

盐城东方投资开发集团有限公司  
及其发行的公开发行债券  
跟踪评级报告

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2021]100352】

评级对象:盐城东方投资开发集团有限公司及其发行的公开发行债券

	本次跟踪	前次跟踪	首次评级
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
PR 盐东投	AA+/稳定/AA+/2021年6月22日	AA+/稳定/AA+/2020年6月8日	AA/稳定/AA/2014年5月8日
19 盐城东方 MTN001	AA+/稳定/AA+/2021年6月22日	AA+/稳定/AA+/2020年6月8日	AA/稳定/AA/2018年8月3日
19 盐城东方 MTN002	AA+/稳定/AA+/2021年6月22日	AA+/稳定/AA+/2020年6月8日	AA/稳定/AA/2019年3月1日
19 盐城东方 MTN003	AA+/稳定/AA+/2021年6月22日	AA+/稳定/AA+/2020年6月8日	AA/稳定/AA/2018年7月13日
19 盐城东方 MTN004	AA+/稳定/AA+/2021年6月22日	AA+/稳定/AA+/2020年6月8日	AA/稳定/AA/2019年1月10日
20 盐投 01	AA+/稳定/AA+/2021年6月22日	AA+/稳定/AA+/2020年6月8日	AA+/稳定/AA+/2020年3月19日
20 盐投 03	AA+/稳定/AA+/2021年6月22日	-	AA+/稳定/AA+/2020年6月10日
20 盐城东方 MTN001	AA+/稳定/AA+/2021年6月22日	-	AA+/稳定/AA+/2020年8月11日
21 盐城东方 MTN001	AA+/稳定/AA+/2021年6月22日	-	AA+/稳定/AA+/2020年8月11日

### 主要财务数据

项 目	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
发行人母公司数据:				
货币资金	10.93	37.73	37.55	51.87
刚性债务	175.81	192.06	224.17	250.71
所有者权益	149.70	192.57	190.95	191.10
经营性现金净流入量	10.14	24.70	0.36	0.98
发行人合并数据及指标:				
总资产	412.73	516.01	554.30	586.09
总负债	235.51	295.62	335.20	366.66
刚性债务	217.66	279.18	314.06	349.97
所有者权益	177.21	220.39	219.10	219.44
营业收入	17.42	20.63	21.49	6.12
净利润	2.63	3.12	8.13	0.85
经营性现金净流入量	0.38	5.11	9.29	0.49
EBITDA	8.25	7.08	17.17	-
资产负债率[%]	57.06	57.29	60.47	62.56
长短期债务比[%]	132.26	205.28	120.14	132.55
营业利润率[%]	17.94	16.56	47.84	17.55
短期刚性债务现金覆盖率[%]	29.70	71.49	44.37	52.35
营业收入现金率[%]	120.10	105.30	151.32	95.15
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-11.02	-20.26	1.99	-
EBITDA/利息支出[倍]	0.65	0.45	0.82	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.03	0.06	-

注:发行人数据根据盐城东方经审计的2018-2020年及未经审计的2021年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

刘明球 lmq@shxsj.com  
李星星 lxx@shxsj.com  
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F  
http://www.shxsj.com

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对盐城东方投资开发集团有限公司(简称“盐城东方”、发行人、该公司或公司)及其发行的PR 盐东投、19 盐城东方 MTN001、19 盐城东方 MTN002、19 盐城东方 MTN003、19 盐城东方 MTN004、20 盐投 01、20 盐投 03、20 盐城东方 MTN001 与 21 盐城东方 MTN001 的跟踪评级反映了2020年以来盐城东方在业务地位、业务经营多元化等方面保持优势,同时也反映了公司在即期债务偿付、应收款项回收、或有负债等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **较好的区域环境。**跟踪期内,受疫情短暂时冲击,盐城市经济增速有所下降,但总体保持增长态势,经济韧性较好。经开区持续推进汽车产业升级,并通过集聚新能源、电子信息产业企业,推动园区产业结构调整。随着高铁站通车以及承接上海等周边城市产业转移,区域发展前景尚可。
- **业务地位突出。**跟踪期内,盐城东方股东仍为盐城市政府,且作为经开区内主要的园区建设及运营主体,持续得到政府补助、资产划入等方面的支持。
- **业务经营多元化。**盐城东方业务涉及经开区内基础设施、安置房等项目建设,以及租赁及物业管理、贸易、融资租赁、对外投资等经营性业务。跟踪期内,物业租金收入保持增长,且受益投资分红及部分股权退出收益,公司净利



润大幅增长。

### 主要风险：

- **即期偿付压力大。**跟踪期内，盐城东方刚性债务规模持续攀升，短期债务增幅较显著，且未来1-2年到期债券规模较大，即期偿付压力大。
- **应收款项回收风险。**跟踪期内，盐城东方应收经开区财政局款项仍处于较大规模，2020年虽获得部分基建项目回款，但未来款项回收进度仍存在不确定性。
- **对外投资风险。**盐城东方对外投资规模大，主要为股权投资和基金投资。跟踪期内，公司部分投资项目虽实现良好收益，但未来对外投资收益实现存在不确定性。
- **或有债务风险。**跟踪期内，盐城东方经营性担保业务仍有新增代偿事项发生，且未收回金额较大。公司非经营性对外担保对象仍以盐城市国企为主，但担保余额较大，存在或有负债风险。
- **递延付息风险。**19盐城东方MTN001和19盐城东方MTN002均允许递延付息，递延支付无递延次数限制，存在递延支付风险。

