

信用等级通知书

东方金诚债评字 [2018]249 号

连云港祥云投资有限公司：

受贵公司委托，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司的信用状况进行了综合分析，评定贵公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定；同时对贵公司拟发行的“2019 年连云港祥云投资有限公司公司债券”的信用状况进行了综合分析，评定本期债券的信用等级为 AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司
二零一八年六月二十五日



信用等级公告

东方金诚债评字 [2018]249 号

东方金诚国际信用评估有限公司通过对连云港祥云投资有限公司和其拟发行的“2019 年连云港祥云投资有限公司公司债券”信用状况进行综合分析和评估，确定连云港祥云投资有限公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，本期债券信用等级为 AA+。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一八年六月二十五日



信用评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与连云港祥云投资有限公司构成委托关系外，东方金诚、评级人员与连云港祥云投资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。
- 东方金诚与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，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。
- 本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚城市基础设施建设公司评级方法》，该信用评级方法发布于 <http://www.dfratings.com>。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由连云港祥云投资有限公司提供，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对其真实性及完整性提供了保证。
- 本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受连云港祥云投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响。
- 本信用评级报告仅用于为投资人和发行人等相关方提供第三方意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资人应审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。
- 2019 年连云港祥云投资有限公司公司债券信用等级自发行日至到期兑付日有效；同时东方金诚将在评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。
- 本信用评级报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

东方金诚国际信用评估有限公司

2018 年 6 月 25 日

2019 年连云港祥云投资有限公司 公司债券信用评级报告

报告编号：东方金诚债评字【2018】249 号

评级结果

主体信用等级：AA-

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AA+

债券概况

本期债券发行额：4.5 亿元

本期债券期限：7 年

偿还方式：每年付息一次、分期偿还本金

增信方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

保证人/主体信用等级：重庆进出口融资担保有限公司/AA+

评级时间

2018 年 6 月 25 日

评级小组负责人

高 路

评级小组成员

齐剑初 赵 迪

邮箱：dfjc-gy@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街
83 号德胜国际中心 B 座 7 层
100088

评级观点

东方金诚认为，近年来江苏省灌云县经济保持较快发展，经济实力较强；江苏灌云经济开发区（以下简称“灌云经开区”）经济实力不断增强，形成了现代装备制造业、农机制造业、轻纺和电子电器等四大主导产业，未来发展潜力较大；连云港祥云投资有限公司（以下简称“公司”）作为灌云经开区重要的基础设施建设主体，从事的基础设施建设和土地开发整理业务具有较强的区域专营性，在增资、资产划拨和财政补贴等方面得到了股东的有力支持。

同时，东方金诚也关注到，公司在建及拟建基础设施项目投资规模较大，可能面临一定的筹资压力；公司资产负债中变现能力较弱的存货、应收账款和其他应收款占比较大，资产流动性较差；近两年公司经营性和投资性净现金流持续为负，资金来源对筹资活动的依赖较大。

重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“重庆进出口担保”）综合财务实力很强，对本期债券本息到期兑付提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保具有很强的增信作用。

东方金诚评定公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定。基于对公司主体信用及本期债券偿付保障措施的分析 and 评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为 AA+，该级别反映了本期债券具备很强的偿还保障，到期不能偿还的风险很低。

评级结果

主体信用等级：AA-

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AA+

债券概况

本期债券发行额：4.5 亿元

本期债券期限：7 年

偿还方式：每年付息一次、分期偿还本金

增信方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

保证人/主体信用等级：重庆进出口融资担保有限公司/AA+

评级时间

2018 年 6 月 25 日

评级小组负责人

高 路

评级小组成员

齐剑初 赵 迪

邮箱：dfjc-gy@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街
83 号德胜国际中心 B 座 7 层
100088

主要数据和指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（万元）	271161.92	352531.05	441123.55
所有者权益（万元）	202548.78	226823.35	269937.49
全部债务（万元）	56183.14	92361.58	128885.49
营业收入（万元）	56288.91	61544.26	70517.54
利润总额（万元）	9830.55	12390.28	14411.83
EBITDA（万元）	11906.84	15818.61	17826.89
营业利润率（%）	17.78	15.13	14.76
净资产收益率（%）	3.61	4.31	4.34
资产负债率（%）	25.30	35.66	38.81
全部债务资本化比率（%）	21.71	28.94	32.32
流动比率（%）	713.80	363.48	399.48
全部债务/EBITDA（倍）	4.72	5.84	7.23
EBITDA 利息倍数（倍）	2.45	3.52	2.50
EBITDA/本期债券摊还额（倍）	1.32	1.76	1.98

注：表中数据来源于 2014 年~2016 年三年连审及 2017 年度公司合并财务报表。
本期债券摊还额为分期偿还的本金金额，即 0.90 亿元。

优势

- 灌云县经济实力较强，近年来灌云经开区经济实力不断增强，形成了现代装备制造业、农机制造业、轻纺和电子电器等四大主导产业，未来发展潜力较大；
- 公司作为灌云经开区重要的基础设施建设主体，从事的基础设施建设和土地开发整理业务具有较强的区域专营性；
- 公司在增资、资产划拨和财政补贴等方面得到了股东的有力支持；
- 重庆进出口担保综合财务实力很强，对本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保具有很强的增信作用。

关注

- 公司在建及拟建基础设施项目投资规模较大，可能面临一定的筹资压力；
- 公司资产中变现能力较弱的存货、应收账款和其他应收款占比较大，资产流动性较差；
- 近两年公司经营性和投资性净现金流持续为负，资金来源对筹资活动的依赖较大。

主体概况

连云港祥云投资有限公司（以下简称“祥云投资”或“公司”）是由江苏灌云经济开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）出资于 2007 年 6 月组建的有限责任公司，初始注册资本为人民币 500 万元。历经多次增资及股权变更，截至 2017 年末，公司注册资本和实收资本均为人民币 80000 万元，其中经开区管委会持股比例为 99.48%，连云港顺腾农业发展有限公司（以下简称“顺腾农业”）持股比例为 0.52%。公司控股股东和实际控制人为经开区管委会。

公司是江苏灌云经济开发区（以下简称“灌云经开区”）内重要的基础设施建设主体，主要从事灌云经开区内的基础设施建设及土地开发整理等业务。

截至 2017 年末，公司纳入合并范围的子公司共有 3 家，具体情况见表 1。

表 1：截至 2017 年末纳入合并范围子公司情况

单位：万元、%

公司名称	公司简称	实收资本	持股比例	取得时间	取得方式
灌云县清源水务有限公司	清源水务	3200.00	100.00	2008 年 9 月 3 日	发起设立
灌云县云海新技术创业园有限公司	云海公司	5000.00	100.00	2011 年 2 月 15 日	发起设立
连云港祥云人力资源有限公司	祥云人力	200.00	100.00	2014 年 12 月 8 日	发起设立

资料来源：公司提供，东方金诚整理

本期债券主要条款及募集资金用途

本期债券主要条款

公司拟发行 4.5 亿元的 2019 年连云港祥云投资有限公司公司债券（以下简称“本期债券”）。本期债券为 7 年期固定利率债券，面值 100 元，按面值发行。本期债券设置本金提前偿付条款，公司将在本期债券存续期的第 3 年末至第 7 年末每年按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，后 5 期利息随本金的兑付一起支付。

重庆进出口融资担保有限公司¹（以下简称“重庆进出口担保”）为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

募集资金用途

本期债券募集资金中，2.7 亿元拟用于灌云县中小企业园标准化厂房四期项目（以下简称“募投项目”）建设，剩余资金拟用于补充营运资金。

募投项目位于灌云经开区中小企业园内，规划总用地面积 187.95 亩，总建筑面积 18.75 万平方米，包括标准化工业用房 12.00 万平方米，仓库 2.00 万平方米，商业配套用房 0.80 万平方米，停车场及厂区道路 1.20 万平方米、绿化 2.38 万平方米。募投项目的建设对于完善灌云经开区基础设施配套，促进园区招商引资方面

¹ 重庆进出口融资担保有限公司，原名“重庆进出口信用担保有限公司”，2018 年 6 月 8 日变更为现用名。

具有重要作用。

募投项目已获得灌云县发展和改革委员会、灌云县环境保护局和灌云县国土资源局等相关部门的批准。

表 2：灌云县中小企业园标准化厂房四期项目审批情况

审批单位	审批文件	审批文号
灌云县环境保护局	《关于对连云港祥云投资有限公司灌云县中小企业园标准厂房四期项目环境影响报告表的批复》	灌环表复【2016】044 号
灌云县发展和改革委员会	《关于对连云港祥云投资有限公司灌云县中小企业园标准厂房四期项目节能评估的批复》	灌发改投资【2016】75 号
	《关于灌云县中小企业园标准化厂房四期建设项目可行性研究报告的批复》	灌发改投资【2016】76 号
江苏省维护稳定工作领导小组办公室	《江苏省社会稳定风险评估评审报告表之灌云县中小企业园标准厂房四期建设项目稳评事项》	-
灌云县住房和城乡建设局经济开发区分局	《建设项目选址意见书》	选字第 320723201608005 号
灌云县国土资源局	《关于灌云县中小企业园标准厂房四期建设项目用地的预审意见》	灌国土资规【2016】12 号

