



信用等级通知书

信评委函字[2018]Y041号

中诚信证券评估有限公司对南京滨江投资发展有限公司及其拟发行的“2018年南京滨江投资发展有限公司公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，南京滨江投资发展有限公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；“2018年南京滨江投资发展有限公司公司债券”的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年十一月二十八日

2018 年南京滨江投资发展有限公司 公司债券信用评级报告

债券级别	AA ⁺
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	南京滨江投资发展有限公司
发行规模	不超过9.5亿元
债券期限	7年
债券利率	固定利率
偿还方式	本期债券每年付息一次，分次还本。在债券存续期的第3年至第7年，每年末按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金
担保主体	南京江宁城市建设集团有限公司
担保方式	全额无条件不可撤销连带责任保证担保

概况数据

滨江投资（合并口径）	2015	2016	2017
总资产（亿元）	136.70	165.34	177.53
所有者权益合计（亿元）	51.71	71.75	74.13
总负债（亿元）	84.99	93.59	103.40
总债务（亿元）	56.42	87.00	98.67
营业总收入（亿元）	12.10	12.81	12.78
经营性业务利润（亿元）	0.78	-3.09	2.26
净利润（亿元）	2.91	2.39	2.38
EBIT（亿元）	3.09	2.38	2.41
EBITDA（亿元）	3.48	2.74	2.75
经营活动净现金流（亿元）	8.43	-36.32	-13.64
收现比（X）	0.90	1.35	0.99
总资产收益率（%）	2.44	1.58	1.40
营业毛利率（%）	11.13	-18.42	10.19
应收类款项/总资产（%）	48.66	51.49	60.65
资产负债率（%）	62.17	56.60	58.24
总资本化比率（%）	52.18	54.80	57.10
总债务/EBITDA（X）	16.23	31.74	35.82
EBITDA 利息倍数（X）	0.54	0.45	0.55
江宁城建（合并口径）	2015	2016	2017
总资产（亿元）	294.23	353.32	363.41
所有者权益合计（亿元）	106.98	117.89	130.89
总负债（亿元）	187.24	235.43	232.52
总债务（亿元）	145.44	190.33	202.25
营业总收入（亿元）	9.79	12.32	13.63
经营性业务利润（亿元）	3.01	4.09	5.37
净利润（亿元）	2.70	3.74	4.57
EBIT（亿元）	4.26	5.75	7.01
EBITDA（亿元）	6.30	8.41	9.49

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“2018 年南京滨江投资发展有限公司公司债券”的信用等级为 AA⁺，该级别反映了本期债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。该级别充分考虑了南京江宁城市建设集团有限公司（以下简称“江宁城建”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本期债券还本付息的保障作用。

中诚信证评评定南京滨江投资发展有限公司（以下简称“滨江投资”或“公司”）主体信用级别为 AA，评级展望为稳定。该级别反映了滨江投资偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了南京市江宁区持续向好的区域经济为公司业务发展提供较好保障、公司重要的地位和有力的政府支持等因素对公司信用状况的支撑作用；同时，中诚信证评也关注到公司面临一定的资本支出压力、应收款项规模较大影响资产流动性、存在一定对外担保风险等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

正 面

- 江宁区持续向好的区域经济和财政状况，为公司业务发展提供较好保障。江宁区依托其区位优势，发展成为南京市经济增长速度最快的区域之一，区内工业发展基础良好。2017 年江宁区实现地区生产总值 1,935.92 亿元，同比增长 9.0%。持续向好的区域经济为公司提供了良好的发展环境。
- 重要的公司地位和有力的政府支持。公司是江宁区国资办直属的投融资建设主体，肩负着滨江开发区基础设施建设、园区开发和招商引资的重要任务。江宁区政府及滨江开发区管委会在土地出让、应收账款偿还等方面给予公司大力支持。
- 有效的偿债保障措施。本期债券由江宁城建

经营活动净现金流(亿元)	-2.08	-27.31	0.39
收现比(X)	0.87	0.84	1.19
总资产收益率(%)	1.50	1.78	1.96
营业毛利率(%)	63.18	62.00	63.06
应收类款项/总资产(%)	5.80	8.26	9.12
资产负债率(%)	63.64	66.63	63.98
总资本化比率(%)	57.62	61.75	60.71
总债务/EBITDA(X)	23.09	22.64	21.31
EBITDA 利息倍数(X)	1.20	0.97	0.94

注：1、各期财务报表均按新会计准则编制；2、在计算总债务时，将滨江投资长期应付款科目下的融资租赁借款纳入长期债务核算；3、将江宁城建其他流动负债和其他应付款中的有息负债纳入短期债务核算，长期应付款中的有息负债纳入长期债务核算。

提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，该担保措施为债券的还本付息提供有力的保障。

关注

- 面临一定资本支出压力。未来几年，公司在土地开发和安置房建设等板块投资规模较大，公司面临一定资本支出压力。
- 应收款项规模较大，资产流动性弱。截至 2017 年末，公司应收账款 36.11 亿元和其他应收款 71.56 亿元，主要为应收滨江开发区管委会和新济实业的工程建设款和应收滨江开发区管委会及关联公司的往来款，合计占总资产的比重较高，资产流动性较弱。
- 对外担保风险。截至 2017 年末，公司对外担保金额为 56.27 亿元，占净资产的 75.91%，被担保企业为江宁区内其他平台公司，但对外担保规模较大，公司存在一定或有风险。

分析师

李白涵 blhl@ccxr.com.cn

刘衍青 yqliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 11 月 28 日

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因对南京滨江投资发展有限公司（以下简称“发行主体”）及本期债券进行主动评级并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除本次评级事项外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了勤勉尽责的义务，并合理保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行主体和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体直接提供或授权提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，对基于发行主体直接提供或授权提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

概 况

发债主体概况

南京滨江投资发展有限公司原名南京江宁滨江投资发展有限公司，成立于 2003 年 6 月，原始注册资本 4,000 万元，系南京江宁国有资产经营集团有限公司（以下简称“江宁国资”）与南京东山投资发展集团有限公司（以下简称“东山投资”）共同出资设立的国有企业，成立时江宁国资和东山投资分别持股 75% 和 25%。2006 年 7 月，根据南京市江宁区人民政府《关于同意南京江宁滨江投资发展有限公司增资扩股的批复》（江宁政复[2006]22 号）、南京市江宁区人民政府国有资产监督管理委员会《关于授权南京江宁滨江投资发展有限公司经营相关国有资产的通知》（江宁国字[2006]22 号），南京市江宁区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“江宁区国资办”）以国有土地使用权出资对公司进行增资。2011 年 12 月公司以资本公积转增资本，公司注册资本增至 18 亿元。

2016 年 3 月 21 日，经公司股东会决议通过，同意公司增资扩股，上海国际信托有限公司（以下简称“上海信托”）以货币出资方式增资 17.5 亿元，分别增加实收资本 5 亿元、资本公积 12.5 亿元，增资完成后，上海信托持股比例为 21.74%。2016 年 3 月 30 日公司完成股东变更登记，同日认缴资本到位。经公司及其股东一致同意，上海信托的增资款中计入资本公积的 12.5 亿元由上海信托独享。增资完成后，上海信托委托江宁国资代为行使上海信托持有的全部出资额所享有的部分股东权利（即除增资、减资、修改公司章程、变更公司组织形式等重大事项外的股权表决权）。除公司增资协议中规定的上海信托解除委托江宁国资行使股权表决权的情形外，上海信托原则上不参与南京滨江的日常管理与经营，但对公司的决策、投融资、经营与管理、财务情况等事项具备知情权。截至 2018 年 3 月末，公司注册资本为 23 亿元，江宁区国资办、江宁国资、上海信托和东山投资分别占总股本的 43.69%、33.19%、21.74% 和 1.38%，其中江宁区国资办合计拥有公司 76.88% 的控制权，是公司控股股东和实际控制人。

滨江投资是江宁区区属的投融资和建设开发主体，公司由南京江宁滨江经济开发区管理委员会（以下简称“滨江开发区管委会”或“管委会”）授权进行国有资产经营管理，负责组织实施南京江宁滨江经济开发区（以下简称“滨江开发区”）的土地开发整理、转让、基础设施建设及配套功能开发，承担滨江开发区招商引资和社会事业等工作。目前，公司业务以委托代建模式为主，受滨江开发区管委会或南京江宁新济建设实业发展有限公司（以下简称“新济实业”）委托，对滨江开发区管委会征用、收购的土地进行以“九通一平”为主要内容的土地开发整理以及进行滨江开发区内的基础设施建设。

截至 2017 年末，公司总资产 177.53 亿元，所有者权益合计 74.13 亿元，资产负债率 58.24%；2017 年，公司实现营业总收入 12.78 亿元，净利润 2.38 亿元，经营活动净现金流-13.64 亿元。

募集资金概况

本期债券拟募集资金不超过 9.5 亿元，为 7 年期固定利率债券。本期债券每年付息一次，分次还本。在债券存续期的第 3 年至第 7 年，每年末按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金。

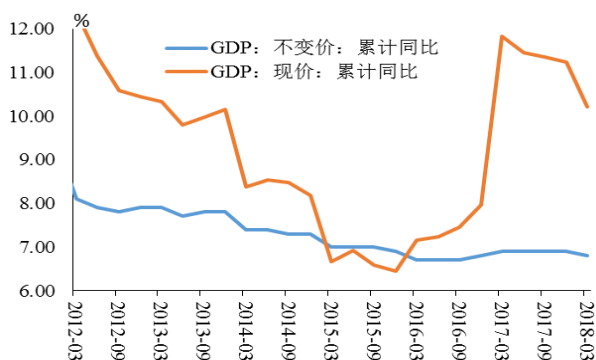
募集资金用途

本期债券拟募集资金 9.5 亿元，全部用于南京江宁滨江经济开发区安置房工程项目，占项目总投资的比例为 63.12%。

宏观经济和政策环境

在全球经济持续复苏、国内改革效果继续显现背景下，2018 年中国经济平稳开局。但经济运行结构性矛盾仍存，内外约束加大，生产需求两端均存在放缓隐忧，全年下行压力将大于 2017 年。不过，民间投资回暖及新动能较快发展等因素增强了经济韧性，中国经济企稳基调并未改变。