### ➤ 未来展望

通过对盐城东方及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定给予公司AA<sup>+</sup>主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并给予上述债券AA<sup>+</sup>信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 盐城东方投资开发集团有限公司

### 及其发行的公开发行债券

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照 2014 年盐城东方投资开发集团有限公司公司债券（简称“PR 盐东投”和“14 盐城东方债”）、盐城东方投资开发集团有限公司 2019 年度第一期、第二期、第三期、第四期中期票据、2020 年度第一期中期票据、2021 年度第一期中票票据（分别简称“19 盐城东方 MTN001”、“19 盐城东方 MTN002”、“19 盐城东方 MTN003”、“19 盐城东方 MTN004”、“20 盐城东方 MTN001”与“21 盐城东方 MTN001”）与盐城东方投资开发集团有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）（品种一）、2020 年公开发行公司债券（第二期）（分别简称“20 盐投 01”、“20 盐投 03”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据盐城东方提供的经审计的 2020 年财务报表、未经审计的 2021 年第一季度财务报表及相关经营数据，对盐城东方的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2014 年 9 月发行了 12.00 亿元的 PR 盐东投，债券期限 7 年，自存续期第三年起，逐年分别按照债券发行总额 20% 的比例等额偿还债券本金，截至 2021 年 4 月末，PR 盐东投本金余额为 2.40 亿元。PR 盐东投募集资金全部用于盐城经济技术开发区中舍限价房建设项目，截至 2021 年 4 月末上述项目已完工交付，募集资金已全部使用。

该公司分别于 2019 年 1 月、4 月、4 月发行了 19 盐城东方 MTN001、19 盐城东方 MTN002、19 盐城东方 MTN003，发行规模分别为 5.00 亿元、5.00 亿元、10.00 亿元，其中 19 盐城东方 MTN003 债券期限为 3 年，其余两只债券期限均为 3+N 年，募集资金均用于偿还金融机构借款。公司于 2019 年 6 月发行了 5.00 亿元 19 盐城东方 MTN004，期限为 3 年，募集资金全部用于大学科技园项目建设。公司分别于 2020 年 10 月、2021 年 1 月发行了 20 盐城东方 MTN001、21 盐城东方 MTN001，规模均为 5.00 亿元，期限均为 3 年，募集资金均用于偿还有息债务。截至 2021 年 4 月 20 日，上述债券中除 21 盐城东方 MTN001 募集资金尚余 1.50 亿元未使用，其余债券募集资金均已按约定用途使用完毕。

该公司分别于 2020 年 4 月、6 月发行 20 盐投 01、20 盐投 03，发行规模分别为 10.00 亿元、5.00 亿元，债券期限均为 5 年，均附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，募集资金扣除发行费用后均用于偿还公司债务。截至 2021 年 4 月末，债券募集资金已按约定用途使用完毕。

截至 2021 年 6 月 16 日，该公司存续境内债券本金余额 123.00 亿元，已发行债券本息偿付情况均正常。此外，公司分别于 2016 年 11 月、2019 年 10 月通过下属境外子

公司（SPV）东方资本有限公司发行了境外美元债券，其中 2016 年发行 3 亿美元债券，票面利率 5.15%，现已按期偿付本息；2019 年 10 月发行 4 亿美元债券，票面利率 7.00%，债券期限 3 年，目前付息情况正常。

图表 1. 公司存续境内债券情况（单位：亿元，%）

债券名称	发行总额	起息日	到期日期	当前票面利率	债券余额
PR 盐东投	12.00	2014-09-15	2021-09-15	6.48	2.40
16 东方 02	20.00	2016-09-02	2021-09-02	7.50	5.80
16 东方 03	5.00	2016-11-07	2021-11-07	4.32	2.05
17 盐城 01	20.00	2017-04-10	2022-04-10	6.10	7.75
19 盐城东方 MTN001	5.00	2019-01-25	2022-01-25	7.00	5.00
19 盐城东方 MTN002	10.00	2019-04-24	2022-04-24	7.80	10.00
19 盐城东方 MTN003	5.00	2019-04-24	2022-04-24	7.40	5.00
19 盐城东方 MTN004	5.00	2019-06-28	2022-06-28	7.35	5.00
19 盐城东方 PPN001	3.00	2019-08-29	2022-08-29	7.30	3.00
19 盐投 01	10.00	2019-04-29	2022-04-29	7.50	10.00
20 盐城东方 MTN001	5.00	2020-10-14	2023-10-14	5.50	5.00
20 盐城东方 PPN001	4.00	2020-04-28	2023-04-28	6.30	4.00
20 盐投 01	10.00	2020-04-03	2025-04-03	6.45	10.00
20 盐投 03	5.00	2020-06-17	2025-06-17	6.00	5.00
20 盐投 D2	10.00	2020-08-07	2021-08-07	5.03	10.00
21 盐城东方 MTN001	5.00	2021-01-08	2024-01-08	6.20	5.00
21 盐城东方 PPN001	5.00	2021-01-27	2024-01-27	6.50	5.00
21 盐城东方 SCP001	7.00	2021-01-28	2021-10-25	5.00	7.00
21 盐投 01	5.00	2021-05-07	2026-05-07	6.48	5.00
21 盐投 D1	11.00	2021-03-08	2022-03-08	5.30	11.00
合计	162.00	-	-	-	123.00

