

信用等级公告

联合[2017]1240 号

靖江市滨江新城投资开发有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的 2017 年公司债券进行了主动评级，确定：

靖江市滨江新城投资开发有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”

靖江市滨江新城投资开发有限公司拟发行的 2017 年公司债券信用等级为 AAA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年七月二十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2017年靖江市滨江新城投资开发有限公司 公司债券主动评级报告

本次债券信用等级：AAA_{pi}

公司主体信用等级：AA_{pi}

评级展望：稳定

发行规模：9.70 亿元

债券期限：7 年

还本付息方式：按年付息，存续期的第 3~7 年
分期兑付本金的 20%。

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证
担保

担保方：中合中小企业融资担保股份有限公司

评级时间：2017 年 7 月 26 日

主要财务数据

发行人-靖江市滨江新城投资开发有限公司

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额 (亿元)	92.05	127.71	145.23
所有者权益 (亿元)	38.46	44.37	52.31
长期债务 (亿元)	26.98	60.35	67.77
全部债务 (亿元)	39.96	72.83	84.51
营业收入 (亿元)	6.61	6.67	5.53
净利润 (亿元)	1.11	1.20	1.10
EBITDA (亿元)	1.68	1.78	1.93
经营性净现金流 (亿元)	-8.97	-28.10	-6.07
营业利润率 (%)	11.43	15.03	17.52
净资产收益率 (%)	2.87	2.90	2.27
资产负债率 (%)	58.22	65.26	63.98
全部债务资本化比率 (%)	50.96	62.14	61.77
流动比率 (倍)	2.84	4.66	5.04
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.04	0.02	0.02
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.82	0.37	0.42
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.17	0.18	0.19

担保方-中合中小企业融资担保股份有限公司

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额 (亿元)	63.24	77.06	121.04
所有者权益 (亿元)	54.31	57.98	82.69
营业收入 (亿元)	6.95	10.68	14.63
净利润 (亿元)	2.67	4.45	5.29
经营性净现金流 (亿元)	2.54	2.31	0.90
资产负债率 (%)	14.12	24.76	31.68

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）靖江市滨江新城投资开发有限公司（以下简称“公司”）的评级，反映了其作为靖江市滨江新城投资建设开发主体，在区域经济发展环境和政府支持等方面具备的显著优势。联合评级也关注到，公司项目建设收入下降、债务负担较重、对外筹资压力大以及经营性净现金流持续为负等因素给公司信用水平带来的不利影响。

靖江市经济持续发展，地方综合财力不断增长，公司在资产注入及财政补贴上获得靖江市政府有力的支持，同时，作为滨江新城唯一的投资建设开发主体，随着靖江市滨江新城持续开发建设，为公司持续经营发展提供有力的保障，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券设立提前分期偿还条款，在一定程度上缓解了本次债券未来的集中偿付压力。中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合中小”）为本次债券提供全额不可撤销连带责任保证担保，中合中小担保实力极强，可有效增强本次债券的偿付保障能力。

综上，基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 近年来，靖江市经济和综合财力发展稳定，公司作为靖江市滨江新城的投资建设开发主体，具备区域垄断地位，同时，靖江市政府在资产划拨及资金等方面给予公司大力支持。

2. 本期债券设置分期偿还本金条款，同时公司设置了偿债资金专项账户，有助于保障本期债券本息偿付的安全性，同时，中合中小为本期债券提供了全额不可撤销连带责任保证担保，有效增强本期债券的偿付保障能力。

关注

1. 公司应收类账款及存货中的开发成本规模较大，且货币资金中存在部分受限资金，资产流动性较弱，对公司资金形成较大占用，整体资产质量一般。

2. 近年来公司有息债务规模快速增长，债务负担较重，短期支付压力较大。

3. 公司经营活动净现金流持续为负，对外投资规模大，存在较大的资金压力。

4. 募投项目预测收入的实现存在不确定性，联合评级将持续关注募投项目建设的进展以及产生收入的情况。

分析师

王 越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

岳 俊

电话：010-85172818

邮箱：yuej@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由靖江市滨江新城投资开发有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因靖江市滨江新城投资开发有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。联合评级、评级人员与靖江市滨江新城投资开发有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对靖江市滨江新城投资开发有限公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

靖江市滨江新城投资开发有限公司（以下简称“公司”或“滨江新城”）成立于 2004 年 11 月 22 日，为国有控股公司。公司初始注册资本 5,000.00 万元，由靖江市华丰城市建设有限公司、江阴恒丰投资有限公司以货币形式出资，本次出资经靖江新天地联合会计师事务所靖新联验字（2004）第 068 号验资报告审验；后靖江市华丰城市建设有限公司及靖江市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“靖江市国资办”）收购江阴恒丰投资有限公司所持公司股权并多次对公司增资，后续增资均经靖江新天地联合会计师事务所审验并出具对应验资报告，截至 2016 年底，公司注册资本增至 50,000.00 万元，靖江市国资办持有公司 90.00% 股权，为公司控股股东及实际控制人，靖江市华丰城市建设有限公司持有公司 10.00% 股权。

公司经营范围：房地产开发经营；土地的利用设计；房屋租赁；房屋工程施工；建筑机械及设备的租赁及维修；建筑材料、金属构件及门窗、机械设备销售；市政工程建设。（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 2016 年底，公司设办公室、总工办、内审部、财务部、融资部、招商部和施工管理部 7 个部门。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 145.23 亿元，所有者权益 52.31 亿元（其中少数股东权益 0.02 亿元）；2016 年公司实现营业收入 5.53 亿元，利润总额 1.33 亿元。

公司注册地址：靖江市滨江新城江阳路 9 号；法定代表人：徐玉海。

二、本次公司债券及募投项目概况

1. 本次债券概况

公司计划发行 9.70 亿元“2017 年靖江市滨江新城投资开发有限公司公司债券”（以下简称“本次债券”），期限为 7 年，采用固定利率形式。本次债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本次债券设立提前偿还条款，在存续期内每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第 3 年至第 7 年末每年分别偿还本金的 20%，当期利息随本金一起支付。

本次债券由中合中小企业融资担保股份有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金总额为 9.70 亿元，其中募集资金 5.00 亿元用于靖江市滨江新城海绵城市建设工程，4.70 亿元用于补充营运资金。募集资金使用分配情况见下表：

表 1 募投项目资金用途概况（单位：万元，%）

募集资金用途	总投资	拟使用债券募集资金额度及占比	
靖江市滨江新城海绵城市建设工程(不含自来水及污水管网改造工程)	8.00	5.00	62.50
补充营运资金	--	4.70	--
合计	8.00	9.70	--

资料来源：公司提供

(1) 靖江市滨江新城海绵城市建设工程项目概况

项目位于靖江市滨江新城，项目实施范围东至站前路、西至十圩港、南至滨江路、北至虹兴路，实施范围约 15 平方公里。靖江市滨江新城海绵城市建设工程包含六个子项目分别为实施雨水综合利用建设工程，海绵型广场、道路及绿地建设工程，海绵型停车场建设工程，水系生态建设工程，自来水管网建设及改造工程、雨污水管网建设及改造工程。

雨水综合利用建设工程：建设小区雨水综合利用系统 4 套，建设再生水提升泵站 3 座。

海绵型广场、道路及绿地建设工程：实施道路人行道可渗透面改造工程，道路总长度 30 公里，改造面积 60,000 平方米，实施道路包括新洲路、新民路、晨阳路、通江路等；实施海绵型广场改造工程，改造区域约 5,000 平方米，实施地点包括靖江市体育中心、区域内休闲广场；实施小区、道路广场周边等区域植草沟建设工程，建设面积 20,000 平方米；对公共绿地、防护绿地结合地形变化及景观建设下沉式绿地，建设面积 3,000 平方米；实施下沉式道路绿化隔离带建设工程，道路绿化隔离带建设面积 42,000 平方米，实施道路包括望江路、渡江路、长阳路、晨阳路、同安路、站前路等；配套设施建设。

海绵型停车场建设工程：建设面积约 112,500 平方米，建设可渗透停车位 4,500 个，其中 200 个车位位置充电桩，可满足快速充电的需要；配套建设消火栓、绿化景观照明、卫生设施等，并设置智能停车场管理系统、车位引导系统、安保监控系统等。

水系生态建设工程：实施十圩港、江阳河、金盛圩河、东天生港、公兴河等河道综合整治，进行河道浚深、加宽和清理现有河道，疏通河道淤积物、清除水下障碍物，恢复天然水系的连通；南天生港、小桥港进行防洪加固、水系生态修复；公兴河河道周边绿化、景观建设。河道综合整治工程 10,000 米，河堤防洪加固 40,000 立方米，河道水系生态修复 20,000 平方米，河道周边绿化、景观建设 18,500 平方米。

自来水管网建设及改造工程：建设总面积 655,000 平方米的安置房小区供水管网；改造总面积 15 平方公里的区域自供水管网；改造总面积 15 平方公里的市政供水管网；新建 20,000 平方米城市道路供水管网。

雨污水管网建设及改造工程：实施社区雨污分流工程，铺设 DN3,000 污水收集管网 20,000 米；实施道路污水管网改造 60,000 米，施工道路包括通江路、晨阳路、城东大道、南环路、江阳路等区内道路；新建污水提升泵站 2 座，分别位于新洲路与通江路交叉口、沿江高速与通江路交叉口；新建工农路雨水末端处理工程 1 座。

(2) 靖江市滨江新城海绵城市建设工程资金来源

项目总投资 9.00 亿元，不含改造管网项目总投资为 8.00 亿元，其中公司自有资金 3.00 亿元（均来源于公司自有资金或银行贷款），债券募集资金 5.00 亿元。

