信用等级公告

联合[2018]1340 号

联合资信评估有限公司通过对海安开发区建设投资有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持海安开发区建设投资有限公司主体长期信用等级为 AA，并维持“16 海安双创债/16 海创债”债券信用等级为 AA，“18 海安开投 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

海安开发区建设投资有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 海安双创债/16 海创债	15 亿元	2023/11/16	AA	AA
18 海安开投 CP001	7 亿元	2019/3/29	A-1	A-1

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 25 日

财务数据

项　目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产（亿元）	44.46	86.31	87.35	76.69
资产总额(亿元)	328.62	421.41	456.89	466.67
所有者权益(亿元)	167.49	175.91	178.41	178.91
短期债务（亿元）	30.51	43.20	70.13	57.18
长期债务(亿元)	46.96	139.80	97.89	107.98
全部债务(亿元)	77.47	139.80	168.02	165.16
营业收入(亿元)	13.21	16.38	15.59	3.87
利润总额(亿元)	1.86	2.25	2.33	0.62
EBITDA(亿元)	4.32	6.44	8.32	--
经营性净现金流(亿元)	-122.07	-18.48	8.41	-5.46
营业利润率(%)	15.99	12.69	16.34	20.62
净资产收益率(%)	1.26	1.33	1.40	--
资产负债率(%)	49.03	58.26	60.95	61.66
全部债务资本化比率(%)	31.62	44.28	48.50	48.00
流动比率(%)	281.82	282.66	256.54	266.41
经营现金流动负债比(%)	-108.22	-12.93	4.93	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.95	21.71	20.20	--

分析师

张 宁　王 超

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

跟踪期内，海安开发区建设投资有限公司（以下简称“公司”）继续从事江苏海安经济技术开发区（以下简称“海安经开区”）范围内部分核心区域及江苏省海安高新技术产业开发区（以下简称“海安高新区”）的土地开发整理工作及入园企业基础设施建设管理业务，并持续获得海安高新区政府在财政补贴方面的有力支持。同时，联合资信也关注到，公司资产质量一般、短期偿债压力较大、对外担保规模加大等因素给公司信用水平带来的不利影响。未来随着公司产业园区项目的推进，公司收入规模趋于稳定。

“16海安双创债/16海创债”设置了本金分期偿付条款，有助于降低公司集中偿付压力。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，并维持“16海安双创债/16海创债”的信用等级为AA，“18海安开投CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，海安市经济发展稳定，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司作为海安高新区重要的基础设施建设主体，跟踪期内，获得了海安高新区政府在财政补贴方面的持续支持。

关注

1. 跟踪期内，公司对外担保规模持续上升，担保比率较高，存在一定的或有负债风险。
2. 流动资产中应收类款项和土地资产占比大，土地抵押比率较高，公司资产质量一般。
3. 跟踪期内，公司短期债务规模增长较快，公司短期偿债压力较大。

声　明

一、本报告引用的资料主要由海安开发区建设投资有限公司（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。

海安开发区建设投资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”）关于海安开发区建设投资有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为江苏海安经济开发区管理委员会。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 2.00 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司内设计划财务部、综合管理部和工程管理部 3 个职能部门；拥有 10 家子公司。

截至 2017 年底，公司资产总额 456.89 亿元，所有者权益 178.41 亿元（含少数股东权益 6.00 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 15.59 亿元，利润总额 2.33 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 466.67 亿元，所有者权益 178.91 亿元（含少数股东权益 6.00 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.87 亿元，利润总额 0.62 亿元。

公司注册地址：海安县海安镇江海西路 68 号；法定代表人：郭涛。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年5月底，联合资信所评“16海安双创债/16海创债”和“18海安开投CP001”尚需偿还债券余额22.00亿元。跟踪期内，“16海安双创债/16海创债”已按期足额支付债券利息。

截至2018年3月底，“16海安双创债/16海创债”募集资金已使用14.20亿元，全部用于海安高新区科技产业新城工程项目；“18海安开投CP001”，募集资金尚未使用。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
16 海安双创债/16 海创债	15.00	15.00	2016/11/16	7 年
18 海安开投 CP001	7.00	7.00	2018/3/29	365 天
合计	**22.00**	**22.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