图 1：中国 GDP 增速



资料来源：国家统计局

一季度，GDP 同比增长 6.8%，与去年三、四季度持平，但低于去年同期 0.1 个百分点；名义 GDP 同比增长 10.2%，较去年底回落超过 1 个百分点。从生产端来看，规模以上工业与制造业增长走势分化，采暖季环保限产措施结束并没有带动工业增加值回升，制造业同比走弱。从需求端来看，基建投资增速同比回落超过 10 个百分点，制造业投资持续低迷，房地产投资逆势回升、民间投资回暖依旧难以阻挡投资增速下行趋势；以社会消费品零售总额计算的消费弱于去年同期；进口虽然平稳但出口在 3 月份再现负增长，带动一季度出口对经济增长的贡献率重回负区间；新增社融较去年同期出现明显收缩，实体经济融资需求现走弱迹象，但一季度资金面较为宽松，债券融资回暖带动直接融资回升，宏观控杠杆背景下居民部门人民币贷款同比收缩，居民部门降杠杆初见成效。从价格水平来看，CPI 虽然在 2 月份出现较大幅度攀升但 3 月份再次回落，PPI 涨幅持续收缩，通胀担忧减弱。总而言之，一季度经济开局平稳中隐忧已现，其发展势头值得高度关注。

后续宏观经济走势面临四方面不确定性。一是春节假期因素的消退、采暖季限产措施的结束并没有带动生产如期回升，终端需求回暖存疑，后续工业增长依然存在不确定性；二是投资面临多重制约：地方政府债务监管趋严加压基建投资，制造业投资面临去产能力度边际减弱和国企去杠杆的双重制掣，主要由土地购置费带动的房地产投资的快速增长对 GDP 的拉动作用有限；三是居民部门杠杆率攀升、居民收入增长放缓将制约消费增长与升级。四是出口面临中美贸易冲突加剧、人民币汇率

总体上扬、全球经济回暖势头放缓等多方面挑战。

展望 2018 年，中国宏观经济面临内外“双重约束”带来的下行压力。从内部环境看，地方政府债务监管趋严给投资尤其是基建投资带来较大压力。从外部环境来看，一方面，世界经济复苏势头减弱，贸易摩擦升级，外部需求下滑，前期外需的改善难以为继；另一方面，全球资产泡沫同步化，国际金融风险加大。但值得一提的是，当前我国经济运行中，民间投资回暖势头明显，新动能持续保持较快增长，经济增长韧性仍存，中国经济企稳基调仍未改变。

随着我国经济运行内外环境的变化，宏观调控政策有所微调，在货币政策稳健中性基调下，今年以来央行推出 CRA 并两次结构性降准。但稳增长、防风险“双底线”思维未变，宏观政策“稳中求进”。4 月 23 日政治局会议重提扩大内需，以保持宏观经济平稳运行，为风险防范、结构调整与改革开放提供良好环境；此次政治局会议还强调了推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展，同时 4 月初召开的中央财经委首次会议明确“结构性去杠杆”思路，将地方政府和国有企业去杠杆作为重点，防风险继续走向纵深，思路进一步清晰；此外，支持海南建设自由贸易试验区等措施释放了深化改革开放的强烈信号，对外开放有望获得进一步推进。

中诚信证评认为，2018 年防风险、促改革有望取得进一步突破，社会资源配置将进一步优化，中国经济增长质量有望得到进一步提升。

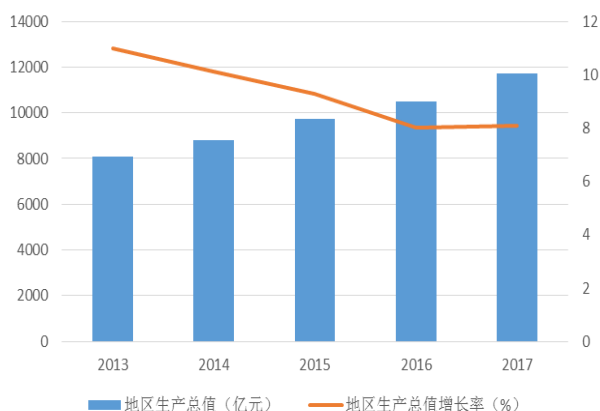
区域经济

南京市经济概况

凭借良好的区位优势，近年来南京市经济保持平稳发展，2017 年南京市地区生产总值（GDP）为 11,715.10 亿元，同比增长 8.1%。生产总值构成方面，南京市产业结构进一步优化。2017 年南京市第一产业增加值 263.01 亿元，增长 1.2%；第二产业增加值 4,454.87 亿元，增长 5.1%；第三产业增加值 6,997.22 亿元，增长 10.3%。近年来，第三产业在全市经济中的比重稳步上升，第一、二产业占比有所下降，2017 年三次产业结构比为 2.3: 38.0:

59.7。按常住人口计算，人均地区生产总值为141,103元。

图 2：2013 年~2017 年南京市地区生产总值



资料来源：南京市统计局

2017 年，南京市全年完成全社会固定资产投资 6,215.20 亿元，较上年增长 12.3%；其中，国有及国有经济控股投资 2,631.95 亿元，增长 31.0%；外商及港澳台投资 805.71 亿元，增长 33.5%。分产业看，第一产业投资 22.64 亿元，下降 44.5%；第二产业投资 1,789.58 亿元，增长 0.3%，其中工业投资 1,778.79 亿元，增长 1.0%；第三产业投资 4,402.98 亿元，增长 18.7%。三次产业投资比例为 0.4: 28.8: 70.8。工业技改投资增长 13.3%，占工业投资比重 64.2%。六大高耗能行业投资 220.62 亿元，下降 19.6%。基础设施类投资 1,357.2 亿元，增长 42.6%，占全社会投资比重为 21.8%。全年城市建设完成投资 1,042.04 亿元，增长 55.9%。重点项目扎实推进，扬子江隧道北接线、纬七路东进二期、苜蓿园大街南延、龙西立交二期等项目建成通车，地铁 4 号线、宁和线一期等轨道交通线路建成运营，全市路网、轨道交通进一步完善。

2007 年，在国务院批准的《长江三角洲地区区域规划纲要》中明确指出，“逐步建成以上海一级中心城市为核心，以南京、杭州、苏州、无锡、宁波等副中心城市为支撑的世界级城市群和城镇体系”，将南京等五个城市放在了同等重要的“副中心”位置。但南京距离上海约 300 公里，承接辐射的力度不如无锡、苏州和杭州。在长三角领先城市的方阵中，南京市在经济发展总量和核心指标上表现出总量较小、整体发展水平偏低，经济开放程度较弱的特征，但南京市的人力资源环境优势相对明

显，基础环境和生态环境处在中上游水平，为未来发展预留了空间。未来几年，南京市将重点建设长江国际航运物流中心、长三角先进制造业中心、江苏省现代服务业中心、全国重要的科教中心和东部城市绿化中心，重点发展具有核心竞争力的产业集群，建设以电子信息、石油化工、车辆制造、钢铁四大产业为支柱，以新型光电、新材料、生物医药、软件、文化等五大新兴产业为先导的国内重要的科技研发基地和高新技术产业基地。

总体来看，近年来南京市经济保持了平稳增长，良好的区域经济状况对城市基础设施建设提供了较好的保障。

江宁区经济概况

江宁区位于南京市南部，东与镇江市接壤，西南与安徽省马鞍山市相邻，西与安徽省和县及南京市浦口区隔江相望，距离南京市区仅 16 公里。江宁区行政区域面积为 1,558 平方公里，辖 10 个街道。江宁区依托其区位优势，逐步发展成南京市经济实力最强的区。2017 年江宁区全年实现地区生产总值 1,935.92 亿元，按可比价计算，比上年增长 9.0%。其中，第一产业增加值 63.15 亿元，增长 0.8%，第二产业增加值 1,031.52 亿元，增长 8.5%，第三产业增加值 841.26 亿元，增长 10.3%。按常住人口计算，全年人均地区生产总值 15.51 万元。产业结构进一步优化，三次产业增加值比例调整为 32: 53.3: 43.5。第三产业增加值增长快于地区生产总值增幅 1.3 个百分点，其所占比重比上年提高 1 个百分点。

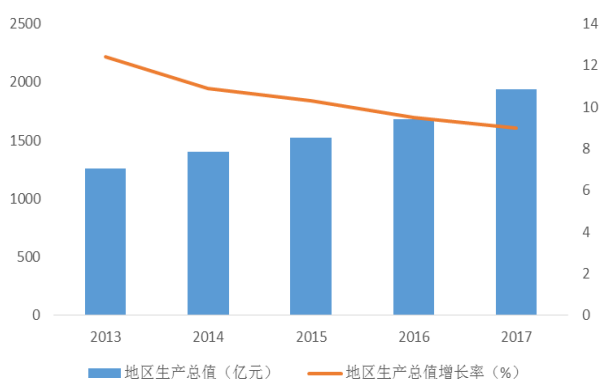
2017 年江宁区完成固定资产投资 1,101.2 亿元，比上年增长 20.3%。其中，民间投资 629.6 亿元，增长 24.9%。分类型看，完成项目投资 806.7 亿元，增长 21.8%；房地产开发投资 294.5 亿元，增长 16.3%。全年商品房销售面积 195.1 万平方米，下降 23.3%。其中，住宅销售面积 153.0 万平方米，下降 35.8%。