(3) 靖江市滨江新城海绵城市建设工程审批情况

表 2 各募投项目批复情况

批准文件	批准文号
滨江新城海绵城市建设工程项目可研批复	靖发改审【2016】80 号
社会稳定风险评估意见书	--
节能评估报告审查意见	靖发改能审【2016】第 8 号
环境影响报告审批意见	靖环建审【2016】114 号
选址意见书	靖规 II 地字第【2016】L012 号
《建设用地规划许可证》	靖规 II 选字第【2016】L010 号

资料来源：公司提供，联合评级整理

（4）靖江市滨江新城海绵城市建设工程进度情况

项目拟定建设期 24 个月，自 2016 年 7 月起至 2018 年 6 月止，其中 2016 年 7 月至 2016 年 8 月，进程为可研报告编审、用地范围内调查、初步设计及审查等前期工作；2016 年 9 月至 2016 年 10 月，进程为临时道路、供电设施建设；2017 年 1 月至 2018 年 2 月，进程为项目实施土建工程；2017 年 1 月至 2018 年 4 月，进程为项目实施安装工程；2018 年 5 月至 2018 年 6 月，项目竣工。

截至目前，该项目可研报告编审、用地范围内调查、初步设计及审查等前期工作已经完成，已获取相关部门批文，已完成临时道路铺建、供电设施建设等前期基础工作。截至 2016 年底，已完成投资 1.04 亿元。

（5）靖江市滨江新城海绵城市建设工程社会效益及经济效益

靖江市滨江新城海绵城市建设工程可以有效缓解城市内涝、削减城市径流污染负荷、节约水资源、保护和改善城市生态环境，实现建设具有自然积存、自然渗透、自然净化功能海绵城市的总目标，是保障群众生活环境的以项目惠民利民的重大民生工程。

近年来，滨江新城建设势头强劲、发展迅速，但目前在城市水安全、水环境、水资源等方面还存在着部分河道防洪排涝能力不足，供水安全保障能力、城市污水收集处理率、城市点源污染治理、水源涵养等还有待加强等问题，靖江市滨江新城海绵城市建设工程可以有效解决上述问题，加快推进海绵城市建设，可以修复城市水生态、涵养水资源，增强城市防涝能力，扩大公共产品有效投资，提高新型城镇化质量，促进人与自然和谐发展。

靖江市滨江新城海绵城市建设工程经济效益包括自来水管网基础设施配套费，按用水量每吨收取 1.1 元；污水管网基础设施配套费，按排污量每吨收取 0.60 元；公园、广场周边物业出租收入、广告牌收入；海绵型停车场的停车收费，以及充电桩的充电服务费。

三、行业分析

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、加强区域交流与合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，联合评级认为，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，联合评级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。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司与江苏华靖资产经营有限公司、靖江市城投基础设施发展有限公司均为靖江市重要的基础设施投资开发公司，公司主要负责滨江新城范围内的土地整理开发和基础设施开发建设，是滨江新城内唯一的开发建设主体，在区域范围内具有垄断性。

2. 人员素质

截至目前，公司共有高管 4 人；其中，董事长兼总经理 1 名、副总经理 3 名。

2016 年 8 月 17 日，根据靖江市国有（集体）资产管理委员会文件《市国资委关于调整靖江市滨江新城投资开发有限公司董事、董事长的批复》靖国资（2016）44 号文，徐玉海担任靖江市滨江新城投资开发有限公司董事长（法人代表），委派蒋浩担任公司董事；免去翰林红公司董事长（法人代表、董事职务）。以上变动属于正常调动，不影响公司正常经营。

公司董事长兼总经理徐玉海同志，男，1967 年出生，本科学历。曾任靖江市团结乡（镇）副乡（镇）长、靖江市江阴园区办事处副主任、靖江市经济开发区党政办主任、靖江市城南园区办事处主任、靖江市西来镇党委书记、2015 年起任公司总经理、现任公司董事长兼总经理。

公司董事兼副总经理周铭江同志，男，1967 年出生，大专学历。曾任江苏省国营常阴沙农场建筑公司技术科科长、公司副经理、基建科副科长，靖江市房地产管理处建设发展公司经理、房屋安全鉴定办公室主任、管理处办公室主任，靖江市城市规划管理监察大队副大队长，靖江市规划局建设工程规划管理科副科长、村镇规划管理科科长、行政服务（政策法规科）科长等职。现任公司董事兼副总经理。

公司董事兼副总经理吉群同志，男，1968 年出生，硕士学历。曾任靖江市城开房地产有限公司董事长、总经理等职，现任公司董事兼副总经理。

公司董事兼副总经理戴荷金同志，女，1964 年出生，中专学历。曾任靖江市农药厂财务科长等职，现任公司董事兼副总经理。

公司董事蒋浩同志，男，1980 年出生。曾任第二炮兵后勤部司令部管理处车队代理排长、副队长、现任公司重点项目建设指挥部办公室主任、董事。

截至 2016 年底，公司合并口径共有职工 61 人。从年龄分布来看，30 岁以下占 19.67%、30~50 岁占 52.46%，50 岁以上占 27.87%；从职称分布来看，高级职称占 4.92%、中级职称占 22.95%、其他人员占 72.13%；从学历情况来看，高中、中专及以下占 13.12%、大专占 40.98%、本科及以上学历占 45.9%。

总体看，公司高层管理人员具有丰富的行业经验，管理水平较高；员工队伍年龄结构较为合理，学历水平尚可。

3. 政府支持

公司作为靖江市滨江新城基础设施建设投资唯一的主体，靖江市政府为公司的可持续发展提供了大力支持，为公司的持续稳定发展形成强有力的支撑。

(1) 资产划拨

2014~2016 年，作为对公司的支持，靖江市政府无偿划拨合计 16 块土地（主要为商住住宅用地）至公司，16 块土地账面价值合计 16.63 亿元，全部计入公司“存货”，同时增加公司“资本公积”。

(2) 资金支持

公司作为靖江市直属国有企业，靖江市人民政府国有资产监督管理委员会占绝对的控股权，自成立以来受到了政府在基础设施建设方面的有力支持。2014~2016 年，公司收到政府补助分别为 1.05 亿元、0.90 亿元和 0.48 亿元。另外，为平衡公司在土地整理开发业务中投入大量拆迁及土地整理费用，靖江市政府将滨江新城范围内的土地出让金在扣除相关规费后拨付相关费用以及收益，计为公司土地整理开发业务收入。

总体看，公司作为靖江市滨江新城城市基础设施投资建设的主体，政府给予的支持力度大。

4. 区域经济

公司位于江苏省靖江市，位于长江下游北岸，靖江近海，东、西、南三面临江，是港口工业城市，拥有长江岸线 54 公里，水陆交通便利。靖江被国务院列为对外开放地区并加入苏锡常火炬带，成为上海浦东开发区和苏锡常火炬带向苏北辐射、延伸的重要“桥头堡”。

根据靖江市公布的《2016 年靖江市国民经济和社会发展统计公报》，2016 年，全市实现地区生产总值 801.75 亿元，按可比价格计算，同比增长 5.7%，比上年回落 2.8 个百分点。按常住人口计算，全年人均 GDP 达到 116,703 元，增长 5.7%，按当年汇率折算达到 17,570 美元。一产实现增加值 22.51 亿元，增长 1.2%；二产实现增加值 391.95 亿元，增长 3.2%；三产实现增加值 387.29 亿元，增长 8.8%，三产增加值占全市 GDP 比重为 48.3%，比上年提高 2.4 个百分点。

2016 年，靖江市全年实现财政总收入 134.91 亿元，增长 6.8%，其中一般公共预算收入 58.93 亿元，下降 12.4%。靖江（不含江阴园区）实现财政总收入 121.53 亿元，增长 6.7%，其中一般公共预算收入 52.51 亿元，下降 14.8%；受“营改增”政策全面实施的影响，一般公共预算收入中税收收入实现 41.97 亿元，下降 17.4%，税收占比为 79.9%。

2016 年，全年共完成固定资产投资 500 亿元，同比增长 0.8%。其中，二产投资 273.33 亿元，下降 10.7%，三产投资 226.67 亿元，增长 19.8%。全年新开工亿元以上产业投资项目 70 个，其中 5 亿元以上项目 8 个，10 亿元以上项目 3 个。全年实现产业投资 438.36 亿元，增长 3.5%，占全市投资比重达 87.7%。全市累计实现房地产投资 35.08 亿元，下降 12.5%；房屋施工面积 302.62 万平方米，下降 0.6%；商品房竣工面积 85.42 万平方米，增长 9.5%。商品房销售持续旺盛，全年累计实现商品房销售额 54.41 亿元，增长 29.1%；实现商品房销售面积 80.99 万平方米，增长 31.1%，其中住宅面积 73.94 万平方米，增长 25.9%。商品房待售面积 62.15 万平方米，同比增长 5.7%，增幅比去年同期回落 38.1 个百分点，其中住宅待售面积 31.11 万平方米，下降 6.4%，去库存效果显著。

滨江新城规划总面积 13.8 平方公里，是未来靖江市的政治文化中心、生态居住中心、商业休闲中心、特色旅游基地。依据靖江城市布局向南引导的新城建设规划，全面建成后的新城将是充满活力、辐射周边的新城区；配套齐全、功能完善的新商务区；景点靓丽、富有特色的新休闲区；环境良好、宜商宜居的新生态区。

滨江新城项目于 2005 年正式启动，目前已完成 10 平方公里范围内的基础设施建设，市行政中

心、市人民医院、公、检、法大楼、联检大楼、国土局大楼已建成；区内“五横三纵”道路环线贯通；两条“滨水风光走廊”十圩港景观带、天生港景观带业已建成。

公司作为靖江市政府确定的滨江新城内唯一开发建设主体，自滨江新城项目设立起，在土地整理拆迁及基础设施建设方面发挥了巨大的作用，并将在滨江新城的后续建设中继续体现其不可替代的作用。