截至2018年5月底，“16海安双创债/16海创债”募投项目海安高新区科技产业新城项目（以下简称“科技新城项目”）累计完成投资14.20亿元，占项目总投资的55.38%。目前项目已完成土地征拆和平整工作，科创中心两栋附楼已投入使用，后期工程已打好桩基，计划2018年完成主体施工，集中居住区、教育区已基本完工，项目整体完工量55.00%。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需

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

2. 行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

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

表 2　2017 年以来与城投企业相关的主要政策

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

2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

3. 行业发展

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

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

4. 区域经济

跟踪期内，海安市经济保持增长，固定资产投资保持快速增长，为公司创造了良好的外部环境。

根据 2018 年 3 月公布的《2017 年海安县国民经济和社会发展统计公报》，2017 年海安市实现生产总值 868.3 亿元，同比增长 8.2%。其中第一产业增加值 58.83 亿元、第二产业增加值 412.45 亿元、第三产业增加值 397.02 亿元，分别增长 2.6%、7.7%和 9.7%。三次产业结构由上年的 7.3:47.0:45.7 调整为 6.8:47.5:45.7。

2017 年，海安市实现固定资产投资 609.82 亿元，同比增长 10.2%。其中第一产业投资 1.36 亿元，同比增长 5.0%；第二产业投资 346.45 亿元，同比增长 7.6%；第三产业投资 262.01 亿元，同比增长 13.9%。

2017 年海安市高新技术产业产值 1259.21 亿元，同比增长 26.6%，占规模以上工业产值的 49.98%，较上年提升 4.6 个百分点。实现新兴产业产值 1004.1 亿元，同比增长 20.7%，占规模工业产值的 39.9%，较上年提升 2.8 个百分点。

根据 2018 年 5 月 11 日江苏省人民政府出具的苏政法【2018】63 号文件，经国务院批准同意，撤销海安县，设立县级海安市，海安市由省直辖，南通市代管。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和出资情况未发生变化，实际控制人仍为江苏海安经济开发区管理委员会（以下简称“海安经开区管委会”）。

2. 外部支持

跟踪期内，公司受到海安高新区政府在财政补贴方面的支持。

公司重点从事江苏海安经济技术开发区（以下简称“海安经开区”）范围内部分核心区域及江苏省海安高新技术产业开发区（以下简称“海安高新区”）的土地开发整理工作及入园企业基础设施建设管理业务。

2017 年和 2018 年一季度，公司分别收到高新区财政局拨付的财政补贴 3.91 亿元和 1.05 亿元。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司未新增不良信贷记录；公司无其他不良信用记录。

根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告（报告编号：G1032062100124950S），截至 2018 年 5 月 11 日，公司已还清 2014 年 2 月 21 日欠息 38.68 万元，无未结清不良信贷和欠息情况，过往债务履约情况良好。

截至 2018 年 5 月底，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司继续开展对海安经开区部分核心区域及海安高新区的土地开发整理和后续市政资产管理业务，营业收入较上年有所下滑，毛利率有所下降，收入实现质量较差。

2017 年，公司营业收入 15.59 亿元，同比下降 4.82%。营业收入以土地开发整理收入为主；2017 年共实现回款 9.39 亿元，较上年回款情况有所好转。2017 年公司其他业务新增其他融资佣金收入和文化策划设计收入，其他业务收入规模较小。毛利率方面，受分摊到土地成本的资本化利息增加的影响，土地开发毛利率有所下降，2017 年公司营业收入毛利率下降至 19.18%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.87 亿元，相当于 2017 年全年的 24.82%，公司营业毛利率为 24.39%。

表 3 2016~2018 年 3 月公司营业收入变动情况 （单位：万元、%）

业务类型	2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地开发整理收入	163184.23	99.63	23.84	150882.38	96.78	16.50	38509.87	99.52	24.02
市政资产管理收入	599.66	0.37	100.00	587.67	0.38	100.00	176.31	0.48	100.00
其他业务	1.16	--	100.00	4426.20	2.84	99.53	7.34	--	--
合计	**163785.05**	**100.00**	**24.12**	**155896.25**	**100**	**19.18**	**38693.52**	**100.00**	**24.39**

