

2018 年第一期盐城市城南新区开发建设
投资有限公司

绿色债券 2019 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【115】号 01

债券简称：18 盐城城南
债 01/G18 城南 1

增信方式：保证担保

担保主体：中证信用增
进股份有限公司

债券剩余规模：10 亿元

债券到期日期：2025 年
03 月 19 日

债券偿还方式：按年付
息，同时设置本金提前
偿还条款，第 3 至 7 年
每年末偿还 20%本金

分析师

姓名：
张伟亚 刘师宇

电话：
021-51035670

邮箱：
liushy@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司主体长期信用
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

2018 年第一期盐城市城南新区开发建设投资有限公司 绿色债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AAA	AAA
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 26 日	2018 年 06 月 26 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对盐城市城南新区开发建设投资有限公司（以下简称“盐城城南”或“公司”）及其 2018 年 3 月 19 日发行的绿色债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，发行主体长期信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到外部环境较好，为公司发展提供了良好基础，公司主营业务持续性较好，公司继续得到一定外部支持，中证信用增进股份有限公司（以下简称“中证信用”）提供的保证担保有效提升了本期债券本息偿还的安全性。同时我们也关注到了公司投资需求较大，面临较大的资金压力；公司资产整体流动性较弱，以及公司存在较大的债务偿还压力等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年盐城市经济稳步增长，实现地区生产总值 5,487.1 亿元，按可比价计算，比上年增长 5.5%。较好的外部环境为公司发展提供了良好基础。
- 公司基础设施建设类业务持续性较好。截至 2018 年末，公司 BT 项目政府回购主要是路网和限价房项目，均已完成投资且尚有部分待确认收入，此外公司存货中仍有以基础设施建设项目为主的开发成本和开发产品共计 86.55 亿元，仍可为公司未来的收入提供一定的保障。
- 公司继续得到一定外部支持。2018 年盐城市城南新区管理委员会（以下简称“城南新区管委会”）给予公司补贴 4.26 亿元，计入公司其他收益，提升了公司的利

润水平。

- **保证担保有效提升了本期债券的安全性。**中证信用实力较强，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性。

关注：

- **公司资产整体流动性较弱。**公司其他应收款 2018 年末账面价值为 84.71 亿元，其回收时间不确定，对公司资金形成一定占用；公司存货在资产中的比重为 33.89%，集中于在建基础设施和土地资产，较难在短期内集中变现；同时，公司土地使用权资产中已有 24.56 亿元用于抵押，受限规模较高。整体来看，资产流动性较弱。
- **在建项目投资需求较大，面临较大的资金压力。**近年来公司经营活动现金流表现存在弱化趋势，2018 年净流出 1.54 亿元。此外截至 2018 年末，公司主要在建项目尚需投资 38.10 亿元，存在较大的资金压力。
- **公司存续债券规模较大且已陆续进入本金偿还期，存在较大的偿债压力。**截至 2018 年末，公司有息债务规模为 75.00 亿元，占总负债比为 74.15%，近年来公司有息负债的规模持续下降，但公司存续债券规模达到 51.40 亿元，仍存在较大的偿付压力。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	3,267,742.74	3,844,110.01	3,859,238.28
所有者权益	2,256,203.94	2,527,975.40	2,483,156.16
有息债务	750,039.00	1,047,821.67	1,125,939.00
资产负债率	30.96%	34.24%	35.66%
流动比率	6.41	4.47	2.89
营业收入	199,781.15	253,474.46	244,335.36
其他收益	42,600.40	1,186.53	-
营业外收入	48.40	164.63	3,742.73
利润总额	35,592.58	44,759.90	39,927.46
综合毛利率	8.12%	32.40%	29.12%
EBITDA	67,470.75	86,327.52	77,387.75
EBITDA 利息保障倍数	1.37	1.37	1.01
经营活动现金流净额	-15,407.10	389,081.22	440,670.50