重大项目推进方面，全区 171 个实施类项目实现开（复）工建设，完成投入 361 亿元，其中正大天晴创新药物生产基地、协鑫蓝天燃机热电联产工程等 70 个项目竣工投产。54 个市级重大项目实现开（复）工，完成投资 285.8 亿元，其中，8 个省

重大项目完成投资 77.56 亿元。

基础设施加快建设。地铁 5 号线、S246、S002 等大交通工程顺利推进，地铁 1 号线百家湖站等过街通道加快建设，麒麟有轨电车投入运营，新增一批公交车、公交线路和公共停车位，提档升级农路 150 公里，改造危桥 10 座。新改建供水管道 5 公里、燃气管道 111 公里，新建人防工程 27.1 万平方米。完成泵站整治 51 座、河道清淤 586.4 万方。

图 3：2013 年~2017 年江宁区地区生产总值



资料来源：江宁区统计局

考虑南京市作为江苏省省会城市的重要地位、便利的交通条件、良好的经济基础，预计未来一定时期内南京市经济仍将保持稳定增长。江宁区依托其区位优势，逐步发展成为南京市经济实力最强的区，良好的经济状况对公司发展提供了有力的支撑。

滨江开发区经济概况

滨江开发区是经国家发改委审核批准成立的省级开发区，地处南京市江宁区的西部，紧邻黄金水道长江，距南京市主城 25 公里，距南京长江三桥 12 公里，距江宁东山新市区 20 公里，距安徽钢城马鞍山市 8 公里，是江苏省实施沿江开发的第一站。

滨江开发区坚持以打造“环保生态型现代工业新城”为定位，以建设一流先进制造业基地为目标，着力“打造中国最具竞争力的先进制造业基地、长江口岸最具规模的钢铁物流基地、南京西南部最具宜居的生态新城”。经过十余年的开发建设，目前园区已经形成“1+3”（即：北部新城，高端装备制造、现代港口物流、新型生态环保）板块布局。滨江开发区全力推进产业转型升级，充分发挥临江临

港特色优势，坚持把发展大型高端装备制造业作为主导产业，不断推进核电装备、大型化工装备、轨道交通装备、海洋工程装备、智能电网、检验检测认证等现代产业发展，全力打造江苏省先进装备特色产业基地和江苏省装备制造业新型工业化产业示范园区。

2017 年，滨江开发区地区生产总值为 62.25 亿元，同比增长 7.13%；规模以上工业总产值 79.70 亿元，同比增长 6.99%；全社会固定资产投资 87.39 亿元，同比下降 22.00%；工业固定资产投资 55.02 亿元，同比增长 15.00%；受宏观经济形势影响，滨江开发区工业产值增速有所下滑，相应工业固定资产投资也大幅回落，但整体经济仍保持了较快的增长。

“十三五”期间，滨江开发区将着力实施产业发展由偏重二产向二三产并重转变，园区形态由偏重外延扩张向局部拓展与内涵发展并重转变，凝心聚力、攻坚克难，打造全国高端装备制造产业集聚区、江苏现代港口物流产业示范区、南京新型生态环保产业先行区，为实现高端产业与新型城镇深度融合的生态品质滨江新城的战略构想奠定坚实基础。

竞争实力

滨江投资是江宁区区属的投融资和建设开发主体，江宁区国资办为实际控制人，公司肩负着滨江开发区基础设施建设、园区开发和招商引资的重要任务，其发展得到江宁区政府及滨江开发区管委会在资金支持、应收款项偿还等方面的大力支持。

资金支持方面，2015 年~2017 年，公司收到政府补贴分别为 2.21 亿元、5.40 亿元和 1.56 亿元，未来滨江开发区管委会将为公司提供持续的补贴支持。

应收款项偿还方面，根据南京市江宁区人民政府《南京市江宁区人民政府关于妥善处理南京滨江投资发展有限公司政府应收账款和其他应收款情况的报告》（江宁政发[2014]200 号）规定，为保障公司可持续发展和滨江开发区土地开发整理、基础设施建设等业务的顺利开展，针对公司对滨江开发区管委会、江宁街道办、江宁国资办等政府部门的应收账款和其他应收款合计 80.88 亿元，江宁区政

府安排各欠款单位从 2014 年开始分五年偿还对公司的欠款，2014 年~2018 年分别偿还 8.82 亿元、12.51 亿元、15.50 亿元、20.50 亿元和 23.55 亿元。截至 2018 年 3 月末公司实际收到各种欠款 66.43 亿元。

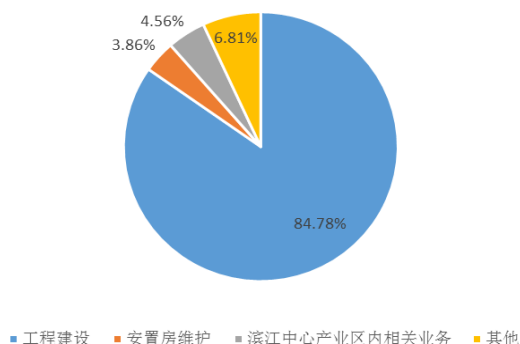
此外，2017 年滨江开发区管委会出具了《关于妥善解决南京滨江投资发展有限公司应收账款和其他应收款相关问题的通知》，明确妥善解决对公司的应收款项。管委会将滨江新城兴城路以南、瑞风北路以西等 5 幅地块共计 605.81 亩交由公司进行土地整理工作，整理工作完成后分 2 年出让，出让收入将按规定扣除需上缴的基金及应缴税费后返还给公司，预计约为 35.14 亿元，用于偿还款项对公司的欠款。

总体来看，公司得到了江宁区政府及滨江开发区在各方面的大力支持，具备一定的抗风险能力。

业务运营

公司作为滨江开发区的投资、建设主体，在滨江开发区管委会的指导下，从事开发区的各项建设任务和配套设施服务。2017 年，公司实现营业总收入 12.78 亿元，其中工程建设收入 10.83 亿元，占营业总收入的比重为 84.78%，安置房维护收入 0.49 亿元，占营业总收入的比重为 3.86%，滨江中心产业区内相关业务收入 0.58 亿元，占营业总收入的比重为 4.56%，其他业务收入 0.87 亿元，占营业总收入的比重为 6.81%。

图 4：2017 年公司主营业务收入构成



资料来源：公司财务报告、中诚信证评整理

工程建设

公司工程建设业务开展均采用委托代建模式，

根据滨江开发区整体发展规划，公司前期与滨江开发区管委会签订协议，2015 年后与新济实业签订协议，接受滨江开发区管委会或新济实业委托，负责从土地开发整理到基础设施及安置房建设的全部投资，建设项目完工后，按照双方商定的工程款项支付方案，从项目完工之日起分三年，分别按照 30%、40%和 30%的比例进行支付。

公司在委托代建项目上的投资额包括项目前期费用、工程勘察费用、工程设计费用、工程监理费用、工程管理费用、工程决算费用以及公司在委托代建项目融资中支付的利息等。自项目竣工验收、确认投资总额之日起，委托方按照分期付款的方式，每年向公司支付当年的委托代建项目款项和相应的银行利息，并按照 6%的标准支付其管理费。公司采用完工百分比法，按照项目建设成本及相应管理费用确认工程代建收入。根据相关规定，2013 年~2014 年，公司的管理费标准由 6%上调至 10%，自 2015 年开始，公司与新济实业重新签订协议，合同其他条款未发生变动，管理费标准重新调整为 6%。

土地开发

从土地开发整理情况来看，滨江开发区管委会于 2010 年之前已完成了开发区大部分的征地拆迁，前期征地拆迁成本较低，目前开发区还需征地拆迁面积不大。2015 年~2018 年 3 月，公司分别完成土地整理面积 1,734.68 亩、989.81 亩、1,170.31 亩和 218.75 亩，完成土地整理投资分别为 6.68 亿元、5.35 亿元、9.60 亿元和 1.88 亿元。

表 1：2015 年~2018 年 3 月公司土地整理情况（亩、亿元）

	2015	2016	2017	2018.3
完成土地整理面积	1,734.68	989.81	1,170.31	218.75
土地整理投资	6.68	5.35	9.60	1.88

注：土地整理投资包含土地收购投资

资料来源：公司提供

土地出让方面，江宁区国土部门按照国有土地使用权出让流程将开发区内的“熟地”出让，江宁区国土部门在收到土地出让金后需剔除其中刚性费用计提部分后将收益拨至江宁区财政局，江宁区财政局再将其转拨付至滨江开发区财政分局。2015 年~2018 年 3 月，滨江开发区分别出让土地 1,235.49

亩、935.26 亩、634.65 亩和 60.84 亩，实现土地出让收入 13.56 亿元、21.18 亿元、2.65 亿元和 0.24 亿元；同期，滨江开发区应确认土地出让金返还收入分别为 7.02 亿元、9.49 亿元、1.99 亿元和 0.18 亿元，实际收到土地出让金返还款分别为 1.75 亿元、4.85 亿元、7.72 亿元和 0.00 亿元。2015 年~2018 年 3 月，公司根据工程结算成本和代建费率实际确认土地整理收入分别为 9.26 亿元、5.93 亿元、5.14 亿元和 1.60 亿元，实际收到土地整理业务回款分别为 5.61 亿元、8.14 亿元、5.38 亿元和 0.00 亿元。