资料来源：公司提供，东方金诚整理

募投项目计划总投资 45000.00 万元，其中 27000.00 万元来自于本期债券，其余资金来自公司自筹。截至 2017 年末，公司累计完成投资 4862.79 万元，募投项目建设情况详见表 3。

表 3：截至 2017 年末募投项目实施计划及工程进度表

时间进度	建设内容	工程进度
2016 年 11 月~2017 年 02 月	完成项目建议书和可行性研究报告等前期准备工作	已完成
2017 年 03 月~2018 年 08 月	完成施工图设计，土建，设备订货，配套工程施工	截至 2017 年末，已完成投资 4862.79 万元
2018 年 09 月~2018 年 11 月	考核验收	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

宏观经济与政策环境

宏观经济

2018 年一季度宏观经济开局稳健，工业生产总体稳定，房地产投资超预期，消费拉动力增强有效抵消了净出口下滑对经济增长的影响

一季度宏观经济运行稳健。据初步核算，一季度国内生产总值 198783 亿元，同比增长 6.8%，增速与前两个季度持平，较上年同期下滑 0.1 个百分点。

工业生产总体平稳，利润增速有所回落。1-3 月全国规模以上工业增加值累计同比增长 6.8%，增速较上年全年加快 0.2 个百分点，与上年同期持平。其中，3 月工业增加值同比增长 6.0%，低于上年同期的 7.6%，主因今年春节较晚、企业复工较迟。1-2 月全国规模以上工业企业利润总额同比增长 16.1%，增速较上年全年下滑 4.9 个百分点，与同期 PPI 增速回落态势相一致。受高基数拖累，一季度 PPI

累计同比上涨 3.7%，涨幅较上年全年收窄 3.7 个百分点。

房地产投资超预期，拉动固定资产投资增速小幅走高。1-3 月全国固定资产投资累计同比增长 7.5%，增速较上年全年提高 0.3 个百分点。其中房地产投资同比增长 10.4%，增速较上年全年提高 3.4 个百分点，主因是前期土地购置高位运行带动当期土地购置费和房屋新开工面积增速上扬。基建投资（不含电力）同比增长 13.0%，增速较上年全年下滑 6.0 个百分点，主要受地方政府债务监管及 PPP 规范不断加码影响。制造业投资延续底部钝化，同比增长 3.8%，增速较上年全年下滑 1.0 个百分点，或与企业面临去杠杆压力及社融低增速有关。

消费对经济增长的拉动力增强，居民消费出现边际回暖迹象。一季度消费拉动 GDP 增长 5.3 个百分点，较上季度提高 1.2 个百分点，主因政府消费支出加快。1-3 月社会消费品零售总额累计同比增长 9.8%，增速较上年全年下滑 0.2 个百分点。不过，3 月当月社会消费品零售总额同比增速反弹至 10.1%，特别是金银珠宝、化妆品、家电等可选消费品零售增速回升态势明显，显示季末消费出现边际回暖迹象。受食品价格低基数影响，一季度 CPI 累计同比上涨 2.1%，涨幅较上年全年扩大 0.5 个百分点，但仍处温和区间。

净出口对经济增长的拉动由正转负。以美元计价，1-3 月我国出口额累计同比增长 14.1%，进口额同比增长 18.9%，外贸表现总体强劲。但由于同期货物贸易顺差同比收窄 19.7%，一季度净出口对经济增长的拉动由正转负，拖累当季 GDP 同比增速下降 0.6 个百分点。

东方金诚预计，二季度 GDP 增速仍将继续稳定在 6.8%。其中，投资增速预计稳中趋缓，净出口对经济增长的负向拉动有望减弱。由此，2018 年上半年 GDP 增速也有望达到 6.8%。下半年中美贸易摩擦升级的风险需持续关注，其已成为当前我国宏观经济面临的重要不确定性因素。

政策环境

金融监管力度不减，M2 增速保持低位，社融“回表”趋势明显；央行降准意在优化流动性结构，货币政策仍将保持稳健中性

货币供应量增速保持低位。3 月末，广义货币 (M2) 余额同比增长 8.2%，增速较上年末提高 0.1 个百分点，但较上年同期低 1.9 个百分点，处历史低位附近，表明在严监管继续稳步推进背景下，金融去杠杆效果不断体现。3 月末，狭义货币 (M1) 余额同比增长 7.1%，为 2015 年 7 月以来最低，这主要受房地产市场持续降温影响。

社融回表趋势显著，存量增速创历史新低。一季度，社会融资规模增量为 55800 亿，同比少增 13468 亿；截至 3 月底，社融存量同比仅增长 10.5%，创有历史记录以来新低。主要原因是在严监管整治通道业务和资管嵌套背景下，表外融资受到强力约束。一季度新增人民币贷款保持坚挺，占当季新增社融比重超过八成，反映社融回表趋势显著。此外，受益于市场利率下行，一季度债市融资功能有明显恢复，同比多增 6843 亿元。

一季度央行稳健中性货币政策未变，但边际上略有放松，市场流动性整体较为宽松，货币市场利率中枢下行。展望二季度，央行自 4 月 25 日起下调部分金融机构存款准备金率，释放 4000 亿增量资金，对税期扰动形成对冲，市场流动性将保

持总量平稳。总体上看，此次降准意在优化流动性结构，央行仍将保持稳健中性的货币政策。

一季度税收收入高增，财政支出增速明显回落，财政政策取向保持积极

财政收入保持高增长，财政支出增速显著下行。一季度财政收入累计同比增长 13.6%，增速较上年同期小幅下滑 0.5 个百分点。主要原因是“降费”政策下，非税收入累计同比下降 7.5%。税收收入同比增长 17.2%，增速较上年同期加快 2.6 个百分点，主要源于宏观经济延续稳中向好态势，以及工业品价格处于相对较高水平。一季度财政支出累计同比增长 10.9%，增速较上年同期下滑 10.1 个百分点。与上年相比，今年 3 月财政支出并未明显加码发力，显示在宏观经济开局良好以及经济发展由重速度转向重质量背景下，财政托底意愿不强。

财政政策取向保持积极。2018 年我国财政赤字率下调至 2.6%，较上年降低 0.4 个百分点，但财政政策取向保持积极，主要体现在两个方面：一是 2018 年减税降费政策力度将进一步加大，预计全年减轻企业税费负担 1.1 万亿元。二是综合考虑专项债规模扩大等因素，今年财政支出对实体经济的支持力度不会减弱，并正在向精准扶贫和节能环保等领域倾斜。今年减税效应将在 5 月份以后逐步体现，预计二季度财政收入增速或将回落至个位数；受今年支出进度进一步加快影响，二季度财政支出增速仍将保持较高强度。

综合来看，货币政策和财政政策在二季度将继续为宏观经济结构优化提供适宜的政策环境。

行业及区域经济环境

行业分析

我国城镇化进程处于快速推进的过程中，城市基础设施行业仍存在较大的发展空间；近年来的政府债务清理等政策措施使城投企业面临业务转型压力，但也有利于行业整体的规范化和长期稳定发展

城市基础设施是城市正常运行和健康发展的物质基础，城市基础设施建设是城市发展的关键环节，对于推进城镇化、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率、改善人居环境、促进消费结构升级等起到不可替代的重要作用。

20 世纪 90 年代以来，我国城镇化进程不断加快，城市基础设施投资规模也保持快速增长。1996 年以来我国城镇化率每年均保持 1.0%~1.6% 的增加速度，到 2017 年末已达到 58.52%。1995 年~2016 年，城市市政公用设施建设固定资产投资完成额由 807.60 亿元增长至 17459.97 亿元，年均复合增长率为 29.19%；城市建成区面积由 19264.00 平方公里增长至 54331.47 平方公里，年均复合增长率为 9.02%。

我国城镇化进程仍处于快速推进的过程中。2017 年末 58.52% 的城镇化率与发达国家 80% 的平均水平还存在较大差距。城市基础设施总量不足、标准不高、发展相对滞后等问题仍很突出。如：2002 年至 2016 年，城镇家庭平均每百户拥有的汽车数量从 0.88 辆增加至 35.50 辆，而人均城市道路面积仅从 8.10 平方米增加至 15.80 平方米。整体来看，城市基础设施行业仍存在较大的发展空间。

城市基础设施行业一直受到国家层面的高度关注，政策环境良好。2014年3月国家发改委发布的《国家新型城镇化规划（2014-2020）》，对提高城市可持续发展能力、推动城乡一体化发展等进行了中长期系统规划。2016年发布的“十三五”规划则提出加快新型城镇化步伐、推进城乡发展一体化。2017年12月的中央经济工作会议又强调了要继续扎实推进以人为核心的新型城镇化。

城投企业是地方政府进行基础设施建设的重要主体，近年来的大规模建设投资在促进地方经济社会发展的同时，也使债务出现较快增长。为防范地方政府债务风险，从国发【2014】43号文、新《预算法》，到发改办财金【2018】194号文，中央各部委出台了一系列政策措施清理地方政府债务、规范地方政府举债，明确要求剥离平台公司的政府融资职能。这些政策措施有利于行业的长期稳定发展，但城投企业近期也普遍面临业务转型压力。未来城投企业除了公益性的基础设施建设业务，还将结合地方经济社会发展所需拓展各类经营性业务。

