



# 信用等级通知书

信评委函字[2019]Y019号

中诚信证券评估有限公司对射阳县城市投资发展有限责任公司及其拟发行的“2019年第一期射阳县城市投资发展有限责任公司公司债券”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，射阳县城市投资发展有限责任公司主体信用等级为**AA**，评级展望稳定；“2019年第一期射阳县城市投资发展有限责任公司公司债券”的信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年五月十四日

## 2019 年第一期射阳县城市投资发展有限责任公司 公司债券信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	射阳县城市投资发展有限责任公司
发行规模	8亿元
债券期限	本期债券为7年期,同时设置本金提前偿付条款
债券利率	固定利率
偿还方式	每年付息一次,分次还本,在债券存续期内的第3、4、5、6、7年末,分别按照债券发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金,到期利息随本金一起支付
担保主体	江苏省信用再担保集团有限公司
担保方式	全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

### 概况数据

射阳城投 (合并口径)	2015	2016	2017
总资产(亿元)	108.12	107.44	94.69
所有者权益合计(亿元)	63.15	65.27	65.81
总负债(亿元)	44.98	42.17	28.87
总债务(亿元)	8.62	19.68	12.26
营业总收入(亿元)	5.29	5.81	5.55
经营性业务利润(亿元)	0.46	0.89	2.02
净利润(亿元)	1.65	1.74	1.96
EBIT(亿元)	1.69	1.84	2.29
EBITDA(亿元)	1.86	2.02	2.30
经营活动净现金流 (亿元)	-0.92	-9.98	2.61
收现比(X)	90.86	1.32	0.49
总资产收益率(%)	1.74	1.70	2.27
营业毛利率(%)	20.05	18.52	18.19
应收类款项/总资产 (%)	27.63	31.23	30.07
资产负债率(%)	41.60	39.25	30.49
总资本化比率(%)	12.02	23.16	15.70
总债务/EBITDA(X)	4.63	9.76	5.34
EBITDA 利息倍数(X)	40.69	1.82	2.29

注:以上报表均按照新会计准则编制。

### 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“2019 年第一期射阳县城市投资发展有限责任公司公司债券”的信用等级为 AAA,该级别反映了本期债券安全性极强,基本不受不利经济环境的影响,违约风险极低。该级别充分考虑了江苏省信用再担保集团有限公司(以下简称“江苏再担保”)提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债券还本付息的保障作用。

中诚信证评评定射阳县城市投资发展有限责任公司(以下简称“射阳城投”或“公司”)主体信用等级为 AA,评级展望为稳定。该级别反映了射阳城投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。中诚信证评肯定了持续增长的区域经济为射阳县城市建设提供了良好的发展环境;代建项目稳步发展、回款良好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对外担保规模大且担保业务或存在一定代偿风险;资产流动性较弱;备用流动性较弱;公司业务定位值得关注等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

### 正 面

- 持续增长的区域经济为射阳县城市建设业务提供了良好的发展环境。射阳县经济近年发展迅速,2017 年全县实现 GDP 和一般公共预算收入分别为 500.02 亿元和 24.18 亿元,同比增长分别为 8.3%和 12.05%,当地良好的经济环境和财政实力为公司业务的发展奠定了有力基础。
- 公司近年来代建项目稳步发展,回款良好。公司受射阳县政府的委托承担重大项目的投融资及建设,近年来代建收入较为稳定,回款良好。
- 有力的偿债保障措施。本期债券由江苏再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。江苏再担保作为江苏省的省级再担保机构,承



江苏再担保 (合并口径)	2015	2016	2017
总资产(亿元)	86.54	108.48	122.24
担保准备金(亿元)	9.62	12.56	14.75
所有者权益(亿元)	56.90	69.86	71.73
在保余额(亿元)	624.13	931.68	1,089.58
直保在保余额(亿元)	178.31	332.23	452.04
再保在保余额(亿元)	445.82	599.45	637.54
在保责任余额(亿元)	285.22	491.65	--
年新增担保额(亿元)	756.25	943.21	--
主营业务收入(亿元)	8.90	9.45	10.07
投资收益(亿元)	0.63	0.32	0.75
净利润(亿元)	2.61	2.84	3.19
平均资本回报率(%)	5.04	4.49	4.51
累计代偿率(%)	0.24	0.14	--
净资产放大倍数(X)	5.01	7.04	--
核心资本放大倍数(X)	4.50	6.46	--

注：1、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信证评统计口径，特此说明；2、年新增担保额包含直接担保和再担保年新增担保额；累计代偿率、累计损失率和累计回收率均为三年累计指标；3、本报告中不可得或不适用的数据或指标，均使用“--”表示。

## 分析师

翟页筠 [zyzhai@ccxr.com.cn](mailto:zyzhai@ccxr.com.cn)

刘衍青 [lyqliu@ccxr.com.cn](mailto:lyqliu@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2019年5月14日

担着建设江苏省再担保体系的政策性任务，具有极强的担保实力，能够为本期公司债券提供十分有力的偿债保障。

## 关注

- 公司对外担保规模大，且子公司担保业务或存在一定代偿风险。子公司金诚担保承担对当地中小企业提供担保的职能，截至2017年末，金诚担保的担保余额为17.78亿元，除金诚担保外，公司对外担保余额合计101.83亿元，占当期期末所有者权益的比例为154.73%，公司对外担保规模较大，受宏观经济下行影响，中小企业抗风险能力较弱，公司或存在一定代偿风险。2018年公司因未履行担保人职责代偿970.99万元被提起诉讼，被列入失信执行人名单。
- 资产流动性较弱。公司资产主要由存货和其他应收款构成，其中存货主要为待开发土地，大部分用于抵押融资，其他应收款主要为与政府相关单位的往来款，对资金形成一定占用，公司资产流动性较弱。
- 公司无银行授信额度，备用流动性较弱。截至2017年末，公司已无可用的银行授信额度，公司的备用流动性较弱。
- 公司业务定位值得关注。公司与射阳县前六大国有公司之一的射阳国有资产投资集团有限公司（以下简称“射阳国投”）合并经营，由同一团队管理，定位值得关注。

## 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”）因对射阳县城市投资发展有限责任公司（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

射阳城投于 2004 年 3 月经射阳县人民政府批准成立，由射阳县专项资金管理办公室（以下简称“专项资金办公室”）和射阳县人民政府国有资产监督管理办公室（以下简称“射阳国资办”）共同出资设立，初始注册资本 5,000 万元，专项资金办公室货币出资 500 万元，射阳国资办出资 4,500 万元（其中土地使用权为 1,290 万元，实物为 3,210 万元）。2004 年 4 月，经射阳县机构编制委员会办公室批准，专项资金办公室更名为射阳县专项资金管理中心（以下简称“管理中心”）。2007 年 12 月，射阳城投总注册资本增至 10,000 万元，其中新增注册资本 5,000 万元由管理中心以货币方式认缴。注册资本变更后，管理中心出资 5,500 万元，占公司注册资本总额的 55%；射阳国资办出资 4,500 万元，占公司注册资本总额的 45%。2009 年 8 月，公司总注册资本增至 14,000 万元，其中新增注册资本 4,000 万元由管理中心以货币方式认缴。注册资本变更后，管理中心出资 9,500 万元，占公司注册资本总额的 67.86%；射阳国资办出资 4,500 万元，占公司注册资本总额的 32.14%。2012 年 2 月，射阳县人民政府（以下简称“射阳县政府”）授权射阳国资办代表射阳县政府履行射阳城投的出资人职责，行使出资人权利，履行出资人义务。2012 年 12 月，公司总注册资本增至 40,000 万元，其中新增注册资本 26,000 万元由管理中心以货币方式认缴 3,000 万元、以实物方式出资 23,000 万元。注册资本变更后，管理中心出资 35,500 万元，占公司注册资本总额的 88.75%；射阳国资办出资 4,500 万元，占公司注册资本总额的 11.25%。截至 2017 年末，公司注册资本 40,000 万元，管理中心和射阳国资办分别持有公司 88.75% 和 11.25% 的股权，公司实际控制人为射阳县政府。

射阳城投作为射阳县重要的基础设施投资建设主体，主要负责承担射阳县保障性住房、拆迁安置房的建设，水利、道路工程建设等任务。

截至 2017 年末，公司资产总额为 94.69 亿元，所有者权益合计 65.81 亿元，资产负债率 30.49%；

2017 年，公司实现营业总收入 5.55 亿元，净利润 1.96 亿元，经营活动净现金流 2.61 亿元。

### 募集资金概况

本期债券发行金额 8 亿元，债券期限为 7 年期，同时设置本金提前偿付条款。

本期债券为固定利率债券，票面年利率为 Shibor 基准利率加上基本利差确定，本期债券在存续期内的最终基本利差和最终票面年利率将根据簿记建档结果确定，并报国家有关主管部门备案，在债券存续期内固定不变。本期债券采用单利按年计息，不计复利。