表 2：2015 年~2018 年 3 月土地出让情况（亩、亿元）

	2015	2016	2017	2018.3
滨江开发区对外挂牌土地面积	1,235.49	935.26	634.65	60.84
其中：工业用地	1,049.03	803.36	634.65	60.84
商业用地	186.46	131.90	-	-
滨江开发区可实现土地出让收入	13.56	21.18	2.65	0.24
其中：工业用地	4.31	2.38	2.65	0.24
商业用地	9.25	18.80	-	-
滨江开发区应确认土地出让金返还	7.02	9.49	1.99	0.18
滨江开发区实际收到土地出让返还款	1.75	4.85	7.72	-
公司确认土地开发整理收入	9.26	5.93	5.14	1.60
公司实际收到土地开发整理业务回款	5.61	8.14	5.38	-

注：因土地拍卖及资金返还存在时间差异，导致滨江开发区实现的土地收入、收到土地出让金与公司确认收入、实际收到的土地返还款存在差异。

资料来源：公司提供

滨江开发区出让工业用地较多，目前储备土地多为商业用地，未来增值潜力较大。截至 2018 年 3 月末，公司共完成滨江开发区内约 15.6 平方公里的土地拆迁，投入拆迁成本约为 31.37 亿元，完成滨江开发区内 47,800.00 亩土地的开发整理，达到可供出让状态的土地合计为 32,169.76 亩，其中工业用地 14,730.77 亩、商业用地 13,420.02 亩、仓储物流用地 4,018.97 亩，其中已取得用地指标土地约为 18,883.42 亩。滨江开发区计划 2018 年 4 月~2020 年期间对外出让土地 3,900.00 亩，预计能实现土地出让收入 118.00 亿元，但实际的出让进度依赖土地市场情况。总体来看，公司控制的土地增值潜力较大，未来公司土地出让整理业务收入回款将随之提高。

表 3：2018 年 4 月~2020 年滨江开发区土地开发整理计划

	2018.4~12	2019	2020
计划出让土地面积（亩）	1,200.00	1,300.00	1,400.00
预计实现土地出让收入（亿元）	26.00	40.00	52.00

资料来源：公司提供

基础设施建设

公司作为滨江开发区管理委员会授权实施政府投资工程代建项目的重要主体，根据江宁区政府对滨江开发区的规划，接受委托方委托，负责实施滨江开发区内重大工程建设与运营，包括园区内道路的铺设、园区绿化工程、园区给排水管网建设等公益市政工程。截至 2018 年 3 月末，公司基础设施建设累计投资 16.32 亿元，建成科技企业创业中心、牧龙河整治项目、纬四路、经五路等一批基础设施项目，已确认收入 17.95 亿元，实际收到回款 10.61 亿元。

公司在建的基础设施建设项目包括滨江公路、滨江学校等，总投资为 31.93 亿元，截至 2018 年 3 月末已投资 11.08 亿元。其中滨江公路项目总投资 13.60 亿元，该公路起于南京与马鞍山两市交界处，与马鞍山规划沿江大道顺接，向北与汤铜公路相交，经滨江新城止于江宁河北岸，与规划南京滨江公路雨花段相接，路线全长约 17.65 公里，项目按一级道路标准建设，目前正在施工中。

表 4：截至 2018 年 3 月末公司在建基础设施情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	已投资
滨江公路	2013.1-2018.12	13.60	5.03
滨江学校	2013.1-2016.8	0.80	0.77
景明大街、青莲路污水提升泵站及出水压力管工程	2016.1-2017.8	0.11	0.07
滨江开发区水利设施建设	2016.1-2017.12	0.33	0.21
汤铜路（G205-宁马匝道）、锦文路（G205-宁马匝道景观绿化提升工程	2017.10-2019.10	1.31	0.03
滨江开发区道路景观绿化改造等项目	2017.9-2019.12	14.51	4.76
金港大道（G205-丽水大街）道路景观绿化改造、宁马告诉滨江匝道口景观绿化提升改造项目 EPC 总承包	2017.10-2018.12	1.27	0.21
合计	-	31.93	11.08

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月末，公司拟建重大基础设施建设项目包括滨江二级综合医院、滨江亭村 110KV 变电站项目等，总投资合计 10.12 亿元。

表 5：截至 2018 年 3 月末公司拟建基础设施项目情况
(亿元)

项目名称	总投资	建设周期
滨江二级综合医院	8.31	2018-2020
滨江亭村 110KV 变电站	1.03	2018~2019
滨江开发区幼儿园 (G58 地块)	0.18	2018~2019
滨江中学	0.60	2018~2019
合计	10.12	-

资料来源：公司提供

安置房建设及维护业务

在安置房建设方面，公司完成居民房屋的拆迁工作后，对非居住用房的居民采取货币安置的方式，即根据房屋的评估价直接发放安置费；对居住用房的居民采取以房换房的方式，即用新建的居民安置房加上居民原住宅评估价超出安置房价格的补偿款来换取居民的原居住用房屋。由于是公益性市政工程，安置房的建设成本一般高于以房换房的价格，其中建设成本中以房换房价格部分，由居民直接支付购房款；建设成本中高于以房换房价格部分，由滨江开发区管委会进行直接购买，销售价格为建设成本高出以房换房价格部分及其相应管理费。

截至 2018 年 3 月末，公司已建成安置房项目包括新铜花苑五期、新铜花苑六期、新铜花苑六期小高层 B 区、盛江花苑六期小高层、新铜花苑六期 A 区等项目，累计投入 10.62 亿元。截至 2018 年 3 月末，在建安置房项目有盛江花苑七期，计划总投资 15.05 亿元，已投入 4.33 亿元。公司安置房自 2016 年开始销售，2016 年确认收入 4.77 亿元，相应成

本为 8.00 亿元，实际收到购房款 4.77 亿元，收到滨江开发区管委会给予的用于弥补安置房项目代建业务亏损的专项补贴收入 4.58 亿元。2017 年因没有完工交付的安置房故当年公司没有确认销售收入，但收到滨江开发区管委会给予的用于弥补安置房项目代建业务亏损的专项补贴收入 1.50 亿元。

此外，2015 年公司受滨江开发区管委会委托，负责滨江开发区安置房维护管理，具体区域为新铜花苑一至六期、盛江花苑一至六期，涉及建筑面积 115.35 万平方米。公司提供管理区域内的综合管理服务、公共秩序和安全维护、消防管理、清洁卫生服务、物业共用部位和共用设施的正常运行及维护、排水系统正常运行及维护、供水系统正常运行及维护、公共照明系统正常运行及维护、车辆停放管理等其他服务。安置房维护费用采用包干制，考虑到人工、原材料等价格上涨的因素，协议期限为 1 年，次年重新签订协议确定维护费价格标准。2017 年维护服务费单价为 3.6 元/平方米/月，维护费用按年支付，滨江开发区管委会实际支付周期为 1~3 年。2015 年~2017 年公司确认安置房维护管理收入分别为 0.21 亿元、0.50 亿元和 0.49 亿元，由于安置房维护管理费收入年末进行确认，因此，2018 年 1~3 月未确认收入。

总体来看，公司作为滨江开发区唯一的投融资及开发建设主体，业务均采取委托代建模式，这为公司持续、稳定的收入提供一定保障，同时，随着安置房逐步开始销售，未来几年安置房建设业务及其维护将有助于公司整体业务收入的增长。但公司未来项目投资规模较大，将存在一定资本支出压力。

表 6：截至 2018 年 3 月末公司承担安置房项目情况 (万平方米、亿元)

项目名称	建筑面积	计划总投资	已完成投资	竣工时间
新铜花苑五期	16.96	2.71	2.71	2011.10
新铜花苑六期 (10 栋多层)	2.81	0.45	0.45	2012.8
新铜花苑六期小高层 (B 区)	11.40	2.39	2.39	2013.5
盛江花苑六期小高层	9.40	1.97	1.97	2013.4
新铜花苑六期 (A 区)	12.50	3.75	3.10	2016.12
已完工项目小计	53.07	11.27	10.62	-
盛江花苑七期	20.54	15.05	4.33	2018.12

在建项目小计	20.54	15.05	4.33	-
盛江花苑八期	35.50	16.36	-	2020.12
盛江花苑七期 C 区	10.00	3.00	-	2020.6
拟建项目小计	45.50	19.36	-	-
合计	119.11	45.68	14.95	-

资料来源：公司提供

滨江中心产业区内相关业务

2015 年公司受滨江开发区管委会委托，负责滨江中心产业区内的部分道路养护、雨污管网及泵站维护、绿化养护、路灯养护。上述各项养护费用均采用包干制，考虑到人工、原材料等价格上涨的因素，公司与滨江开发区管委会协议期限为 1 年，次年重新签订协议，确定维护费价格标准。各项年养护费用管委会实际支付周期为 1~3 年。

道路养护业务方面，公司负责滨江开发区中心产业区内 1 条国道、5 条主干路、20 条次干路、9 条支路的道路管理养护、保洁，道路长度总计 106.23 公里、车行道面积 237.07 万平方米、人行道面积 3.41 万平方米，2017 年养护标准为 1.50 元/平方米/月，维护费用按年支付。

雨污管网及泵站维护业务方面，公司负责滨江中心产业区的雨污水管网及泵站养护工作，范围包括 9 个路段，总长度 79.80 公里的管网以及 1 个污水站。2017 年确定的雨污水管网年养护标准 20,000 元/公里，泵站年养护标准为 2,000 元/千瓦，养护经费按年支付。

绿化养护业务方面，公司负责对滨江中心产业区绿化进行养护管理，管理面积 119.67 万平方米，2017 年养护标准为 9 元/平方米/年。

路灯养护业务方面，公司负责滨江中心产业区的路灯养护工作，具体负责 32 个路段，2,329 盏路灯，25 个落地表箱，22 个箱式变电站，2017 年年养护标准为 1,000 元/盏，养护经费按年支付。

