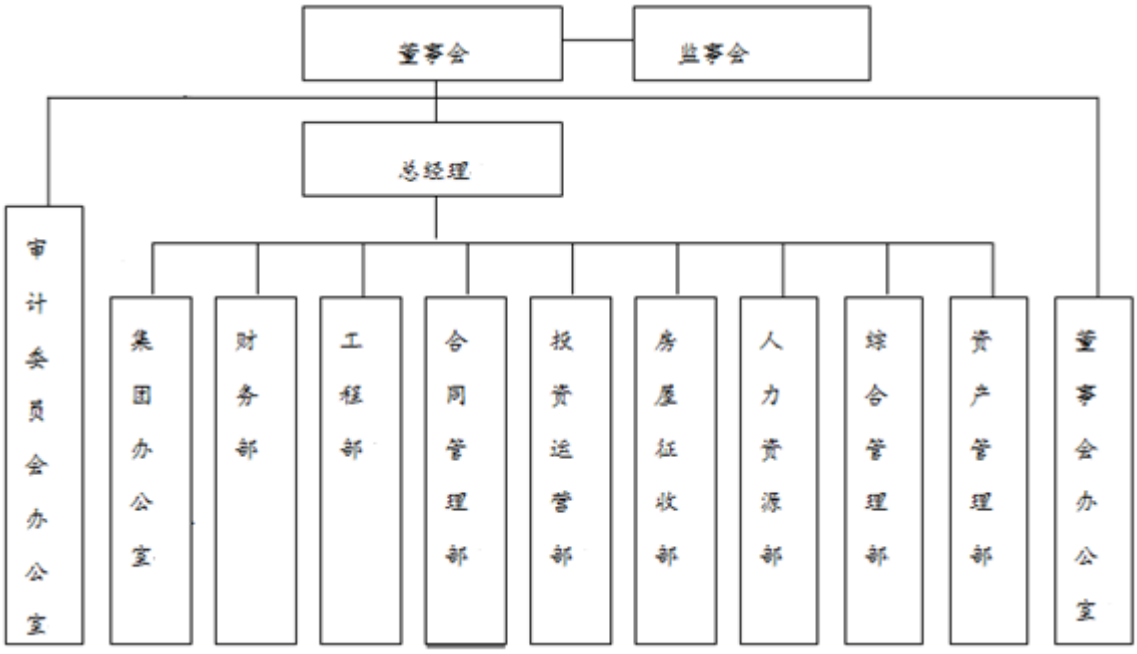
资料来源：联合资信整理

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“13苏方洋MTN1”、“14方洋MTN001”、“15方洋MTN001”和“16方洋MTN001”的信用等级为AA，维持“16方洋CP001”的信用等级为A-1。

附件 1　公司组织结构图及股权结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	21.55	28.55	55.04	55.35
资产总额(亿元)	303.78	340.74	432.04	447.38
所有者权益(亿元)	125.84	132.96	157.24	156.46
短期债务(亿元)	25.24	33.49	51.18	44.87
长期债务(亿元)	79.63	111.60	152.78	176.17
全部债务(亿元)	104.86	145.09	203.96	221.04
调整后全部债务(亿元)	110.53	150.81	207.43	227.22
营业收入(亿元)	41.00	24.49	31.70	14.44
利润总额(亿元)	15.24	8.82	4.52	0.02
EBITDA(亿元)	19.47	13.37	9.37	--
经营性净现金流(亿元)	16.72	-5.91	-5.67	-3.27
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	36.56
营业利润率(%)	16.77	15.09	15.22	8.88
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	52.96
全部债务资本化比率(%)	45.45	52.18	56.47	58.55
调整后全部债务资本化比率（%）	46.76	53.15	56.88	59.22
资产负债率(%)	58.58	60.98	63.61	65.03
流动比率(%)	118.66	109.91	135.25	165.01
速动比率(%)	117.46	103.40	127.50	154.83
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：1. 2017 年一季度财务数据未经审计；2. 调整后全部债务=全部债务+长期应付款中有息部分.

附件 3　主要财务指标的计算公式（新准则）

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/主营业务收入×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+一年内到期的长期负债+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

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 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。

附件 4-4　短期债券信用等级设置及其含义

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

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