资料来源：Wind（截至 2021 年 6 月 16 日）

## 业务

### 1. 外部环境

#### （1）宏观环境

2021 年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021 年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

## (2) 行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，城投企业在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。2021 年，在政府抓实化解政府隐性债务风险、降杠杆率的背景要求下，城投企业融资环境预计将有所收紧，期间平台资质分化仍将持续，债务率偏高地区的城投企业再融资压力可能加大。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。2020 年，我国持续推进新型城镇化和乡村振兴，城乡区域发展格局不断优化，年末城镇化率已超过 60%。根据 2021 年《政府工作报告》，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是“十四五”时期经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，加快农业转移人口市民化，常住人口城镇化率提高到 65%，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，该领域的建设及融资模式也正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域，是我国城镇化建设的重要力量。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号），对地方政府性债务进行清理和甄别。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有一定保障。

从具体政策环境来看，2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017 年至 2018 年上半年，

随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。2018年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。2018年7月，国务院常务会议确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施，指出要“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，国务院办公厅下发《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），进一步明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时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，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；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。2019年3月，《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务，不能搞“半拉子”工程。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。目前我国疫情防控已取得明显成效，经济增长处于稳步恢复中，同时化解政府隐性债务工作持续重点推进。2020年12月，中央经济工作会议指出2021年要“抓实化解政府隐性债务风险工作”；2021年3月，国务院常务会议明确要求“保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”。在政府抓实化解政府隐性债务风险、降杠杆率的背景要求下，2021年城投企业融资环境预计将有所收紧，对城投新增债务的管控力度将较上年有所加强，期间平台资质分化仍将持续。近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力，债务率偏高地区的城投企业再融资压力可能加大。

### （3）区域经济环境

**2020年受疫情短暂性冲击，盐城市经济增速略有下降，但仍保增长态势；汽车、新能源、电子信息、钢铁四大主导产业逐步壮大，但汽车产业仍面临因龙头企业经营承压及行业周期性因素带来的增长压力。2020年盐城市房地产市场出现大幅反弹，主要开发及销售指标均呈高增长态势，住宅用地成交亦量价齐升。**

盐城市位于苏北平原中部，地处黄海之滨，处于江苏沿海大开发战略和长三角一体化两大国家战略的叠加区域以及“一带一路”、长江经济带的交汇区域。盐城市拥有较丰富的土地、海洋、滩涂及岸线港口资源。全市海域面积1.89万平方公里，海岸线总长582公里，沿岸分布有大丰港区、滨海港区及射阳港区等港区口岸，是江苏省海域面积最大、海岸线最长的地级市。全市土地面积1.70万平方公里，下辖3区、5县及1县级市。根据第七次全国人口普查公报，截至2020年11月1日，全市常住人口670.96万人，城镇化率64.11%。



2020年，盐城市地区生产总值为5953.4亿元，同比增长3.5%，经济保持增长，但当年增速较上年下降1.6个百分点。当年，盐城市第一、第二和第三产业增加值分别为661.2亿元、2379.4亿元和2912.8亿元，同比分别增长2.7%、2.8%和4.3%，三次产业结构调整为11.1:40.0:48.9，第三产业对经济增长的拉动作用进一步提升。2020年主要受新冠疫情影响，全市投资和消费处于负增长状态，但在稳外贸措施实施、天合光能、东风悦达等龙头企业外贸业绩提升等因素带动下，外贸进出口表现较为亮眼，当年全市固定资产投资、社会消费品零售总额、进出口总额增速分别为-7.4%、-1.1%和24.2%。2021年第一季度，全市完成地区生产总值1469.0亿元，同比增长16.7%，其中三次产业增加值增速分别为4.5%、23.4%和14.3%；同期投资、消费、进出口等经济指标也保持良好增长态势。

**图表 2. 2018 年以来盐城市国民经济和社会发展主要指标（单位：亿元，%）**

指标	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年第一季度	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值	5487.1	5.5	5702.3	5.1	5953.4	3.5	1469.0	16.7
人均地区生产总值 (万元)	7.60	5.8	7.91	5.3	—	-	—	—
规模以上工业增加值	—	4.0	—	1.6	—	5.0	—	—
固定资产投资	3125.8	9.4	—	4.9	—	-7.4	—	15.6
社会消费品零售总额	1778.7	6.8	1920.1	8.0	2216.1	-1.1	627.1	34.7
进出口总额 (亿美元)	95.5	10.4	96.1	0.7	119.36	24.2	38.0	63.2
三次产业结构	10.9:41.6:47.5		10.5:44.4:45.1		11.1:40.0:48.9		7.2:36.8:56.0	