注：1. 其他业务包含代收水电费收入、租金收入；
2.2017年其他业务新增子公司拓海水利和海安正天对外提供借款服务收取的服务费和文化策划设计收入；
资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司土地开发整理面积有所减少，确认收入有所下滑。公司在整理土地项目剩余投资规模较大，计划将陆续在未来 2 年内完成，公司存在一定的筹资压力。

跟踪期内，公司继续受海安市人民政府和海安高新区管委会的授权委托，由下属子公司

江苏海安县工业园区发展有限公司（以下简称“园区公司”）进行海安高新区的土地开发整理工作以及后续市政资产管理业务。根据《合作开发土地协议》，公司每年初根据当年的入园企业土地需求及发展规划预计当年需要整理开发的土地面积，并向国土资源局取得相应土地资源。前期开发的投资成本主要包括场地平整费、前期基础设施费用及前期开发土地投资的融资利息等实际发生的费用。公司开发整理完成后移交给高新区管委会，以不低于公司投资成本 120%的比例确认相应收入，海安高新区管委会根据出让情况及返还的土地出让金，分 3 年将土地整理开发收入返还公司。

公司前期开发的成本费用及前期开发土地投资的融资利息等实际发生的费用，计入“存货-开发成本”科目（反映在“存货-开发成本”中的费用以资本化利息为主）。2017 年，公司完成土地开发整理 3359.84 亩，较上年 3801 亩有所减少，同期，公司通过海安高新区管委会出让土地确认收入 15.09 亿元，并收到土地回款 9.31 亿元，回款较上年有所增加。公司目前主要在进行的土地整理项目 29 个，项目总投资 61.71 亿元，已完成投资 39.96 亿元，剩余部分投资预计将在 2020 年前完成。2018 年 1~3 月，公司完成土地开发整理面积 796.97 亩，并确认土地开发整理收入 3.85 亿元。

根据《市政资产管理服务合同》，园区公司委托专业公司进行相关项目维护，每年由高新区管委会根据园区内基础设施使用及维护情况向公司支付相应的管理费用。2017 年和 2018 年 1~3 月，公司分别确认市政资产管理业务收入 587.67 万元和 176.31 万元。总体看，公司市政资产管理业务较为稳定。

公司未来仍以土地开发整理与市政资产管理业务为主；在此基础上，公司还将继续承接产业园区内的自营工程项目及土地整理项目，考虑到相关项目投资规模较大，存在一定的对外融资需求。

截至 2018 年 3 月底，公司主要在建的自营项目为科技新城项目，总投资 25.63 亿元，已投资 14.20 亿元。项目未来收入的构成为建成物业的出售收入和租金收入，预计 2020 年建设完毕。

公司拟建项目还有产业园区的土地整理集基础设施配套建设项目等，具体包括锦纶新材料产业园、台商产业园、汽车产业园、电子信息产业园、综合产业园、中小企业集聚区等项目。预计总投资 92.82 亿元。总体看，公司拟建项目尚需投资额较大，公司存在一定的对外融资需求。

表 4　截至 2018 年 3 月底公司主要拟建项目情况 （单位：亿元）

项目名称	预计 总投资	2018 年 4~12 月 计划投资	2019 年 计划投资	2020 年 计划投资	2021 年 计划投资
锦纶新材料产业园	14.04	1.40	4.21	5.62	2.81
台商产业园	16.24	1.62	4.87	6.49	3.25
汽车产业园	11.38	1.14	3.41	4.55	2.28
电子信息产业园	28.75	2.87	8.62	11.50	5.75
综合产业园	3.87	0.39	1.16	1.55	0.77
中小企业集聚 A 区	6.86	0.69	2.06	2.74	1.37
中小企业集聚 B 区	3.73	0.37	1.12	1.49	0.75
中小企业集聚 C 区	7.97	0.80	2.39	3.19	1.59
合计	**92.82**	**9.28**	**27.84**	**37.13**	**18.57**

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供了 2017 年财务报告，众华会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2018 年 1~3 月财务数据未经审计。