总体来看，随着我国新型城镇化进程的持续推进，未来城市基础设施行业仍存在较大的发展空间。近年来出台的政策措施使城投企业面临业务转型压力，但也有利于行业整体的规范化和长期稳定发展。

地区经济

1. 连云港市

连云港市是江苏省下辖地级市，位于江苏省东北部，东临黄海，西与山东省临沂市、江苏省徐州市和宿迁市毗邻，南与江苏省淮安市、盐城市相连，北与山东省日照市接壤。截至2017年末，连云港市下辖三区（海州区、连云区、赣榆区）、三县（灌南县、东海县、灌云县），总面积7614平方公里，常驻人口451.84万。

近年来，连云港市经济保持较快发展，经济实力很强

连云港市位于我国南北过渡和陆海过渡的交汇点，具有海运、陆运相结合的立体交通优势。铁路方面，连云港市是国际通道新亚欧大陆桥（境内为陇海、兰新铁路）东端桥头堡；公路方面，国家重点建设的沈海、连霍、长深三条高速公路在境内交汇；港口方面，连云港港是长江三角洲地区港口群中重要的集装箱枢纽港和矿石中转枢纽港。

近年来连云港市经济保持快速发展，经济实力稳步增强。2015年~2017年，连云港市实现地区生产总值分别为2160.64亿元、2376.48亿元和2640.31亿元，同比分别增长10.8%、7.8%和7.4%。2017年，连云港市地区生产总值在江苏省13个地级市中位居第12位，经济总量在江苏省各地级市中排名处于下游水平。

表 4：2017 年江苏省各城市主要经济指标情况

单位：亿元、%

城市	地区生产总值 金额	增速	人均地区生 产总值（元）	固定资产投 资	社会消费品零 售总额
苏州市	17300.0	7.1	—	5629.6	5442.8
南京市	11715.1	8.1	141103	6215.2	5604.7
无锡市	10511.8	7.4	160700	4967.5	3458.0
南通市	7734.6	7.8	105903	4959.2	2873.4
常州市	6623.3	8.1	140517	3896.3	2444.0
徐州市	6606.0	7.7	75611	5277.0	2977.0
盐城市	5082.7	6.8	—	4278.5	1806.2
扬州市	5064.9	8.0	112559	3690.9	1494.0
泰州市	4744.5	8.2	102058	3623.3	1254.2
镇江市	4105.4	7.2	128800	2694.4	1366.0
淮安市	3387.7	7.4	69103	2839.6	1197.1
连云港市	2640.3	7.4	58577	2603.6	1038.3
宿迁市	2610.9	7.5	53317	2194.2	781.4

资料来源：江苏省各城市 2017 年国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

经初步统计，2018 年 1~3 月，连云港市完成地区生产总值 566.99 亿元，同比增长 5.5%；完成固定资产投资 534.59 亿元，同比增长 6.6%；规模以上工业增加值同比增长 4.3%。

依托港口优势，连云港市工业和第三产业稳步发展，主要产业发展良好

从产业结构来看，2017 年连云港市三次产业结构由 2015 年的 13.1:44.4:42.5 调整为 11.9:44.7:43.4，以第二产业为主，第三产业占比有所提高。

连云港港作为我国北方重要的煤炭、石油、铁矿石和集装箱枢纽港，为连云港市工业企业提供了便利而经济的原材料及产成品运输渠道，有利于连云港工业经济的发展。近年来，连云港市依托港口优势，以石化、装备制造和冶金为主的工业经济保持较快发展。2015 年~2017 年，连云港市规模以上工业增加值分别为 1156.5 亿元、1302.5 亿元和 1350.4 亿元，同比分别增长 12.9%、9.3%和 8.4%。2017 年，连云港市化学原料和化学制品制造业产值 1097.92 亿元，同比增长 25.4%；黑色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业、农副食品加工业三个行业产值分别达到 504.19 亿元、714.28 亿元、407.46 亿元，同比分别增长 12.6%、17.5%和 15.6%。

近年来，在港口物流、旅游等产业的带动下，连云港市第三产业保持良好发展态势。港口物流方面，连云港港口集疏运条件显著改善，带动港口吞吐量不断增长。2015 年~2017 年，连云港港货物吞吐量分别为 2.11 亿吨、2.21 亿吨和 2.28 亿吨。旅游产业方面，2017 年，连云港接待国内游客 3384.18 万人次，同比增长 12.4%；实现旅游收入 458.82 亿元，同比增长 16.0%。

2. 灌云县

灌云县为连云港市下辖县，位于连云港市南部，东部濒临黄海，南部与连云港市灌南县相邻，西部与宿迁市沭阳县及连云港市东海县为邻。截至 2017 年末，灌云县下辖 10 镇、2 乡和 1 个街道办事处，设有 1 个省级经济技术开发区——江苏

灌云经济开发区，全县总面积 1538 平方公里，常住人口 80.71 万。

灌云县交通较为便利。灌云县境内拥有长深、沈海两条高速公路，204、226、324、236、242 等国省道穿境而过，东部沿海地区拥有 5 条等级航道，辖区内燕尾港是连云港南翼组合港之一。

图 1：灌云县区位图



资料来源：公开资料，东方金诚整理

近年来，灌云县经济保持较快发展，产业结构有所优化，经济实力较强

近年来，灌云县经济保持增长，经济实力稳步提高。2015 年~2017 年，灌云县地区生产总值分别为 300.13 亿元、328.66 亿元和 366.44 亿元，同比分别增长 10.6%、8.2%和 7.3%。

表 5：2015 年~2017 年灌云县主要经济指标

单位：亿元、%

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	300.13	10.6	328.66	8.2	366.44	7.3
工业增加值	101.23	12.4	109.30	10.10	124.54	8.70
社会消费品零售总额	106.57	12.3	119.45	12.1	133.12	11.40
进出口总额（亿美元）	1.98	12.3	2.33	17.9	133.12	11.40
三次产业结构	19.9: 44.5: 35.6		19.5: 43.5: 37.0		18.0: 44.3: 37.7	

资料来源：公开资料，东方金诚整理

2017 年，灌云县地区生产总值在连云港市下辖的 6 个区县排名第 3 位。

表 6：2017 年连云港市各县（区）主要经济指标情况

单位：亿元、%

城市	地区生产总值		固定资产投资	社会消费品零售总额
	金额	增速		
赣榆区	560.00	7.5	421.00	193.00
东海县	480.00	7.6	-	197.00
灌云县	366.44	7.3	339.63	133.12
海州区	348.21	7.5	412.04	281.41
灌南县	335.00	7.0	-	-
连云区	136.40	7.5	-	80.7

资料来源：公开资料，东方金诚整理

近年来，灌云县临海化工、装备制造等支柱产业发展良好，第三产业发展较快

从产业结构来看，灌云县以第二产业为主，但第二产业占比逐年下降，第三产业占比逐年提高。2017 年，灌云县三次产业结构由 2015 年的 19.9：44.5：35.6 调整为 18.0：44.3：37.7。

灌云县第一产业近年来发展良好。2015 年～2017 年，灌云县分别完成第一产业增加值 59.81 亿元、64.10 亿元和 66.13 亿元，同比分别增长 3.9%、2.5%和 2.0%；2017 年，全县新增高效农业面积 5 万亩，高效渔业 1 万亩。

近年来，灌云县工业发展迅速，形成了临海化工、装备制造、轻工纺织、清洁能源等四大支柱产业。2015 年～2017 年，灌云县工业增加值分别为 101.23 亿元、109.30 亿元和 124.54 亿元，同比分别增长 12.4%、10.1%和 8.7%。2016 年，灌云县临海化工、装备制造、轻工纺织、新能源等四大产业实现产值合计 659.2 亿元，同比增长 22.0%。2017 年，灌云县规模以上工业增加值同比增长 9.2%；规模以上工业企业实现主营业务收入 783.6 亿元，同比增长 14.9%。

近年来，灌云县相继出台《引进高层次创新创业暨急需人才办法（试行）》、《鼓励投资汽车 4S 店优惠政策规定》、《关于进一步加快发展现代服务业的意见》、《关于加快养老服务业发展的实施意见》等一系列政策措施，为服务业发展创造宽松环境，第三产业保持较快发展。2015 年～2017 年，灌云县分别完成第三产业增加值 106.80 亿元、121.44 亿元和 138.16 亿元，同比分别增长 12.8%、10.1%和 8.7%。

3. 江苏灌云经济开发区

近年来，灌云经开区经济实力不断增强，形成了现代装备制造业、农机制造业、轻纺和电子电器等四大主导产业；随着招商引资的不断推进和园区的逐步开发，灌云经开区未来发展潜力较大

灌云经开区成立于 2003 年 8 月，2006 年 4 月升级为省级开发区。灌云经开区位于灌云县南侧，宁连高速出入口，距灌云县城约 3 公里，紧贴 25 国道、324 省道和 236 国道，交通较为便利。截至 2017 年末，灌云经开区总规划面积 40 平方公里。经开区管委会系灌云县人民政府的派出机构，代灌云县人民政府对灌云经开区行使行政管辖权。