本期债券每年付息一次，分次还本，在债券存续期内的第 3、4、5、6、7 年末，分别按照债券发行总额 20%、20%、20%、20%、20% 的比例偿还债券本金，到期利息随本金一起支付。每年付息时按债权登记日日终在托管机构托管名册上登记的各债券持有人所持债券面值所应获利息进行支付，年度付息款项自付息日起不另计利息，到期兑付款项自兑付日起不另计利息。

### 募集资金用途

本次债券注册规模 15 亿元，其中 10 亿元用于“6.23 龙卷风灾后重建及新农村建设”项目，5 亿元用于补充营运资金，本期债券发行规模 8 亿元，其中 5.50 亿元用于“6.23 龙卷风灾后重建及新农村建设”项目，2.50 亿元用于补充营运资金。

表 1：募集资金投资项目明细表（亿元）

募集资金投向	项目总投资	拟使用募集资金额度	拟使用本期募集资金额度	拟使用本期募集资金占总投资的比例（%）
“6.23 龙卷风灾后重建及新农村建设”项目	15.23	10.00	5.50	36.12
补充流动资金	--	5.00	2.50	--
合计	--	15.00	8.00	--

资料来源：公司提供

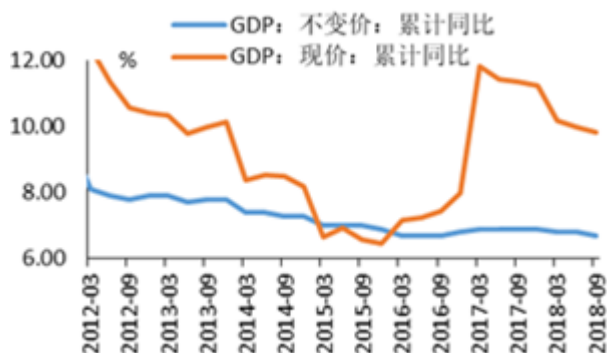
## 宏观经济和政策环境

2018 年三季度，在中美冲突持续与内部风险不减双重挑战下，中国经济增长有所放缓。不过，虽



然经济运行所面临的内外不确定性增多,但在经济持续转型升级、宏观政策边际调整和改革开放政策效应释放等因素支撑下,四季度经济增长或略好于预期。

图 1: 中国 GDP 增速



资料来源: 国家统计局

经济总体下行,但结构性利好因素仍存。前三季度, GDP 同比增长 6.7%,较上半年回落 0.1 个百分点,较去年同期回落 0.2 个百分点,名义 GDP 持续回落。其中,三季度 GDP 同比增长 6.5%,较二季度回落 0.2 个百分点,较去年同期回落 0.3 个百分点,为 2009 年二季度以来最低值。内外需求放缓背景下,工业和制造业增速稳中趋缓;虽然土地购置费支撑房地产投资保持较快增长,制造业投资回升,但基建投资仍未见起色,投资持续低位运行;居民实物消费表现低迷,社会消费品零售总额增速延续个位数运行;外需对经济增长的贡献率今年以来维持在负区间,中美贸易冲突背景下出口面临的不确定性持续存在。然而,虽然经济下行压力已然显现,但经济运行中依然存在一定的积极因素:今年以来第三产业对经济增长的贡献率维持在 60% 以上,包含服务在内的最终消费对经济增长的贡献率接近 80%,产业与需求结构持续转型;以高技术产业、战略性新兴产业等为代表的新动能增长持续快于规模以上工业,占规模以上工业增加值比重不断提升,工业内部结构有所优化;企业利润增长虽有放缓但仍处于 2015 年以来较高水平,经济运行微观基础并未出现大幅恶化;民间投资回暖,新动能投资占比提高,投资结构稳步调整。综合来看,经济增长放缓并未打断中国经济的转型升级过程,这将为未来长期可持续发展提供一定保障。此外,虽然三季度以来鲜菜、鲜果价格扰动带动 CPI

回升,但近期价格影响因素较为短期化,随着翘尾因素走弱,通胀并无需过分担忧。

展望未来,中国经济面临内部结构性风险不减和外部大国博弈的双重约束。近两年来,一系列防风险政策在一定程度上缓释了宏观风险,但风险化解和杠杆去化是长期过程,当前结构性风险依然较为突出:首先,宏观杠杆率尤其是非金融企业部门杠杆率虽然增长边际放缓但仍处于高位,债务风险仍然不容小视。今年以来,经济下行叠加融资收紧,偿债高峰期信用风险加速暴露。其次,信用扩张受阻,实体经济尤其是民营企业融资难问题突出。再次,金融系统性风险虽然有所改善,但农商行不良贷款率持续攀升,银行体系结构性风险仍存。此外,虽然中国应对汇率波动的工具较丰富,但在美联储加息、新兴市场国家货币危机频发、国内经济下行压力加大的复杂情况下,人民币汇率所面临的压力仍可能会给政策带来掣肘。从外部环境来看,中美冲突持续加大了经济运行外部环境的复杂性。

针对内外环境的变化,宏观经济政策有所调整。10 月举行的政治局会议强调“确保经济平稳运行”,货币政策边际宽松,财政通过减税降费提振内需,金融监管节奏和力度调整以减弱对市场的冲击。同时,缓解民营企业融资难等结构性问题的政策加速落地。

综合来看,虽然中国经济面临的复杂因素增多,但宏观政策边际调整,对外开放进一步扩大,改革效应继续释放都将对经济企稳产生积极作用。同时,经济结构转型升级有助于提升经济增长质量。因此,中诚信证评认为,中国经济虽然短期存在下行压力,但迈向高质量发展的方向并未改变,长期来看仍有平稳健康发展的基础。

## 盐城市经济概况

盐城地处中国东部沿海中部,江苏省中东部,位于长江三角洲北翼。盐城是江苏省面积最大的地级市,市域面积 1.7 万平方公里,其中市辖区面积 4,921 平方公里。盐城是江苏沿海地区新兴的工商业城市,也是长江三角洲重要的区域性中心城市。盐城市下辖 3 个区、1 个县级市和 5 个县。2017 年末,全市户籍人口 826.15 万人,比上年末减少 4.38

万人，其中城镇人口 489.19 万人，乡村人口 336.96 万人；年末常住人口 724.22 万人，城镇化率 62.9%。

近年来，盐城市地区生产总值（GDP）保持逐年增长态势。2017 年，全市实现地区生产总值 5,082.7 亿元，按可比价计算，比上年增长 6.8%；其中第一产业实现增加值 564.2 亿元，比上年增长 2.7%；第二产业实现增加值 2,256.7 亿元，比上年增长 4.8%；第三产业实现增加值 2,261.8 亿元，比上年增长 10.1%。2017 年盐城市产业结构持续优化，三次产业增加值比例调整为 11.1: 44.4: 44.5，第三产业比重首次超过第二产业，实现了从“二三一”到“三二一”的重大转变。2017 年盐城市人均地区生产总值首次超过 1 万美元，比上年增长 6.7%。

2017 年，盐城市规模以上工业企业实现总产值 8,518 亿元，比上年增长 6.3%，实现增加值 1,792 亿元，比上年增长 3.6%，其中轻工业比上年增长 5.7%，重工业比上年下降 1.4%。盐城市民营工业持续向好，2017 年，全市民营企业实现增加值 1,363 亿元，比上年增长 9%，占规模以上工业比重 76%。盐城市支柱产业稳定发展，2017 年，盐城市工业企业实现全口径开票销售 4,759.6 亿元，比上年增长 4.4%，其中汽车、机械、纺织、化工四大传统支柱产业实现工业开票销售 3,189 亿元，占工业总量的 67%。盐城市高新技术产业加快发展，2017 年，全市规模以上高新技术产业企业 870 家，实现产值 3,168 亿元，占全市规模以上工业产值的比重 35% 以上；2017 年，高新技术产业产值对全市规模以上工业增长贡献率达 92.8%，比上年提高 9 个百分点。2017 年盐城市完成固定资产投资 4,278.5 亿元，比上年增长 10.2%，其中工业投资 2,441.1 亿元，比上年增长 6.5%。重点领域投资方面，2017 年，全市民生行业投资保持较快增长。全市卫生和社会工作业实现投资 33.3 亿元，比上年增长 15.6%；水利、环境和公共设施管理业实现投资 388 亿元，比上年增长 15.5%；教育实现投资 43.8 亿元，比上年增长 20%；居民服务、修理和其他服务业实现投资 16.1 亿元，比上年增长 39.6%。全市基础设施投资 915.8 亿元，比上年增长 28%，比全市固定资产投资增速高 17.8 个百分点，占全市固定资产投资的比重为