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

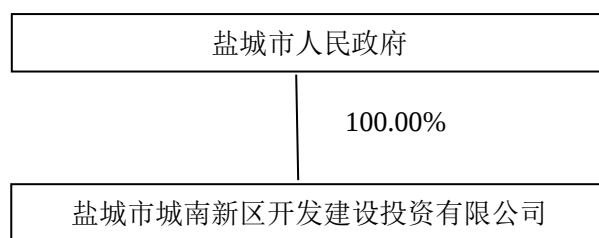
一、本期债券募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改企业债券[2017]329号文件批准，公司于2018年3月19日公开发行10亿元绿色债券，发行利率6.00%。其中7.5亿元用于盐城市城南新区智慧城市建设，2.5亿元用于补充流动资金。截至2019年5月末，本期债券募集资金专户余额为216,120.46元。

二、发行主体概况

2018年末公司注册资本与实收资本仍为100亿元，仍由盐城市人民政府全资控股并实际控制。公司主营业务亦未发生变更。

图1 截至2018年末公司股权结构情况



资料来源：公司提供

2018年公司合并范围新增1家子公司，无减少的子公司。截至2018年末公司合并范围内共有17家子公司，详情见附表二。

表1 2018年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

名称	经营范围	注册资本	持股比例	合并方式
盐城市腾兴市政绿化工程有限公司	园林景观绿化工程、市政公用工程设计、施工等	2,000	100%	设立

资料来源：公司2016-2018三年连审审计报告，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019

年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03万亿元，比上年增长6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长8.9%。高技术制造业增加值增长11.7%。装备制造业增加值增长8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019年全国赤字率预计将会提升。

2018年基建投资增长乏力，从2018年7月31日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018年末，国务院提前下达2019年地方政府新增专项债务限额8,100亿元，2019年全年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年大幅增加8,000亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上2019年社会融资环境改善，PPP有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政

府依法依规发行债券。2月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表2 2018年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号）	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP

			模式违法违规或变相举债融资
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34 号)	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配,提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23 号)	财政部	明确除了购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资,不得违规新增地方融资平台公司贷款,不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金
2018 年 5 月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61 号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”,统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型,鼓励地方政府债券投资主体多元化,要求加强债券资金管理
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101 号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转;支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法合规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

(二) 区域环境

2018年盐城市第三产业发展较快,地方经济继续增长,但增速趋缓

2018年盐城市经济稳步增长,实现地区生产总值5,487.1亿元,按可比价计算,比上年增长5.5%,增速较上年下降1.3个百分点。其中,第一产业实现增加值573.4亿元,比上年增长3.2%,在机械化、现代化农业增长的带动下增速进一步加快;第二产业实现增加值2,436.5亿元,比上年增长3.7%,增速较上年进一步下降;第三产业实现增加值2,477.2亿元,比上年增长8.1%。三次产业结构由上年的11.1:44.4:44.5调整为10.5:44.4:45.1,第三产业近年来占比不断上升。2018年末盐城市常住人口约720万人,照此计算人均GDP为76,210元,是同期全国人均GDP的117.89%。

2018年盐城市规模以上工业增加值同比增长4%。其中轻工业比上年下降1.8%,重工业比上年增长15.5%。2018年盐城市工业企业实现全口径开票销售5,528.7亿

元，比上年增长17%，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3,511.6亿元，占工业总量的63.5%，其中机械装备制造业实现开票1,755.2亿元，增长30.6%，汽车产业实现开票631.1亿元。

固定资产投资方面，2018 年盐城市固定资产投资同比增长 9.40%，增速较上年下降 0.8 个百分点，其中工业投资 2,441.1 亿元，比上年增长 6.5%。2018 年，全市房地产开发投资 454.9 亿元，比上年增长 6.6%，其中住宅投资完成 360.6 亿元，比上年增长 4.5%。全市实现商品房销售面积 915.1 万平方米，比上年下降 6.1%，其中住宅 811.5 万平方米，比上年下降 7.7%。除工业经济外，随着城镇居民生活水平的提高，消费规模持续增长，盐城市社会消费品零售总额均保持较高的增长率。此外，存贷款余额增速较快，区域信贷环境尚可。