近年来灌云经开区基础设施建设稳步推进，为入园企业提供了良好的外部环境

境。“十二五”期间，灌云经开区累计完成基础设施投入 11.5 亿元，建成了日供水量 10 万吨的自来水厂、20 万平米标准厂房以及主要的市政道路和其他配套设施。2016 年，灌云经开区水利路等道路建成通车，开发区实验学校实现封顶，中小企业园 20 万平米标准厂房投入使用。

伴随基础设施的改善，灌云经开区经济总量不断增长，经济实力不断增强。“十二五”期间，灌云经开区地区生产总值年均增长 16%。2017 年，灌云经开区完成地区生产总值 73.7 亿元，同比增长 16.1%；完成规模以上工业产值 240.1 亿元，同比增长 18.3%。

经过多年的发展，灌云经开区初步形成了以汇九齿轮为代表的现代装备制造业、以银华春翔机械制造有限公司为代表的农机制造业、以鲜禾制鞋、国成服饰为代表的轻纺织业和以新乐电器（江苏）有限公司为代表的电子电器等四大主导产业。2015 年，灌云经开区已入驻企业 156 家，其中规模以上企业 63 家。2016 年，灌云经开区新增规模以上工业企业 9 家，规模以上工业总产值同比增长 20.7%，全区新签约招商引资项目 20 个。其中，投资 5.6 亿元的品品鲜食用菌工厂化生产、投资 3 亿元的维尔特手机触摸屏等项目已开工建设；紫燕食品二期按计划启动。截至 2017 年末，灌云经开区新签约过亿元项目 21 个，新开工过 5000 万元项目 11 个，紫燕食品、维尔特等项目已投产。

总体来看，灌云经开区经济增速较快，随着招商引资的不断推进和园区的逐步开发，灌云经开区经济实力有望进一步增强，未来发展潜力较大。

业务运营

经营概况

公司营业收入及毛利润主要来源于基础设施建设及土地开发整理收入，近三年公司营业收入保持增长，毛利率小幅下降

公司作为灌云经开区重要的基础设施建设主体，主要从事灌云经开区基础设施建设及土地开发整理等业务。

2015 年～2017 年，公司营业收入分别为 56288.91 万元、61544.26 万元和 70517.54 万元，收入规模逐年提高；以基础设施建设收入为主，其占公司营业收入的比重分别为 82.07%、93.98%和 79.56%。土地整理业务是公司营业收入的重要补充。此外，公司还从事厂房出租、自来水供应及设备安装等业务，但相关业务收入规模较小。

表 7：2015 年～2017 年公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况

单位：万元、%

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
基础设施建设 ²	46196.80	82.07	57841.74	93.98	56106.49	79.56
土地整理	8936.11	15.88	2542.83	4.13	13147.00	18.64
其他	1156.01	2.05	1159.69	1.88	1264.05	1.79
营业收入	56288.91	100.00	61544.26	100.00	70517.54	100.00
基础设施建设	7699.47	73.51	9640.29	93.20	9351.08	81.60
土地整理	2357.89	22.51	231.16	2.23	1195.00	10.43
其他	417.26	3.98	471.77	4.56	914.07	7.98
毛利润	10474.62	100.00	10343.22	100.00	11460.15	100.00
基础设施建设	16.67		16.67		16.67	
土地整理	26.39		9.09		9.09	
其他	36.10		40.68		72.31	
毛利率	18.61		16.81		16.25	

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

2015 年～2017 年，公司毛利润分别为 10474.62 万元、10343.22 万元和 11460.15 万元，有所波动。同期，公司毛利率分别为 18.61%、16.81%和 16.25%，小幅下降。

基础设施建设

公司主要从事灌云经开区内的基础设施建设，业务具有较强的区域专营性；公司在建及拟建基础设施项目投资规模较大，面临一定的筹资压力

受经开区管委会委托，公司主要从事灌云经开区道路、水务管网、绿化等基础设施建设，业务具有较强的区域专营性。

公司主要以委托代建的模式实施基础设施建设业务。根据公司与经开区管委会及江苏全泰交通工程公司（以下简称“全泰交通”）、连云港云飞建设工程公司、灌云中祥建筑工程有限公司等国有企业签订委托代建协议，公司承建项目所需资金主要来源于自有资金和外部融资。公司每年度按照经审计的投资成本加成一定的毛利与委托方进行结算，公司将结算款确认为工程建设营业收入并结转相关成本。项目竣工验收后公司将其移交至委托方。此外，本期债券募投项目完工后由公司自主运营，公司主要通过出租收入平衡项目投资成本。

自成立以来，公司完成了灌云县农村公路及公路桥梁改扩建、灌云经开区市政道路改扩建、经开区厂房拆迁和经开区水务管网建设等项目建设。上述项目在改善园区入驻环境，促进园区招商引资方面发挥了重要作用。2015 年～2017 年，公司基础设施建设实现营业收入分别为 46196.80 万元、57841.74 万元和 56106.49 万元，毛利润分别为 7699.47 万元、9640.29 万元和 9351.08 万元，毛利率均为 16.67%。

截至 2017 年末，公司主要的在建基础设施项目包括 204 国道扩建、幸福大道南延项目及本期债券募投项目等。其中，204 国道项目周期较长，期间多次对已完

² 即公司审计报告中“工程建设”。

成路段进行升级改造，导致累计完成投资额超过计划总投资；开发区实验学校项目已完工。除 204 国道扩建工程和开发区实验学校项目外，公司主要在建项目计划投资额合计 22.54 亿元，累计已完成投资 14.33 亿元，尚需投资 8.21 亿元。

表 8：2017 年末公司主要在建项目情况

单位：万元

项目名称	计划投资额	累计已完成投资额	尚需投资额	已确认收入	已回款金额
幸福大道南延项目	20644.71	18088.50	2556.21	14937.68	12480.75
园区纬二路、纬三路等建设项目	20807.86	17054.85	3753.01	14084.08	11094.00
产业大道南延项目	20789.45	16538.05	4251.40	13657.29	11094.00
园区绿化工程	21528.96	9675.94	11853.02	8267.92	7193.76
拆迁安置	27987.65	18848.30	9139.35	10517.79	6003.87
水务管网工程	20398.09	11426.57	8971.52	9906.53	8463.25
204 国道扩建工程	-	101924.79	-	88444.34	72111.02
园区周边道路升级改造工程	48227.65	46768.03	1459.62	39520.06	31895.26
开发区实验学校	-	5346.48	-	6415.78	5501.11
灌云县中小企业园标准化厂房四期项目*	45000.00	4862.79	40137.21	-	-
合计 ³	225384.37	143263.03	82121.34	205751.47	165837.02

资料来源：公司提供，东方金诚整理

注：带*号为本期债券募投项目。

截至 2017 年末，公司拟建项目包括幸福大道、产业大道等景观走廊工程等，计划投资总额 2.00 亿元。公司在建及拟建基础设施项目投资规模较大，面临一定的筹资压力。

表 9：2017 年末公司主要拟建项目情况

单位：亿元

主要工程	计划投资额	工程期间
幸福大道、产业大道等景观走廊工程	1.50	2018~2019
开发区自来水、污水管网建设工程	0.50	2018 年末完工
合计	2.00	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理。

土地整理

公司从事的灌云经开区的土地开发整理业务具有一定的区域专营性，但土地出让易受灌云经开区规划调整和房地产市场波动等因素影响，公司土地开发整理收入的实现存在一定的不确定性

自 2014 年起经开区管委会对灌云经开区整体控制性规划进行调整，对部分园区企业进行搬迁。公司受经开区管委会委托，对搬迁企业腾出的土地进行开发整理。

公司土地开发整理工作具体包括地上建筑物的拆除及土地的平整，资金来源于公司自有资金及外部融资。待土地整理完成后，公司将其交由灌云县国土资源局经

³ 计划投资额、累计已完成投资额和尚需投资额的合计值中不含 204 国道扩建工程和开发区实验学校项目。

济开发区分局（以下简称“经开区国土分局”）出让，出让收入补偿公司土地购买及整理成本后，净收益部分由公司与经开区管委会按各 50%的比例分成。公司将应收的出让金返还款确认为土地开发整理收入。

2015 年~2017 年，公司完成整理并出让的土地面积分别为 69714.00 平方米、142874.00 平方米和 37947.00 平方米，分别确认土地开发整理收入 8936.11 万元、2542.83 万元和 13147.00 万元。土地整理业务受灌云经开区规划调整和房地产市场波动等因素影响很大，公司未来土地开发整理收入的实现具有一定的不确定性。

表 10：2015 年~2017 年公司土地开发整理情况

单位：平方米、万元

年份	地块名称	面积	土地性质	确认收入金额
2015 年	县城 2014-36 号地块	69714.00	商住	8936.11
2016 年	县城 2016-1 号地块	6125.00	工业	2542.83
	县城 2016-2 号地块	3407.00		
	县城 2016-3 号地块	26662.00		
	县城 2016-4 号地块	106680.00		
2017 年	县城 2017-11 号地块	37947.00	商住	13147.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