2017 年~2018 年 3 月，公司合并范围有所变动，2017 年公司子公司南通拓海水利建设有限公司（以下简称“拓海水利”）出资设立海安正天建设发展有限公司（以下简称“海安正天”）；新增子公司资产规模较小，对公司财务数据可比性影响小。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长；资产中应收类款项和存货占比大，对公司资金形成较大占用，存货中用于抵押的土地规模大，公司资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 456.89 亿元，同比增长 8.42%，主要系应收类款项和存货增长所致，资产以流动资产为主。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	86.31	20.48	87.35	19.12	76.69	16.43
应收账款	27.55	6.54	35.47	7.76	37.63	8.06
预付款项	5.09	1.21	6.63	1.45	6.70	1.44
其他应收款	89.64	21.27	102.25	22.38	106.26	22.77
存货	194.37	46.12	203.63	44.57	216.79	46.46
流动资产	**403.84**	**95.83**	**437.14**	**95.68**	**445.89**	**95.55**
非流动资产	**17.57**	**4.17**	**19.75**	**4.32**	**20.78**	**4.45**
资产总额	**421.41**	**100.00**	**456.89**	**100.00**	**466.67**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动资产 437.14 亿元，同比增长 8.25%。货币资金 87.35 亿元，较上年底增长 1.20%，其中受限资金 38.81 亿元，主要系票据保证金和存单质押；受海安高新区财政局回款滞后影响，公司应收账款上升至 35.47 亿元，同比增长 28.74%，公司未计提坏账准备；公司预付款项 6.63 亿元，同比增长 30.14%，主要系公司新增预付工程款所致；公司其他应收款 102.25 亿元，同比增长 14.07%，主要系对南通润海港务发展有限公司（股东为海安县国有资产管理中心）等往来款增加所致，公司其他应收款欠款前五名占账面余额合计的 78.5%，集中度较高，支付期限长；公司存货 203.63 亿元，同比增长 4.76%，系土地开发的投入增加所致，存货构成中以土地储备为主，较上年不变为 159.96 亿元，其中用于抵押借款和抵押担保的土地账面价值为 98.05 亿元，占存货中土地的 61.30%。2017 年底，公司非流动资产 19.75 亿元，非流动资产构成较上年底变化不大，2017 年新增无形资产 0.32 亿元，主要系土地使用权的增加；其他非流动资产 10.84 亿元，同比增长 15.17%，全部系市政资产，根据海安县财政局下发的《关于海安开发区建设投资有限公司及所属公司市政资产不计提折旧的通知》，公司于 2009 年 8 月 10 日起对代建市政建筑不计提折旧。

2018 年 3 月底，公司资产总额 466.67 亿元，较 2017 年底有所增长。随着土地开发投入的增加，公司存货持续上升。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益基本保持稳定；公司有息债务规模继续增长，债务结构以长期债务为主，债务负担较重；未来随着在建、

拟建项目的持续投入，预计负债水平将进一步上升。

2017 年底和 2018 年 3 月底，公司所有者权益规模与结构保持稳定。

2017 年底，公司负债总额 278.48 亿元，同比增长 13.43%，系应付票据、一年内到期的非流动负债和长期应付款大幅增长所致。

表6　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	22.57	9.20	16.27	5.84	13.97	4.86
应付票据	15.66	6.38	28.50	10.23	25.10	8.72
其他应付款	92.10	37.52	90.55	32.52	99.87	1.79
一年内到期的非流动负债	4.97	2.02	25.36	9.11	18.11	34.71
流动负债	**142.87**	**58.20**	**170.40**	**61.19**	**167.37**	**6.29**
长期借款	81.73	33.29	83.00	29.80	93.08	58.16
应付债券	14.87	6.06	14.89	5.35	14.90	32.35
长期应付款	6.03	2.46	10.19	3.66	12.41	5.18
非流动负债	**102.63**	**41.80**	**108.08**	**38.81**	**120.39**	**4.31**
负债总额	**245.50**	**100.00**	**278.48**	**100.00**	**287.76**	**41.84**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动负债 170.40 亿元，同比增长 19.27%。公司应付票据 28.50 亿元，同比增长 82.04%，主要系商业承兑汇票的增长；其他应付款 90.55 亿元，同比下降 1.68%，主要系与建设方的往来款，其中包含有息的往来企业间资金拆借款 71.16 亿元；一年内到期的非流动负债 25.36 亿元，较上年增加 20.39 亿元，主要系一年内到期的长期借款增加。公司非流动负债中长期应付款 10.19 亿元，同比增长 68.96%，主要系融资租赁款增加所致，长期应付款全部为有息债务。