21.4%，比上年提高 3 个百分点，拉动全部投资增长 5.2 个百分点，对全部投资增长的贡献率达 50.7%。

在经济快速发展的同时，盐城市地方财政收入保持增长。2017 年，盐城市一般公共预算收入为 360.00 亿元，受“营改增”影响，2017 年一般公共预算收入同口径下降 3.4%，其中税收收入 270.00 亿元，比上年下降 4.4%，税收占一般公共预算收入的比重为 75%。

2017 年，盐城市政府性基金收入为 303.40 亿元，其中国有土地使用权出让收入为 281.05 亿元，土地出让收入是盐城市基金收入的主要构成部分，由于房地产市场回暖，土地成交量增加，2017 年全市土地出让收入同比增长 112.9%。

2017 年，盐城市一般公共预算支出 753.97 亿元，比上年增长 2.93%，其中一般公共预算服务支出、教育支出、社会保障和就业支出以及医疗卫生支出分别为 76.23 亿元、137.28 亿元、86.24 亿元和 75.24 亿元。2015 年~2017 年，盐城市财政平衡率分别为 63.98%、56.68% 和 47.75%，财政平衡能力较弱。

**表 2: 2015 年~2017 年盐城市财政收支主要指标(亿元、%)**

财政指标	2015	2016	2017
一般公共预算收入	477.50	415.18	360.00
其中：税收收入	384.31	324.67	270.00
一般公共预算支出	746.31	732.53	753.97
政府性基金收入	106.81	142.50	303.40
其中：国有土地使用权出让收入	93.25	128.32	281.05
政府性基金支出	121.67	179.36	369.07
财政平衡率	63.98	56.68	47.75

注：财政平衡率=（一般公共预算收入/一般公共预算支出）\*100%

资料来源：盐城市财政局

截至 2017 年末，市区地方政府债务余额为 439.2 亿元，其中一般债务余额 279.8 亿元，专项债务 159.4 亿元。

总体来看，盐城市经济持续稳定增长，经济结构逐渐优化，全市经济实力较强。但受“营改增”的影响，一般公共预算收入持续下降，财政平衡率持续弱化；2017 年来受房地产市场回暖影响，政府性基金收入大幅增长。

## 射阳县经济概况

射阳县是江苏省盐城市下辖县。位于江苏盐阜平原东部，东临黄海，西至淮安，北靠连云港，南至南通。全县县域总面积 7,730 平方公里，其中海域面积 5,130 平方公里，是江苏海域面积最大的县。射阳县是国家级生态示范区、中国民间文化艺术之乡、国家级园林县城，全县总人口 96.32 万人。射阳县下辖 13 个镇、1 个省级经济开发区和 1 个射阳港经济区。

近年来，射阳县经济保持平稳发展。2017 年射阳县实现地区生产总值 500.02 亿元，按可比价计算，比上年增长 8.3%。其中：第一产业产值 86.10 亿元，增长 2.7%；第二产业产值 181.94 亿元，增长 7.9%；第三产业产值 231.98 亿元，增长 10.3%，人均地区生产总值 56,531 元，增长 12.8%。2017 年全县三次产业增加值比例为 17.2:36.4:46.4，二、三产业增加值占 GDP 比重为 82.8%，比上年提高 1.14 个百分点，经济结构进一步优化。

射阳县工业生产持续稳定增长。2017 年，全县实现规模以上工业总产值 748.9 亿元，比上年增长 19.7%；实现规模以上工业增加值 168.7 亿元，比上年增长 9.0%；实现规模以上工业企业主营业务收入 701.1 亿元，增长 14.5%；规上工业企业实现利税总额 52 亿元；规上工业企业实现利润总额 32.2 亿元。

2017 年，射阳县投资增速趋缓，完成固定资产投资 335.62 亿元，增长 11.0%。其中，工业投资 226.19 亿元，增长 9.0%；服务业投资 96.7 亿元，增长 14.7%。2017 年房地产市场回暖，房地产开发完成投资 43.1 亿元，同比上升 64.5%。实现商品房销售面积 105.37 万平方米，同比增长 23.5%。其中住宅销售面积 85.15 万平方米，同比增长 11.5%。实现商品房销售金额 47.22 亿元，同比增长 37.8%。其中住宅销售额 38.16 亿元，同比增长 36.2%。

财政收入方面，2015 年~2017 年，射阳县一般公共预算收入分别为 20.56 亿元、21.58 亿元和 24.18 亿元，2017 年一般公共预算收入同比增长 2.60 亿元，增幅为 12.05%。政府性基金收入和转移性收入是地方财政收入的重要来源，2017 年政府性基金

收入为 36.58 亿元，同比增长 280.3%，其中，国有土地使用权出让收入为 32.93 亿元。

表 3：2015 年~2017 年射阳县财政收支主要指标(亿元、%)

	2015	2016	2017
本级可支配财力 (1)	52.93	61.96	92.31
一般公共预算收入 (2)	20.56	21.58	24.18
其中：税收收入	17.48	17.39	19.61
政府性基金收入 (3)	4.35	9.62	36.58
转移性收入 (4)	28.02	30.76	31.55
一般公共预算支出	59.38	64.59	75.18
财政平衡率	34.62	33.41	32.16

注：(1) = (2) + (3) + (4)。

资料来源：射阳县财政局

财政支出方面，2015 年~2017 年，射阳县一般公共预算支出分别为 59.38 亿元、64.59 亿元和 75.18 亿元，2017 年一般公共预算支出同比增长 16.40%。从财政平衡能力来看，2015 年~2017 年，射阳县财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）分别为 34.62%、33.41%和 32.16%，公共财政平衡能力较弱，一般公共预算收入与支出的缺口主要依赖转移性收入来弥补。

截至 2017 年末，地方政府债务余额合计 87.89 亿元，其中，一般债务余额 67.95 亿元，专项债务余额为 19.94 亿元，政府债务率为 95.21%。

总体来看，射阳县经济平稳增长对民生性、建设性支出起到较强的保障作用，但是财政主要依赖转移收入来覆盖支出，且总收入易受土地出让市场景气度的影响。

## 竞争实力

公司是射阳县公益性工程项目建设主体，主要负责射阳县保障房建设和土地整理业务。

射阳县前六大国有平台分别为射阳城市建设发展有限公司（以下简称“射阳城建”）、射阳国投、射阳县三维交通集团有限公司（以下简称“三维交通”）、射阳建设投资有限公司（以下简称“射阳建投”）、射阳县农业水利投资开发集团有限公司（以下简称“农水利投”）和射阳县旅游投资发展有限公司（以下简称“射阳旅投”）。六大国有公司主营业务各有侧重，射阳城建是射阳县土地开发整理和城市基础设施建设的重要实施主体之一；射阳国投主



要业务为新能源和养老、医院、粮食仓储的设施建设；三维交通主要业务为道路桥梁建设；射阳建投主要业务为城市绿化建设和管网建设；农水利投主要业务为建设水利水电工程、园林绿化工程、城乡供水工程等；射阳旅投业务为生态公园的开发。农水利投原为公司子公司，根据射国资产权（2018）6号文件，公司于2017年12月8日将持有的农水利投100%的股权无偿划转至射阳县人民政府，工商变更已于2018年4月26日完成，截至2016年末，农水利投母公司口径总资产3.28亿元，总负债1.87亿元，农水利投2016年营业收入0.00亿元，净利润-0.85亿元，农水利投全资子公司射阳县民生物业服务有限公司（以下简称“民生物业”）主要通过市场化运作的物业服务，向业主收取管理费用，截至2016年末，民生物业总资产34.32万元，总负债4.52万元，2016年民生物业营业收入36.07万元，净利润3.39万元，农水利投及其子公司的划出致使公司2017年资本公积较2016年下降1.41亿元。

资产注入方面，2015年，公司资本公积中政府注入部分增加16.42亿元，其中根据射阳财政局射财办【2015】12号文件，以货币资金注入资本公积3亿元，根据射阳财政局射财办【2015】20号文件，以城建资金增加资本公积7.94亿元，其余均为资产划入。

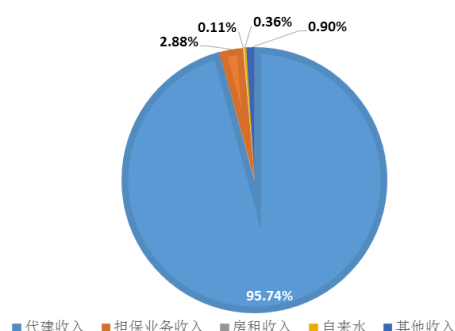
政府补助方面，2015年~2017年公司获得的政府补助收入分别为1.21亿元、1.30亿元和1.48亿元，呈稳定增加趋势。

公司作为射阳县的保障房建设主体，获得射阳县政府的支持，公司与射阳县六大平台之一的射阳国投合并经营，由同一团队管理，但公司暂未列入射阳县政府重点发展的六大国企之中，中诚信证评将持续关注公司地位变化对业务发展的影响。