2018 年盐城市城南新区亦保持了较快的发展，全年实现固定资产投资 208.4 亿元，较上年增长 6.44%。

表3 2017-2018 年盐城市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	5,487.1	5.50%	5,082.7	6.80%
第一产业增加值	573.4	3.20%	564.2	2.70%
第二产业增加值	2,436.5	3.70%	2,256.7	4.80%
第三产业增加值	2,477.2	8.10%	2,261.8	10.10%
规模以上工业增加值	-	4.00%	1,792.0	3.60%
全年固定资产投资	-	9.40%	4,278.5	10.20%
社会消费品零售总额	1,778.7	6.80%	1,806.2	10.80%
进出口总额（亿美元）	95.5	10.40%	86.5	8.80%
存款余额	6,421.4	3.30%	6,214.2	13.60%
贷款余额	5,003.8	16.60%	4,287.5	15.30%
人均 GDP（元）	76,210		70,182	
人均 GDP/全国人均 GDP	117.89%		117.64%	

资料来源：2017-2018 年盐城市国民经济和社会发展统计公报

2018年盐城市实现公共财政收入381亿元，比上年增长5.8%，其中税收收入305.1亿元，同比增长12.2%，税收占比达80.08%，公共财政收入质量较好。同期盐城市公共财政支出为845.71亿元，同比增长18.8%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为45.05%，财政自给能力一般。

四、经营与竞争

公司 2018 年主营业务仍是在盐城市城南新区从事 BT 项目政府回购、房地产销售和租赁业务，2018 年未实现土地开发整理收入，并新增项目建设开发收入。2018 年公司实现营业收入 19.98 亿元，同比大幅下降 21.18%，主要是 BT 项目政府回购和房地产销售收入规模均有所下降，且新增的项目建设开发收入不足以填补土地开发整理的影响所致。毛利率方面，由于 BT 项目政府回购和房地产销售毛利率均有不同程度下降，且不再实现毛利率较高的土地开发整理收入，公司综合毛利率整体下降为 8.12%，较上年显著下降了 24.28 个百分点。

表4 2017-2018 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
BT 项目政府回购收入	101,904.77	11.16%	118,993.19	14.96%
项目建设开发收入	67,572.03	8.70%	-	-
土地开发整理	0.00	0.00%	72,237.06	82.91%
房地产销售收入	10,641.69	-46.37%	34,340.31	-11.36%
租赁收入及其他收入	19,662.66	19.83%	27,903.90	29.89%
合计	199,781.15	8.12%	253,474.46	32.40%

资料来源：公司 2016-2018 三年连审审计报告，中证鹏元整理

2018年BT项目政府回购收入和毛利率均有所下滑，未来公司基础设施建设模式将主要以项目建设开发模式为主，目前公司在建项目较多，业务持续性较好，但公司仍面临较大的资金压力

公司承担了城南新区主要的基础设施建设任务，主要包括城南新区道路网络、市政配套和河道整治及绿化工程等项目。公司基础设施建设业务主要由公司本部负责，主要采用回购模式。公司与城南新区政府签订回购协议，约定项目建设质量、工期、投资额、工程款支付等双方权利义务关系。公司向社会公开招投标确定施工单位，项目建设期间，公司负责项目建设管理，并遵照施工合同按项目进度向施工单位支付工程款。工程竣工后，先经盐城市财政评审中心审定，再由盐城市审计局审定，并以后者为最终结算值。项目业主（盐城市财政局或城南新区财政局）按照协议约定逐年支付公司项目款。2018 年公司被回购的项目为城南新区路网配套工程、新路网配套工程及环境综合整治工程等，由于回购协议的安排，2018 年公司实现的 BT 项目政府回购收入为 10.19 亿元，较上年减少了 14.36%；根据回购协议关于回购收益加成比例的安排，公司 BT 项目回购业务毛利率亦较上年下降，为

11.16%。

表5 公司 2018 年 BT 项目回购业务情况（单位：亿元）

名称	确认收入
城南新区路网工程	6.76
路网配套工程及环境综合整治工程	
伍东限价房建设	3.43
伍冈限价房建设	
伍西限价房建设	
科教城限价房建设	
合计	10.19