资料来源：盐城市 2018-2020 年国民经济与社会发展统计公报及其他公开资料

盐城市传统支柱产业以汽车、化工、纺织、机械为主，近年受化工行业整顿以及汽车产业处于行业周期低迷阶段等影响，全市工业经济面临转型提升压力，并着力培育汽车、钢铁、新能源、电子信息四大主导产业。2020年全市规模以上工业企业实现总产值4730.4亿元，同比增长6.8%，规模以上工业增加值同比增长5.0%，增速较上年提高3.4个百分点。四大主导产业规模持续壮大，当年四大主导产业实现规上工业产值合计占全市的一半以上，同比增长12.9%，其中，汽车产业下降9.0%，新能源产业增长27.7%，电子信息产业增长24.4%，钢铁产业增长11.9%。2021年第一季度，全市规模以上工业产值同比增长44.3%，四大主导产业实现规上产值664.99亿元，同比增长36.9%。其中，汽车、新能源、电子信息和钢铁四大主导产业产值分别为116.07亿元、163.27亿元、196.18亿元和276.04亿元，增速分别为9.5%、38.6%、58.7%和40.9%。

房地产市场方面，跟踪期内由于高铁通车以及宽松货币政策等因素，盐城市房地产开发及销售均大幅反弹。2020年，全市房地产开发投资516.9亿元，同比增长21.3%，其中住宅投资完成401.4亿元，同比增长16.5%。全市实现商品房销售面积1071.5万平方米，同比增长26.0%，销售额851.9亿元，同比增长43.0%；其中住宅销售面积939.5万平方米，同比增长27.3%，销售额748.6亿元，同比增长46.2%。

2020年盐城土拍市场表现较为活跃，全年出让住宅、商办用地合计275宗，用地面积合计1007.5万平方米，同比增长30.3%。同时成交住宅用地溢价率走高，当年住宅用地平均溢价率达30.19%，较上年提高20.6个百分点，成交住宅用地均价同比增长64.3%至7248.0元/平方米。由于住宅用地成交价格大幅提升以及推地规模加大，全市地出让总额564.94亿元，同比增长83.2%，其中住宅用地出让金387.59亿元，同比增长

89.2%，商办用地出让金 136.40 亿元，同比增长 86.4%。

**跟踪期内，主要受新冠疫情影响，盐城经开区经济低位运行，但经开区持续推进汽车产业转型，并加快推动新能源、电子信息产业集群化发展。**

盐城经开区成立于 1992 年，位于盐城市区东南部，1993 年被批准为省级开发区，2010 年提升为国家级经济技术开发区，2012 年获批盐城综合保税区，是中韩盐城产业园核心区，曾获全国百强产业园区、国家生态工业示范园区、江苏省先进开发区等称号。经开区现有辖区面积 200 平方公里，由综合保税区、韩资工业园、光电产业园、新能源汽车产业园、江苏汽车智慧产业园和盐城智尚汽车小镇等园区板块构成。经开区管委会负责经开区范围内的行政管理、招商引资等职能，作为江苏省人民政府派出机构<sup>1</sup>，其享受省级人民政府的审批权限，有利于为经开区创造优越的投资软环境。2020 年，盐城经开区实现地区生产总值 317.36 亿元，同比增长 1.0%，增速较上年下降 4.6 个百分点。同年，经开区地区生产总值占盐城市地区生产总值的比重为 6.7%。2020 年，经开区规模以上工业增加值同比增长 0.2%，较上年下降 3.8 个百分点；实现进出口总额 25.9 亿美元，同比增长 33.9%，较上年提高 23.8 个百分点，进出口总额占全市的比重为 21.7%。

**图表 3. 2018-2020 年盐城经开区主要经济指标情况（单位：亿元，%）**

指 标	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值	349.00	7.05	318.68	5.6	317.36	1.0
规模以上工业增加值	160.82	0.10	-	4.0	-	0.2
固定资产投资	281.57	8.30	-	11.9	-	10.8
进出口总额（亿美元）	17.50	2.22	19.32	10.1	25.9	33.9

资料来源：盐城东方及盐城市统计局公开信息

汽车产业是经开区传统支柱产业，目前已形成以东风悦达起亚、华人运通两家整车企业为龙头，集聚韩国 SKI、韩国摩比斯、法国佛吉亚、美国德纳、北汽摩登、天津捷威、奥新新能源等企业 400 多家，建成江苏新能源汽车研究院、中汽中心试验场、华人运通全球首条“智路”等产业载体。2020 年末，经开区非车与汽车产业占比约 1:2，虽较“十二五”末的 1:14 发生巨大改变，但目前园区对汽车产业依赖度仍相对较高。