5. 地方政府财力及债务负担

地方财力方面，2014~2016年，靖江市（含江阴园区）公共财政预算收入波动下降，分别为59.09亿元、67.27亿元和58.93亿元，年均复合下降0.13%，分别占地方可控财力的58.01%、60.88%和46.48%，公共财政预算收入以税收收入为主，三年分别为49.23亿元、56.03亿元和48.08亿元，非税收入以行政事业性收费为主；2014~2016年，靖江市基金收入分别为22.46亿元、26.48亿元和45.70亿元，年均复合增长42.64%，分别占地方可控财力的22.05%、23.97%和36.05%，以土地出让金收入为主，该部分收入的实现受靖江市土地出让进度、城市建设规划及房地产市场发展等因素影响较大，未来存在一定的不确定性；2014~2016年，靖江市上级补助收入分别为10.94亿元、10.95亿元和16.39亿元，年均复合增长22.40%。总体来看，2014~2016年，靖江市地方可控财力逐年增长，分别为101.87亿元、110.50亿元和126.78亿元。

表3 2014~2016年靖江市（含江阴园区）财政收入情况（单位：万元，%）

地方财力项目	2014年	2015年	2016年	增长率
（一）公共财政预算收入	590,886	672,744	589,341	-0.13
1、税收收入	492,252	560,268	480,813	-1.17
2、非税收入	98,634	112,476	108,528	4.90
（二）基金收入	224,630	264,834	457,018	42.64
1、土地出让金	187,780	256,588	447,287	54.34
2、其他	36,850	8,246	9,731	-48.61
（三）转移支付和税收返还收入	109,366	109,494	163,852	22.40
1、返还性收入	28,246	29,226	72,018	59.68
2、一般性转移支付	21,369	30,464	36,110	29.99
3、专项转移支付	59,751	49,804	55,724	-3.43
（四）预算外财政专户收入	93,790	57,912	57,635	-21.61
地方可控财力=（一）+（二）+（三）+（四）	1,018,672	1,104,984	1,267,846	11.56

资料来源：靖江市财政局提供

从靖江市政府债务（不含江阴园区）负担看，其债务由直接债务和担保债务构成。截至2016年底，靖江市政府直接债务余额为55.45亿元，主要为国内金融机构借款11.12亿元和债券融资44.28亿元；靖江市政府担保债务余额0.94亿元。截至2016年底，靖江市政府全部债务余额55.93亿元（直接债务余额+担保债务余额×50%），债务率为46.85%（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%），债务负担尚可。

表4 截至2016年底靖江市（不含江阴园区）地方政府债务情况（单位：万元）

地方债务（截至2016年底）	金额	地方财力（2016年度）	金额
（一）直接债务余额	554,549	（一）公共财政预算收入	525,078
1、外国政府贷款	--	1、税收收入	419,689

2、国际金融组织贷款	--	2、非税收入	105,389
(1) 世界银行贷款	--	(二) 转移支付和税收返还收入	163,852
(2) 亚洲开发银行贷款	--	1、一般性转移支付收入	36,110
(3) 国际农业发展基金会贷款	--	2、专项转移支付收入	55,724
(4) 其他国际金融组织贷款	--	3、税收返还收入	72,018
3、国债转贷资金	18	(三) 国有土地使用权出让收入	447,287
4、农业综合开发借款	--	1、国有土地使用权出让金	429,949
5、解决地方金融风险专项借款	532	2、国有土地收益基金	18,423
6、国内金融机构借款	111,236	3、农业土地开发资金	4,248
(1) 政府直接借款	--	4、新增建设用地有偿使用费	-5,333
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	111,236	(四) 预算外财政专户收入	57,635
7、债券融资	442,763	--	--
(1) 中央代发地方政府债券	442,763	--	--
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	--	--	--
8、粮食企业亏损挂账	--	--	--
9、向单位、个人借款	--	--	--
10、拖欠工资和工程款	--	--	--
11、其他	--	--	--
(二) 担保债务余额	9,448	--	--
1、政府担保的外国政府贷款	--	--	--
2、政府担保的国际金融组织贷款	--	--	--
(1) 世界银行贷款	--	--	--
(2) 亚洲开发银行贷款	--	--	--
(3) 国际农业发展基金会贷款	--	--	--
(4) 其他国际金融组织贷款	--	--	--
3、政府担保的国内金融机构借款	9,000	--	--
4、政府担保的融资平台债券融资	--	--	--
5、政府担保向单位、个人借款	--	--	--
6、其他	448	--	--
地方政府债务余额 = (一) + (二) × 50%	559,273	地方综合财力 = (一) + (二) + (三) + (四)	1,193,852
债务率 = (地方政府债务余额 ÷ 地方综合财力) × 100%		46.85%	

资料来源：靖江市财政局

总体看，靖江市经济发展势头良好，营改增后，一般预算收入有所下降，受基金以及上级转移支付增长的影响，地方可控财力持续增长，地方债务负担尚可。

五、管理分析

1. 公司治理

公司是按照现代企业制度和《中华人民共和国公司法》组建，根据公司章程，公司出资人为靖江市华丰城市建设和靖江市国资办。

公司设股东会。股东会由全体股东组成，是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划。

公司设董事会，董事共 5 人，董事任期 3 年，任期届满，可连选连任。董事会设董事长 1 人，由董事会选举产生。董事长为公司的法定代表人。

公司不设监事会，但设有监事共 2 人，其中职工代表监事 1 人，对执行董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等。职工代表监事由职工代表大会选举产生，非职工代表监事由股东选举产生。

公司设总经理，由董事会聘任或解聘。经理对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作，并组织实施公司年度经营计划和投资方案等。

2. 管理体制

公司设办公室、总工办、内审部、财务部、融资部、招商部和施工管理部等 7 个部门。公司严格按照《公司法》及国家有关法律，同时根据公司经营管理的特點，制定了包括预算管理制度、财务管理制度、重大投融资决策制度、对外担保管理制度、关联交易管理制度、下属子公司管理制度等一套较详细的管理制度体系。

预算管理制度方面，公司制定了《预算管理制度》，该制度要求公司需结合财政预算、融资预算编制公司预算和债务预算，并报领导审批后执行，预算要优先保障重点支出和滨江新城建设发展的需要。每半年要对预算的执行结果进行监督检查，并出具相关的分析报告，每年还需要出具决算报表和决算报告。预算管理制度保障了公司预算资金的合理使用以及监督管理，有效降低了公司的资金使用风险。

财务管理制度，公司根据《中华人民共和国会计法》、《中华人民共和国公司法》、《企业会计准则》、《企业会计制度》等有关规定及财政相关规定等制定本制度，该制度要求公司按国家统一会计制度的规定设置总账、明细账、日记账及其他辅助性账簿，会计核算以实际发生的业务为依据，并定期编制财务报告。会计凭证、会计账簿、会计报表和其他会计资料的内容和要求符合国家统一会计制度的要求。财务管理制度保证了公司财务报表的完整性和准确性，真实公允地反映公司的财务状况、经营成果和现金流量。

财务管理方面，公司制定了《财务管理规则》，对公司的财务部工作人员职责、财务工作管理、支票管理、现金管理、会计档案管理等多个方面进行明确。

重大投融资制度方面，公司建立了重大投融资管理制度，该制度要求公司规范筹资行为和投资行为，降低资本成本，提高资金运作效率，保证资金运营的安全性、收益性。筹资上，对于权益性筹资，各企业的实收资金不得随意变更，股东投入资本金不得非法抽回。对于债务性筹资，应及时归还银行借款。企业投资实行投资、经营和监管相结合的原则，投资单位对投资项目实行专人专项监管，做到责权相对称，确保项目按计划顺利实施

对外担保管理制度方面，公司根据《中华人民共和国公司法》、《国有资产管理法》、《中华人民共和国担保法》及等法律、行政法规的相关规定，制定了《对外担保管理办法》，公司对外担保实行统一管理，对外担保必须经董事会批复，未经公司董事会批准，公司不得对外提供担保。

总体看，公司法人治理结构合理，各项管理办法制定契合营运需要。

六、经营分析

1. 公司经营

公司作为靖江市滨江新城唯一的开发主体，以靖江市滨江新城基础设施建设、土地开发整理以

及安置房建设等为其主要业务，同时也开展了咨询服务、代建管理、租赁、苗木销售等其他业务。近三年，公司营业收入分别为 6.61 亿元、6.67 亿元和 5.53 亿元。从收入构成上来看，项目建设收入为公司最主要收入来源，占全部收入的 90%以上。2014~2016 年，公司项目建设收入持续下滑，主要系公司竣工项目减少以及营业税改增值税所致；土地平整收入逐年下降，2016 年公司未与政府确认土地收入；房屋销售收入快速增长，占比逐年增大；2016 年，受公司自建体育中心开始实现租金收入的影响，租赁收入板块大幅增长至 2132.16 万元，目前房屋销售板块及租赁收入板块已成为公司收入的重要补充部分；其他业务收入目前规模尚小。

毛利率方面，2014~2015 年由于项目建设收入锁定 25%的成本加成，公司项目建设毛利率保持稳定，2016 年项目建设毛利率下降至 16.00%，主要系受营改增的影响，公司 2016 年确认的收入不包含增值税所致。2014~2015 年土地整理开发业务由于近年来出让土地多为行政用地，且均为其他与政府相关的企事业单位拿地，拿地价格低，导致该板块毛利率为负。房屋销售销售业务为安置房小区配套商业门面房出售，受安置房小区拆迁及拿地成本不同影响，不同门面房毛利有所波动，且每年门面房销售分布较为零散，导致近年来该项业务毛利率波动大。咨询服务、代建管理、租赁、苗木销售等业务毛利率保持在较高水平，但收入规模较小，对整体盈利能力影响不大。由于项目建设收入规模较大，所以公司整体毛利率随项目建设毛利率波动，均在 20%左右波动。