2018 年 3 月底，公司负债总额 287.76 亿元，较 2017 年底有所增长，系其他应付款和长期借款增加所致。其他应付款 99.87 亿元，较上年底增加 9.32 亿元，主要系收到关联方往来款的增加；公司长期借款 93.08 亿元，较 2017 年底增加 10.08 亿元。

2017 年底，公司全部债务 168.02 亿元，同比增长 20.18%，主要系应付票据、一年内到期的非流动负债的增长所致。债务结构仍以长期债务为主（占比 58.26%）。2017 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快速上升至 60.95%、48.50%和 35.43%。

2018 年 3 月底，公司全部债务 165.16 亿元，较上年底减少 2.86 亿元，主要系短期债务的减少。考虑到，将公司其他应付款中的有息部分计入短期债务，长期应付款计入长期债务核算，2017 年底和 2018 年 3 月底，公司调整后全部债务资本化比率分别为 58.29%和 58.59%，公司债务负担较重。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所下滑，营业利润率有所上升；随着期间费用控制能力加强，但利润总额对财政补贴依赖较大，整体盈利能力仍较弱。

2017 年，公司实现营业收入 15.59 亿元，同比下降 4.82%；同期，公司营业成本 12.60 亿元，同比增长 1.39%。营业利润率 16.34%，较上年有所提升。

公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2017 年期间费用 3.50 亿元，同比下降 11.60%，主要系管理费用控制能力有所提升。

2017 年公司期间费用占营业收入的比重有下滑，为 22.47%。

2017 年，公司营业外收入 3.91 亿元，为基础设施建设补助，是公司利润的重要补充，公司利润总额 2.33 亿元。

从盈利指标看，2017 年公司调整后总资本收益率和净资产收益率分别为 1.97%和 1.40%，较 2016 年均有小幅上升。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.87 亿元，相当于 2017 年全年的 24.82%，营业利润率 20.62%；公司当期收到的政府补贴 1.05 亿元，利润总额 0.62 亿元。总体看，公司盈利能力依然较弱，利润对政府补贴依赖仍较大。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司现金流受往来款与拆借资金增减影响较大。随着往来款的收回及往来支出的减少，公司经营活动产生现金流净额由负转正，同时公司收回大量拆借款，投资活动现金流净额由负转正。未来为平衡代建项目投资资金需求，公司筹资活动产生的现金流量净额明显扩大。

公司经营活动现金流入主要是经营业务政府回款、政府补助以及与关联方和政府相关部门的往来款等。2017年，公司经营活动现金流入132.51亿元，同比下降5.86%，主要系公司收到的资金往来款和政府补助款较上年有所减少所致；同期，随着往来款的回收，经营活动现金流出较上年减少。2017年公司经营活动现金流量净额由负转正为8.41亿元。公司现金收入比由2016年的45.60%上升至60.38%，但收入实现质量仍然较差。

2017年，公司收到其他与投资活动有关的现金大幅增加，主要系收回拆借给同受一方控制的南通润海港务发展有限公司等公司的款项所致，同期，公司支付其他与投资活动有关的现金23.49亿元，主要系拆借给其他平台公司的款项。投资活动现金流量净额2.04亿元。

2017年，公司筹资力度减小，偿债进度加快。公司通过银行借款及融资租赁贷款获得筹资活动现金流入94.97亿元；公司筹资活动现金流出主要是偿还当年借款本息，此外支付其他与筹资活动有关的现金62.99亿元，主要系偿还其他单位的借款及票据保证金支出。公司筹资活动现金流量净额-35.67亿元。