## 业务运营

公司主要负责射阳县的土地开发整理、安置房建设和基础设施建设业务。2017年，公司实现营业总收入5.55亿元，其中代建业务收入为5.31亿元，占营业总收入的比重为95.74%；担保业务收入0.16亿元，占营业总收入的比重为2.88%。

图2：2017年公司收入结构



资料来源：公司提供

## 代建业务

受射阳县人民政府委托，射阳城投及其子公司射阳县三维交通投资有限公司（以下简称“三维交投”）和射阳县绿土地农业发展有限公司（以下简称“绿土地农业公司”）向射阳县人民政府提供市政工程委托代建服务。承接项目后，公司统筹负责工程建设资金的使用管理和项目进度管理，待项目竣工并验收合格后，将项目移交射阳县政府，射阳县政府安排射阳县财政局在项目成本上加成一定比例支付委托建设费用。项目委托建设费用包括两部分，一部分是工程施工投入支出，另一部分是按照工程实际支出的18%计提的委托建设管理费。公司按照完工进度在季度末进行收入确认，待整体项目完工后依据工程审计决算数额进行调整。2015年~2017年，公司分别确认项目代建业务收入4.79亿元、5.34亿元和5.31亿元，其中2015年全部来源于三维交投实施的临海高等级公路射阳段代建收入，2016年代建收入中3.12亿元来源于临海高等级公路射阳段、2.22亿元来源于绿土地农业公司实施的已完工万顷良田一期工程，2017年代建收入中2.61亿元来自安置房建设（其中，滨湖公寓1,965.95万元、滨湖西苑10,263.58万元、和顺小区2,765.69万元、合顺小区8,962.22万元、香檀小区2,161.22万元）、2.25亿元来自绿土地农业公司实施的万顷良田工程、0.45亿元来自临海高等级公路射阳段项目。

截至2017年末，公司已完工项目主要为临海高等级公路射阳段项目，项目总投资16.86亿元，建设周期为2010年5月~2013年12月，该项目北起灌溉总渠南堤，沿线穿越临海镇、海堤管理所、

海通镇、黄沙港镇、驻军农场、洋马镇等区域，南止新洋港南岸，全长 60.55 公里，按双向四车道一级公路标准建设，设计行车速度为 100km/h，路基宽度 26 米，桥梁设计荷载公路一级。截至 2017 年末，临海高等级公路射阳段项目已确认收入 18.11 亿元，已收到政府回款 16.32 亿元，差额 1.79 亿元计入应收账款。

截至 2017 年末，公司在建项目总投资 29.79 亿元，尚需投资 16.38 亿元。其中，万顷良田项目包括一、二、三期，主要建设内容为拆迁安置楼、社区及物管用房和商业办公用房，一期用地面积 61,198 平方米、二期用地面积 77,568 平方米、三期用地面积 23,404 平方米，计划总投资 6.28 亿元，其中一期工程已于 2016 年完工，二、三期工程拟于 2019 年 6 月完工，截至 2017 年末，万顷良田项目已投资 4.06 亿元，已确认收入 4.46 亿元，暂未收到政府回款。“6.23 龙卷风灾后重建及新农村建

设”项目规划建设 4 个灾后重建暨康居工程安置小区，分别为陈洋灾后重建暨康居工程安置区、伍份村灾后重建暨康居工程安置区、新宏村灾后重建暨康居工程安置区及烈士村灾后重建暨康居工程安置区，建筑总面积约 662,003.31 平方米，配套建设供电、供水管网、通讯、消防等公用工程及室外道路、景观绿化等配套设施，该项目计划总投资 15.23 亿元，已于 2017 年开工建设，截至 2017 年末，项目已投资 3.40 亿元，公司将伍份村建设项目以合同总价 3.40 亿元分包至江苏裕华投资开发集团有限公司（以下简称“江苏裕华”）、以总价 1.31 亿元将新宏村分包至射阳建投、以总价 1.96 亿元将烈士村建设项目分包至射阳国投、以总价 5.08 亿元将陈洋建设项目分包至射阳城建。

截至 2017 年末，公司拟建项目总投资额 2.03 亿元，主要为道路和桥梁工程，2018 年计划投资 1.54 亿元。

表 4：截至 2017 年末公司在建代建项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	已投资	资金来源	截至 2017 年末已确认收入	截至 2017 年末已收到回款
滨湖公寓	14 月	0.83	0.83	自筹	0.20	0.20
滨湖西苑	30 月	2.04	2.04	自筹	1.03	1.03
合顺小区	24 月	1.58	0.81	自筹	0.90	0.90
和顺小区	18 月	1.81	0.25	自筹	0.28	0.28
香檀小区	15 月	2.02	2.02	自筹	0.22	0.22
万顷良田	24~36 月	6.28	4.06	自筹	4.46	0.00
“6.23 龙卷风灾后重建及新农村建设”项目	24~36 月	15.23	3.40	自筹	0.00	0.00
合计	--	29.79	13.41	--	7.09	2.63

资料来源：公司提供

表 5：截至 2017 年末公司拟建项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	资金来源	投资计划		
				2018	2019	2020
人民路中联桥及其接线工程	2 年	1.59	自筹	1.10	0.49	--
丝绸大道道路工程	1 年	0.23	自筹	0.23	--	--
振兴路工程	1 年	0.21	自筹	0.21	--	--
合计	--	2.03	--	1.54	0.49	--

资料来源：公司提供

总体来看，公司在建和拟建项目计划总投资合计 31.82 亿元，尚需投资 18.41 亿元，公司未来面临一定投资压力。

## 担保业务

射阳城投的担保业务主要由下属子公司射阳

县金诚担保有限公司（以下简称“金诚担保”）负责运营。金诚担保主要为射阳县范围内的中小企业客户提供担保业务，其业务流程涵盖客户申请、项目调查、项目审查、项目评审、抵押登记、担保收费、合同签订、发放贷款、保后管理、代偿与追偿、担

保终结各个环节,从内部组织结构控制、授权授信控制、担保业务风险控制、资金交易风险控制、会计系统风险控制、信息系统风险控制等多个方面对担保业务进行有效的风险控制。金诚担保作为盐城市内最大的县级担保公司,为200余家盐城市营中小企业提供担保。截至2017年末,金诚担保注册资金5.00亿元,总资产6.02亿元,所有者权益5.38亿元,其经营性对外担保余额17.78亿元。2015年~2017年,公司担保业务收入分别为2,242.30万元、1,988.93万元和1,616.41万元,受经济下行及代偿风险升高的影响,金诚担保加强风控管理,致使担保业务收入逐年下降;2015年~2017年,公司利息收入分别为723.54万元、677.41万元和513.24万元,主要系公司担保保证金存入银行带来的利息。

截至2018年7月末,金诚担保对外担保余额16.84亿元,发生两笔代偿,金额合计530万元,代偿率0.31%,发生代偿的担保对象均为县内民营企业,由企业所在各镇政府进行信用担保,金诚担保代偿的530万元从各镇区在每月税收返还中划扣。

总体来看,金诚担保承担对当地中小企业提供担保的职能,担保业务风控措施较为严谨,但受宏观经济下行影响,中小企业抗风险能力减弱,金诚担保或存在一定代偿风险。

## 其他业务

公司本部负责的房屋租赁业务持续收缩,2015年~2017年分别实现收入2,001.61万元、1,868.46万元和63.88万元,2017年房屋租赁业务收入大幅减少系射阳县政府整合国有经营性物业和不动产,回购以前年度划入公司的经营性物业和不动产合计3.92亿元所致,截至2017年末,射阳县政府暂未支付回购款,公司将相关金额计入对射阳县财政局的“其他应收款”。

2017年公司新增自来水业务,主要由射阳县洋马水务有限公司(以下简称“洋马水务”)负责运营,2017年以前射阳县各乡镇自行建设水塔并向居民供水,2017年射阳县整合自来水供应,由洋马水务向射阳县各乡镇统一供水,供水能力为每天1.20

万吨,2017年公司实现自来水销售收入219.04万元。

## 战略规划

未来几年,射阳城投将按照射阳县总体规划发展的要求,继续为射阳县建设与经济社会发展履行城市基础设施建设职能;同时,在县政府授权范围内,整合射阳县国有资源,扩大资产规模,实现国有资产保值增值;在严格控制担保风险的前提下,加大对具有长远发展前景的优质中小企业融资提供担保,一方面可以支持当地中小企业的发展,促进居民就业,另一方面为公司担保业务发展提供良好的机遇。未来公司还将进一步延伸基础设施建设产业链,实现自身产业化转型,逐渐发展成为面向市场独立经营的、社会效益与经济效益同时兼顾的国有公司。

## 公司治理和管理

### 产权结构

公司为射阳县国有企业,股东为射阳县专项资金管理中心和射阳县人民政府国有资产监督管理委员会,实际控制人为射阳县人民政府。截至2017年末,公司纳入合并报表范围内的子公司共6家,其中一级子公司5家,二级子公司1家,产权明晰。