2015 年~2017 年，公司确认各项养护费收入分别为 0.47 亿元、0.74 亿元和 0.58 亿元。

总体来看，随着滨江开发区内各项基础设施的陆续完工，其相应的日常维护、养护等业务未来将持续发展，对公司整体业务具有一定的补充作用。

其他业务

除基建和养护业务以外，公司还拥有自来水业

务、物业租赁业务和场地配套设施服务等业务。其中自来水业务由滨江水厂负责，滨江水厂隶属于公司的控股子公司南京江宁滨江资产经营管理有限公司，是整个滨江开发区自来水供应的唯一企业，承担着开发区内居民生活用水以及企业工业用水正常供应的重大职责。2015 年~2018 年 3 月公司分别实现自来水销售收入 1,508.41 万元、1,585.40 万元、1,549.78 万元和 370.25 万元。

此外，公司通过滨江开发区管委会资产注入、存货转固定资产等方式取得一大批可供出租的物业，截至 2017 年末，公司拥有可出租物业面积约 12.15 万平方米，主要包括商铺、写字楼和标准厂房等。这些物业每年为公司带来了比较稳定的收入，2015 年~2017 年公司实现物业租赁收入分别为 3,457.95 万元、3,344.07 万元和 3,415.05 万元；同期物业管理费收入分别为 110.61 万元、104.35 万元和 104.35 万元。在出租物业的同时，公司还为入驻企业提供标准厂房操作台等配套设施服务，从而取得场地配套设施服务收入，2015 年~2017 年公司分别取得场地配套设施服务收入 3,318.19 万元、3,130.36 万元和 3,292.10 万元。总体来看，公司供水、物业租赁和物业管理业务发展平稳，为公司提供了多元化的收入来源，增强了公司收入的稳定性。

战略规划

公司作为滨江开发区唯一的投融资及建设运营主体，其发展将紧紧围绕滨江开发区的整体规划来贯彻实施。

滨江开发区作为江宁区经济发展的重要增长极，在发展思路，滨江开发区实施先进制造业和现代服务业“双轮驱动”，坚持走新型工业化道路，以调高、调优、调强为基本取向，围绕传统产业升级和新兴产业培育，加大招商引资力度。相应的重点任务有：着力引进产业带动性、科技创新型、资

源节约型、生态环保型项目，做大做强大型装备制造、汽车制造、电子信息、新能源等产业；依托南京华能、中储股份等大型物流企业入驻的契机，在加快钢铁物流园项目自身建设的同时，充分利用企业品牌优势，着力打造集钢材深加工、仓储配送、金属贸易、期货贸易、电子商务、物流地产为一体的现代化综合钢铁物流园；着力引资建设一批居住地产、商贸服务、文化教育和休闲娱乐等设施，加快培育新城综合服务功能板块，打造以滨江新城区为中心、辐射半径 5 公里的“城市生活圈”。

具体目标上，滨江开发区提出到“十三五”末，一般公共预算收入翻一番，达到 10 亿元，力争四年达成（年均增长 20%）；经营性用地出让价格翻一番，达到 500 万元/亩，力争 4 年达成；GDP 翻一番，达到 40 亿元左右，年均增长 15%；规模以上工业总产值翻一番，达到 200 亿元左右，年均增长 15%；服务业增加值占 GDP 比重快速提高，力争 5 年从 4% 提高到 20%；省级开发区综合排名逐步前移，力争 5 年上升 10 个位次。公司将依托滨江开发区的发展，迎来新的发展机遇。

公司治理和管理

产权结构

截至 2018 年 3 月末，江宁区国资办、江宁国资、上海信托和东山投资分别占总股本的 43.69%、33.19%、21.74% 和 1.38%。江宁区国资办为公司控股股东和实际控制人。截至 2018 年 3 月末，公司下属 5 家控股子公司。

法人治理结构

公司建立了符合现代企业管理制度要求的法人治理结构，设立了较完善的组织机构。公司设股东会，股东会由全体股东组成。股东会是公司的权力机构，依照《公司法》行使职权，股东会决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，审议批准董事会的报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案以及制定、修改、批准公司章程。

公司设董事会，董事会由全体董事组成，成员 5 人，董事会对股东会负责，负责召集股东会报告

工作；执行股东会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制定公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案以及制定公司的基本管理制度等。董事长由董事会全体董事过半数选举产生和更换。

公司设监事会，成员为 5 人，监事会由股东会选举产生和更换，监事检查公司的财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督；对违反法律、行政法规、公司章程或股东会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。监事的任期每届三年，任期届满，连选可以连任。

公司设经理，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；组织实施董事会决议；组织实施公司的年度经营计划和投资方案；拟定公司的内部管理机构设置方案；决定聘任或解聘除应由董事会决定聘任或解聘以外的负责管理人员。

上海信托增资时不派驻董事与监事，仅在增资修改公司章程时通过股东会决议对原董事与监事予以确认。增资后，上海信托委托江宁国资代为行使上海信托持有的全部出资额所享有的部分股东权利（即除增资、减资、修改公司章程、变更公司组织形式等重大事项外的股权表决权）。除公司增资协议中规定的上海信托解除委托江宁国资行使股权表决权的情形外，上海信托原则上不参与公司的日常管理与经营，但对公司的决策、投融资、经营与管理、财务情况等事项具备知情权。

若发生增资协议中规定的上海信托解除委托江宁国资行使股权表决权的情形，公司应增设董事 1 名，并仅由上海信托委派人员出任，同时上海信托将行使股东表决权，并有权委派 1 名董事，委派高级管理人员。公司各股东应确保该等人员获得公司股东会及时选任或董事会聘任，且上海信托委派的董事对董事会所议事项享有一票否决权。

管理水平

公司下设办公室、财务部、预决算室、招商部、征迁部、经济发展部、工程建设部和复建部等 8 个部门。各部门分工清晰，权责明确。具体如下：

办公室主要负责处理公司行政事务及各个部

门间的协调事项；财务部主要负责进行公司日常账务处理、内部审计及年度预算编制等工作；预算室负责执行工程建设方面的相关规定，并参与工程项目的预算审查和控制、监督项目进展、工程资金结算审核以及项目招投标工作；招商部负责滨江开发区整体招商计划、政策以及具体招商事宜；征迁部负责滨江开发区规划区域内土地管理、规划、征用、流转、拆迁等土地运作相关事项；经济发展部负责制定并组织实施公司中长期战略规划和对外投资、合作项目的审核、管理工作；工程建设部主要是针对公司拟实施的工程项目进行前期工程项目的测算、可研报告的编制、项目合规文件申报等工作；复建部主要负责滨江开发区的安置房建设、施工管理工作。

总体来看，公司具有相对完善的治理架构，管理部门的设置也较为符合公司目前的业务特性，管理制度相对健全，整体管理水平良好。

财务分析

以下分析基于公司提供的经江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015 年~2017 年三年连审财务报告，公司财务报表按照新会计准则编制。

资本结构

2015 年~2017 年末，公司总资产分别为 136.70 亿元、165.34 亿元和 177.53 亿元。

公司在进行土地一级开发、城市基础设施和安置房建设时，将开发成本计入存货；待滨江开发区管委会确认代建工程款时，公司将开发成本从存货结转营业成本，并确认营业收入和应收账款，待收到管委会代建工程款时再进行冲减。这种核算方式决定了公司的资产结构以流动资产为主，2015 年~2017 年末，公司流动资产分别为 122.89 亿元、148.63 亿元和 159.47 亿元，在总资产中的占比分别为 89.90%、89.90%和 89.83%。从流动资产构成来看，公司流动资产主要由其他应收款、应收账款、存货和货币资金构成，截至 2017 年末，分别占流动资产比重为 44.87%、22.64%、14.32%和 13.04%。2015 年~2017 年末，公司其他应收款分别为 26.18

亿元、49.20 亿元和 71.56 亿元，其变化主要受各级政府及下属的国有企业往来款变化影响，2017 年末较上年末增加 22.36 亿元，主要新增南京滨江科创投资有限公司 16.40 亿元往来款、南京江宁新济建设实业发展有限公司 4.15 亿元往来款、南京江宁滨江物流有限公司 10.26 亿元往来款以及南京牧龙园林科技有限公司 1.63 亿元往来款，同时减少南京仁信资产管理有限公司 6.19 亿元往来款。同期，公司应收账款分别为 40.34 亿元、35.94 亿元和 36.11 亿元，随着工程建设款的支付情况而有所变化，主要系应收滨江开发区管委会和南京江宁新济建设实业发展有限公司的工程建设款，2017 年末公司 3 年以上应收账款 12.15 亿元均为应收滨江开发区管委会的代建工程款，根据相关政府文件，公司应收各级政府部门款项将在未来几年内逐步收回，坏账风险较小。2015 年~2017 年末，公司存货分别为 28.03 亿元、30.35 亿元和 22.83 亿元，随着公司近几年工程项目建设情况变化而发生变化，2017 年末，公司存货主要系公司土地开发整理以及工程建设成本；同期，公司货币资金分别为 21.39 亿元、27.38 亿元和 20.79 亿元，其中 2017 年末公司受限货币资金 3.00 亿元，系银行承兑汇票保证金。

非流动资产方面，2015 年~2017 年末，公司非流动资产分别为 13.81 亿元、16.71 亿元和 18.06 亿元，主要由长期股权投资和投资性房地产构成。2015 年~2017 年末，公司长期股权投资分别为 6.78 亿元、6.84 亿元和 6.84 亿元，主要为对江宁区其他平台企业的股权投资；同期末公司投资性房地产分别为 6.61 亿元、6.05 亿元和 7.12 亿元，主要为成本模式计量的出租房屋及建筑物，各期账面价值变化较小。