表 5 2014~2016 年公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元，%）

板块	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务小计	66,096.03	100.00	17.03	66,726.08	99.98	20.64	55,301.46	100.00	19.86
土地整理开发	5,357.33	8.11	-21.43	569.25	0.85	-115.91	--	--	--
项目回购	60,318.77	91.26	20.00	64,183.09	96.17	20.00	49,894.20	90.22	16.00
房屋销售	129.51	0.20	45.90	1,280.85	1.92	71.01	2,618.13	4.73	69.14
咨询服务等其他	190.43	0.29	96.26	137.57	0.21	97.24	174.06	0.31	100.00
代建管理	100.00	0.15	100.00	353.00	0.53	100.00	482.91	0.87	100.00
租赁	--	--	--	202.31	0.30	100.00	2,132.16	3.86	25.02
其他业务小计	--	--	--	10.16	0.02	96.74	--	--	--
苗木销售	--	--	--	10.16	0.02	96.74	--	--	--
合计	66,096.03	100.00	17.03	66,736.23	100.00	20.66	55,301.46	100.00	19.86

资料来源：公司审计报告和公司提供

注：上述表格中项目回购即文中的项目建设；项目回购涉及《委托建设合同》均签订在 2012 年 12 月以前。

（1）土地整理开发

公司承担靖江市滨江新城内的土地整理开发业务，具体包括土地的房屋拆迁及土地平整。以地块实际土地拆迁及平整成本记为土地整理开发的成本，当该地块出让后，政府将扣除规费后拨付公司相关的土地开发成本费用以及收益，公司将该部分收入确认为土地整理开发收入，将已投入但未获得收入的土地整理开发成本计入“存货”中的开发成本科目。截至 2016 年底，公司土地整理开发业务累计投入成本 309,853.28 万元。

受宏观经济增速放缓影响及三四线城市房地产市场调整影响，滨江新城区域商业土地出让面积、出让总价及出让单价均明显减少，同时，出让的行政用地地块收入不能覆盖拆迁及平整成本，2014~2015 年，公司分别实现土地整理开发收入 5,357.33 万元和 569.25 万元，毛利率分别为-21.43%和-115.91%。2016 年公司未实现土地出让收入。

表 6 2013~2015 年商业土地出让情况

出让时间	地块名称	出让总价（万元）	面积（平方米）	单价（万元/亩）
2013.1	金融商务区 C	3,250	14,280	152
2013.1	金融商务区 D	2,700	11,895	151
2013.1	金融商务区 E	2,700	12,029	150
2013.1	金融商务区 F	1,950	8,670	150
小计	--	10,600	46,874	--
2014.1	滨江新城阳光大道北侧地块	6,220	34,554	120
2015	儿童福利院	569.25	6,324	60
合计	--	27,989.25	134,626.00	--

资料来源：公司提供

注：2013~2014年出让地单价因为政府购地，实际单价与市场单价有出入。

截至 2016 年底，公司拥有可出让土地 5,500 余亩。但由于商业土地出让情况不佳，公司土地整理开发业务收入短期内可能依然维持在较低水平。

（2）项目建设业务

公司项目建设业务主要包括基础设施和安置房建设。公司项目建设业务均与靖江市人民政府或靖江市城投基础设施发展有限公司签订《委托建设协议》，协议约定项目完工后进行竣工验收，并签订《工程项目移交确认书》，实际造价加成 25%为最终结算价。近年来，公司相继完成了江阳路（城东大道-站前路）、教育路（天生港-通江路）、华夏路（天生港-通江路）、新城花苑、新马路、新洲桥（新洲桥及引桥）、中环花苑、同康花苑等项目。

公司将当年签订《工程项目移交确认书》中的结算价确认为当年项目建设业务收入。2014~2016 年，公司分别实现项目建设收入 6.03 亿元、6.42 亿元和 4.99 亿元。因《委托建设协议》锁定 25%的成本加成，2014~2015 年，公司项目建设毛利率固定为 20%；2016 年，受营改增政策的影响，公司所确认的收入中不包含增值税，因此毛利率有所下降，为 16.00%。

因《委托建设协议》中并未明确建设款支付时间，实际建设款支付按照政府资金使用安排支付。

表 7 截至 2016 年底公司主要在建项目

项目	总投资（万元）	累计投资（万元）	建设周期
新城花苑二期	59,018.00	32,454.00	15 个月
体育中心训练场	2,500.00	431.79	18 个月
同安路（新洲路—长阳路）	54,981.00	9,191.21	24 个月
晨阳路（新洲路—长阳路）			
园西路（新洲路—长阳路）			
园东路（新洲路—长阳路）			
教育路（通江路—站前路）			
长阳路（通江路—城东大道）			
阜前路	4,718.00	4,459.71	5 个月
站前路	11,000.00	3,960.15	18 个月
沿江高等级公路改造	5,000.00	4,639.00	7 个月
马洲纪念馆	7,474.00	1,238.28	12 个月
休闲水街	30,110.00	657.98	24 个月
靖江滨江新城海绵城市建设工程项目	90,000.00	10,351.00	24 个月
合计	264,801.21	67,383.12	--

资料来源：公司提供

滨江新城面积合计 13.8 平方公里，目前已建成面积 10 平方公里，待开发面积 9.3 平方公里。截至 2016 年底，公司重大在建项目合计总投为 26.48 亿元，已完成投资 6.74 亿元，未来尚需 19.74 亿元，公司在建项目规模大。公司未来存在较大的资金压力。

（3）其他业务

公司房屋销售业务为公司建设安置房项目配套的商业门面出售，受安置房小区拆迁及拿地成本不同影响，不同门面房毛利有所波动，且每年门面房销售分布较为零散，近年来，公司房屋销售收入及毛利率均有所波动。2014~2016 年，公司房屋销售收入分别为 129.51 万元、1,280.85 万元和 2,618.13 万元，毛利率分别为 45.90%、71.01%和 69.14%，处于较高水平。

公司咨询服务为公司协助客户进行工程预决算等工程项目相关服务，2014~2016 年，公司咨询服务收入分别为 190.43 万元、137.57 万元和 174.06 万元，毛利率维持在较高水平，分别为 96.26%、97.24%和 100.00%。

公司代建管理业务主要为协助客户进行工程项目的相关管理工作。2014~2016 年代建管理业务收入分别为 100 万元、353 万元和 482.91 万元，毛利率均为 100%。

公司 2015 年新增租赁业务及苗木销售业务。2016 年，公司租赁收入大幅增长至 2,132.16 万元，主要系公司新增出租体育中心房产所致，毛利率为 25.02%；苗木销售收入为公司拥有土地上的苗木销售收入，不具有可持续性。

总体看，公司项目建设业务是收入的主要来源，是稳定公司整体毛利水平的重要保障。2016 年，受土地出让市场行情影响，公司未实现土地整理业务收入，但公司土地储备充足，未来可为公司土地整理收入提供有力的支撑。其他业务收入规模有限，对公司整体营业收入起到补充作用。

2. 未来发展

滨江新城是未来靖江市的政治文化中心、生态居住中心、商业休闲中心、特色旅游基地。依据靖江城市布局向南引导的新城建设规划，全面建成后的新城将是充满活力、辐射周边的新城区；配套齐全、功能完善的新商务区；景点靓丽、富有特色的新休闲区；环境良好、宜商宜居的新生态区。

公司作为滨江新城建设开发的唯一主体，在区域范围内具有垄断优势，可为公司带来持续的基础设施建设及安置房建设项目，未来项目建设业务规模较大，对未来公司整体收入形成保障。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2013~2015 年三年连审及 2016 年合并财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述合并财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

从合并范围看，2014 年公司新纳入合并范围的子公司 2 家，分别为靖江市新城建设工程服务有限公司和靖江市滨江时代工程项目管理有限公司。2015 年公司新纳入合并范围的二级子公司 1 家为靖江市江阳农贸市场有限公司。2016 年，公司新增二级子公司 2 家，其中江苏景元建设科技有限公司原系公司权益法核算单位，原持股比例为 40%，公司收购江苏景元控股股东江苏铃元建设投资有限公司持有的江苏景元 60%股权，并对江苏景元建设科技有限公司进行增资，增资后江苏景元建设科技有限公司注册资本达到 8.50 亿元，公司对其持股比例变更为 100%，并纳入当年度合并报表范围；靖江市华信文化投资管理有限公司为公司直接投资设立的全资子公司，注册资本为 3,000 万元。公司合并报表范围变动对净资产规模影响较小，财务可比性强。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 145.23 亿元，所有者权益 52.31 亿元（其中少数股东权益 0.02 亿元）；2016 年公司实现营业收入 5.53 亿元，利润总额 1.33 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 25.61%。截至 2016 年底，公司资产总额 145.23 亿元，同比增长 13.72%；其中流动资产占比 87.21%，非流动资产占比 12.79%，公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 29.41%。截至 2016 年底，公司流动资产 126.66 亿元，同比增长 18.11%，主要以货币资金（占 8.15%）、应收账款（占 4.91%）、其他应收账款（占 5.98%）和存货（占 79.05%）为主。