2018年1~3月，公司经营活动主要以往来款收回和土地开发投入为主，经营活动现金流量净额-5.47亿元，公司现金收入比下降至54.98%。公司投资活动现金流净额-1.02亿元。公司筹资活动为取得银行借款和偿还债务本息，筹资活动现金流量净额4.71亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期债务增长较快，短期和长期偿债压力均较大，考虑到海安高新区政府对公司的支持，公司整体偿债能力一般。

2017年底，公司流动比率和速动比率同比均有所下降，分别为256.54%和137.03%，2018年3月底上述指标分别为266.41%和136.88%。2017年，公司经营活动现金流量净额由负转正至8.41亿元，但对公司流动负债保障能力较弱。公司现金类资产中受限的货币资金规模较大，总体短期债务偿债压力较大。

2017年，公司EBITDA为8.32亿元，较上年增长29.17%，受此影响，调整后全部债务/EBITDA倍数由34.42倍下降至29.98倍。总体看，公司长期偿债压力仍较大，考虑到海安高新区政府对公司的支持，公司整体偿债能力一般。

截至2018年3月底，公司获得银行授信总额146.67亿元，未使用额度35.48亿元。公司间接融资渠道一般。

截至2017年底，公司对外担保余额84.47亿元，担保比率为47.35%，较上年增加11.36亿元。被担保企业主要是当地海安高新区内国有企业和公司关联方（附件2），目前被担保企业经营情况正常。总体看，公司对外担保持续上升且规模较大，存在一定或有负债风险。

九、存续债券偿债能力分析

截至2018年3月底，公司存续债券余额27.00亿元（含“18海安开投SCP001”），存续债券的短期偿债压力较大，一年内偿债压力集中度较高。

截至2018年3月底，公司一年内到期兑付债券本金合计15.00亿元，2019年将达到存续债券待偿本金峰值15.00亿元。2017年底，公司未受限的现金类资产48.54亿元；2017年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为132.51亿元、8.41亿元和8.32亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表7 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2017 年底
一年内到期债券余额	15.00
未来待偿债券本金峰值	15.00
现金类资产/一年内到期债券余额	3.24
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	8.83
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.56
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.55