资料来源：公司提供

根据盐城市城南新区管委会于 2018 年 4 月 19 日印发的《城南新区政府投资建设项目资金管理办法（试行）》，关于公司实施的基础设施建设项目及政府指令性征地、拆迁等支出，每季度由公司根据与区管委会签订的建设协议和项目进度向区财政局申请项目建设资金，年底公司汇总全年相关支出明细，报请区管委会资金会办会审定结算资金总额，城南新区区财政局根据审定金额与公司进行年度资金清算。

项目建设开发收入由三方面构成：一是项目建设管理费（含利润）按实际建安投资总额的 6% 计算；二是垫付资金成本按实际垫付资金的年息 9% 计算；三是经审批的招标控制价与最终工程审定价之间节约额奖励 30%。2018 年度，公司依据上述文件确认的基础设施建设收入计入项目建设开发收入，且未实现土地开发整理收入。

该业务模式从 2018 年度开始确认收入，2018 年度公司确认收入的项目包括零星工程、润鹏花园安置房项目和城南医院等，实现项目建设开发收入 67,572.03 万元，毛利率为 8.70%，为公司主营业务收入和毛利润的重要补充。2017 年公司与委托方就体育中心等项目签订了代建协议并作出收益安排，并将这些项目截至 2017 年末的支出 67.53 亿元重分类为存货，2018 年末存货中尚有开发成本和开发产品 86.55 亿元，未来将按上述模式逐步确认收入，公司主营业务的持续性仍然较好。

表6 2018 年公司项目建设收入明细（单位：万元）

项目名称	确认收入
零星工程	45,285.74
鹏润花园安置房项目	7,949.40
城南医院	4,395.76

体育中心	2,982.00
串场河小学	1,264.18
体育公园	1,020.43
其他	4,674.52
合计	67,572.03

资料来源：公司提供

除了回购模式外，截至 2018 年末公司主要在建工程有城南医院、农业示范园和大数据产业园等，除本期债券募投项目的智慧新城项目外，大数据产业园建成后拟对外出租。这些项目计划总投资 45.40 亿元，尚需投资 38.10 亿元，未来存在一定的资金压力。

表7 截至 2018 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

在建项目名称	计划总投资	已完成投资额
南海新城	20.00	0.81
盐城市城南新区智慧城市建设	20.00	1.18
大数据产业园	5.40	5.41
合计	45.40	7.40

资料来源：公司提供

商品房开发业务收入进一步下降，其他业务收入来自租赁，为公司营业收入提供了稳定的补充

公司房地产业务系按商品房模式进行的房产销售业务，由子公司盐城市城南房地产开发有限责任公司负责。2018 年公司实现房地产销售收入 1.06 亿元，仍主要来自香苑西园和香苑小区部分商品房的销售。公司房地产销售毛利率存在波动，主要是由于以前年度房屋销售成本按预估值入账，预估值与实际值有差异所致。截至 2017 年末上述小区已全部预售完毕，无在建、拟建商品房项目，房地产业务短期持续性较弱。

公司其他收入全部来自公司自有物业的出租获得的租金收入。公司物业均为自建，工程建设完成后，公司通过对其经营（如出租）或出售带来收益，并覆盖前期对其的投入。近年公司自建的项目主要包括新龙广场、创投中心、金融服务中心、国际风情街等。由于 2017 年公司商业中心（新龙广场）项目部分完工转入投资性房地产，公司可出租项目合计出租面积达到 55 万平方米，2018 年公司实现租赁及其他收入 1.97 亿元，较上年大幅减少，主要是上年该项收入中有 1.14 亿元为公司将新龙广场 C1 楼转让给江苏省苏北村人才市场实现。为公司收入提供了一定补充。

公司继续获得一定的外部支持

公司 2018 年继续受到一定的外部支持，2018 年当地政府给予公司补贴 4.26 亿元，计入公司其他收益，提升了公司的利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

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公司 2016-2018 三年连审审计报告，审计报告均采用新会计准则编制。2018 年度公司合并报表范围变化见表 1。

资产结构与质量

公司资产规模有所下降但仍然较大，应收款项规模较大对公司资金形成占用，存货主要为在建的基础设施，此外土地使用权抵押规模较大，整体流动性较弱

截至2018年末，公司资产合计为326.77亿元，较上年减少14.99%。2018年由于公司部分债务到期以及资产剥离，公司资产规模较上年有所下降。2018年末公司资产仍以流动资产为主，其中流动资产占67.31%，非流动资产占32.69%。