股东支持

作为灌云经开区重要的基础设施建设主体，公司在增资、资产划拨和财政补贴等方面得到了股东的有力支持

增资方面，2015 年，经开区管委会以货币资金向公司增资 2.00 亿元。2016 年，经开区管委会以货币向公司增资 1.45 亿元。

资产划拨方面，2014 年，经开区管委会将评估价值为 3.96 亿元的厂房和土地资产无偿划拨至公司。2015 年，经开区管委会向公司划拨价值 1.16 亿元的标准化厂房和价值 1.00 亿元的土地资产。同期，经开区管委会向公司拨入投资款 2.36 亿元。2017 年，经开区管委会向公司划拨 3.14 亿元资金。

政府补贴方面，2015 年~2017 年，公司分别获得经开区管委会财政补贴 2072.0 万元、4091.0 万元和 7000.00 万元。

考虑到公司将继续在灌云经开区基础设施建设和土地开发整理领域中发挥重要作用，预计股东未来仍将对公司提供有力的支持。

企业管理

产权结构

截至 2017 年末，公司注册资本和实收资本均为 80000.00 万元，经开区管委会持股比例 99.48%，顺腾农业持股比例为 0.52%。公司实际控制人为经开区管委会。

治理结构

公司设立股东会，是公司的权力机构。

公司不设董事会，设执行董事一人，执行董事由股东会选举和更换，执行董事每届任期三年，任期届满后可连选连任。

公司不设监事会，设监事一名，由股东会选举产生，每届任期三年，任期届满可连选连任。

公司设经理一名，主持公司的日常经营和管理工作，对执行董事负责，组织实施执行董事的决定。

管理水平

公司设立了综合部、财务部、规划部、项目管理部、融资业务部和水利部等职能部门。

内部风险管控方面，公司制定并施行风险识别、评估、预警和控制的系列防范措施，建立了内部经营管理风险控制制度。

在财务管理方面，公司制定了《财务管理制度》、《资金审批制度》等，对财务部的职责、收支管理、资金管理等工作等做了详细的规定。

综合看来，公司建立了必要的治理架构和内部组织结构，能够满足公司管理和发展的需要。

财务分析

财务质量

公司提供了 2014 年~2016 年和 2017 年合并财务报表。亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2014 年~2016 年的合并财务报表进行了三年连审，对公司 2017 年合并报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。

截至 2017 年末，公司纳入合并报表范围的子公司共有 3 家（见表 1），近三年公司合并范围无变化。

资产构成与资产质量

公司资产逐年增长，以流动资产为主，但公司资产中变现能力较弱的存货、应收账款和其他应收款占比较大，货币资金中受限部分占比较高，资产流动性受到一定限制

公司资产总额逐年增长，以流动资产为主。2015 年~2017 年末，公司资产总额分别为 271161.92 万元、352531.05 万元和 441123.55 万元，其中流动资产占比分别为 76.26%、80.38%和 81.48%。

2015 年~2017 年末，公司流动资产分别为 206792.87 万元、283363.83 万元和 359414.50 万元。2017 年末，公司流动资产由存货、其他应收款、应收账款和货币资金构成，四项资产占流动资产的比重分别为 60.26%、17.40%、14.96%和 5.33%。

公司存货主要由基础设施建设成本和待开发土地构成。2015 年~2017 年末，公司存货分别为 154411.40 万元、196606.07 万元和 216590.99 万元。2017 年末，公司存货包括待开发土地 14465.94 万元、投资性房地产建设成本 122451.83 万元、

基础设施建设成本 74211.92 万元及少量原材料。

公司其他应收款主要为与经开区管委会及经开区国有企业的往来款。2015 年~2017 年末，公司其他应收款分别为 10626.03 万元、33622.81 万元和 62527.13 万元。2017 年末，公司其他应收款前五名为单位为经开区管委会、连云港中赛贸易有限公司、灌云中祥建筑工程有限公司、灌云建云建筑工程有限公司和连云港壮志实业有限公司，均为国有企业，前五名单位合计占公司其他应收款的 64.98%。

2015 年~2017 年末，公司应收账款分别为 29194.00 万元、31029.66 万元和 53785.60 万元，占流动资产的比重分别为 14.12%、10.95%和 14.96%，主要为公司基础设施建设应收结算款。

2015 年~2017 年末，公司货币资金分别为 6380.47 万元、10114.77 万元和 19160.50 万元。2017 年末，公司货币资金由库存现金、银行存款和其他货币资金构成。其中，其他货币资金余额 13300.00 万元，全部为使用权受到限制的票据保证金，占公司货币资金的 69.41%。

2015 年~2017 年末，公司非流动资产分别为 64369.05 万元、69167.21 万元和 81709.05 万元。2017 年末，公司非流动资产主要为投资性房地产和固定资产，两项合计占非流动资产的比例为 80.52%。

公司投资性房地产主要为经开区管委会划拨给公司用于出租的标准化厂房和配套公寓等。2015 年~2017 年末，公司投资性房地产分别为 38514.08 万元、40871.20 万元和 43569.04 万元，增长主要系公允价值变动所致。

公司固定资产主要为自建的商务中心大楼、自建的水务管网资产及运输设备等。2015 年~2017 年末，公司固定资产分别为 17669.77 万元、17187.81 万元和 22220.85 万元。2017 年末公司固定资产增长系公司购置房屋及建筑物所致。

截至 2017 年末，公司受限资产总额 42968.23 万元，占资产总额的 9.74%，主要包括用于银行承兑汇票保证金 13300.00 万元、存货中用于抵押的土地使用权 1993.34 万元、投资性房地产中用于抵押的房产 8799.91 万元、固定资产中用于抵押或融资租赁的管网和房产 16666.91 万元、无形资产中用于抵押的土地使用权 2208.20 万元。

资本结构

得益于股东的增资和资产划拨，公司近年来所有者权益大幅增加

2015 年~2017 年末，公司所有者权益分别为 202548.78 万元、226823.35 万元和 269937.49 万元。

2015 年~2017 年末，公司实收资本分别为 50000.00 万元、80000.00 万元和 80000.00 万元，增长主要系经开区管委会对公司增资所致。2015 年~2017 年末，公司资本公积分别为 140407.11 万元、124907.11 万元和 156307.11 万元。2016 年末，公司以资本公积 15500.00 万元转增注册资本，导致资本公积有所下降。2017 年末，经开区管委会划拨投资款 31400.00 万元，导致资本公积有所增加。2015 年~2017 年末，公司未分配利润分别为 10916.48 万元、19697.97 万元和 30202.79 万元。

公司负债规模逐年增加，负债结构变为以流动负债占为主

公司负债总额逐年增长。2015 年~2017 年末，公司负债总额分别为 68613.14 万元、125707.70 万元和 171186.06 万元。其中，流动负债占比分别为 42.22%、62.02% 和 52.56%。公司负债结构变为以流动负债为主。

2015 年~2017 年末，公司流动负债分别为 28970.61 万元、77959.45 万元和 89970.40 万元。2017 年末，公司流动负债主要由其他应付款、应付票据、短期借款和一年内到期的非流动负债构成，四项合计占当期公司流动负债的 86.00%。

2015 年~2017 年末，公司其他应付款分别为 616.08 万元、23352.49 万元和 31704.06 万元。2017 年末，公司其他应付款主要为公司与江苏筑富实业投资有限公司、连云港卓途实业有限公司、连云港沙英喜化工产品销售有限公司等公司形成的往来款，近三年增长较快。

2015 年~2017 年末，公司应付票据分别为 4757.00 万元、1523.00 万元和 23300.00 万元；短期借款分别为 11000.00 万元、22396.00 万元和 16500.00 万元，主要为保证借款；一年内到期的非流动负债分别为 800.00 万元、21300.00 万元和 9149.96 万元。2016 年末，一年内到期的非流动负债大幅增长系公司将 2014 年 11 月发行的 2 亿元“连云港祥云投资有限公司 2014 年中小企业私募债券”（以下简称“14 连祥投”）转入所致。

公司非流动负债主要由长期借款、长期应付款和应付债券构成。2015 年~2017 年末，公司非流动负债分别为 39642.53 万元、47748.25 万元和 81215.66 万元，增长较快。

2015 年~2017 年末，公司长期借款分别为 15276.90 万元、30777.63 万元和 35950.00 万元，逐年增长主要系公司为基础设施建设及往来款筹集资金所致。同期末，公司长期应付款分别为 4349.23 万元、16364.95 万元和 13985.52 万元，全部为应付的融资租赁款，融资对象主要为浙江华铁融资租赁有限公司融资款和苏兴金融租赁股份有限公司。

2015 年~2017 年末，公司应付债券分别为 20000.00 万元、0.00 万元和 30000.00 万元。2015 年末，公司应付债券为公司发行的 20000.00 万元 2 年期“14 连祥投”，已于 2017 年到期偿还；2017 年末，公司应付债券系公司于 2017 年发行 30000.00 万元的 3 年期“连云港祥云投资有限公司 2017 年非公开发行公司债券”（以下简称“17 祥云债”）。