### 法人治理结构

根据公司章程,公司设股东会,股东会由全体股东组成,是公司的最高权力机构,主要行使决定公司的经营方针和投资计划、审议批准公司的年度财务预算方案和决算方案、审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案等职权。公司设董事会,其成员为3人,由股东会选举产生2人,另1人由职工代表大会选举产生,任期三年,任期届满可连选连任,董事会对股东会负责。公司不设监事会,设监事1人,由公司股东选举产生,监事任期三年,任期届满可连选连任。公司设董事长1人,总经理1人。

### 管理水平

从内部管理来看,公司根据自身特点建立了相应的管理制度。



财务管理方面，公司根据国家会计制度并结合实际制订了《射阳县城市投资发展有限责任公司财务管理制度》，对公司的财务管理机构、资金筹集管理、流动资产管理、对外投资管理、固定资产管理、成本费用管理和收入与利润分配管理等财务事项，均制定了完善的管理制度。

固定资产管理方面，公司制定了《射阳县城市投资发展有限责任公司固定资产管理制度》，对公司固定资产的责任分工与授权批准、取得与验收、使用与维护及处置与转移等事项做出了详细的规定。

内部控制方面，公司根据《中华人民共和国公司法》、《射阳县城市投资发展有限责任公司章程》、《会计法》等相关法律、法规和规章，制定有《射阳县城市投资发展有限责任公司内部控制制度》，对公司内部的会计核算制度、资金与投资和担保的管理等做出了明确的规定。

总体来看，公司近年来不断完善法人治理结构，已基本建立了一整套管理制度和良好的管理机制，并通过积极有效的内部改革，加强了内部管理系统，整体管理风险较低。

## 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~2016 年财务报告以及经亚太（集团）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 2017 年财务报告。公司各期财务报告均按照新会计准则编制。

公司将农水利投无偿划转后，合并范围内共 6 家子公司，包括 5 家一级子公司和 1 家二级子公司。

## 资本结构

随着公司资产的划出，公司资产规模呈现下降趋势。2015 年~2017 年末，公司资产总额分别为 108.12 亿元、107.44 亿元和 94.69 亿元，2017 年末公司资产下降主要由于公司划出子公司农水利投，并偿还债务。

从资产构成来看，公司资产主要为流动资产，2015 年~2017 年末，公司流动资产分别为 104.42

亿元、103.32 亿元和 93.36 亿元，占总资产的比重分别为 96.57%、96.17% 和 98.60%。

公司流动资产主要由存货、其他应收款、货币资金和应收账款构成。2015 年~2017 年末，公司存货分别为 59.51 亿元、53.78 亿元和 54.78 亿元，公司存货由待开发土地和开发成本构成，截至 2017 年末，待开发土地账面价值 53.75 亿元，总面积 510.69 万平方米，全部为公司通过“招拍挂”方式取得的土地使用权，并按照土地取得成本价记入存货，其中，受限面积达 345.40 万平方米，受限金额 36.17 亿元，规模较大，一定程度上影响公司资产流动性和再融资能力；开发成本主要为公司近三年进行的安置房工程的开发成本，2015 年~2017 年末公司开发成本分别为 2.65 亿元、0.49 亿元和 1.03 亿元，2016 年末较 2015 年末有较大下降系临海高等级公路开发成本的全部余额以及万顷良田项目在 2015 年发生的开发成本结转所致，2017 年末较 2016 年末有提升系安置房建设投资规模增加所致。2015 年~2017 年末，公司其他应收款分别为 22.95 亿元、28.69 亿元和 22.19 亿元，主要为与政府的往来款，另外，公司将预付的“6.23 龙卷风灾后重建及新农村建设”项目投资支出 3.40 亿元计入“其他应收款”，分别记为应收射阳建设投资集团有限公司 0.90 亿元，江苏裕华投资集团有限公司 0.70 亿元，射阳国有资产投资集团有限公司 1.80 亿元。

表 6：截至 2017 年末公司其他应收款前五名（亿元、%）

单位名称	欠款金额	占比	款项性质
射阳县专项资金管理中心	10.33	45.81	往来款
射阳县财政局	3.29	14.59	往来款
射阳县三维交通集团有限公司	2.58	11.43	往来款
江苏大正建设开发有限公司	1.69	7.49	往来款
射阳县四明镇财政所	1.31	5.8	往来款
合计	19.20	85.12	--

资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

2015 年~2017 年末，公司货币资金分别为 9.69 亿元、14.82 亿元和 10.04 亿元，其中 2017 年末较 2016 年末同期减少 4.78 亿元系合并范围缩小所致，2017 年末受限资金合计 5.86 亿元。2015 年~2017 年末，公司应收账款分别为 6.92 亿元、4.86 亿元和 6.28 亿元，账龄全部在两年以内，2016 年末应收账

款较 2015 年末大幅减少，主要是临海高等级公路射阳段项目完工后，当年确认的委托代建收入及时回款所致，2017 年末应收账款较 2016 年末增长主要是政府未提供万顷良田项目回款。截至 2017 年末，公司应收账款和其他应收款净额合计为 28.47 亿元，其中应收政府及其职能部门款项超过 21.21 亿元。射阳县人民政府已就上述款项明确还款来源，并出具《关于按期偿还射阳县城市投资发展有限责任公司应收款项的批复》（射政复【2016】50 号），具体偿付安排为 2017 年~2021 年，射阳县政府将共计出让土地 3,453.86 亩，预计获得土地出让收入 51.81 亿元，扣除相应的成本后，预计实现土地出让净收益 33.68 亿元，作为偿还公司应收款项的来源。2017 年射阳县出让土地 3,756 亩，获得土地出让金 48.20 亿元。中诚信证评将密切关注上述款项的回款情况。

非流动资产方面，2015 年~2017 年末，公司非流动资产分别为 3.71 亿元、4.12 亿元和 1.33 亿元。公司非流动资产的主要构成为按成本计量的可供出售金融资产，2017 年公司投资江苏国信盐城生物质发电有限公司和射阳县十里菊香园管理有限公司。公司投资性房地产是政府划入的物业和不动产，2017 年射阳县政府整合国有经营性物业和不动产，回购以前年度划入公司的相关物业和不动产，公司将所有投资性房地产 3.92 亿元转出。

负债方面，公司负债总额呈递减趋势，2015 年~2017 年末，公司总负债分别为 44.98 亿元、42.17 亿元和 28.87 亿元。公司负债主要由流动负债构成，2015 年~2017 年末，公司流动负债分别为 40.30 亿元、30.48 亿元和 21.09 亿元，占总负债的比重分别为 89.61%、72.29%和 73.04%。公司流动负债主要为其他应付款和应付票据，2015 年~2017 年末其他应付款分别为 35.13 亿元、21.58 亿元和 15.57 亿元，主要系为承担代建业务与射阳县财政局、交通局发生的往来款，2017 年公司偿还与射阳县财政局和交通局的往来款，使得其他应付款余额减少。2015 年~2017 年末应付票据分别为 0.01 亿元、1.30 亿元和 3.13 亿元，增长系项目拓展和补充营运资金所致。

表 7：截至 2017 年末公司其他应付款前五名（亿元、%）

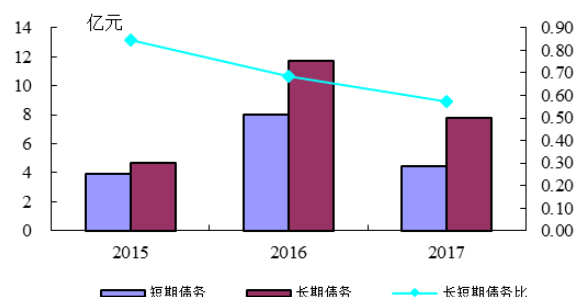
单位名称	欠款金额	占比	款项性质
射阳县交通局	5.08	32.61	往来款
射阳县财政局	3.29	21.14	往来款
射阳国有资产投资集团有限公司	3.08	19.78	往来款
射阳县住房和城乡建设局	1.28	8.24	往来款
射阳建设投资有限公司	0.93	5.97	往来款
合计	13.66	87.74	--

资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

非流动负债方面，公司非流动负债由长期借款构成，2015 年~2017 年末，公司长期借款分别为 4.68 亿元、11.69 亿元和 7.79 亿元，2017 年末较 2016 年末减少 3.90 亿元，主要为保证借款、抵押借款和质押借款。

有息债务方面，2015 年~2017 年末，公司总债务分别为 8.62 亿元、19.68 亿元和 12.26 亿元。债务结构方面，2015 年~2017 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.84 倍、0.68 倍和 0.58 倍，公司债务以长期债务为主，符合公司经营项目周期长的特点。