跟踪期内，经开区在推进汽车产业升级、做大做强汽车产业的同时，持续推进新能源装备、电子信息产业集群化发展。目前以光电光伏为主的新能源装备产业发展已初步形成集聚，天合光能、阿特斯、润阳、硕禾、九天、小牛等一批龙头企业相继落户；并吸引了韩国 IA、台湾正崴、深圳英锐等一批电子信息龙头企业。2020 年，东风悦达起亚品牌旗舰车 K5 凯酷上市，3 个月销售突破万台；华人运通提前 10 个月下线试生产，建设周期缩短 50%，高端智能电动汽车高合 HiPhiX 惊艳亮相；SKI 动力电池盐城基地项目“两年工期、一年完成”，一期 1 栋厂房顺利投产；摩登汽车首款量产车型 Modernin 面世；国新新能源推出 ET300 纯电动轿车；总体看，经开区汽车产业升级进展不断推进。

<sup>1</sup> 2012 年 7 月 13 日，经中央机构编制委员会办公室批复（中央编办字[2012]165 号），同意设立盐城经济技术开发区管委会，作为江苏省政府的派出机构，规格为副厅级。

## 2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍主要负责经开区内基础设施、安置房等项目建设，同时从事租赁及物业管理、贸易、融资租赁、对外投资等自营性业务。2020 年公司营业收入较上年略有增长，主要构成亦较上年变化不大，贸易、租赁及物业管理、房屋销售仍是公司三大营业收入来源，且物业出租收入保持稳步增长态势。公司自有物业和安置房项目仍有一定投资需求，且基建、安置房项目政府回款进度存在一定不确定性，后续仍然面临一定的投资压力。

2020 年，该公司实现营业收入 21.49 亿元，同比增长 4.21%，收入保持增长态势。从收入结构看，2020 年贸易、租赁及物业管理和房屋销售占公司营业收入的比重分别为 29.44%、27.21% 和 19.73%，仍是公司收入的三大主要来源，基础设施建设开发收入和融资租赁收入亦起到一定补充，当年其他收入对营业收入的贡献度有所提高主要系其中汽车销售、污水处理收入增幅较大所致。同年，公司实现营业毛利 4.48 亿元，较上年略有下降，其中租赁及物业管理业务占比 39.44%，仍为公司营业毛利的最大来源，房屋销售的贡献亦有所增长。同年，公司综合毛利率为 20.84%，较上年下降 1.50 个百分点，主要是受租赁及物业管理、融资租赁业务毛利率略有下降影响。2021 年第一季度，公司实现营业收入 6.12 亿元，同比增长 10.92%，其中其他收入占营业收入的比重升至 14.7%，主要系当期实现土地使用权转让收入 0.80 亿元所致。同期，公司营业毛利 1.44 亿元，同比增长 17.35%；综合毛利率为 23.54%，与上年同期提高 1.29 个百分点。

图表 4. 2019 年以来公司营业收入、营业毛利及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>营业收入</b>	<b>20.63</b>	<b>100.00</b>	<b>21.49</b>	<b>100.00</b>	<b>6.12</b>	<b>100.00</b>
基础设施建设开发	1.20	5.81	1.32	6.12	0.86	14.03
房屋销售	5.16	25.02	4.24	19.73	1.27	20.78
租赁及物业管理	5.27	25.57	5.85	27.21	1.65	27.01
贸易	6.42	31.13	6.33	29.44	1.33	21.74
融资租赁	1.02	4.95	1.26	5.88	0.11	1.73
其他 <sup>2</sup>	1.55	7.52	2.50	11.63	0.90	14.70
<b>营业毛利</b>	<b>4.61</b>	<b>100.00</b>	<b>4.48</b>	<b>100.00</b>	<b>1.44</b>	<b>100.00</b>
基础设施建设开发	0.14	3.12	0.13	2.99	0.09	6.16
房屋销售	0.88	19.08	0.96	21.43	0.37	25.73
租赁及物业管理	2.10	45.55	1.77	39.44	0.48	33.08
贸易	0.06	1.32	0.05	1.15	0.01	0.76
融资租赁	0.59	12.84	0.51	11.29	0.01	1.04
其他	0.83	18.09	1.06	23.70	0.48	33.23
<b>综合毛利率</b>		<b>22.34</b>		<b>20.84</b>		<b>23.54</b>
基础设施建设开发		11.99		10.16		10.34
房屋销售		17.04		22.64		29.15
租赁及物业管理		39.79		30.20		28.82
贸易		0.95		0.81		0.83
融资租赁		57.96		40.02		14.07

<sup>2</sup> 该公司其他收入主要包括资金占用费收入、融资租赁收入、汽车销售及服务收入、污水处理以及其它业务收入等。

项目	2019年		2020年		2021年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他		53.72		42.48		53.20

资料来源：盐城东方

### (1) 基础设施建设开发

该公司基础设施建设开发业务主要由全资子公司江苏沿海东方市政股份有限公司（以下简称“东方市政”）负责，一般采取政府投资、公司代建模式。以前年度项目立项后，经开区管委会或盐城市政府拨入土地或资金作为项目资本金，公司筹集剩余建设资金，并组织对外发包及施工建设。经开区管委会或盐城市政府按照项目建设进度对项目实施回购<sup>3</sup>，根据公司与经开区管委会于2017年签订的《委托代建协议之补充协议》，基础设施建设项目回购款包括项目竣工结算价、授权建设管理费（按竣工结算价的20%结算）和竣工决算后利息。