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款、存货和其他流动资产构成。2018年末公司货币资金为11.30亿元，均无受限情形。公司其他应收款2018年末账面价值为84.71亿元，较上年增长10.24%，占公司资产总额25.92%，主要为公司与其他单位和企业的往来款。其中公司与盐城市城南建设发展有限公司、盐城金融城建设投资有限公司、盐城市城南新区财政局、盐城科教城投资发展有限公司和盐城市伍佑中学的往来款合计余额为82.58亿元，占公司2018年末其他应收款余额的97.40%，集中程度较高。公司其他应收款规模和占公司资产比重均持续上升，且回收时间不确定，对公司资金形成一定占用。2018年末公司存货账面价值为110.73亿元，较上年小幅增长。公司存货主要包括开发成本、开发产品以及土地开发成本，账面价值分别为32.89亿元、53.66亿元和23.33亿元，合计占2018年末占存货比重99.24%，其中公司2018年末开发成本为在建的农业示范园和鹏润花园安置房等项目，开发产品为体育中心和城南医院等项目，此外2018年末公司存货中有23.33亿元整理中的土地。2018年末公司其他流动资产账面价值为12.42亿元，由于部分理财产品到期而较上年大幅减少。

公司非流动资产以投资性房地产、在建工程和其他非流动资产为主。公司 2018 年末投资性房地产账面价值为 36.10 亿元，较上年增长 25.99%，增加部分为 2018 年由存货转入以及外购所得，2018 年公司通过出租投资性房地产中的商业地产实现租赁收入 1.97 亿元。公司在建工程 2018 年末为 7.40 亿元，由于商务中心（新龙广场）项目 2018 年转入存货而较上年大幅减少。2018 年末公司在建工程包括大数据产业园、智慧新城、南海新城和其他零星工程。2018 年末公司其他非流动资产均为土地使用权，账面价值 48.44 亿元。2018 年末土地使用权较上年减少 5.39 亿元，主要是政府按账面价值有偿收回土地所致。土地使用权中的 50.70% 已用于抵押。此外，根据国家发展改革委办公厅、财政部办公厅联合发布的发改办财金[2018]194 号《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》文件，公益性资产不得计入申报企业资产。因此公司 2018 年将注入的基础设施资产进行了剥离，以致其他非流动资产较上年大幅减少。整体来看，公司资产规模有所下降但仍然较大，应收款规模较大对公司资金形成占用，存货主要为在建的基础设施等流动性不强，此外土地使用权抵押规模较大，整体流动性较弱。

表8 2017-2018 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	113,046.47	3.46%	200,822.92	5.22%
其他应收款	847,127.95	25.92%	768,423.56	19.99%
存货	1,107,289.85	33.89%	1,090,624.91	28.37%
其他流动资产	124,153.83	3.80%	457,025.59	11.89%
流动资产合计	2,199,574.71	67.31%	2,550,851.97	66.36%
投资性房地产	360,966.82	11.05%	286,509.63	7.45%
在建工程	74,014.23	2.26%	118,076.87	3.07%
其他非流动资产	484,440.12	14.82%	839,815.05	21.85%
非流动资产合计	1,068,168.02	32.69%	1,293,258.05	33.64%
资产总计	3,267,742.74	100.00%	3,844,110.01	100.00%

资料来源：公司 2016-2018 三年连审审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2018 年公司营业收入和毛利率均显著下降，利润规模亦随之下降，公司主营业务持续性较好，但仍需关注业务结构的变动对收入和利润的影响

2018 年公司实现营业收入 19.98 亿元，较上年大幅减少 21.18%。主要系 BT

项目政府回购减少，以及业务结构变动所致。2018 年公司未实现毛利率较高的土地开发整理收入，且房地产销售业务毛利亏损加深，综合毛利率为 8.12%，较上年显著下降 24.28 个百分点。2017 年公司与委托方就大部分代建项目通过框架协议约定了未来收益安排，未来收入有一定保障，但近年来公司业务结构变动较大，未来仍存不确定性。此外，2018 年公司收到的 4.26 亿元政府补助计入其他收益，较上年大幅增长，但整体来看 2018 年公司营业利润为 3.63 亿元，仍较上年下降了 19.83%。