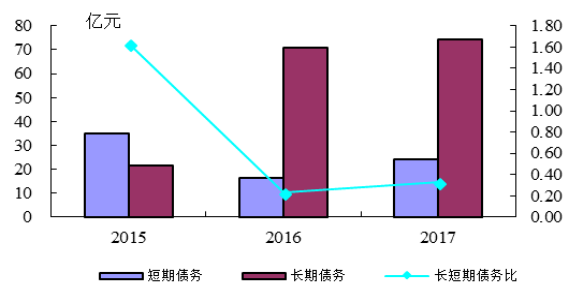
负债方面，2015 年~2017 年末，公司总负债分别为 84.99 亿元、93.59 亿元和 103.40 亿元。因公司从流动资金贷款转向长期资金融资，非流动负债比重波动增加。2015 年~2017 年末，公司流动负债分别为 63.57 亿元、22.95 亿元和 28.93 亿元，占总负债比重分别为 74.79%、24.52%和 27.98%，主要由一年内到期的非流动负债、应付票据、应付账款、短期借款构成。2015 年~2017 年末，公司一年内到

期的非流动负债分别为 16.01 亿元、10.22 亿元和 11.27 亿元，2017 年末一年内到期的非流动负债均为一年到期的长期借款。同期，公司应付票据分别为 9.47 亿元、5.04 亿元和 3.00 亿元，2017 年末，全部为银行承兑汇票。2015 年~2017 年末，公司应付账款分别为 6.59 亿元、3.77 亿元和 3.12 亿元，随着公司工程款的结算而减少，2017 年末主要为应付账龄一年以内的各项工程款。2015 年~2017 年末，公司短期借款分别为 9.52 亿元、1.10 亿元和 9.93 亿元，2017 年末短期借款包括保证借款 1.63 亿元和委托贷款借款 8.30 亿元。

2015 年~2017 年末，公司非流动负债分别为 21.42 亿元、70.64 亿元和 74.47 亿元，占负债比重分别为 25.21%、75.48%和 72.02%，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2015 年~2017 年末，公司长期借款分别为 21.15 亿元、34.78 亿元和 38.58 亿元，2017 年末包括保证借款 25.53 亿元和保证及质押借款 13.00 亿元。同期末，公司长期应付款分别为 0.27 亿元、16.00 亿元和 16.00 亿元，2016 年末公司新增对永赢资产管理有限公司的借款 6.00 亿元和对华能贵城信托有限公司的借款 10.00 亿元，此外公司一年内到期的应付金融租赁款已计入一年内到期的非流动负债核算。2016 年末公司新增应付债券 19.86 亿元，包括南京银行理财 3 年期本金 5.00 亿元以及发行的 3 年期“16 南京滨江 PPN001”15.00 亿元。

2015 年~2017 年末，公司总债务分别为 56.42 亿元、87.00 亿元和 98.67 亿元。从债务结构来看，2015 年~2017 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 1.63 倍、0.23 倍和 0.32 倍，2016 年末公司债务结构已转变为以长期债务为主，更符合公司工程建设周期长的业务特点。

图 5：2015 年~2017 年公司债务结构

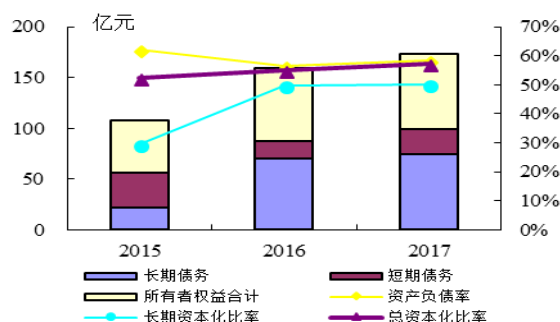


资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

近年来，受益于滨江开发区管委会的拨款注入、上海信托增资以及业务利润的积累，公司所有者权益持续增长。2015 年~2017 年末，公司所有者权益分别为 51.71 亿元、71.75 亿元和 74.13 亿元。2015 年~2017 年末，公司实收资本分别为 18.00 亿元、23.00 亿元和 23.00 亿元，资本公积分别为 21.38 亿元、34.27 亿元和 34.72 亿元，2016 年因上海信托增资，公司实收资本和资本公积分别增加 5.00 亿元和 12.50 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司所有者权益合计 74.51 亿元，较上年末增加 0.38 亿元，账面价值变化较小。

在所有者权益增长的带动以及融资规模的变化影响下，公司资产负债率呈现一定的波动，2015 年~2017 年末公司资产负债率分别为 62.17%、56.60%和 58.24%；同期，公司总资本化比率分别为 52.18%、54.80%和 57.10%。另外，关于上海信托的增资，根据增资相关协议，该信托计划到期后由江宁国资负责回购上海信托所持股权及其独享的资本公积，回购分两期进行，第一期回购金额 9.5 亿元，回购期限为 5 年，持股比例 11.8%，第二期回购金额 8 亿元，回购期限为 10 年，持股比例 9.94%，中诚信证评将关注后续回购情况。

图 6：2015 年~2017 年公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总的来看,随着公司业务规模的稳步扩张,近年来公司资产规模持续扩大,同时,公司对债务规模的较好控制使得负债水平较为稳定,且债务结构有所优化。另外,受益于股东支持和利润累积,公司所有者权益也实现了稳步增长。

盈利能力

公司营业收入主要来源于工程建设收入,此外,2015年公司新增了安置房维护和滨江中心产业区内道路养护等公共服务以及租赁和场地配套设施服务收入。2015年~2017年,公司营业总收入分别为12.10亿元、12.81亿元和12.78亿元;其中工程建设收入分别为10.49亿元、10.70亿元和10.83亿元,各期收入规模相对稳定;2015年~2017年,公司安置房维护收入分别为0.21亿元、0.50亿元和

0.49亿元,此外滨江中心产业相关业务收入以及其他收入包括租赁、场地配套设施服务以及自来水等为公司提供了多样化的收入来源。

从毛利率水平来看,2015年~2017年,公司主营业务毛利率分别为11.13%、-18.42%和10.19%。2016年综合毛利率为负,主要是因为2016年安置房开始进行销售,其建设成本大幅高于居民以房换房价格,当年安置房建设业务毛利率为-67.90%。滨江开发区相关养护业务毛利率持续下降,主要系该业务采取包干模式,收入较为确定,但成本支出存在较大不确定性且近年来人工成本不断上涨所致。2017年因无安置开发建设,公司综合毛利率恢复2015年水平,且各业务毛利率相对稳定。

表 7: 2015 年~2017 年公司主营业务收入、毛利率情况 (亿元、%)

业务板块		2015		2016		2017	
		收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
工程建设	城市基础设施	1.24	5.66	-	-	5.69	5.50
	土地一级开发	9.26	5.66	5.93	5.66	5.14	5.50
	安置房建设	-	-	4.77	-67.90	-	-
	小计	10.50	5.66	10.70	-27.11	10.83	5.50
安置房相关维护	安置房维护	0.21	45.02	0.50	9.06	0.49	37.34
滨江中心产业相关业务	道路养护	0.23	39.64	0.29	25.90	0.43	19.34
	雨污管网及泵站维护	0.10	96.61	0.16	21.13	0.02	26.81
	路灯维护	0.03	89.23	0.04	34.45	0.02	55.91
	绿化养护	0.11	34.77	0.25	10.67	0.11	10.71
	小计	0.47	54.55	0.74	20.42	0.58	19.53
其他主营业务	租赁	0.35	-5.99	0.33	0.34	0.34	0.69
	场地配套设施服务	0.33	100	0.31	100.00	0.33	94.49
	自来水	0.15	2.43	0.16	-22.17	0.16	32.70
	物业费	0.01	100.00	0.01	100.00	0.01	100.00
	小计	0.84	-	0.81	-	0.84	-
主营业务合计		12.02	10.57	12.75	-18.93	12.74	9.95
其他业务收入		0.09	89.99	0.06	99.07	0.04	98.03
营业总收入合计		12.11	11.13	12.81	-18.42	12.78	10.19

注:表中尾数差异为四舍五入造成。

资料来源:公司财务报告,中诚信证评整理

2015年~2017年,公司的期间费用分别为0.39亿元、0.32亿元和0.48亿元,主要由管理费用构成,同时公司全部利息支出资本化且每年均有利息收入致使财务费用持续为负。2015年~2017年,公司三费收入占比分别为3.26%、2.53%和3.75%,处于

较低水平。

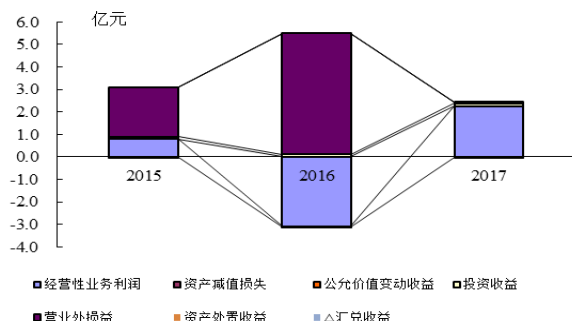
表 8：2015 年~2017 年公司期间费用分析（亿元）

	2015	2016	2017
销售费用	-	-	-
管理费用	0.43	0.54	0.65
财务费用	-0.03	-0.22	-0.17
三费合计	0.39	0.32	0.48
营业总收入	12.10	12.81	12.78
三费收入占比	3.26%	2.53%	3.75%

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润和营业外损益构成。2015 年~2017 年，公司利润总额分别为 3.09 亿元、2.38 亿元和 2.40 亿元；其中经营性业务利润分别为 0.78 亿元、-3.09 亿元和 2.26 亿元，2016 年受安置房业务亏损的影响，公司经营性业务利润为负。同期，公司营业外损益分别为 2.21 亿元、5.39 亿元和 0.06 亿元，其中 2016 年增加较大主要原因系公司将安置房差价补贴计入营业外收入科目核算所致，2017 年大幅减少主要原因系会计准则变更将与经营活动相关的财政补助 1.50 亿元计入“其他收益”科目，纳入经营性业务利润核算所致。