2014~2016 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 84.52%，主要系公司对外融资规模增长所致。截至 2016 年底，公司货币资金 10.32 亿元，同比增长 40.25%；主要由银行存款 7.40 亿元和其他货币资金 2.91 亿元构成，其中其他货币资金主要为保证金存款和定期存单，公司受限资金规模适中，但仍对资产流动性形成一定的影响。

2014~2016 年，公司应收账款波动增长，年均复合增长 2.07%。截至 2016 年底，公司应收账款 6.22 亿元，同比减少 34.64%，公司的应收账款主要由两家欠款单位构成，分别为靖江市城市基础设施投资有限公司（账龄在 1 年以内），占比 48.87%，靖江市财政局（账龄 3 年以上），占 47.74%。公司应收账款均来自政府部门和企事业单位，不能收回的风险低，公司未计提坏账准备，但受政府资金拨付效率的影响大，对公司资金形成一定占用。

2016 年，公司新增 0.33 亿元的应收利息，主要为持有至到期应予确认而未收取的利息。

2014~2016 年，公司其他应收账款波动增长，年均复合增长 30.95%。截至 2016 年底，公司其他应收款为 7.58 亿元，同比下降 33.52%，主要为往来拆借款及工程代垫款项。公司其他应收账款主要为五家欠款单位，合计占比 95.04%，其中靖江市人民政府国有监督管理办公室账龄 1 年以内；靖江市城投基础设施发展有限公司账龄 1 年以内；靖江市华丰城市建设有限公司账龄 2 年以内；靖江市国土局账龄 1 年以内；靖江市生祠镇财政所账龄 2 年以内。公司计提坏账准备 494.92 万元。

表 8 截至 2016 年底公司大额其他应收款（单位：万元，%）

单位名称	余额	账龄	占比
靖江市人民政府国有资产监督管理办公室	50,000.00	1 年以内	65.55
靖江市城投基础设施发展有限公司	6,638.22	1 年以内	8.70
靖江市华丰城市建设有限公司	5,747.21	1~2 年	7.54
靖江市国土局	5,100.00	1 年以内	6.69
靖江市生祠镇财政所	5,000.00	1~2 年	6.56
合计	72,485.43	--	95.04

资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司存货快速增长，年均复合增长 28.53%。截至 2016 年底，公司存货 100.12 亿元，同比增长 35.25%，主要来自开发成本和土地的增长；存货的构成主要由开发成本（占 54.58%）、开发产品（占 18.82%）和土地（占 26.54%）构成；其中开发成本主要由土地平整开发成本和市政基础设施建设成本构成；开发产品大部分为公司所建的安置房。2016 年，受靖江市人民政府无偿划拨公共设施用地合计四块地块的影响，公司土地增长至 26.57 亿元；同时，土地中有 1 宗土地进行抵

押，抵押土地原值合计为 1.16 亿元，占存货中土地资产的 4.37%，受限比例低。公司未计提跌价准备。总体看，近年来，公司存货规模较大且仍有增加的趋势，开发成本所占比重较大，对公司资产的流动性造成了一定影响。

2014~2016 年，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长 24.55%。截至 2016 年底，公司其他流动资产 2.04 亿元，同比下降 57.98%，主要包括预交税费 2.03 亿元。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长 6.32%。截至 2016 年底，公司非流动资产为 18.57 亿元，构成主要以长期股权投资（占 9.69%）、固定资产（占 31.60%）和无形资产（占 58.35%）为主。

2015 年，公司新增 7.76 亿元持有至到期投资，主要由 229 省道靖江改扩建、渔婆农贸市场（二期）项目 7.68 亿元和信托保证基金 0.09 亿元构成。2016 年，公司收回上述投资计划资本金和利息。

2014~2016 年，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长 84.28%。截至 2016 年底，公司长期股权投资大幅增长至 1.80 亿元，主要系权益法下公司增加对 3 家联营企业的投资所致；增加投资的 3 家联营企业分别为靖江市现代服务业发展有限公司（增加 6,000 万元）、靖江华城资产管理有限公司（增加 7,500 万元）和靖江新源文化发展有限公司（增加 1,000 万元）。

2014~2016 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 129.34%。截至 2016 年底，公司固定资产大幅增长至 5.87 亿元，主要系公司将存货中体育中心转至固定资产所致。公司累计计提折旧 0.59 亿元。

2014~2016 年，公司无形资产不断下降，年均复合下降 14.23%。截至 2016 年底，公司无形资产 10.84 亿元，全部为土地使用权，其中账面净值为 0.63 亿元土地使用权用于抵押借款，0.68 亿元土地使用权用于子公司借款担保。公司土地使用权累计摊销 1.61 亿元。

总体看，近三年，公司资产规模持续扩大；资产主要由流动资产构成，货币资金中存在部分受限资金，存货中开发成本占比较大且应收类账款占比较高，上述三项对公司资金形成较大占用，资产流动性较弱，公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

2014~2016 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 31.68%。截至 2016 年底，公司负债总额 92.92 亿元，同比增长 11.49%；其中流动负债占 27.07%，非流动负债占 72.93%，负债结构较为合理，符合城投企业特点。

2014~2016 年，公司流动负债波动减少，年均复合减少 2.78%。截至 2016 年底，公司流动负债 25.15 亿元，同比增长 9.38%，主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年到期的非流动负债构成。

截至 2016 年底，公司短期借款 5.88 亿元，同比增长 8.03%，分别为抵押借款 0.90 亿元、保证借款 3.45 亿元、质押借款 1.08 亿元和信用借款 0.45 亿元。

2014~2016 年，公司应付账款快速减少，年均复合减少 20.34%。截至 2016 年底，受公司结清部分工程款影响，公司应付账款 3.05 亿元，同比减少 27.13%。

2014~2016 年，公司其他应付款快速减少，年均复合减少 45.62%。截至 2016 年底，公司其他应付款 2.42 亿元，同比减少 52.84%，主要系公司当年与靖江市财政局完成剩余结算所致。

2014~2016 年，公司一年内到期非流动负债波动减少，年均复合减少 17.85%。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 8.56 亿元，同比增长 71.20%，其中包括即将到期的质押借款 4.00 亿元，抵押借款 2.20 亿元和保证借款 2.36 亿元。

非流动负债方面，公司非流动负债由长期借款和应付债券构成，2014~2016 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 58.49%。截至 2016 年底，公司非流动负债增长至 67.77 亿元，同比增长 12.29%，主要来自应付债券的增长。

2014~2016 年，公司长期借款波动减少，年均复合减少 13.50%。截至 2016 年底，公司长期借款 14.20 亿元，同比减少 63.91%，其中质押借款 4.00 亿元，保证借款 10.20 亿元。

2014~2016 年，公司应付债券大幅增长，年均复合增长 158.77%。截至 2016 年底，公司应付债券 53.57 亿元，同比大幅增长 155.09%，主要系 2016 年新增 10 亿元的“16 靖新城”、5 亿元的“16 滨江 01”、5 亿元的“16 滨江 02”、5 亿元的“16 滨江 04”和 10 亿元的“16 靖滨 02”合计 35 亿元所致，鉴于以前年度未将相关交易费用（承销费等）计入初始确认金额，按摊余成本计量，当期一并调整，故公司当期全部应付债券合计 55.38 亿元，同时，当年应偿还的“12 靖新城”本金 2 亿元调入“一年内到期的非流动负债”，加上累计溢折价摊销 0.19 亿元，故调整后的当期应付债券为 53.57 亿元。

有息债务方面，2014~2016 年，公司全部债务快速增长，年均复合增长 45.42%。截至 2016 年底，公司全部债务 84.51 亿元，其中短期债务占比 19.81%，长期债务占比 80.19%。

债务指标方面，2014~2016 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率三年均值分别为 63.21%、59.72%及 53.75%。受靖江市政府无偿拨入四块土地增加公司所有者权益的影响，2016 年底，上述三项指标分别为 63.98%、61.77%及 56.44%，同比分别减少 1.28 个、0.37 个及 1.19 个百分点，但债务负担仍较重。

总体看，公司负债以非流动负债为主，近年来随着滨江新城基础设施建设规模不断扩张，公司有息债务规模呈快速上升趋势，整体债务负担较重。

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 16.62%。截至 2016 年底，公司所有者权益为 52.31 亿元（少数股东权益 0.02 亿元），同比增长 17.90%，其中资本公积 38.50 亿元，同比增长 21.62%，主要系政府将四块地块（分别为苏（2016）靖江不动产权第 0015577 号、苏（2016）靖江不动产权第 0015583 号、苏（2016）靖江不动产权第 0015554 号、苏（2016）靖江不动产权第 0016204 号土地）以账面价值 7.31 亿元无偿划拨至公司所致，同时，政府收回原划拨公司两块土地账面价值 0.28 亿元（分别为靖国用（2015）2655 号、靖国用（2015）2658 号）用于文化中心项目建设。归属于母公司所有者权益构成中，实收资本占 9.56%、资本公积占 73.62%、盈余公积占 2.10%、未分配利润占 14.72%。

总体看，公司净资产规模持续上升，所有者权益结构稳定性较强。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入分别为 6.61 亿元、6.67 亿元和 5.53 亿元，年均复合减少 8.53%。同期，公司营业成本持续减少，年均复合减少 10.10%。从营业利润率来看，2014~2016 年，公司营业利润率分别为 11.43%、15.03%和 17.52%。

期间费用方面，2014~2016 年，公司期间费用波动减少，分别为 0.65 亿元、0.67 亿元和 0.53 亿元，年均复合减少 10.03%。2014~2016 年，公司期间费用主要以管理费用为主，分别为 0.71 亿元、