整体来看，2018 年公司营业收入和毛利率均显著下降，利润规模亦随之下降，公司主营业务持续性较好，但仍需关注业务结构的变动对收入和利润的影响。

表9 2017-2018 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	199,781.15	253,474.46
综合毛利率	8.12%	32.40%
其他收益	42,600.40	1,186.53
营业利润	36,280.76	45,253.98
营业外收入	48.40	164.63
利润总额	35,592.58	44,759.90

资料来源：公司 2016-2018 三年连审审计报告，中证鹏元整理

现金流

2018 年公司经营活动净现金流转为净流出，公司在建项目中投入较多资金，面临较大资金压力

公司 2018 年收现比为 0.98，较上年转好，但由于营业收入下降，公司 2018 年销售商品、提供劳务收到的现金较上年显著减少为 19.65 亿元，而公司对在建基础设施投入的也有所减少，以致公司购买商品、接受劳务支付的现金则较上年小幅下降至 18.15 亿元，2018 年公司主营业务带来的现金流入能够覆盖其支出。而 2018 年公司以往来款为主的其他与经营活动现金净流出规模扩大，因此整体来看，2018 年经营活动现金流转为净流出 1.54 亿元。

公司投资活动现金流入和流出均主要为理财产品投资所产生，2018 年公司投资活动净流入 27.68 亿元。2018 年公司筹资活动现金流入主要为发行本期债券募集资金 10 亿元，而由于 2018 年公司较大规模债务到期，偿还债务支付 39.78 亿元，以致筹资活动现金流出大幅增加，对应筹资活动现金净流出 32.73 亿元。截至 2018 年末公司主要在建项目尚需投资 38.10 亿元，面临较大的资金支出压力。

表10 2017-2018 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.98	0.90
销售商品、提供劳务收到的现金	196,521.26	229,281.65
收到的其他与经营活动有关的现金	60,032.06	363,264.11
经营活动现金流入小计	256,553.32	592,545.76
购买商品、接受劳务支付的现金	181,489.06	194,437.30
支付的其他与经营活动有关的现金	81,092.35	1,416.99
经营活动现金流出小计	271,960.42	203,464.53
经营活动产生的现金流量净额	-15,407.10	389,081.22
投资活动产生的现金流量净额	276,761.37	-266,209.22
筹资活动产生的现金流量净额	-327,330.72	-131,538.35
现金及现金等价物净增加额	-65,976.45	-8,666.35

资料来源：公司 2016-2018 三年连审审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模持续下降，但存续债务规模仍然较大，仍存较大偿债压力

由于公司 2018 年偿还了部分债务，负债总额较上年大幅下降为 101.16 亿元；公司所有者权益亦由于剥离公益性资 25 亿元和收回土地 5.39 亿元调减资本公积而减少为 225.62 亿元。截至 2018 年末公司产权比率为 44.83%，所有者权益对负债的覆盖较好。

表11 2017-2018 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	1,011,538.79	1,316,134.61
所有者权益	2,256,203.94	2,527,975.40
产权比率	44.83%	52.06%

资料来源：公司 2016-2018 三年连审审计报告，中证鹏元整理

2018 年末公司负债以非流动负债为主，其中流动负债占负债总额的 33.95%，非流动负债占 66.05%。公司流动负债主要由应付票据及应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。公司应付票据及应付账款为应付工程款，2018 年余额达为 6.78 亿元，主要是公司对在建项目的投入形成。2018 年末公司其他应付款账面余额为 14.61 亿元，其中主要是与盐城科教城投资发展有限公司等单位往来款。一年内到期的非流动负债为公司一年内到期的长期借款 1.99 亿元和应付债券 6.2 亿元。