公司有息债务规模逐年增长，随着公司承担基础设施建设和土地开发整理项目的增加，未来资本支出规模可能有所扩大，债务负担将相应上升

公司全部债务以长期有息债务为主，增长较快 2015 年~2017 年末，公司全部债务分别为 56183.14 万元、92361.58 万元和 128885.49 万元，占负债总额的比例分别为 81.88%、73.47%和 75.29%，占比较高。公司全部债务以长期有息债务为主，长期有息债务占全部债务的比例分别为 70.53%、51.04%和 62.02%。

2015 年~2017 年末，公司资产负债率分别为 25.30%、35.66%和 38.81%，全部债务资本化比率分别为 21.71%、28.94%和 32.32%。随着公司承担基础设施建设和土地开发整理项目的增加，未来资本支出规模将有所扩大，债务负担将有所上升。

截至 2017 年末，公司对外担保余额 33350.00 万元，担保比率 12.35%，其中，对民营及民营参股企业担保余额 8850.00 万元，对灌云县其他国有企业担保 24500.00 万元（详见附件三）。被担保企业中，连云港邦顺贸易有限公司于 2017 年 7 月 5 日因未按照《企业信息公示暂行条例》第八条规定公示年度报告被列入经营异常名录。截至本报告出具日，其他被担保企业经营正常。总体来看，公司面临的代偿风险较小。

盈利能力

公司营业收入逐年增长，利润对财政补贴具有一定依赖，盈利能力较弱

公司营业收入逐年增长，主要来自于基础设施建设和土地开发整理业务。2015 年~2017 年，公司营业收入分别为 56288.91 万元、61544.26 万元和 70517.54 万元。同期，公司营业利润率分别为 17.78%、15.13%和 14.76%。

2015 年~2017 年，公司期间费用分别为 2449.02 万元、3374.45 万元和 5524.87 万元，占营业收入的比重分别为 4.35%、5.48%和 7.83%，期间费用主要是财务费用和管理费用。同期，公司利润总额分别为 9830.55 万元、12390.28 万元和 14411.83 万元，其中财政补贴占利润总额的比重分别为 21.08%、33.02%和 48.57%，公司利润对财政补贴的依赖程度有所提高。2017 年，公司公允价值变动收益 2697.84 万元，占利润总额的 18.72%，对公司利润有一定影响。

2015 年~2017 年，公司总资本收益率分别为 3.40%、3.96%和 3.61%，净资产收益率为 3.61%、4.31%和 4.34%，盈利能力较弱。

现金流

近两年公司经营性和投资性净现金流持续为负，资金来源对筹资活动的依赖较大

经营性现金流方面，2015 年~2017 年，公司经营活动现金流入分别为 133177.75 万元、118335.66 万元和 259814.47 万元，主要是公司收到的基础设施结算款、土地出让金返还款和与其他单位的往来款；经营活动现金流出分别为 131894.59 万元、130778.47 万元和 317245.02 万元，主要是公司支付的基础设施建设成本、土地开发整理成本和往来款；公司经营性活动产生的净现金流分别为 1283.16 万元、-12442.81 万元和 -57430.57 万元，净流出规模逐年增加。公司经营净现金流对波动性较大的基础设施结算款、土地出让金返还款及往来款依赖较大，未来存在一定的不确定性。

投资性现金流方面，2015 年~2017 年，公司投资活动现金流入分别为 6058.44 万元、0.00 万元和 20.58 万元；投资活动现金流出分别为 14388.85 万元、12378.20 万元和 4720.33 万元，主要为公司对外投资及购买固定资产所支付的现金；投资性净现金流分别为 -8330.41 万元、-12378.20 万元和 -4699.75 万元。

筹资性现金流方面，2015 年~2017 年，公司筹资活动现金流入分别为 69048.05 万元、102421.20 万元和 132419.00 万元，主要是借款和发行债券及管委会对公司增资所收到的现金；筹资活动现金流出分别为 75164.13 万元、70631.88 万元和

73019.95 万元，主要用来偿还债务和相应利息⁴；筹资性净现金流分别为-6116.08 万元、31789.32 万元和 59399.05 万元。

2015 年~2017 年，公司现金及现金等价物净增加额分别为-13163.33 万元、6968.30 万元和-2731.27 万元。

偿债能力

作为灌云经开区重要的基础设施建设主体，公司业务具有较强的区域专营性，得到了公司股东的有力支持，公司综合偿债能力较强

2015 年~2017 年末，公司流动比率分别为 713.80%、363.48%和 399.48%，速动比率分别为 180.81%、111.29%和 158.75%，但公司流动资产中存货、其他应收款和应收账款占比很大，资产流动性较弱，对流动负债的保障能力不强。从长期偿债能力指标来看，2015 年~2017 年末，公司长期有息债务资本化比率分别为 16.36%、17.21%和 22.85%。同期，公司全部债务/EBITDA 分别为 4.72 倍、5.84 倍和 7.23 倍。同时，公司经营性净现金流对波动性较大的基础设施结算款、土地出让金返还款及往来款依赖较大，对公司债务的保障程度较弱。

本期债券拟发行额 4.50 亿元，分别是公司 2017 年末全部债务和负债总额的 0.35 倍和 0.26 倍。以公司 2017 年末的财务数据为基础，本期债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将上升至 44.47%和 39.18%，对公司现有资本结构影响有一定影响。

以公司 2017 年末的财务数据为基础，若公司在本期债券存续期内无其他新增债务，则在本期债券存续期内下各年的到期债务金额如下表所示。

表 11：本期债券存续期内公司有息债务偿还计划

单位：万元

债务到期时间	本期债券本金 到期偿还额	现有全部债务本金 到期偿还额 ⁵	合计
2018 年	-	48949.96	48949.96
2019 年	-	19818.58	19818.58
2020 年	-	48716.94	48716.94
2021 年	-	5800.00	5800.00
2022 年	9000.00	2100.00	11100.00
2023 年	9000.00	1100.00	10100.00
2024 年	9000.00	1200.00	10200.00
2025 年及以后	18000.00	1200.00	19200.00
合计	45000.00	128885.48	173885.48

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

公司现金流和资产对债务的保障程度较弱，但作为灌云经开区重要的基础设施建设主体，公司业务具有较强的区域专营性，得到了经开区管委会的有力支持，公司综合偿债能力很强。

⁴ 2015 年，公司将支付开发区部分国企等企业的往来款合计 5.45 亿元计入“支付其他与筹资活动有关的现金”科目。

⁵ 含应付票据。

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信息报告（银行版），截至 2018 年 5 月 7 日，公司本部未结清贷款中无不良或关注类贷款，已结清贷款中有 4 笔关注类贷款⁶。公司于 2017 年 2 月 21 日存在欠息记录，欠息金额为 324897.22 元，欠息周期为 1 天⁷。截至本报告出具日，公司发行的“14 连祥投”已按期兑付，“17 祥云债”尚未到本金兑付日，到期利息已按期支付。

抗风险能力

基于对灌云县和灌云经开区经济、公司业务区域专营优势、股东支持以及公司自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力很强。

增信措施

担保方式

根据重庆进出口担保出具的《担保函》，重庆进出口担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。保证的范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

表 12：本期债券担保情况

项目	内容
担保方式	不可撤销的连带责任保证担保
保证责任的承担	在本担保函项下本期债券存续期间和到期时，如公司不能兑付本期债券利息和/或本金，担保人应主动承担担保责任，将兑付资金划入本期债券登记托管机构或主承销人指定的账户。债券持有人可分别或联合要求担保人承担保证责任，承销商可以代理债券持有人要求担保人履行保证责任。如债券到期后，债券持有人对担保人负有同种类、品质的到期债券的，可依法将该债券与其在本担保函项下对担保人的债券相抵销。
保证范围	担保人保证的范围包括本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。
保证期间	担保人承担保证责任的期间为债券存续期间及债券到期之日起二年。债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。
加速到期	在本期债券到期之前，担保人发生分立、合并、停产停业等足以影响债券持有人利益的重大事项时，公司应在一定期限内提供新的保证，公司不提供新的保证时，债券持有人有权要求公司、担保人提前兑付债券本息。

资料来源：重庆进出口担保为本期债券出具的担保函，东方金诚整理

⁶ 国家开发银行江苏分行客户四处 2014 年 8 月 8 日出具的《关于连云港祥云投资有限公司资产质量说明》，因公司在该行初始内部评级水平较低，导致 4 笔贷款列入关注类贷款，有关款项还本付息正常。目前，公司在该行内部等级已有提高，有关贷款已具备上调至正常类的条件。

⁷ 根据中国银行股份有限公司灌云支行 2017 年 7 月 14 日出具的《关于连云港祥云投资有限公司利息逾期情况说明》，该笔欠息于 2017 年 2 月 21 日发生，已于 2017 年 2 月 22 日偿还；根据江苏灌云农村商业银行股份有限公司出具的《关于连云港祥云投资有限公司利息逾期的情况说明》，该笔欠息于 2017 年 11 月 21 日发生，已于 2017 年 11 月 22 日偿还。