图 3：2015 年~2017 年公司债务结构分析

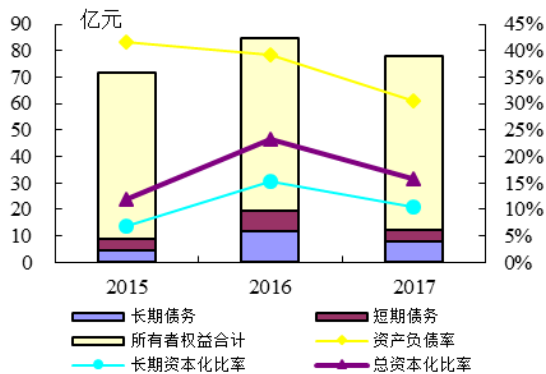


资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

所有者权益方面，2015 年~2017 年末，公司所有者权益合计分别为 63.15 亿元、65.27 亿元和 65.81 亿元，2017 年末公司资本公积 51.61 亿元，较 2016 年末下降 1.41 亿元，主要系公司无偿划出农水利投所致。

2015 年~2017 年末，公司的资产负债率分别为 41.60%、39.25%和 30.49%，同期总资本化比率分别为 12.02%、23.16%和 15.70%，总体维持在合理水平。

图 4：2015 年~2017 年公司资本结构分析



资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

总体来看，随着公司对债务的偿还和资产的划出和，近年来公司负债、资产规模均呈递减趋势，公司有息债务整体规模较小，资产主要由土地使用权和其他应收款构成，大部分土地已用于抵押融资，资产流动性较弱，其他应收款主要为与政府相关单位的往来款，对资金形成一定占用。

## 盈利能力

2015 年~2017 年，公司营业总收入分别为 5.29 亿元、5.81 亿元和 5.55 亿元。从收入构成来看，公司营业收入的来源包括代建收入、担保业务收入、房租收入、其他收入和物业服务收入。代建收入是公司收入的主要来源，2015 年~2017 年分别为 4.79 亿元、5.34 亿元和 5.31 亿元，公司代建业务主要包括市政基础设施建设和保障房建设，公司根据县政府下达的建设任务安排建设计划，近三年业务收入较稳定。担保业务方面，2015 年~2017 年，公司担

保业务收入分别为 0.22 亿元、0.20 亿元和 0.16 亿元，负责该业务板块的子公司金诚担保作为盐城市内最大的县级担保公司，为 200 余家盐城市中小企业提供担保，受宏观经济下滑影响，民营经济运营不景气，金诚担保控制业务规模以降低担保业务风险。物业出租方面，2015 年~2017 年，公司房租收入分别为 0.20 亿元、0.19 亿元和 0.006 亿元，2017 年射阳县政府整合经营性物业和不动产，回购以前年度划入公司的物业和不动产合计 3.92 亿元，公司房租收入大幅下降。2017 年洋马水务统一为乡镇供水，公司新增自来水销售收入 0.02 亿元。由于承担物业业务的农水利投子公司民生物业被划出公司，2017 年公司未产生物业收入。其他收入主要为担保保证金利息收入，收入规模较小，对公司盈利水平的影响有限。

毛利率方面，2015 年~2017 年，公司的营业毛利率分别为 20.05%、18.52%和 18.19%。2017 年公司代建工程业务毛利率稳定，因为公司采取建设成本加成 18%的方式确认收入；担保业务各年毛利率均为 100.00%，主要由于担保业务将纯利润部分计为收入；2017 年公司房租收入毛利率 100.00%，主要由于经营性资产增值大，公司未重新评估和入账，也未计提折旧，因而 2017 年租赁业务没有产生成本；2017 年新增的自来水业务毛利率较低，致使公司总体毛利率较 2016 年小幅下降。

表 8：2015 年~2017 年公司营业总收入及毛利率情况（亿元、%）

	2015		2016		2017	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
代建收入	4.79	15.25	5.34	14.88	5.31	14.87
担保业务收入	0.22	100.00	0.20	100.00	0.16	100.00
房租收入	0.20	15.27	0.19	6.28	0.006	100.00
自来水	--	--	--	--	0.02	4.47
其他收入	0.07	100.00	0.07	100.00	0.05	100.00
物业服务收入	0.003	100.00	0.01	23.65	--	--
合计	5.29	20.05	5.81	18.52	5.55	18.19

资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

期间费用方面，2015 年~2017 年，公司三费支出合计分别为 0.56 亿元、0.11 亿元和 0.26 亿元，三费收入占比分别为 10.55%、1.89%和 4.76%。2016

年销售费用减少主要由于担保收入的减少致使计提的风险准备金减少，且当年未发生担保赔偿支出。2017 年公司销售费用增长主要由于公司核销应



收代偿款 0.16 亿元,为满足未到期责任准备金和担保赔偿准备金余额的计提比例,公司补提该部分准备金;管理费用增长主要由于根据审计要求,三维交投将原先计入临海高等级公路射阳段项目费用调入管理费用 787.05 万元,2017 年公司财务费用为-0.04 亿元,主要由于公司将大部分利息支出资本化且获得利息收入所致。总体来看,公司对期间费用控制较好。

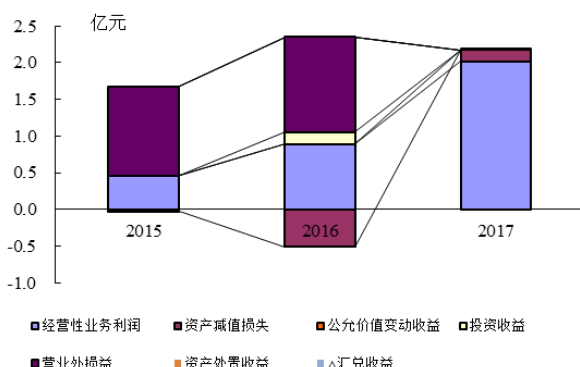
表 9: 2015 年~2017 年公司三费分析 (亿元)

	2015	2016	2017
销售费用	0.46	0.05	0.15
管理费用	0.06	0.07	0.15
财务费用	0.04	-0.01	-0.04
三费合计	0.56	0.11	0.26
营业总收入	5.29	5.81	5.55
三费收入占比 (%)	10.55	1.89	4.76

资料来源:中诚信证评根据公司财务报告整理

2015 年~2017 年,公司利润总额分别为 1.65 亿元、1.84 亿元和 2.17 亿元。2015 年~2017 年,公司经营性业务利润分别为 0.46 亿元、0.89 亿元和 2.02 亿元,根据国家最新会计准则,2017 年公司将政府补助从“营业外支出”调整入“其他收益”,补充公司经营性业务利润,2015 年~2017 年,公司收到的政府补助分别为 1.21 亿元、1.30 亿元和 1.48 亿元,公司利润对政府补助的依赖性较强。资产减值损失主要源于公司确认的坏账损失,2015 年~2017 年,公司资产减值损失分别为-0.03 亿元、-0.51 亿元和 0.16 亿元,2017 年公司产生资产减值收益,主要为公司收回原先计提减值准备的应收款。

图 5: 2015 年~2017 年公司利润总额构成分析



资料来源:中诚信证评根据公司财务报告整理

总体上,公司营业收入保持稳定,主要来自于工程代建业务,但公司盈利水平持续小幅下降,公

司利润对政府补助的依赖性强,具有一定不确定性。

## 偿债能力

2015 年和 2016 年公司增加借款以扩大项目建设、2017 年公司清偿部分债务,因此公司债务规模波动较大,2015 年~2017 年末,公司总债务分别为 8.62 亿元、19.68 亿元和 12.26 亿元,但总体债务规模相对较小。

偿债指标方面,2015 年~2017 年,公司总债务/经营净现金流分别为-9.33 倍、-1.97 倍和 4.69 倍,同期总债务/EBITDA 分别为 4.63 倍、9.76 倍和 5.34 倍,2017 年经营净现金流和 EBITDA 对总债务覆盖能力增强。近三年公司经营活动净现金流利息倍数分别为-20.18 倍、-9.00 倍和 2.60 倍,公司经营活动净现金流波动较大,总体来说对利息支出的覆盖能力增强,同期 EBITDA 利息保障系数分别为 40.69 倍、1.82 倍和 2.29 倍,EBITDA 能够覆盖当期利息支出,其中,2015 年 EBITDA 利息保障系数较大,是由于 2015 年公司新纳入合并范围三家子公司,但其利息支出未纳入合并范围;公司部分资金利息支出计入往来款;公司 2015 年新增的部分借款按年计息,于次年支付利息时按照收付实现制计入次年财务费用,上述原因使得公司 2015 年利息支出较小。