公司非流动负债全部是长期借款和应付债券。2018 年末公司长期借款余额为

15.41 亿元，随着部分长期借款的到期而较上年大幅下降 29.82%。2018 年末公司应付债券余额未 51.40 亿元，2018 年公司发行了 10 亿元的本期债券，但 2014 年以前发行的债权已进入本金偿还期，部分本金已偿还或被重分类至一年内到期的非流动负债，因而应付债券规模小幅下降。

表12 2017-2018 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
应付票据及应付账款	67,835.59	6.71%	95,638.60	7.27%
其他应付款	146,101.25	14.44%	132,462.38	10.06%
一年内到期的非流动负债	81,893.00	8.10%	302,182.67	22.96%
流动负债合计	343,392.79	33.95%	570,495.61	43.35%
长期借款	154,146.00	15.24%	219,639.00	16.69%
应付债券	514,000.00	50.81%	526,000.00	39.97%
非流动负债合计	668,146.00	66.05%	745,639.00	56.65%
负债合计	1,011,538.79	100.00%	1,316,134.61	100.00%
有息债务	750,039.00	74.15%	1,047,821.67	79.61%

资料来源：公司 2016-2018 三年连审审计报告，中证鹏元整理

截至 2018 年末，公司有息债务规模为 75.00 元，占总负债比为 74.15%，近年来公司有息负债的规模持续下降，但 2018 年末公司短期有息债务仍有 8.19 亿元，且存续债券规模较大，部分债券将于 2019-2021 年集中到期，仍存在较大的偿付压力。

2018 年末公司资产负债率为 30.96%，较上年小幅下降，整体负债程度不高。从短期偿债能力来看，公司流动比率和速动比率 2018 年末分别为 6.41 和 3.18，但考虑到公司流动资产主要是其他应收款和存货为主，公司实际的短期偿债能力一般。2018 年公司收入和利润均同比下降，但债务规模下降，因此 EBITDA 对利息的保障程度与上年持平。2018 年末公司有息债务规模是当年公司 EBITDA 的 11.12 倍，较上年下降，但未来仍存在较大的偿付压力。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	30.96%	34.24%
流动比率	6.41	4.47
速动比率	3.18	2.56
EBITDA（万元）	67,470.75	86,327.52
EBITDA 利息保障倍数	1.37	1.37

有息债务/EBITDA

11.12

12.14

资料来源：公司 2016-2018 三年连审审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

中证信用提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

本期债券由中证信用提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证担保的范围包括本次债券本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用，保证期间为本期债券存续期及债券到期之日起二年。

中证信用由中国证监会批准设立，定位于资本市场的基础设施和功能性公司，纳入证监会统一监管，并加入中国证券业协会接受其自律管理。截至 2018 年末，中证信用资产合计为 97.31 亿元，归属于母公司所有者权益 58.09 亿元，2018 年实现营业收入 11.54 亿元，主要来自增信业务、投资收益和评级服务等。我们认为，由中证信用为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有效提升了本期债券的信用水平。

七、或有事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的2019年5月15日企业信用报告（银行专业版），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保金额10.15亿元，占公司2018年末净资产的4.50%，均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表14 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保方式	担保期限
盐城市城南建设发展有限公司	12,000.00	信用担保	2015.3-2019.12
盐城科教城投资发展有限公司	9,500.00	信用担保	2015.1-2022.8
	10,000.00	信用担保	2015.12-2024.11
盐城金融城建设发展有限公司	70,000.00	信用担保	2018.2-2023.2

合计

101,500.00

资料来源：公司提供

八、评级结论

2018 年盐城市和城南新区经济平稳增长，公共财政收入规模稳定，为公司发展提供了较好的外部环境；公司层面目前在建基础设施投资较多，为未来收入提供一定保障；公司受到了当地政府一定的补贴支持。此外，中证信用提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性。

但公司在建项目存在较大的投资需求，后续面临较大的资金压力。公司资产规模增长较快，但其他应收款、存货和投资性房地产占比较大，资产整体流动性较弱；公司债务规模较大，且存续债券陆续进入偿还期，存在较大的债务偿还压力。