图 7：2015 年~2017 年公司利润总额构成分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，公司营业收入主要来自于工程建设业务，此外近年来公司新增了部分市场化业务，收入来源更加多样化，但目前规模较小。公司期间费用控制较好，但公司利润总额主要来源于政府补贴，整体盈利能力有待提高。

偿债能力

近年来，公司债务规模持续增加，截至 2017 年末，公司总债务 98.67 亿元，其中短期债务和长期债务分别为 24.20 亿元和 74.47 亿元。2016 年末公司总债务规模上升，主要系当期公司发行债券、并进行信托和资管借款所致。

从偿债指标来看，2015 年~2017 年，公司总债务/EBITDA 分别为 16.23 倍、31.74 倍和 35.82 倍，EBITDA 利息保障倍数分别为 0.54 倍、0.45 倍和 0.55 倍，EBITDA 对总债务本息的不能形成有效覆盖。同期，公司经营活动净现金流/总债务分别为 0.15 倍、-0.42 倍和 -0.14 倍，经营活动净现金流利息保障倍数分别为 1.31 倍、-6.02 倍和 -2.71 倍，2016 年和 2017 年公司经营活动现金流持续为负，不能覆盖债务本息。

表 9：2015 年~2017 年公司偿债能力分析

	2015	2016	2017
短期债务（亿元）	35.00	16.36	24.20
长期债务（亿元）	21.42	70.64	74.47
总债务（亿元）	56.42	87.00	98.67
EBITDA（亿元）	3.48	2.74	2.75
经营活动净现金流（亿元）	8.43	-36.32	-13.64
总债务/EBITDA（X）	16.23	31.74	35.82
经营活动净现金流/总债务（X）	0.15	-0.42	-0.14
EBITDA 利息保障系数（X）	0.54	0.45	0.55
经营活动净现金流利息保障系数（X）	1.31	-6.02	-2.71

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从债务到期分布来看，2018 年~2020 年公司到期债务分别为 20.90 亿元、15.02 亿元和 12.87 亿元，其中 2018 年到期债务规模较大，考虑公司货币资金相对充足，偿债压力尚可。

表 10：截至 2017 年末公司债务到期情况（亿元）

	2018	2019	2020
到期债务	20.90	15.02	12.87

注：上表中债务统计口径中，不包含非敞口应付票据，含一级债务（即信托借款中的劣后金）

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

银行授信方面，截至 2017 年末，公司银行授信总额度为 108.52 亿元，已使用 92.38 亿元，剩余授信额度 16.14 亿元，备用流动性一般。

受限资产方面，截至 2017 年末，公司受限资产总计 18.59 亿元，占总资产比重为 10.47%。

或有负债方面，截至 2017 年末，公司对外担保余额共计 56.27 亿元，占净资产比重为 75.91%。虽然担保对象均为江宁区内其他投融资主体，但较大规模的对外担保使得公司面临一定代偿风险。

表 11：截至 2017 年末公司对外担保情况（亿元）

被担保企业	企业性质	担保余额
南京江宁滨江新城开发建设有限公司	国有	21.32
南京江宁新济建设实业发展有限公司	国有	19.40
南京江宁科学园发展有限公司	国有	7.70
南京农副产品物流配送中心有限公司	国有	4.00
南京江宁滨江物流有限公司	国有	2.20
南京市江宁交通发展集团有限公司	国有	1.60
南京滨江科创投资有限公司	国有	0.04
南京江宁开发区城市开发建设有限公司	国有	0.01
合计		56.27

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

担保主体概况

本期债券由南京江宁城市建设集团有限公司（简称“江宁城建”）提供全额不可撤销的连带责任保证担保。

江宁城建前身为南京江宁建设发展有限公司，于 2006 年 1 月 24 日由江宁国资和江宁区国资办共同出资设立，注册资本 1 亿元。2011 年 12 月 23 日，根据南京市江宁区人民政府《关于组建南京江宁城市建设集团的批复》（江宁政复[2011]67 号），组建南京江宁城市建设集团有限公司，并于 2012 年 2 月 18 日完成工商变更。截至 2017 年末，江宁城建注册资本为 15 亿元，江宁区国资办与江宁国资对江宁城建持股比例分别为 99.93%和 0.07%。根据江宁区国资委确定的发展战略，江宁城建重点负责江宁区核心城区的旧城改造、城市基础设施建设、保障性住房建设、水务业务等，是江宁区重要的投资建设主体。经中诚信证评评定，南京江宁城市建设集团有限公司主体信用等级为 AA⁺。

截至 2017 年末，江宁城建资产总额为 363.41 亿元，所有者权益合计为 130.89 亿元，资产负债率为 63.98%；2017 年，江宁城建实现营业总收入 13.63 亿元，净利润 4.57 亿元，经营活动净现金流 0.39 亿元。

综上，中诚信证评认为，江宁城建是江宁区重要的国有资产运营主体，代建业务和水务业务在江宁区处于垄断地位，收入和利润持续增长。同时，

考虑到江宁区政府在政策及资金等诸多方面给予的有力支持以及南京市江宁区快速增长的区域经济和较强的地区财政实力为江宁城建发展提供的良好外部环境，因此，江宁城建对本期债券还本付息起到有力担保作用。

总体来看，公司作为江宁区重要的投融资及开发建设主体，肩负着滨江开发区基础设施建设、园区开发和招商引资的重要任务，公司发展得到滨江开发区管委会及江宁区政府在税收分成、土地出让、应收账款偿还等方面的大力支持。但未来公司在土地开发、安置房建设等方面的投资规模较大，公司将面临一定的资本支出压力，此外，公司应收款项规模较大，资产整体流动性较弱，以及面临对外担保所带来的潜在风险。

结 论

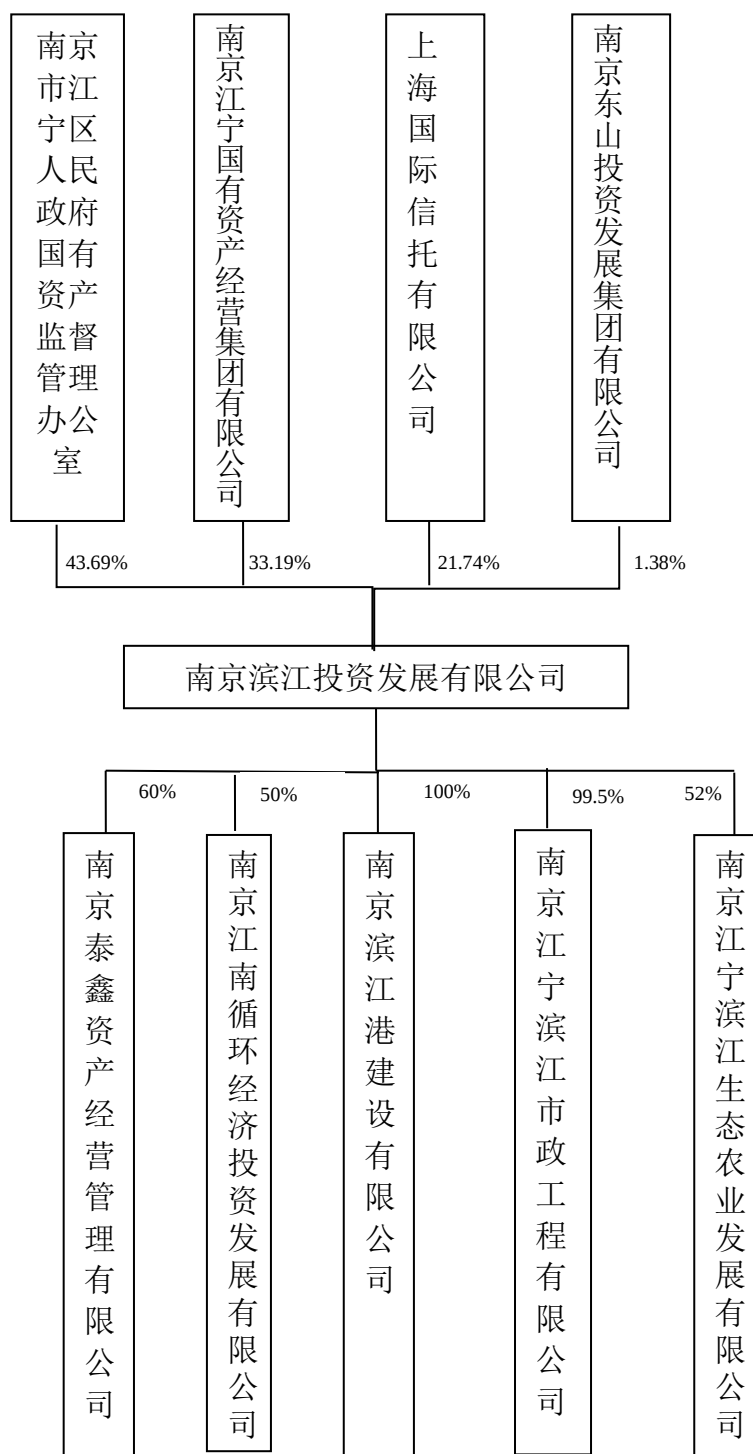
综上，中诚信证评评定南京滨江投资发展有限公司的主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；评定“2018 年南京滨江投资发展有限公司公司债券”债项的信用等级为 AA⁺，该级别充分考虑江宁城建提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本期债券还本付息的保障作用。

关于2018年南京滨江投资发展有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据评级行业惯例、监管部门以及公司评级制度的相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，保留对本期债券的信用风险进行持续跟踪、进行定期和不定期跟踪评级，据以决定是否调整本期债券信用等级的权利。