2020年及2021年第一季度，该公司基础设施建设开发业务收入分别为1.32亿元和0.86亿元，2020年同比增长9.79%，主要系项目结算进度所致；同期，该业务毛利率分别为10.16%和10.34%。截至2021年3月末，公司累计应收基础设施建设项目回购款为101.77亿元<sup>4</sup>，实际收到的回购款金额为62.98亿元，其中2020年公司收到回购款8.39亿元。公司基础设施建设回款仍需较长时间，且回购款实际到位情况受经开区财力等因素影响较大，存在不确定性。

截至2021年3月末，该公司在建的基础设施建设项目主要为东环路南延、盐城机电高等职业技术学校新校区等，拟建的基础设施建设项目主要为盐洛高速公路互通（市重点）等项目。上述在建及拟建项目建设资金来自财政拨款<sup>5</sup>和公司自筹，截至2021年3月末项目计划投资总额为23.47亿元，已投资6.02亿元。

**图表 5. 截至 2021 年 3 月末公司在建基础设施建设项目情况（单位：亿元）**

项目名称	概算总投资额	已投资额	资金来源
东环路南延（市重点）	4.80	2.00	财政拨款
盐城机电高等职业技术学校新校区（市重点）	13.51	3.18	财政拨款
北京师范大学盐城附属学校初高中部新建宿舍楼项目	0.86	0.02	财政拨款
赣江路（综保区）改造及地下通道（市重点）	1.30	0.20	公司自筹
德喜大桥(DYK 大桥)	0.80	0.09	公司自筹
漓江路（五台山路-污水厂）污水主管道工程	0.20	0.03	公司自筹
尚德商务楼	2.00	0.50	公司自筹
<b>合计</b>	<b>23.47</b>	<b>6.02</b>	-

资料来源：盐城东方

<sup>3</sup> 根据相关会议纪要，自2012年11月以来，该公司基建项目回购利润率为20%；若工程造价低于概算金额，则节约部分的30%将作为公司专项奖励。

<sup>4</sup> 根据该公司反馈，公司前期多数基础设施项目的征地拆迁费用（占比余额为35%-60%）主要由原子公司盐城成大实业总公司（以下简称“成大实业”）负责实施，2011年成大实业股权从公司划出，公司不再将成大实业纳入合并范围，本报告中回购总金额未剔除成大实业前期的征地拆迁费用。

<sup>5</sup> 根据该公司反馈，对于在建及拟建的财政拨款建设项目公司不再需要自筹资金，未来项目结算方式目前尚未明确。

**图表 6. 截至 2021 年 3 月末公司拟建基础设施建设项目情况（单位：亿元）**

项目名称	概算总投资额	建设周期	资金来源
盐洛高速公路互通（市重点）	3.50	2021.10-2022.10	财政拨款
乌江路（黄山路-东环路）道路改造工程	0.10	2021.08-2021.12	公司自筹
进区项目红线外供电配套及供电线路迁移、改造	0.60	2021.03-2021.12	公司自筹
区内市政给水管道新建及完善	0.22	2021.03-2021.12	公司自筹
区内市政供热管网建设，进区项目红线外供热配套	0.08	2021.03-2021.12	公司自筹
4#污水提升泵站扩建工程	0.05	2021.06-2021.12	公司自筹
盐渎路（天山路-希望大道）污水管道工程	0.05	2021.07-2021.12	公司自筹
黄浦江路（东环路-五台山路）污水管道新建工程	0.10	2021.08-2021.12	公司自筹
乌江路（峨眉山路-五台山路）等污水管道工程	0.10	2021.03-2021.12	公司自筹
漓江路两侧（峨眉山路-普陀山路）绿化工程	0.08	2021.09-2021.12	公司自筹
东环路两侧（嘉陵江路-步凤港）绿化工程	0.05	2021.09-2021.12	公司自筹
乌江路（峨眉山路-九华山路）绿化工程	0.04	2021.09-2021.12	公司自筹
湘江路（武夷山路-峨眉山路）绿化工程	0.02	2021.03-2021.06	公司自筹
峨眉山路西侧（盐渎路-前进河）绿化工程	0.01	2021.09-2021.12	公司自筹
普陀山路与步湖路连接线贯通工程（道路工程）	0.01	2021.04-2021.06	公司自筹
<b>合计</b>	<b>5.01</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

资料来源：盐城东方

## （2）房屋销售

该公司房屋销售业务主要以安置房为主，运营主体主要为子公司盐城东方建设投资有限公司<sup>6</sup>（以下简称“东方建设”）。2012 年以前承建的园区安置房项目由公司与经开区财政局签订回购协议，待项目交付时由经开区财政局统一回购，公司采用该模式承建并已完工的安置房项目为蔡尖花园和中舍花园一期，上述两个项目均已于 2013 年前交付。截至 2021 年 3 月末，公司应收政府安置房回购款合计为 15.71 亿元，累计收到回购款 15.71 亿元。

**图表 7. 截至 2021 年 3 月末公司已完工安置房项目情况（单位：亿元）**

项目名称	交付时间	总投资额	总回购金额	实际已收到的回购款
蔡尖花园	2010.03	4.03	6.59	6.59
中舍花园一期	2011.01	8.05	9.12	9.12
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>12.08</b>	<b>15.71</b>	<b>15.71</b>