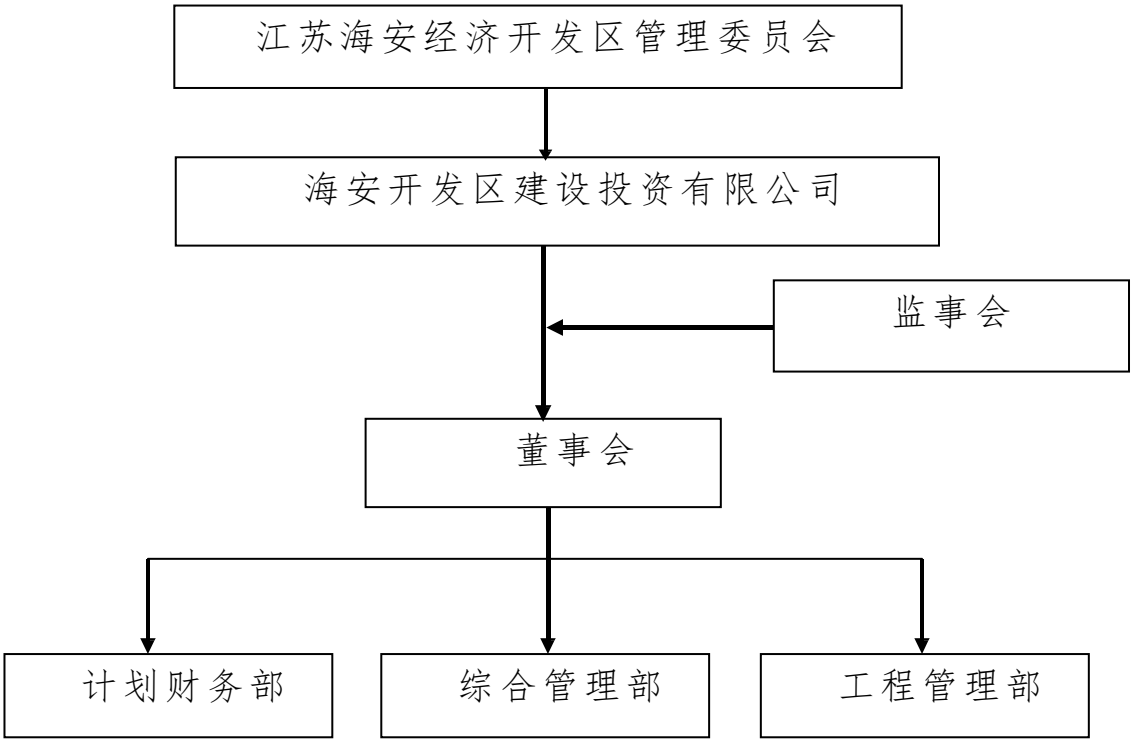
资料来源：联合资信整理

总体看，公司经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值覆盖程度好；EBITDA和经营活动产生的净现金流对未来待偿债券本金峰值覆盖程度较弱。考虑到公司短期债务规模较大，一年内偿债压力集中度较高。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，并维持“16海安双创债/16海创债”的信用等级为AA，“18海安开投CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1　公司股权及组织结构图



附件 2　截至 2017 年底公司对外担保情况（单位：万元）

对外担保公司	担保类型	担保金额
海安城镇建设投资有限公司	保证担保	248000.00
海安高新区新农村发展有限公司	保证担保	7500.00
海安国裕农业发展有限公司	保证担保	57000.00
海安金三角服务业发展有限公司	保证担保	65000.00
海安县力源投资有限公司	保证担保	40256.70
华商（海安）产业投资集团有限公司	保证担保	53700.00
南通帝都贸易有限公司	保证担保	20000.00
南通库弘贸易有限公司	保证担保	20000.00
南通润海港务发展有限公司	保证担保	43000.00
海安县胡集城镇建设投资有限公司	保证担保	20000.00
海安县孙庄城镇建设开发投资有限公司	保证担保	20000.00
海安城镇建设投资有限公司	抵押担保	125964.38
海安高新区新农村发展有限公司	抵押担保	5600.00
海安金三角服务业发展有限公司	抵押担保	14999.57
海安县力源投资有限公司	抵押担保	6300.00
华商（海安）产业投资集团有限公司	抵押担保	63801.42
南通帝都贸易有限公司	抵押担保	4000.00
南通润海港务发展有限公司	抵押担保	29585.04
合计	--	**844707.11**

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	44.46	86.31	87.35	76.69
资产总额(亿元)	328.62	421.41	456.89	466.67
所有者权益(亿元)	167.49	175.91	178.41	178.91
短期债务(亿元)	30.51	43.20	70.13	57.18
长期债务（亿元）	46.96	96.60	97.89	107.98
全部债务(亿元)	77.47	139.80	168.02	165.16
调整后全部债务(亿元)	78.85	221.66	249.37	253.12
营业收入(亿元)	13.21	16.38	15.59	3.87
利润总额(亿元)	1.86	2.25	2.33	0.62
EBITDA(亿元)	4.32	6.44	8.32	--
经营性净现金流(亿元)	-122.07	-18.48	8.41	-5.46
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.97	0.72	0.49	--
存货周转次数(次)	0.07	0.07	0.06	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.04	0.04	--
现金收入比(%)	37.31	45.60	60.38	54.98
营业利润率(%)	15.99	12.69	16.34	20.62
总资本收益率(%)	1.84	2.05	2.43	--
调整后总资本收益率(%)	1.83	1.63	1.97	--
净资产收益率(%)	1.26	1.33	1.40	--
长期债务资本化比率(%)	22.40	35.45	35.43	37.64
全部债务资本化比率(%)	31.62	44.28	48.50	48.00
调整后全部债务资本化比率(%)	32.01	55.75	58.29	58.59
资产负债率(%)	49.03	58.26	60.95	61.66
流动比率(%)	281.82	282.66	256.54	266.41
速动比率(%)	123.72	146.62	137.03	136.88
经营现金流动负债比(%)	-108.22	-12.93	4.93	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.95	21.71	20.20	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	18.27	34.42	29.98	--

注：调整后全部债务=全部债务+其他应付款中有息债务+长期应付款。

附件 4　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-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 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　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 5-3　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 5-4　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