0.52 亿元和 0.51 亿元。同期，公司期间费用率分别为 9.83%、10.05%和 9.51%，期间费用控制能力较好。

非经营性损益方面，2014~2016 年，公司投资收益分别为-168.90 万元、0.17 亿元和 0.15 亿元，公司 2016 年实现投资收益同比减少 6.65%，主要系当期公司持有至到期投资的实际投资天数较 2015 年有所减少，导致应予确认的投资收益有所减少。2014~2016 年，公司营业外收入快速减少，年均复合减少 32.46%；2016 年，公司营业外收入（主要为政府补助）快速减少至 0.48 亿元；2014~2016 年，公司利润总额分别为 1.16 亿元、1.31 亿元和 1.33 亿元，公司非经营性损益（投资收益+营业外收入）占利润总额比重分别为 89.27%、81.78%和 47.88%，近年来，非经营性损益对利润总额贡献程度呈减少趋势，但仍处于较高水平。

从盈利指标方面，2014~2016 年，公司总资本收益率和净资产收益率呈减少趋势，2014~2016 年，公司总资本收益率分别为 1.37%、1.35%和 1.07%，净资产收益率分别为 2.87%、2.90%和 2.27%，公司盈利能力弱。

总体看，受所从事业务属性的影响，公司盈利能力弱，对非经营性损益依赖性较高。

5. 现金流

经营活动方面，2014~2016 年，由于土地出让金返还和项目建设业务的拨付资金存在不确定性，公司经营活动现金流入波动较大，三年公司经营活动现金流入分别为 13.24 亿元、8.35 亿元和 38.70 亿元。近三年，现金收入比分别为 62.81%、46.62%和 164.77%，2016 年，现金实现质量好。随着公司基础设施建设及往来款规模持续扩大，2014~2016 年，公司经营活动现金流出分别为 22.21 亿元、28.88 亿元和 52.02 亿元。总体看，大量的工程投入及回款的不确定性致使公司经营活动现金持续呈净流出态势且快速增加，三年净流出分别为-8.97 亿元、-20.53 亿元和-13.32 亿元。

投资活动方面，2015 年公司投资活动现金流入 0.02 亿元，主要为公司收到的投资收益 171.46 万元。2016 年，公司投资活动现金流入大幅增至 9.00 亿元，其中新增收回投资收到的现金 7.59 亿元，主要为实际收回的持有至到期投资；收到其他与投资活动有关的现金 1.41 亿元，主要来自新纳入合并范围的江苏景元建设科技有限公司的现金或现金等价物。2015 年，公司投资活动现金流出大幅增长至 7.59 亿元，主要由项目投资款和信托保证基金构成；2016 年公司投资活动现金流出 1.75 亿元，主要为投资支付的现金。近三年，公司投资活动产生的现金，分别为-7.69 万元、-7.57 亿元和 7.24 亿元。

筹资活动方面，2014~2016 年，公司筹资活动现金流入快速增长，年均复合增长 54.49%。2016 年，公司筹资活动现金流入 49.54 亿元，同比增长 5.09%，主要来自发行债券收到的现金大幅增长至 34.63 亿元所致，收到其他与筹资活动有关的现金大幅增长至 4.79 亿元，主要为公司收回的保证金。2014~2016 年，公司筹资活动现金流出快速增长，年均复合增长 89.84%。2016 年，公司筹资活动现金流出 38.63 亿元，主要由偿还债务支付的现金 35.58 亿元构成。2014~2016 年，公司筹资活动产生的现金流净额分别为 10.04 亿元、27.94 亿元和 10.91 亿元。

总体看，随着基础设施建设规模持续扩大，代建项目建设款拨付的不确定性，公司经营活动现金净流出持续扩大，对外筹资压力大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2014~2016 年，公司流动比率持续上升，近三年分别为 2.84 倍、4.66 倍和 5.04 倍，公司速动比率波动上升，近三年分别为 0.56 倍、1.44 倍和 1.06 倍。近三年，受公司经营活

动净现金流为负的影响，公司对短期债务保障能力弱，存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力看，2014~2016 年公司 EBITDA 分别为 1.68 亿元、1.78 亿元和 1.93 亿元，EBITDA 全部债务比分别为 0.04 倍、0.02 倍和 0.02 倍。财务指标显示公司自身偿债能力弱，但考虑到公司是靖江滨江新城唯一投资开发主体，靖江市政府对公司的大力支持，公司整体偿债能力尚可。

截至 2016 年底，公司合并口径共获得各主要银行授信 16.74 亿元，其中未使用额度 3.94 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2016 年底，公司合并口径对外担保共 8 笔，合计对外担保余额 9.70 亿元，以 2016 年公司审计数据为基数，担保比率为 18.54%，但考虑到被担保企业均为地方国有企业，或有负债风险相对较低。

表 9 截至 2016 年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保期限
江苏广宇建设集团有限公司	3,000.00	2016.2.3~2017.2.2
靖江市江心洲生态工程发展有限公司	3,450.00	2016.6.6~2017.3.1
靖江市金汇能源有限公司	1,500.00	2016.7.15~2017.7.14
江苏华靖资产经营有限公司	19,000.00	2014.1.2~2018.1.18
江苏景龙园现代农业投资开发有限公司	5,000.00	2016.5.12~2017.5.11
靖江市华丰城市建设有限公司	27,000.00	2015.12.25~2017.12.24
靖江市安居房开发建设有限公司	28,000.00	2014.2.28~2017.8.28
靖江市城投基础设施发展有限公司	1,000.00	2015.1.6~2017.1.6
合计	96,950.00	--

资料来源：公司提供

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（信用代码：G10321282000082109），截至 2017 年 6 月 30 日，公司无未结清不良信贷、已结清不良信贷和欠息情况。

8. 抗风险能力

公司作为靖江市滨江新城基础设施投资建设的唯一主体，靖江市政府为公司的可持续发展提供了大力支持。基于对公司自身经营和财务状况，以及靖江市经济发展综合分析，公司整体抗风险能力较强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次债券对公司现有债务的影响

本期债券发行额度 9.70 亿元，占 2016 年底公司长期债务的 14.31%，占公司全部债务的 11.48%。本期债券发行规模对公司整体债务结构有一定的影响。

截至 2016 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 63.98%、61.77%和 56.44%。以 2016 年底报表财务数据为基础，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 66.24%、64.30%和 59.69%，公司债务负担将进一步加重。

2. 本次债券偿还能力分析

2014~2016 年, 公司经营活动产生的现金流入量分别为 13.24 亿元、8.35 亿元和 38.70 亿元, 分别为本期债券发行额度的 1.36 倍、0.86 倍和 3.99 倍; 公司 EBITDA 分别为 1.68 亿元、1.78 亿元和 1.93 亿元, 分别为本期债券发行额度的 0.17 倍、0.18 倍和 0.20 倍。公司经营活动产生的现金流入量对本期债券保障能力一般。

考虑到本期债券自发行后第三年至第七年, 每年偿还本金的 20%, 即 1.94 亿元, 则 2014~2016 年, 公司经营活动产生的现金流入量分别为分期偿还本金的 6.82 倍、4.30 倍和 19.95 倍; 公司 EBITDA 分别为分期偿还本金的 0.87 倍、0.92 倍和 0.99 倍。公司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较好。

3. 募投项目收益偿债能力分析

本期债券募集资金中 5.00 亿元将用于靖江市滨江新城海绵城市建设工程。根据建业恒安工程管理有限公司出具的《靖江市滨江新城海绵城市建设工程可行性研究报告》, 该项目总投资 9.00 亿元。募投项目收益主要来自于海绵型广场、道路及绿地建设项目、海绵型停车场建设工程、自来水管网建设及改造工程、雨污水管网建设及改造, 其他工程任务皆不产生收益。

(1) 海绵型广场、道路及绿地建设工程

海绵型广场、道路及绿地建设工程: 收益主要来自于公园、广场周边物业出租收入, 以及道路广告牌收入。其中, 物业出租价格参照靖江地区商铺租价: 每月为 130 元/m², 并考虑存续期内商铺租价的上涨, 预计从第 4 年开始上涨至 10%并在存续期内维持租价不变, 同时, 物业出租收入考虑出租率问题, 第 1 年~第 2 年出租率分别为 50%和 80%, 第 3 年~第 7 年出租率上升至 90%。预计存续期内, 公司物业出租可产生收入合计 9,430.29 万元。

广告牌位出租方面, 广告牌位出租可分为路灯广告牌收入、公交站台广告牌收入和小型 T 字广告牌收入。考虑到广告牌使用率的问题, 第 1 年~第 2 年, 广告牌使用率分别为 50%和 80%, 自第 3 年始, 广告牌使用率维持在 90%。预计存续期内, 广告牌位出租可产生收入合计 4,848.80 万元。

总体看, 物业出租及广告牌位出租收入合计产生收入 14,279.09 万元。出租收入预测如下表:

表 10 物业出租及广告牌收入测算表

序号	项目	建设期		运营期				
		第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
1	物业出租收入 (万元)	392.34	1,255.49	1,412.42	1,553.67	1,553.67	1,553.67	1,709.03
1.1	物业出租价格 (元/m ²)	130.00	130.00	130.00	143.00	143.00	143.00	157.30
1.2	物业出租率 (%)	50.00	80.00	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00
1.3	物业出租面积 (m ²)	5030	10,060	10,060	10,060	10,060	10,060	10,060
2	广告牌位出租收入(万元)	418.00	668.80	752.40	752.40	752.40	752.40	752.40
2.1	广告牌使用率 (%)	50.00	80.00	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00
2.2	路灯广告牌收入 (万元)	128.00	204.80	230.40	230.40	230.40	230.40	230.40
2.3	公交站台广告牌收入(万元)	90.00	144.00	162.00	162.00	162.00	162.00	162.00
2.4	小型 T 字广告牌收入(万元)	200.00	320.00	360.00	360.00	360.00	360.00	360.00
3	年度出租收入 (万元)	810.34	1,924.29	2,164.82	2,306.07	2,306.07	2,306.07	2,461.43