资料来源：盐城东方

2012 年以后承建的安置房项目，由该公司通过公开市场“招拍挂”方式取得土地，按照管委会规划建设并对外销售。安置房项目建成后以管委会核定的价格向园区内符合一定条件的业主销售，并由公司与业主签订销售合同，向业主收取房款。公司在按管委会安排的销售任务向符合一定条件的业主完成销售后，对于剩余的房屋可以自行销售。

该公司承建并完工销售的安置房项目为中舍花园二期和悦欣花园项目。中舍花园二期项目业态为住宅和商业综合楼，于 2016 年已全部完成销售，累计投资额为 8.92 亿元，合计实现销售收入 15.22 亿元，目前已全部回笼资金。悦欣花园项目总建设面积 28.30 万平方米，累计投资额 8.55 亿元；同期末，悦欣花园已销售面积为 16.79 万平方米，已

<sup>6</sup> 原名为江苏沿海东方置业股份有限公司，2020 年 4 月更为现名。

确认销售收入 11.75 亿元，其中 2020 年确认销售收入 4.12 亿元。

截至 2021 年 3 月末，该公司在建的安置房项目主要为阳光水岸花苑、德喜花苑（即原中舍花园四期）等。同期末，公司在建安置房项目计划总投资额 33.00 亿元，已投资 4.11 亿元。同期末，公司暂无拟建安置房项目。

**图表 8. 截至 2021 年 3 月末公司在建及拟建房产项目（单位：亿元）**

项目名称	计划建设周期	概算总投资额	累计已投资额	计划投资额		
				2021年4-12月	2022年	2023年
德喜花苑（原中舍四期）	2020-2024	18.00	1.29	2.00	3.00	4.00
阳光水岸花苑	2021-2023	15.00	2.82	1.50	3.00	3.00
<b>合计</b>	--	<b>33.00</b>	<b>4.11</b>	<b>3.50</b>	<b>6.00</b>	<b>7.00</b>

资料来源：盐城东方

2020 年，该公司实现房屋销售业务收入 4.24 亿元，同比下降 17.83%，主要系安置房根据交房进度确认收入所致；当年该业务毛利率为 22.64%，同比略有增长。2021 年第一季度，该业务实现收入 1.27 亿元，毛利率为 29.15%。总体看，近两年随着悦欣花园项目完工逐步交付，房屋销售业务对公司营业收入形成一定贡献，但受交付进度及在建房产开发周期影响，后续房产销售收入或将存在一定波动。

### （3）租赁及物业管理业务

该公司经开区内的租赁及物业管理业务主要由东方置业、公司本部负责。公司通过政府划拨或公开“摘牌”的形式获得土地资源，然后根据政府规划以及自身发展要求建设标准厂房、实验中心、孵化基地等园区配套物业，通过将已建成的物业租赁给入园企业，收取租金和物业管理费。2014 年以前公司物业租赁采用管委会包租形式，2014 年以后该业务模式逐步转变，采取由公司直接与入园企业签订租赁协议的市场化运作方式，由管委会另行给予入园企业一定的补贴优惠政策；对于暂未租出的物业则由管委会包租。此外，2016 年以来公司在上海的中信广场、金融街静安中心及保利绿地广场购置了商业物业，上述物业分别由上海曦浦置业有限公司（以下简称“曦浦置业”）、上海雁炜置业有限公司（以下简称“雁炜置业”）、上海燕楷置业有限公司（以下简称“燕楷置业”）负责运营。

目前，该公司可供租赁的物业主要包括园区标准厂房等工业物业及公司在上海购置的商业物业。园区物业方面，公司与入园企业或管委会签订租赁协议，租赁期限一般为三年、五年或十年。在租金水平上，租赁价格根据物业形态不同而不等，近年来公司物业租赁价格较为稳定且逐步提高；商业物业方面，公司主要采取市场化的方式进行招租。2020 年，公司租赁及物业管理业务收入为 5.85 亿元，同比增长 10.88%，主要系中韩盐城产业园东方之洲项目完工相应标准厂房、研发办公楼等对外出租所致；业务毛利率为 30.20%，较上年下降 9.59 个百分点，主要是因疫情减免租金所致。2021 年第一季度，公司租赁及物业管理业务收入为 1.65 亿元，业务毛利率为 28.82%。