担保效力

重庆进出口担保综合财务实力很强，为本期债券的到期兑付提供的全额不可撤销的连带责任保证担保具有很强的增信作用

重庆进出口担保成立于 2009 年 1 月，是由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“渝富集团”）和中国进出口银行（以下简称“进出口银行”）按 6:4 比例出资设立的国有担保公司。重庆进出口担保初始注册资本为 10 亿元，后经数次增资，截至 2017 年末，重庆进出口担保注册资本增至 30 亿元。2017 年，重庆进出口担保实现营业收入 5.28 亿元，净利润 1.31 亿元。

重庆进出口担保的业务包括担保业务和投资业务，担保业务收入是最主要的营业收入来源，担保客户主要以地方政府平台公司为主。截至 2017 年末，公司累计担保金额 846.78 亿元，期末担保责任余额 303.16 亿元；期末担保放大倍数 8.83 倍。截至 2017 年末，公司融资性担保责任余额和非融资性担保责任余额分别为 290.67 亿元和 12.48 亿元，占公司担保责任余额的比重分别为 95.88% 和 4.12%。公司融资性担保业务以债券担保、资产管理计划、直接债务融资工具等金融产品担保，以及银行贷款担保为主，非融资性担保业务主要为保本基金担保，以及少量诉讼保全担保和履约担保。截至 2017 年末，公司保本基金担保责任余额为 11.65 亿元，占期末非融资性担保责任余额的 93.35%。

公司债券担保业务主要是为城投公司发行的企业债券提供担保。截至 2017 年末，重庆进出口担保企业债及公司债券担保责任余额为 260.35 亿元，较年初增长 25.62%，占公司担保责任余额的比重为 85.88%，担保客户主要为山东、湖南、江西、四川、湖北等地的城投公司。近年来，在经济增速放缓的背景下，公司的银行贷款担保业务风险持续暴露，代偿金额有所上升。截至 2017 年末，公司累计代偿金额 14.70 亿元，累计代偿回收金额 7.90 亿元；累计代偿率为 2.70%，累计代偿回收率为 53.70%。

东方金诚认为，作为中国四大直辖市之一，重庆市经济实力较强且具备较大的发展潜力，为当地融资担保机构发展创造了较好的外部环境；重庆进出口担保近年来积极调整担保业务结构，债券担保业务规模保持较快发展，整体客户质量较好；公司建立了良好的内源资本积累机制，资本实力持续增强；公司准备金计提较为充足，对代偿风险具有一定的抵补能力。同时东方金诚也关注到，在国内中小企业经营压力上升的背景下，公司民营企业贷款担保业务风险持续暴露，累计担保代偿率有所上升；公司在保客户集中于城投公司，且单笔担保责任余额较大，不利于分散信用风险；随着担保新规及其配套措施的出台，公司担保和投资业务面临一定的调整压力，或对其盈利能力产生不利影响；公司资产管理计划和私募债投资规模增长较快，面临的信用风险和流动性风险有所增加。

综合分析，东方金诚评定重庆进出口担保的主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定。重庆进出口担保为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保具有很强的增信作用。

结论

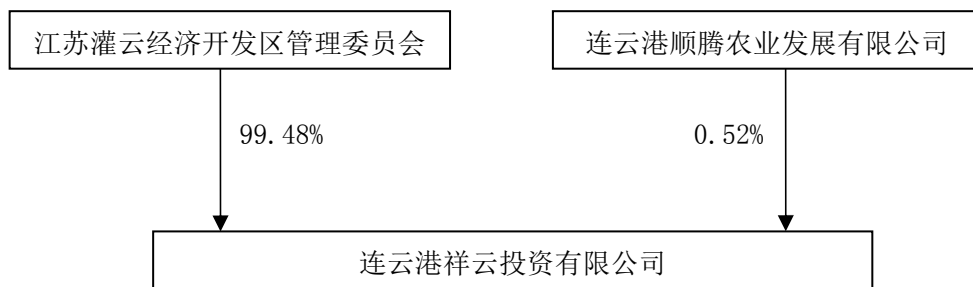
东方金诚认为，灌云县经济实力较强，近年来灌云经开区经济实力不断增强，形成了现代装备制造业、农机制造业、轻纺和电子电器等四大主导产业，未来发展潜力较大；公司作为灌云经开区重要的基础设施建设主体，从事的基础设施建设和土地开发整理业务具有较强的区域专营性；公司在增资、资产划拨和财政补贴等方面得到了股东的有力支持。

同时，东方金诚也关注到，公司在建及拟建基础设施项目投资规模较大，可能面临一定的筹资压力；公司资产中变现能力较弱的存货、应收账款和其他应收款占比较大，资产流动性较差；近两年公司经营性和投资性净现金流持续为负，资金来源对筹资活动的依赖较大。

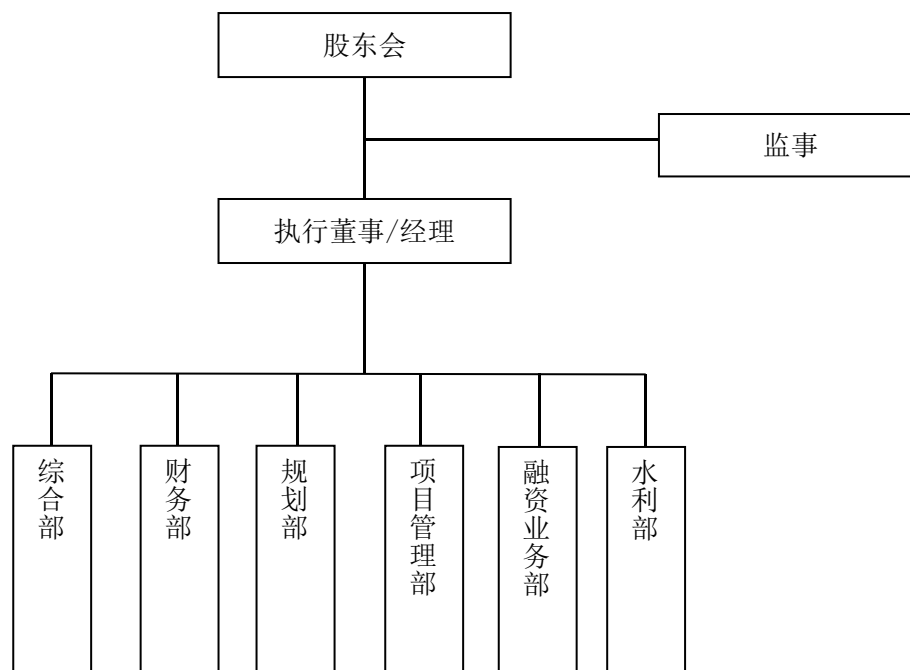
重庆进出口担保综合财务实力很强，对本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保具有很强的增信作用。

综上所述，公司的主体信用风险很低，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件一：截至 2017 年末公司股权结构图



附件二：截至 2017 年末公司组织架构图



附件三：截至 2017 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保企业	担保金额	担保方式	股东
连云港信天游旅游开发有限公司	2000.00	保证	灌云县伊芦山旅游风景区管理处
江苏大伊山投资发展有限公司	2000.00	保证	灌云县大伊山旅游经济区管理委员会
连云港壮志实业有限公司	3500.00	保证	江苏灌云经济开发区管理委员会
连云港云飞建设工程有限公司	1000.00	保证	江苏灌云经济开发区管理委员会
	500.00	抵押	
	500.00	保证	
	4000.00	保证	
连云港超迈实业有限公司	1000.00	保证	江苏灌云经济开发区管理委员会
	2000.00	保证	
连云港灌祥水电安装有限公司	4000.00	保证	江苏灌云经济开发区管理委员会
灌云中祥建筑工程有限公司	4000.00	保证	江苏灌云经济开发区管理委员会
连云港市益德机械有限公司	745.00	保证	民营
灌云润新城市建设有限公司	400.00	保证	灌云百吉业实业有限公司（事业） 灌云信达城市建设有限公司（民营）
灌云县三星食品有限公司	2000.00	保证	民营
灌云信达城市建设有限公司	100.00	保证	民营
江苏品品鲜生物科技有限公司	400.00	保证	民营
	800.00	保证	
灌云泰达纺织有限公司	1725.00	保证	民营
江苏伊云贝尔饮料股份有限公司	1000.00	保证	民营
连云港邦顺贸易有限公司	100.00	保证	民营
连云港龙顺塑料有限公司	480.00	保证	民营
连云港伊云房地产开发有限公司	100.00	保证	民营
连云港耀科铝业有限公司	1000.00	保证	民营
合计	33350.00	-	-

注：2016 年 7 月 5 日，连云港邦顺贸易有限公司因未依照《企业信息公示暂行条例》第八条规定的期限公示年度报告，被连云港市工商行政管理局列入经营异常名录；截至 2018 年 5 月 29 日，被担保企业无列入人民法院失信被执行人名单情况，无列入证券期货市场失信记录情况。