表 10: 2015 年~2017 年公司偿债能力分析

	2015	2016	2017
短期债务 (亿元)	3.95	7.99	4.48
长期债务 (亿元)	4.68	11.69	7.79
总债务 (亿元)	8.62	19.68	12.26
EBITDA (亿元)	1.86	2.02	2.30
总债务/经营净现金流 (X)	-9.33	-1.97	4.69
总债务/EBITDA (X)	4.63	9.76	5.34
EBITDA 利息保障系数 (X)	40.69	1.82	2.29
经营净现金流利息倍数 (X)	-20.18	-9.00	2.60
总资本化比率 (%)	12.02	23.16	15.70
长期资本化比率 (%)	6.89	15.19	10.58
资产负债率 (%)	41.60	39.25	30.49

资料来源:中诚信证评根据公司财务报告整理

公司债务本息到期分布方面,2018 年和 2019 年,公司需要偿还的债务分别为 7.08 亿元和 5.19 亿元,还款压力不大。长期债务中 3.00 亿元私募债

已于 2018 年 3 月偿还完毕，公司纳入 2018 年到期债务核算。

银行授信方面，截至 2017 年末，公司获得的授信额度为 12.26 亿元，已全部使用完毕，备用流动性不足。

受限资产方面，截至 2017 年末，公司将存货中账面价值 36.17 亿元的待开发土地进行抵押融资。此外，公司受限资产还包括担保保证金 2.38 亿元，定期存单质押 1.35 亿元和银行承兑汇票保证金 2.13 亿元。受限资产账面价值合计 42.03 亿元，占总资产的比例为 44.39%。

对外担保方面，截至 2017 年末，公司对外担保主要为公司本部对射阳县内国有企业提供的担保以及子公司金诚担保对盐城市内中小民营企业提供的担保。截至 2017 年末，金诚担保的担保余额为 17.78 亿元，除金诚担保外，公司对外担保金额合计 101.83 亿元，占公司净资产的 154.73%，其中，公司对民营企业江苏双山集团股份有限公司（以下简称“双山集团”）担保 0.47 亿元，其余皆为对国有企业的担保，双山集团为射阳县最大的民营企业，总资产约 10 亿元。总体上，公司对外担保对象较多，金额较大，具有一定的代偿风险。

**表 11：截至 2017 年末公司主要非经营性对外担保情况**

担保对象	担保金额 (万元)	担保期限
江苏射阳港港口股份有限公司	221,775.00	2015 年~2034 年
射阳县城市污水处理管网有限公司	122,000.00	2016 年~2023 年
江苏裕华投资开发集团有限公司	62,000.00	2016 年~2022 年
射阳国有资产投资集团有限公司	59,000.00	2016 年~2022 年
盐城市纺织染整产业园实业开发有限公司	44,000.00	2016 年~2020 年
射阳县金三角滩涂发展有限公司	43,000.00	2016 年~2025 年
射阳县农业水利投资开发集团有限公司	35,936.00	2015 年~2023 年
射阳县瑞阳城镇建设发展有限公司	32,500.00	2015 年~2023 年
<b>合计</b>	<b>620,211.00</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供

根据公司提供的资料，根据射阳县人民法院（2018）苏 0924 执 561 号，公司未履行担保人职责，未偿还射阳县住房和城乡建设局所欠利息

706.09 万元；根据无锡市梁溪区人民法院（2018）苏 0213 执恢 80 号，公司未履行担保人职责，未偿还射阳县住房和城乡建设局所欠利息 264.90 万元。根据射阳县人民法院于 2018 年 9 月 27 日出具的《情况说明》，射阳县住房和城乡建设局向射阳县人民法院支付全部执行款合计 1,724.00 万元，公司无债务履行义务，法院已撤销公司失信执行人记录。截至 2019 年 2 月 21 日，公司近三年未发生债务违约事件。

## 担保主体实力

### 江苏再担保

江苏再担保成立于 2009 年 12 月，初始注册资本 30 亿元，是由江苏省人民政府、江苏省国有资产管理集团有限公司、江苏乾明投资有限公司、波司登股份有限公司和江苏雨润食品产业集团共同出资组建的国有控股企业。2017 年 1 月，江苏再担保名称由“江苏省信用再担保有限公司”变更为“江苏省信用再担保集团有限公司”。近年来，江苏省各级政府不断对江苏再担保进行增资，在历经多次增资和股权转让后，截至 2017 年末，江苏再担保注册资本增至 57.34 亿元。

截至 2017 年末，江苏再担保总资产为 122.24 亿元，所有者权益为 71.73 亿元，直保业务在保余额 452.04 亿元，再担保业务在保余额 637.54 亿元，2017 年实现净利润 3.19 亿元。

江苏再担保按照“政策性导向、市场化运作、公司化管理”的原则，实施规范化管理、市场化运作，切实为江苏省中小企业的发展提供服务和支撑，致力于更好地服务江苏省地方经济发展。江苏再担保目前的主要业务为直接担保、再担保、融资租赁、小额贷款、资产管理及投资等业务。

受宏观经济增速放缓影响，江苏省中小企业经营压力增大，风险暴露，导致债务风险事件陆续发生，江苏再担保代偿事件增加。自成立至 2017 年末，江苏再担保累计代偿余额 3.92 亿元，较 2016 年末增长 42.42%。2015 年~2017 年，江苏再担保担保代偿额分别为 0.81 亿元、0.40 亿元和 1.17 亿元。由于对经济下行环境下代偿增加的情况做出了

预判，江苏再担保近年来加大了代偿追偿力度。虽然部分项目具有较为完善的反担保措施，但由于发生时间较长，追偿过程较为复杂，处置和回收周期较长，中诚信证评将对公司的代偿回收情况保持关注。

江苏再担保作为江苏省的省级再担保机构，承担着建设江苏省再担保体系的政策性任务，其业务的稳步发展对服务江苏省中小企业和“三农”经济、推进金融强省建设具有十分重要的意义。因此，江苏省政府具有很强的意愿在有需要时给予江苏再担保支持。

中诚信证评肯定了持续增长的区域经济为射阳县城市建设提供了良好的发展环境；代建项目稳步发展、回款良好等因素对公司产生的积极影响。中诚信证评同时关注到公司对外担保规模大且担保业务或存在一定代偿风险；资产流动性较弱；备用流动性较弱；公司业务发展定位值得关注等因素对公司信用水平的不利影响。

## 结 论

综上，中诚信证评评定射阳县城市投资发展有限责任公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“2019 年第一期射阳县城市投资发展有限责任公司公司债券”债项的信用等级为 **AAA**，该级别充分考虑江苏再担保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债券还本付息的保障作用。