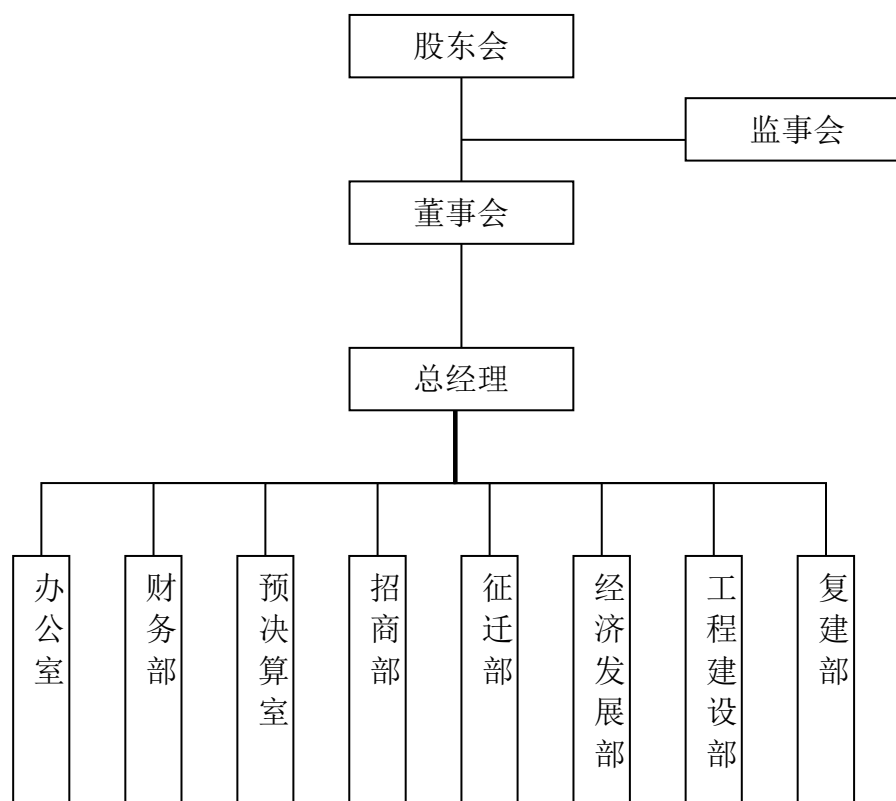
同时，中诚信证评亦保留对外公开披露定期和不定期跟踪评级报告及评级结果的权利。

附一：南京滨江投资发展有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：南京滨江投资发展有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：南京滨江投资发展有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	213,902.39	273,838.59	207,887.49
应收账款	403,399.60	359,387.75	361,083.73
其他应收款	261,807.69	492,007.36	715,607.12
存货	280,344.96	303,506.41	228,295.23
可供出售金融资产	2,970.00	2,148.85	4,519.60
长期股权投资	67,841.67	68,392.30	68,428.81
在建工程	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.00	0.00	0.00
总资产	1,366,999.30	1,653,402.74	1,775,297.99
其他应付款	211,185.31	15,073.34	8,841.22
短期债务	349,975.70	163,614.76	242,000.00
长期债务	214,209.63	706,429.75	744,663.25
总债务	564,185.33	870,044.51	986,663.25
总负债	849,860.93	935,908.51	1,034,005.88
费用化利息支出	0.00	0.00	54.98
资本化利息支出	64,239.80	60,327.97	50,269.53
实收资本	180,000.00	230,000.00	230,000.00
少数股东权益	117.16	1,628.39	1,636.52
所有者权益合计	517,138.38	717,494.23	741,292.11
营业总收入	121,011.26	128,106.34	127,804.87
经营性业务利润	7,841.43	-30,940.91	22,566.49
投资收益	1,031.48	1,094.66	1,210.74
营业外收入	22,142.50	54,075.70	675.60
净利润	29,078.04	23,855.86	23,797.88
EBIT	30,904.16	23,824.27	24,070.88
EBITDA	34,763.78	27,415.76	27,547.20
销售商品、提供劳务收到的现金	109,293.89	172,738.63	126,695.92
收到其他与经营活动有关的现金	265,964.75	155,145.57	119,149.65
购买商品、接受劳务支付的现金	60,436.89	161,246.18	62,996.53
支付其他与经营活动有关的现金	227,718.00	518,632.52	308,124.79
吸收投资收到的现金	3,925.02	178,980.00	4,480.00
资本支出	7,656.09	5,547.15	1,500.31
经营活动产生现金净流量	84,332.17	-363,213.54	-136,351.59
投资活动产生现金净流量	-9,955.36	-41,681.47	-16,065.22
筹资活动产生现金净流量	-24,391.80	464,831.21	86,465.71

财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率 (%)	11.13	-18.42	10.19
三费收入比 (%)	3.26	2.53	3.75
应收类款项/总资产 (%)	48.66	51.49	60.65
收现比 (X)	0.90	1.35	0.99
总资产收益率 (%)	2.44	1.58	1.40
流动比率 (X)	1.93	6.48	5.51
速动比率 (X)	1.49	5.15	4.72
资产负债率 (%)	62.17	56.60	58.24
总资本化比率 (%)	52.18	54.80	57.10
长短期债务比 (X)	1.63	0.23	0.32
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.15	-0.42	-0.14
经营活动净现金流/短期债务 (X)	0.24	-2.22	-0.56
经营活动净现金流/利息支出 (X)	1.31	-6.02	-2.71
总债务/EBITDA (X)	16.23	31.74	35.82
EBITDA/短期债务 (X)	0.10	0.17	0.11
货币资金/短期债务 (X)	0.61	1.67	0.86
EBITDA 利息倍数 (X)	0.54	0.45	0.55

注：1、公司各期财务报表均按新会计准则编制；2、在计算总债务时，将滨江投资长期应付款科目下的融资租赁借款纳入长期债务核算。

附四：南京江宁城市建设集团有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	570,183.23	771,537.59	582,277.72
应收账款	56,500.63	76,688.04	68,951.40
其他应收款	114,263.37	215,063.58	262,654.41
存货	1,329,542.42	1,579,633.81	1,713,636.43
可供出售金融资产	14,921.26	14,921.26	14,921.26
长期股权投资	8,692.87	8,785.11	26,441.81
在建工程	239,402.64	265,202.35	295,845.24
无形资产	85,839.47	92,926.12	164,832.50
总资产	2,942,251.18	3,533,171.85	3,634,112.82
其他应付款	253,996.62	216,747.75	139,325.87
短期债务	1,021,583.00	713,012.50	645,396.27
长期债务	432,795.00	1,190,254.84	1,377,131.25
总债务	1,454,378.00	1,903,267.34	2,022,527.52
总负债	1,872,441.98	2,354,299.31	2,325,210.86
费用化利息支出	8,453.62	10,943.80	12,782.00
资本化利息支出	44,132.70	75,753.43	88,548.38
实收资本	150,000.00	150,000.00	150,000.00
少数股东权益	26,771.39	26,999.45	8,793.22
所有者权益合计	1,069,809.20	1,178,872.53	1,308,901.95
营业总收入	97,919.07	123,213.08	136,270.96
经营性业务利润	30,092.93	40,854.34	53,716.52
投资收益	0.00	92.24	140.70
营业外收入	4,254.98	6,094.79	4,896.33
净利润	26,994.76	37,390.60	45,742.53
EBIT	42,616.24	57,494.41	70,108.37
EBITDA	62,988.48	84,056.74	94,906.44
销售商品、提供劳务收到的现金	84,769.61	103,025.67	162,622.30
收到其他与经营活动有关的现金	490,703.73	152,824.57	224,452.43
购买商品、接受劳务支付的现金	113,052.39	223,063.68	292,286.03
支付其他与经营活动有关的现金	473,608.46	285,412.21	72,891.11
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	660.00
资本支出	38,365.94	45,104.19	47,713.18
经营活动产生现金净流量	-20,816.86	-273,052.99	3,921.29
投资活动产生现金净流量	-46,365.94	-45,104.19	-63,697.27
筹资活动产生现金净流量	41,242.59	563,927.38	59,056.13

财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率 (%)	63.18	62.00	63.06
三费收入比 (%)	29.29	26.25	27.16
应收类款项/总资产 (%)	5.80	8.26	9.12
收现比 (X)	0.87	0.84	1.19
总资产收益率 (%)	1.50	1.78	1.96
流动比率 (X)	1.53	2.40	2.92
速动比率 (X)	0.58	0.99	1.06
资产负债率 (%)	63.64	66.63	63.98
总资本化比率 (%)	57.62	61.75	60.71
长短期债务比 (X)	2.36	0.60	0.47
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.01	-0.14	0.00
经营活动净现金流/短期债务 (X)	-0.02	-0.38	0.01
经营活动净现金流/利息支出 (X)	-0.40	-3.15	0.04
总债务/EBITDA (X)	23.09	22.64	21.31
EBITDA/短期债务 (X)	0.06	0.12	0.15
货币资金/短期债务 (X)	0.56	1.08	0.90
EBITDA 利息倍数 (X)	1.20	0.97	0.94

注：1.公司各期财务报告均按新准则编制；2.在计算总债务时，将公司其他流动负债和其他应付款中的有息负债纳入短期债务核算，长期应付款中的有息负债纳入长期债务核算。

附五：基本财务指标的计算公式

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+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

营业成本合计=营业成本+利息支出+手续费及佣金收入+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用+其他收益

营业毛利率=（营业总收入-营业成本合计）/营业总收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

EBIT（息税前盈余）=利润总额+费用化利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

应收类款项/总资产=（应收账款+其他应收款+长期应收款）/总资产

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

现金比率=（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）/流动负债

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益合计）

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（费用化利息支出+资本化利息支出）

附六：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
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，安全性易受不利环境变化的影响。
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。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。