附件四：公司合并资产负债表（单位：万元）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动资产：			
货币资金	6380.47	10114.77	19160.50
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00
应收票据	0.00	0.00	0.00
应收账款	29194.00	31029.66	53785.60
预付款项	13.24	4086.24	13.24
应收股利	0.00	0.00	0.00
应收利息	0.00	0.00	0.00
其他应收款	10626.03	33622.81	62527.13
存货	154411.40	196606.07	216590.99
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	6167.73	7904.28	7337.05
流动资产合计	206792.87	283363.83	359414.50
非流动资产：			
可供出售金融资产	3500.00	6500.00	6500.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00
长期应收款	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	2000.06	2004.05	2004.04
投资性房地产	38514.08	40871.20	43569.04
固定资产	17669.77	17187.81	22220.85
在建工程	0.00	0.00	4862.79
工程物资	0.00	0.00	0.00
固定资产清理	0.00	0.00	0.00
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00
无形资产	2681.81	2601.65	2521.50
开发支出	0.00	0.00	0.00
商誉	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00
递延所得税资产	3.34	2.51	30.83
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	64369.05	69167.21	81709.05
资产总计	271161.92	352531.05	441123.55

附件四：公司合并资产负债表续表（单位：万元）

项目	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动负债：			
短期借款	11000.00	22396.00	16500.00
应付票据	4757.00	1523.00	23300.00
应付账款	7473.29	2895.45	445.34
预收款项	5.32	7.35	56.88
应付职工薪酬	1.77	2.76	5.94
应交税费	4115.71	6280.95	8495.73
应付利息	201.44	201.44	312.49
其他应付款	616.08	23352.49	31704.06
一年内到期的非流动负债	800.00	21300.00	9149.96
其他流动负债	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	28970.61	77959.45	89970.40
非流动负债：			
长期借款	15276.90	30777.63	35950.00
应付债券	20000.00	0.00	30000.00
长期应付款	4349.23	16364.95	13985.52
专项应付款	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	16.40	605.68	1280.14
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	39642.53	47748.25	81215.66
负债合计	68613.14	125707.70	171186.06
实收资本	50000.00	80000.00	80000.00
资本公积	140407.11	124907.11	156307.11
专项储备	0.00	0.00	0.00
一般风险准备	0.00	0.00	0.00
盈余公积	1225.18	2218.26	3427.59
未分配利润	10916.48	19697.97	30202.79
归属于母公司所有者权益	202548.78	226823.35	269937.49
少数股东权益	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	202548.78	226823.35	269937.49
负债和所有者权益总计	271161.92	352531.05	441123.55

附件五：公司合并利润表（单位：万元）

项目名称	2015 年	2016 年	2017 年
一、营业总收入	56288.91	61544.26	70517.54
其中：营业收入	56288.91	61544.26	70517.54
二、营业总成本	48654.38	55606.09	65747.52
其中：营业成本	45814.29	51201.03	59057.39
营业税金及附加	467.05	1033.93	1051.94
销售费用	0.00	0.00	0.00
管理费用	789.88	717.41	1686.41
财务费用	1659.14	2657.04	3838.46
资产减值损失	-75.98	-3.33	113.32
公允价值变动收益	65.58	2357.12	2697.84
投资收益	58.44	3.99	0.57
其他收益	0.00	0.00	7000.00
三、营业利润	7758.55	8299.28	14468.43
加：营业外收入	2072.00	4091.00	0.00
减：营业外支出	0.00	0.00	56.60
其中：非流动资产处置损失	0.00	0.00	0.00
四、利润总额	9830.55	12390.28	14411.83
减：所得税费用	2522.98	2615.70	2697.68
五、净利润	7307.57	9774.57	11714.14

附件六：公司合并现金流量表（单位：万元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
一、经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金	40348.21	59710.63	49495.53
收到税费返还	0.00	0.00	0.00
收到的其他与经营活动有关的现金	92829.54	58625.03	210318.94
经营活动现金流入小计	133177.75	118335.66	259814.47
购买商品、接受劳务支付的现金	81343.72	81330.84	53676.09
支付给职工以及为职工支付的现金	194.73	228.83	349.91
支付的各项税费	18872.37	9837.60	7193.17
支付的其他与经营活动有关的现金	31483.77	39381.20	256025.86
经营活动现金流出小计	131894.59	130778.47	317245.04
经营活动产生的现金流量净额	1283.16	-12442.81	-57430.57
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金	0.00	0.00	0.00
取得投资收益所收到的现金	58.44	0.00	0.58
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而所收到的现金净额	0.00	0.00	0.00
收到的其他与投资活动有关的现金	6000.00	0.00	20.00
投资活动现金流入小计	6058.44	0.00	20.58
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	7038.85	0.00	4720.33
投资所支付的现金	1350.00	12358.20	0.00
支付的其他与投资有关的现金	6000.00	20.00	0.00
投资活动现金流出小计	14388.85	12378.20	4720.33
投资活动产生的现金流量净额	-8330.41	-12378.20	-4699.75
三、筹资活动产生的现金流			
吸收投资所收到的现金	43600.00	14500.00	0.00
取得借款所收到的现金	22000.00	55496.00	71379.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	29640.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	3448.05	32425.20	31400.00
筹资活动现金流入小计	69048.05	102421.20	132419.00
偿还债务所支付的现金	11932.03	18039.45	50345.92
分配优先股利润或偿付利息所支付的现金	3937.78	6111.40	8473.57
支付其他与筹资活动有关的现金	59294.32	46481.04	14200.45
筹资活动现金流出小计	75164.13	70631.88	73019.95
筹资活动产生的现金流量净额	-6116.08	31789.32	59399.05
四、汇率变动对现金的影响额	0.00	0.00	0.00
五、现金和现金等价物净增加额	-13163.33	6968.30	-2731.27

附件七：公司合并现金流量表附表（单位：万元）

项目名称	2015 年	2016 年	2017 年
1、净利润	7307.57	9774.57	11714.14
资产减值准备	-75.98	-3.33	113.32
固定资产折旧	509.21	491.52	657.28
无形资产摊销	80.16	80.16	80.16
长期待摊费用摊销	0.00	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.00	0.00	0.00
固定资产报废损失	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损失	-65.58	-2357.12	-2697.84
财务费用	1424.81	2856.66	2677.63
投资损失	-58.44	-3.99	-0.58
递延所得税资产减少	168.56	0.83	-28.33
递延所得税负债增加	16.40	589.28	674.46
存货的减少	-38911.47	-42194.67	-20451.84
经营性应收项目的减少	16019.41	619.03	-62725.47
经营性应付项目的增加	14868.50	17704.23	12556.50
待摊费用减少	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00
经营活动产生的现金流量净额	1283.16	-12442.81	-57430.57
2、现金与现金等价物净变动情况			
现金的期末余额	1623.47	8591.77	5861.50
减：现金的期初余额	14786.80	1623.47	8591.77
加：现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00
减：现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00
现金及现金等价物净增加额	-13163.33	6968.30	-2730.27

附件八：公司主要财务指标

项目名称	2015 年	2016 年	2017 年
盈利能力			
营业利润率 (%)	17.78	15.13	14.76
总资本收益率 (%)	3.40	3.96	3.61
净资产收益率 (%)	3.61	4.31	4.34
偿债能力			
资产负债率 (%)	25.30	35.66	38.81
长期债务资本化比率 (%)	16.36	17.21	22.85
全部债务资本化比率 (%)	21.71	28.94	32.32
流动比率 (%)	713.80	363.48	399.48
速动比率 (%)	180.81	111.29	158.75
经营现金流动负债比 (%)	4.43	-15.96	-63.83
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.45	3.52	2.50
全部债务/EBITDA (倍)	4.72	5.84	7.23
筹资前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.13	-0.27	-0.48
筹资前现金流量净额利息保护倍数 (倍)	-1.45	-5.53	-8.70
经营效率			
销售债权周转次数 (次)	-	2.04	1.66
存货周转次数 (次)	-	0.29	0.29
总资产周转次数 (次)	-	0.20	0.18
现金收入比 (%)	71.68	97.02	70.19
增长指标			
资产总额年平均增长率 (%)	-	35.84	27.55
营业收入年平均增长率 (%)	-	26.10	11.93
利润总额年平均增长率 (%)	-	71.62	21.08
本期债券偿债能力			
EBITDA/本期债券摊还额 (倍)	1.32	1.76	1.98
经营活动现金流入量偿债倍数 (倍)	14.80	13.15	28.87
经营活动现金流量净额偿债倍数 (倍)	0.14	-1.38	-6.38
筹资活动前现金流量净额偿债倍数 (倍)	-0.78	-2.76	-6.90

附件九：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
盈利指标	
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×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%
总资本收益率	(净利润+利息费用) / (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%
利润现金比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
偿债能力指标	
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%
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 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
期内长期债务偿还能力	期内（净利润+固定资产折旧+摊销）/期内应偿还的长期债务本金
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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	筹资活动前现金流量净额/（当年利息支出+当年应偿还的债务本金）
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
增长指标	
资产总额年平均增长率	(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%
营业收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期债券摊还额	EBITDA/本期债券摊还额
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/本期债券摊还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券摊还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券摊还额

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件十：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

符号	定义
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。

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，表示略高或略低于本等级。

关于 2019 年连云港祥云投资有限公司 公司债券跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）的评级业务管理制度，东方金诚将在“2019 年连云港祥云投资有限公司公司债券”的存续期内密切关注连云港祥云投资有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动。

跟踪评级期间，东方金诚将向连云港祥云投资有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，连云港祥云投资有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如连云港祥云投资有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将根据监管要求披露和向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司

2018 年 6 月 25 日