资料来源:《靖江市滨江新城海绵城市建设工程可行性研究报告》

(2) 海绵型停车场建设工程

海绵型停车场建设工程收入来源为停车场的停车收费，以及充电桩的充电服务收费，停车场专营权期限为 20 年，《根据靖江市滨江新城海绵城市建设工程可行性研究报告》的预测，一共建设 4500 个停车位，停车费标准 5 元/小时，第 4 年停车费标准上涨至 6 元/小时，充电桩预计在第 1 年建成 100 个，第 2 年建成 150 个，自第 3 年~第 7 年建成至 200 个，快速充电桩每千瓦时收取 1.70 元服务费，第 6 年充电服务费上涨至 2.00 元。

总体看，存续期内，海绵型停车场合计产生收入 54,158.70 万元。运营期收入测算如下表：

表 11 海绵型停车场建设工程收入测算表

序号	项目	建设期		运营期				
		第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
1	年度停车费收入（万元）	2,737.50	5,110.00	5,748.75	7,884.00	7,884.00	7,884.00	7,884.00
1.1	停车位数量（个）	2,500.00	4,000.00	4,500.00	4,500.00	4,500.00	4,500.00	4,500.00
1.3	停车费标准（元/小时）	5.00	5.00	5.00	6.00	6.00	6.00	6.00
1.4	平均每天使用时间（小时）	6.00	7.00	7.00	8.00	8.00	8.00	8.00
2	年度充电桩收入（万元）	620.50	930.75	1,241.00	1,241.00	1,489.20	1,752.00	1,752.00
2.1	充电桩数量（个）	100.00	150.00	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00
2.2	每小时充电量（千瓦时）	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
2.3	每天有效充电时间（小时）	5.00	5.00	5.00	5.00	6.00	6.00	6.00
2.4	每千瓦时收费（元）	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70	2.00	2.00
2.5	每年充电量（万千瓦时）	365.00	547.50	730.00	730.00	876.00	876.00	876.00
3	年度内运营收入（万元）	3,358.00	6,040.75	6,989.75	9,125.00	9,373.20	9,636.00	9,636.00

资料来源：《靖江市滨江新城海绵城市建设工程可行性研究报告》

(3) 自来水管网建设及改造工程

自来水管网建设及改造工程，收入均来源于污水管网基础设施配套费，按用水量每吨收取 1.10 元，第 1 年自来水管网用水量负荷为 25%，第 2 年自来水管网用水量负荷为 50%，自第 3 年始，用水量负荷将增至 100%。存续期内，第 1 年将开始产生收入，并考虑排水量的提升，预计从第 6 年起排水量提升 3%，收入也随之增长。

总体看，存续期内，新建自来水管网对应基础设施配套费合计产生收入 8,285.11 万元。

表 12 自来水管网基础设施配套费收入测算表

序号	项目	建设期		运营期				
		第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
1	负荷（%）	25.00	50.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
2	配套费收入单价（元/吨）	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10
3	新建管网用水量（万吨）	324.09	648.19	1296.37	1296.37	1296.37	1335.26	1335.26
4	新建管网年度运营收入（万元）	356.50	713.00	1426.01	1426.01	1426.01	1468.79	1468.79

资料来源：《靖江市滨江新城海绵城市建设工程可行性研究报告》

(4) 雨污水管网建设及改造工程

雨污水管网建设及改造工程，收入来源于污水管网基础设施配套费，按排污量每吨收取 0.6 元，第 1 年雨污水管网排污量负荷为 25%，第 2 年雨污水管网排污量负荷为 50%，自第 3 年始，排污量

负荷将增至 100%。存续期内，第 1 年将开始产生收入，并考虑排污量的提升，预计从第 6 年起排污量提升 3%，收入也随之增长。

总体看，存续期内，新建雨污水管网对应基础设施配套费合计产生收入 3,841.27 万元。

表 13 雨污水管网基础设施配套费收入测算表

序号	项目	建设期		运营期				
		第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
1	负荷 (%)	25.00	50.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
2	计提收入标准 (元/吨)	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60
3	新建管网排污量 (万吨)	275.48	550.96	1101.91	1101.91	1101.91	1134.97	1134.97
4	新建管网年度运营收入 (万元)	165.29	330.57	661.15	661.15	661.15	680.98	680.98

资料来源：《靖江市滨江新城海绵城市建设工程可行性研究报告》

(5) 募投项目收入对本息偿还覆盖情况

存续期内，具体募集项目收入对本息覆盖如下表：

表 14 募投项目租售收入用于募投项目对本期债募集资金的保障情况 (单位：万元，倍)

项目分类	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	第 8 年	合计
物业出租及广告 牌位收入	810.34	1,924.29	2,164.82	2,306.07	2,306.07	2,306.07	2,461.43	2,461.43	14,279.09
海绵型停车场建 设工程收入	3,358.00	6,040.75	6,989.75	9,125.00	9,373.20	9,636.00	9,636.00	9,636.00	54,158.70
自来水管网基础 设施配套费收入	356.50	713.00	1,426.01	1,426.01	1,426.01	1,468.79	1,468.79	1,468.79	8,285.10
污水管网基础 设施配套费收入	165.29	330.57	661.15	661.15	661.15	680.98	680.98	680.98	3,841.27
收入合计	4,690.13	9,008.62	11,241.73	13,518.22	13,766.42	14,091.84	14,247.20	14,247.20	94,811.36
经营成本	1,120.25	1,689.76	1,868.19	2,209.66	2,246.89	2,286.31	2,309.61	2,309.61	16,040.28
税金及附加	198.14	406.20	520.23	627.63	639.33	655.21	662.54	662.54	4,371.82
净收益	3,371.75	6,912.66	8,853.31	10,680.94	10,880.20	11,150.32	11,275.05	11,275.05	74,399.28
本金	--	--	--	10,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00	50,000.00
利息	--	4,000.00	4,000.00	4,000.00	3,200.00	2,400.00	1,600.00	800.00	20,000.00
本息合计	--	4,000.00	4,000.00	14,000.00	13,200.00	12,400.00	11,600.00	10,800.00	70,000.00
净收益覆盖倍数	--	1.73	2.21	0.76	0.82	0.90	0.97	1.04	1.06
收入覆盖倍数	--	2.25	2.81	0.97	1.04	1.14	1.23	1.32	1.35

资料来源：联合评级根据可研报告整理

注：1、根据可研报告，预计第 7 年募投项目收入将达到饱和，假设第 8 年收入、经营成本、税金及附加与第 7 年保持一致。

2、假设本期债券于第 2 年起息，发行利率 8% 测算。

本期债券拟于第 2 年起息，发行利率 8% 测算，同时考虑第 4 年~第 8 年分别按照募投项目所用资金 (5.00 亿元) 的 20% 偿还本金 (即每年预计偿还 1.00 亿元)，募投项目收入对本期债券募集资金中用于项目的本息覆盖情况见表 14。本期债券存续期内，第 2 年~第 3 年，募投项目产生收入对本期债券中用于项目的募集资金的利息支付覆盖程度好，覆盖倍数分别为 2.25 倍和 2.81 倍；第 4 年开始还本，募投项目的收入对当期的覆盖程度弱，直至第 8 年，项目收入对本期债券中用于项目的募集资金的本息偿付覆盖程度较好。

考虑到经营成本和税金及附加，项目净收益合计为 7.44 亿元，为本期债券用于募投项目偿付本息的 1.06 倍。第 1 年~第 2 年，因只偿付利息，项目净收益分别为当期利息的 1.73 倍和 2.21 倍，覆

盖程度较好，第4年~第8年，开始偿付本金，募投项目净收益对该阶段本息偿付保障能力弱，需公司用其他收入来补足才能偿付。

综合看，项目总收入对本期债券用于募投项目的本息偿还保障能力较强，但考虑到实际要扣除经营成本和税金及附加，募投项目的总净收益对本期债券用于募投项目的本息偿还保障能力弱，需公司用自身经营收入进行补足，同时，公司在2016年对募投项目已投入1.04亿元，按照预测在当年应产生收入，但未实现。募投项目预测收入的实现存在不确定性，联合评级将持续关注募投项目建设的进展及收入实现的情况。

九、债权保护条款分析

1. 担保方分析

本次债券由中合中小提供全额不可撤销连带责任保证担保，具体为本次债券到本次债券兑付日，如公司不能全部履行本期债券责任，中合中小承担担保责任，担保范围包括本次债券本金、利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债券的费用和其他支付的费用。

中合中小成立于2012年7月，是国务院利用外资设立担保公司的试点项目。中合中小由中国进出口银行、美国摩根大通集团、海航资本集团有限公司、宝钢集团有限公司机构等共同发起设立。初始注册资本51.26亿元。2016年5月，中合中小进行了增资扩股，增资完成后公司注册资本增至71.76亿元。截至2016年底，中合中小资产总额121.04亿元，其中货币资金7.51亿元，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产28.82亿元，可供出售金融资产54.05亿元；负债总额38.35亿元，所有者权益82.69亿元，其中股本71.76亿元。2016年，中合中小实现营业收入14.63亿元，主要为担保业务净收入；中合中小营业支出为7.77亿元，主要为提取担保合同准备金和业务及管理费，净利润为5.29亿元，综合收益总额5.69亿元。经联合评级评定，中合中小主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，其担保实力极强，可有效增强本期债券的偿付保障能力。