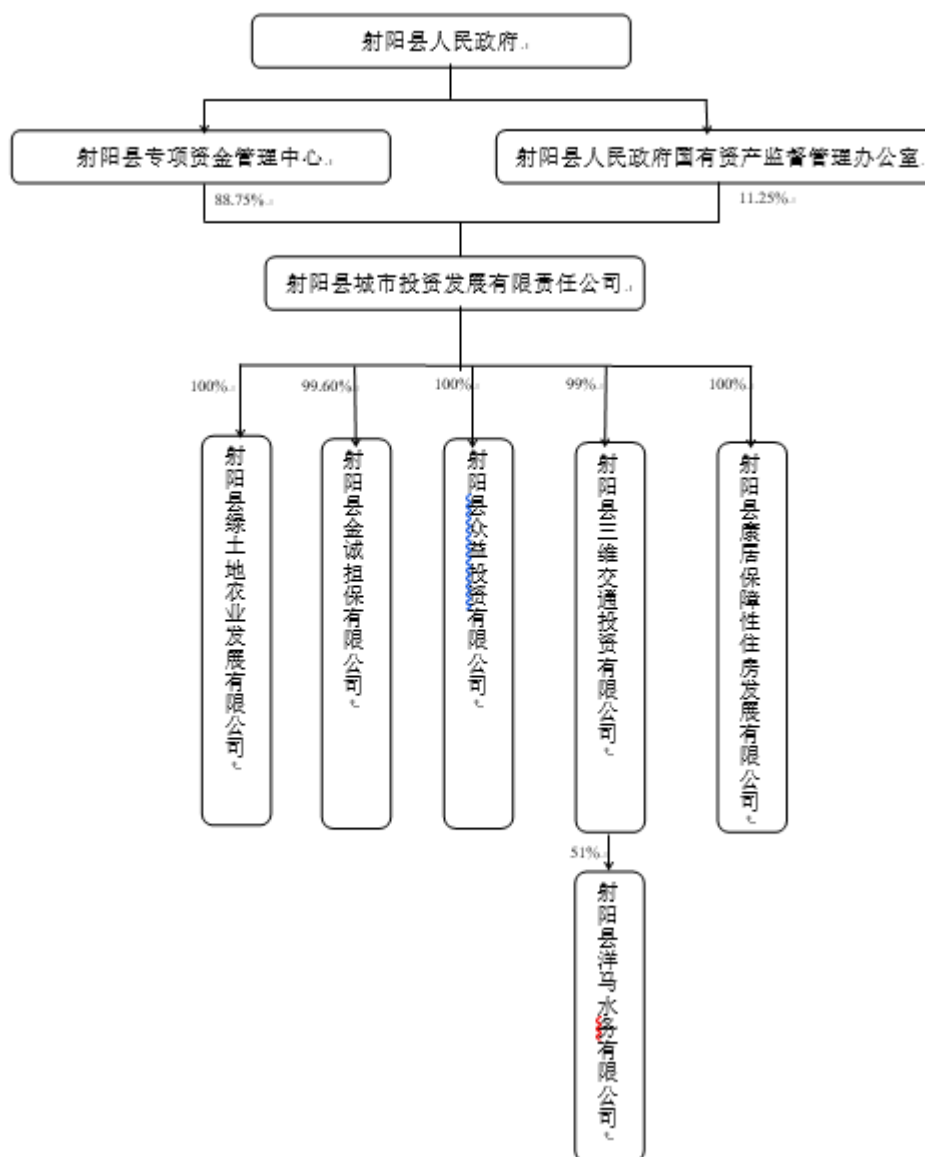


## 关于2019年第一期射阳县城市投资发展有限责任公司 公司债券的跟踪评级安排

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。

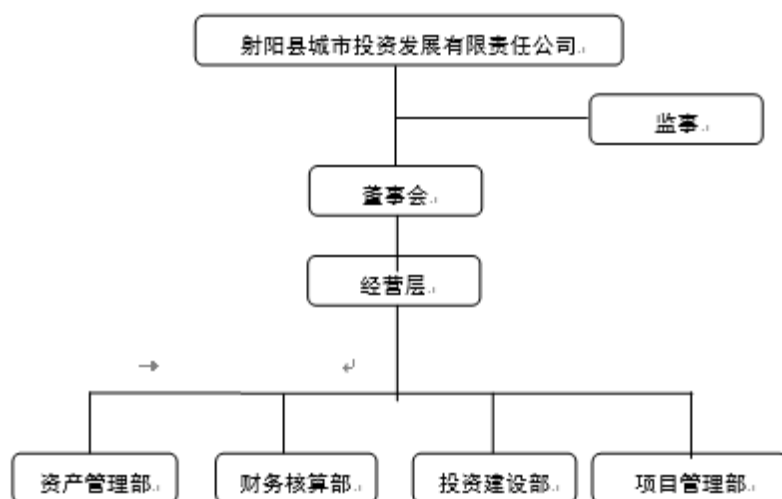
同时，中诚信证评亦保留对外公开披露定期和不定期跟踪评级报告及评级结果的权利。

附一：射阳县城市投资发展有限责任公司股权结构图（截至 2017 年末）



资料来源：公司提供

附二：射阳县城市投资发展有限责任公司组织结构图（截至 2017 年末）



资料来源：公司提供



附三：射阳县城市投资发展有限责任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	96,885.74	148,177.32	100,417.40
应收账款	69,238.04	48,649.02	62,778.45
其他应收款	229,503.54	286,862.10	221,909.58
存货	595,094.37	537,821.73	547,781.10
可供出售金融资产	0.00	0.00	10,009.54
长期股权投资	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.00	0.00	0.00
总资产	1,081,227.85	1,074,388.53	946,870.07
其他应付款	351,257.62	215,751.72	155,714.49
短期债务	39,490.00	79,881.54	44,767.00
长期债务	46,750.00	116,868.90	77,850.00
总债务	86,240.00	196,750.44	122,617.00
总负债	449,774.98	421,685.23	288,727.72
费用化利息支出	458.04	0.00	1,220.94
资本化利息支出	0.00	11,092.02	8,815.62
实收资本	40,000.00	40,000.00	40,000.00
少数股东权益	916.83	4,740.32	4,752.54
所有者权益（含少数股东权益）	631,452.87	652,703.30	658,142.34
营业总收入	52,911.54	58,060.59	55,492.02
经营性业务利润	4,612.51	8,889.96	20,151.04
投资收益	0.00	1,663.56	0.00
营业外收入	12,140.48	12,953.96	80.00
净利润	16,522.76	17,350.72	19,614.21
EBIT	16,910.77	18,375.26	22,947.22
EBITDA	18,639.81	20,150.11	22,978.41
销售商品、提供劳务收到的现金	45,664.97	76,591.46	27,352.49
收到其他与经营活动有关的现金	277,748.45	34,397.54	103,000.09
购买商品、接受劳务支付的现金	308,217.60	5,751.72	23,941.69
支付其他与经营活动有关的现金	23,803.10	202,716.84	77,487.86
吸收投资收到的现金	109,364.06	3,960.80	0.00
资本支出	0.62	4,941.57	1.43
经营活动产生现金净流量	-9,243.22	-99,791.20	26,138.11
投资活动产生现金净流量	-50,848.00	47,207.65	-328.14
筹资活动产生现金净流量	101,141.02	99,411.24	-90,179.73

财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率 (%)	20.05	18.52	18.19
三费收入比 (%)	10.55	1.89	4.76
应收类款项/总资产 (%)	27.63	31.23	30.07
收现比 (X)	0.86	1.32	0.49
总资产收益率 (%)	1.74	1.70	2.27
流动比率 (X)	2.59	3.39	4.43
速动比率 (X)	1.11	1.63	1.83
资产负债率 (%)	41.60	39.25	30.49
总资本化比率 (%)	12.02	23.16	15.70
长短期债务比 (X)	0.84	0.68	0.58
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.11	-0.51	0.21
经营活动净现金流/短期债务 (X)	-0.23	-1.25	0.58
经营活动净现金流/利息支出 (X)	-20.18	-9.00	2.60
总债务/EBITDA (X)	4.63	9.76	5.34
EBITDA/短期债务 (X)	0.47	0.25	0.51
货币资金/短期债务 (X)	2.45	1.85	2.24
EBITDA 利息倍数 (X)	40.69	1.82	2.29

注：公司各期财务报表均按新会计准则编制；2015 年财务性利息支出较少系公司合并范围大幅变动、部分利息支出计入往来款及借款计息时点影响所致。

附四：江苏省信用再担保集团有限公司主要财务数据及财务指标

(金额单位：百万元)	2015	2016	2017
<b>资产</b>			
货币资金	2,510.90	2,845.58	2,377.31
存出担保保证金	0.00	0.00	0.00
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	36.33	20.59	20.00
可供出售金融资产	826.07	1,114.24	1,429.55
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	36.80	40.72	35.26
资产合计	8,653.63	10,847.52	12,224.43
<b>负债及所有者权益</b>			
担保损失准备金合计	962.43	1,255.92	1,475.43
实收资本	4,649.08	5,734.21	5,734.21
所有者权益合计	5,689.52	6,986.26	7,173.24
<b>利润表摘要</b>			
担保业务收入	313.26	464.22	552.30
担保赔偿准备金支出	-174.98	-216.93	-253.90
提取未到期责任准备	-31.13	-76.71	-50.08
利息净收入	9.20	13.93	8.17
投资收益	62.54	31.52	74.70
业务及管理费用	-154.16	-193.90	-241.81
税金及附加	-33.10	-21.56	-6.52
税前利润	346.51	374.61	441.10
净利润	261.22	284.36	319.26
<b>担保组合</b>			
在保余额	62,413.00	93,168.00	108,958.11
<b>年增长率(%)</b>			
总资产	17.19	25.35	12.34
担保损失准备金合计	12.24	30.49	17.48
所有者权益	21.43	22.79	2.68
担保业务收入	22.36	48.19	18.97
业务及管理费用	17.47	25.78	24.71
税前利润	-6.97	8.11	17.75
净利润	-9.62	8.86	12.27
在保余额	3.40	49.28	16.95
<b>盈利能力(%)</b>			
平均资产回报率	3.26	2.92	2.77
平均资本回报率	5.04	4.49	4.51
<b>担保项目质量(%)</b>			
最大单一客户在保余额/核心资本	12.64	21.03	25.47
最大十家客户在保余额/核心资本	81.18	193.22	194.87
<b>流动性(%)</b>			
高流动性资产/总资产	35.70	31.22	31.40



**附五：公司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+手续费及佣金支出+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

三费前利润=营业总收入-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-营业税金及附加

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（含少数股东权益））

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：江苏省信用再担保集团有限公司主要财务指标计算公式**

担保损失准备金合计=未到期责任准备金+担保赔偿准备金

业务及管理费用=销售费用+管理费用

高流动性资产=货币资金+存出担保保证金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产

核心资本=所有者权益+担保损失准备金-长期股权投资-按成本计量的可供出售权益工具

累计代偿率=累计代偿额/累计解除担保额

平均资产回报率=净利润/[（当期末资产总额+上期末资产总额）/2]

核心资本担保放大倍数=在保责任余额/核心资本

## 附七：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
<b>A-1</b>	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力很低，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。