基于以上情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为 AA+，维持本期债券信用等级为 AAA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018 年	2017 年	2016 年
货币资金	113,046.47	200,822.92	220,749.27
其他应收款	847,127.95	768,423.56	728,828.40
存货	1,107,289.85	1,090,624.91	323,345.74
其他流动资产	124,153.83	457,025.59	206,150.27
流动资产合计	2,199,574.71	2,550,851.97	1,479,297.00
投资性房地产	360,966.82	286,509.63	219,691.95
固定资产	302.17	309.28	213.51
在建工程	74,014.23	118,076.87	860,791.29
非流动资产合计	1,068,168.02	1,293,258.05	2,379,941.28
资产总计	3,267,742.74	3,844,110.01	3,859,238.28
应付票据及应付账款	67,835.59	95,638.60	97,852.78
其他应付款	146,101.25	132,462.38	94,286.69
一年内到期的非流动负债	81,893.00	302,182.67	261,067.33
流动负债合计	343,392.79	570,495.61	511,210.45
长期借款	154,146.00	219,639.00	318,871.67
应付债券	514,000.00	526,000.00	546,000.00
非流动负债合计	668,146.00	745,639.00	864,871.67
负债合计	1,011,538.79	1,316,134.61	1,376,082.12
有息债务	750,039.00	1,047,821.67	1,125,939.00
所有者权益合计	2,256,203.94	2,527,975.40	2,483,156.16
营业收入	199,781.15	253,474.46	244,335.36
营业利润	36,280.76	45,253.98	36,317.36
营业外收入	48.40	164.63	3,742.73
净利润	29,706.73	44,819.24	40,860.13
经营活动产生的现金流量净额	-15,407.10	389,081.22	440,670.50
投资活动产生的现金流量净额	276,761.37	-266,209.22	-309,687.75
筹资活动产生的现金流量净额	-327,330.72	-131,538.35	-201,529.79
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	8.12%	32.40%	29.12%
收现比	0.98	0.90	1.39
产权比率	44.83%	52.06%	55.42%
资产负债率	30.96%	34.24%	35.66%
流动比率	6.41	4.47	2.89
速动比率	3.18	2.56	2.26
EBITDA（万元）	67,470.75	86,327.52	77,387.75

EBITDA 利息保障倍数	1.37	1.37	1.01
有息债务/EBITDA	11.12	12.14	14.55

资料来源：公司 2016-2018 三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司

子公司名称	主营业务	持股比例		取得方式
		直接	间接	
盐城市伍佑生态高效农业示范区开发建设有限公司	生态高效农业示范园区基础设施开发建设	95.24%	-	新设
盐城市城南新区人力资源服务中心有限公司	境内职业介绍, 境内劳务派遣	100.00%	-	新设
盐城市城南房地产开发有限公司	房地产开发、房屋销售	100.00%	-	新设
盐城市新城文化产业发展有限公司	文化产业基础设施建设	100.00%	-	新设
盐城市城南新区资产经营管理有限公司	资产管理运营	100.00%	-	新设
盐城电子商务产业园发展有限公司	电子商务	100.00%	-	新设
盐城市智慧科技小额贷款有限公司	金融	60.00%	-	新设
盐城市城南新区中小企业信用担保有限公司	金融	100.00%	-	新设
盐城市宝业园林工程有限公司	工程施工	-	100.00%	新设
盐城市城南新区文化旅游投资发展有限公司	文化创意	100.00%	-	新设
盐城市城南盐卫建设有限公司	文化产业基础设施建设	51.00%	-	新设
盐城市城南科技创业投资有限公司	资产管理运营	100.00%	-	新设
盐城市文化创意产业园发展有限公司	文化创意	100.00%	-	新设
国际美容健康(盐城)投资发展有限公司	资产管理运营	100.00%	-	新设
盐城市聚龙湖商务聚集区发展有限公司	企业孵化; 公共研发平台建设; 企业管理咨询等	100.00%	-	新设
盐城市悠佑世界餐饮管理有限公司	餐饮服务管理; 食品生产、销售	-	95.24%	非同一控制企业合并
盐城市腾兴市政绿化工程有限公司	园林景观绿化工程、市政公用工程设计、施工等	100%	-	新设

资料来源: 公司 2016-2018 三年连审审计报告

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体长期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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。