2. 偿债资金监管

公司聘请兴业银行股份有限公司靖江支行作为募集资金监管人，同时海通证券股份有限公司作为受托管理人，三方签订了《账户及资金监管协议》，约定主要内容为：

公司在本期债券发行首日前5个工作日于兴业银行股份有限公司靖江支行开立唯一的募集资金使用专户，专门用于本期债券募集资金的接收、存储及划转，不得用作其他用途。募集资金使用专户中的资金包括本期债券募集款项及其存入该专项账户期间产生的利息。

海通证券股份有限公司将按照《承销协议》的要求，按时、足额地将本期债券募集资金直接划入募集资金使用专户。

公司应按照《募集说明书》的要求，使用募集资金使用专户中的资金，专款专用。公司需要使用资金时，应向兴业银行股份有限公司靖江支行发出书面划拨、提取、使用的指令，经兴业银行股份有限公司靖江支行审核符合《募集说明书》要求的，方可准予使用。

在本期债券付息日或兑付日前7个工作日（T-7日），兴业银行股份有限公司靖江支行应检查偿债资金专户内的资金，并于当日将偿债资金专户内的资金情况书面通知公司和海通证券股份有限公司。同时，兴业银行股份有限公司靖江支行应根据偿债资金专户资金的情况作出如下处理：

①在T-7日，偿债资金专户余额大于或等于当年应付利息/本息数额，协议各方执行正常利息/本息的划转工作。

②在 T-7 日，偿债资金专户余额小于当年应付利息/本息数额，兴业银行股份有限公司靖江支行应在当日通知公司在 T-5 日前将当年应付利息/本息金额划入偿债资金专户。

③在 T-5 日，公司未按兴业银行股份有限公司靖江支行通知的要求，将当年应付利息/本息金额划入偿债资金专户，兴业银行股份有限公司靖江支行应及时通知海通证券股份有限公司。

④当确定公司无正当理由不能按期偿付本期债券本息时，兴业银行股份有限公司靖江支行将按照海通证券股份有限公司的要求严格控制募集资金使用专户及偿债资金专户中所有资金的支出，不允许公司自行支配募集资金使用专户及偿债资金专户中的资金。

募集资金使用专户的预留银行印鉴由公司 and 兴业银行股份有限公司靖江支行预留，即公司预留其单位公章或财务专用章以及法定代表人或授权代理人私章和兴业银行股份有限公司靖江支行授权审批人名章，如果公司、兴业银行股份有限公司靖江支行发生人员变更，应提前十个工作日通知兴业银行股份有限公司靖江支行/公司并在五个工作日内办理完毕预留印鉴变更手续。

募集资金使用专项账户自设立时成立，自账户资金支出完毕并履行相关账户注销手续后终结。

总体看，募集资金使用专户和偿债资金专户的设立有利于提高本期债券偿付的安全性。

十、综合评价

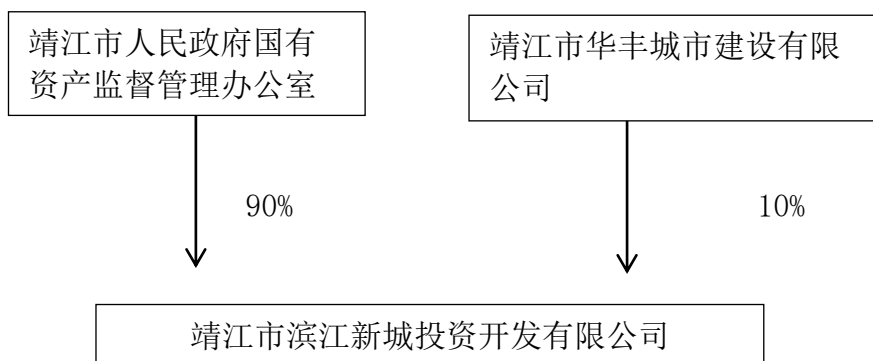
公司作为靖江市滨江新城投资建设开发的唯一主体，具备区域垄断地位；靖江市较强的经济财政实力为公司的发展提供了良好的外部环境，靖江市政府为公司的发展提供了大力支持。但联合评级同时也关注到公司有息债务规模持续扩大，经营现金流持续表现为净流出等给公司整体偿债能力产生不利影响。

近年来公司资产规模持续扩大，但应收款项（含其他应收款、应收账款）及存货占比高，货币资金中存在受限资金，上述三者对公司资金形成较大占用，资产流动性较弱，整体资产质量一般。公司债务规模呈快速上升趋势，公司整体债务负担较重。受所从事业务属性的影响，公司盈利能力弱，经营活动现金净流出规模大幅上升。

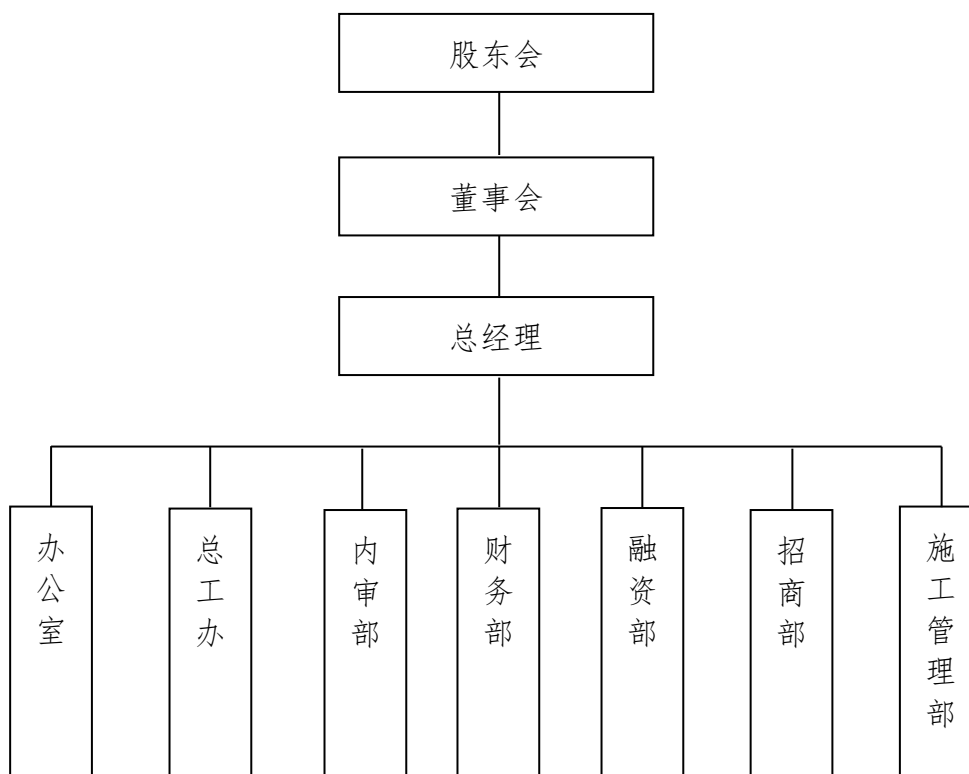
本期债券采取分期偿还本金的方式。本期债券分期偿还本金将有效的减轻公司集中偿付压力；公司设置了偿债资金专户用以保障本息的按期偿还。同时，中合中小为本期债券提供了全额不可撤销连带责任保证担保，可有效增强本期债券的偿付保障能力。

总体看，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 公司股权结构及组织架构图



附件 2 公司组织架构图



附件 3 公司主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	92.05	127.71	145.23
所有者权益（亿元）	38.46	44.37	52.31
短期债务（亿元）	12.98	12.48	16.74
长期债务（亿元）	26.98	60.35	67.77
全部债务（亿元）	39.96	72.83	84.51
营业收入（亿元）	6.61	6.67	5.53
净利润（亿元）	1.11	1.20	1.10
EBITDA（亿元）	1.68	1.78	1.93
经营性净现金流（亿元）	-8.97	-20.53	-13.32
应收账款周转次数（次）	1.41	0.86	0.70
存货周转次数（次）	0.10	0.08	0.05
总资产周转次数（次）	0.08	0.06	0.04
现金收入比率（%）	62.81	46.62	164.77
总资本收益率（%）	1.48	1.41	0.98
总资产报酬率（%）	1.37	1.35	1.07
净资产收益率（%）	2.87	2.90	2.27
营业利润率（%）	11.43	15.03	17.52
费用收入比（%）	9.83	10.05	9.51
资产负债率（%）	58.22	65.26	63.98
全部债务资本化比率（%）	50.96	62.14	61.77
长期债务资本化比率（%）	41.23	57.63	56.44
EBITDA 利息倍数（倍）	0.82	0.37	0.42
EBITDA 全部债务比（倍）	0.04	0.02	0.02
流动比率（倍）	2.84	4.66	5.04
速动比率（倍）	0.56	1.44	1.06
现金短期债务比（倍）	0.23	0.59	0.62
经营现金流动负债比率（%）	-33.69	-89.27	-52.95
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.17	0.18	0.19

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、本报告中数据如无特别说明均为合并口径；

附件 4 中合中小企业融资担保股份有限公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	63.24	77.06	121.04
所有者权益（亿元）	54.31	57.98	82.69
净资本（亿元）	45.39	40.13	55.15
担保责任余额（亿元）	303.12	488.18	869.47
营业收入（亿元）	5.60	10.68	14.63
净利润（亿元）	2.67	4.45	5.29
净资产担保责任余额倍数（倍）	5.58	8.42	10.51
净资本担保责任余额倍数（倍）	6.68	12.17	15.77
平均资产收益率（%）	4.45	6.34	5.34
平均净资产收益率（%）	4.97	7.92	7.52

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；本报告中数据如无特别注明均为合并口径。2、调整后长期债务=长期债务+长期应付款中有息债务。

附件 5 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本次-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次/前 n 年) ^ (1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	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 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 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%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 6 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。