**图表 9. 2020 年以来公司主要物业对外租赁情况（单位：万平方米，万元，%，元/平方米/月）**

物业名称	物业面积	2020 年			2021 年第一季度		
		租金收入	出租率	租金水平	租金收入	出租率	租金水平
招商大厦	4.04	2,209.51	100.0	44.0	503.10	100	44
会展中心	4.20	4,649.53	100.0	96.0	1162.38	100	96
软件园 1#4#办公楼	6.09	1,174.09	100.0	30.0	308.77	100	30
韩资工业园	45.66	12,899.43	100.0	18.00/30.00	5325.05	100	18.00/30.00
综合保税区	36.33	13,042.97	100.0	18.00/65.00	4646.03	100	18.00/65.00
光电产业园	3.84	753.84	100.0	18.00/42.00	541.01	100	18.00/42.00
新能源汽车产业园	7.25	1,493.79	100.0	18.00/32.00	605.16	100	18.00/32.00
软件园 2 期	3.95	816.20	93.3	30.0	148.97	68.11	30
步凤镇汽车零部件产业园	2.40	127.43	100.0	10.0	70.36	100	10
中舍花园物管综合楼	1.63	518.20	100.0	28.0	0.00	100	28
上海中信广场	1.53	4,355.16	87.4	303.0	616.87	79.52	303
上海金融街静安中心	2.47	3,016.70	57.8	193.00/351.00	848.87	65	193.00/351.00
上海保利绿地广场	2.71	4,355.41	82.5	203.00/294.00	852.27	74.57	203.00/294.00
新嘉源	2.10	309.45	95.0	10.0	26.97	93	10
中韩盐城产业园东方之洲	14.75	3,811.23	59.7	32.3	0.00	59.66	32.25
其他零星	-	855.24	-	-	0.00	-	-
<b>合计</b>	<b>138.95</b>	<b>54388.18</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>15655.81</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

资料来源：盐城东方

该公司在建及拟建的商业物业项目主要为未来科技城北区、会展中心改扩建工程等，上述项目概算总投资额为 12.22 亿元，截至 2021 年 3 月末累计已投资 0.55 亿元。总体看，公司商业物业项目后续仍有一定的投入规模，未来面临一定的资本支出压力。

**图表 10. 截至 2021 年 3 月末公司在建及拟建商业物业项目（单位：亿元）**

项目名称	概算总投资额	累计已投资额
未来科技城南区内装	0.22	0.05
未来科技城北区	6.00	0.50
<b>在建项目合计</b>	<b>6.22</b>	<b>0.55</b>
会展中心改扩建工程（拟建）	6.00	--
<b>拟建项目合计</b>	<b>6.00</b>	<b>--</b>

资料来源：盐城东方

此外，截至 2021 年 3 月末，该公司未来科技城南区（即原大学科技园项目）已全部竣工，总建筑面积 29.62 万平方米，累计投资额约 15 亿元，未来收益主要来自于休闲文化中心、科研办公楼以及底层商铺等的租售收入。同期末，公司在建的工业物业项目主要为光电园一期实验厂房项目，项目预计可租赁面积 0.28 万平米，概算投资额为 0.28 亿元，累计已投资 0.14 亿元。未来，随着公司可租赁物业规模增加，以及商业物业运营进入稳定期，租赁及物业管理业务已成为公司收入和盈利的重要来源。

#### （4）贸易业务

该公司贸易业务主要由盐城市同创物资贸易有限公司（以下简称“同创物资”）负责运营。公司贸易业务主要利用经开区内国家级综合保税区的优势，目前从事有色金属

电解铜、红土镍矿的国内贸易，化工原料、矿产品等产品的贸易正在逐步推进中。公司贸易业务主要上下游客户处于江苏、上海、山东等地区，业务模式主要是以销定购，交易方式以现货交易为主。2020年，前五大采购商采购金额占总采购金额的比重为86.75%，当年贸易产品销售对象为响水康阳贸易有限公司（简称“康阳贸易公司”）<sup>7</sup>，公司上下游客户集中度高。2020年及2021年第一季度，公司分别实现贸易收入6.33亿元和1.33亿元，规模与上年同期基本持平，业务毛利率分别为0.81%和0.83%，仍处于低水平。

**图表 11. 2020 年及 2021 年第一季度公司贸易业务前五大采购客户明细**

期间	采购客户名称	采购金额（亿元）	占采购总额的比重（%）
2020 年度	上海攀亚实业发展有限公司	1.65	26.3
	无锡市不锈钢电子交易中心有限公司	1.20	19.16
	上海豫信实业发展有限公司	1.09	17.39
	青岛中垠瑞丰国际贸易有限公司	0.78	12.43
	福建兴大进出口贸易有限公司	0.72	11.47
合计		5.44	86.75
2021 年第一季度	福建兴大进出口贸易有限公司	0.16	11.85
	江苏德龙镍业有限公司	0.34	25.83
	青岛中垠瑞丰国际贸易有限公司	0.65	49.08
	上海正宁国际贸易有限公司	0.17	13.24
合计		1.32	100.00

资料来源：盐城东方

**图表 12. 2020 年及 2021 年第一季度公司贸易业务销售客户明细**

期间	销售客户名称	销售金额（亿元）	占销售总额的比重（%）
2020 年	响水康阳贸易有限公司	6.33	100.00
2021 年第一季度	响水恒生不锈钢铸造有限公司	1.33	100.00

资料来源：盐城东方

### （5）融资租赁业务

该公司融资租赁业务主要通过江苏东方融资租赁有限公司（以下简称“东方租赁”）开展。东方租赁成立于2016年10月，于2017年开始实际运营，目前注册资本3.10亿美元，由子公司江苏东进控股有限公司和香港子公司东方控股有限公司（以下简称“东方控股”）合计持股100%。东方租赁主要以售后回租模式开展业务，其营业收入主要包括融资租赁业务净利息收入和融资租赁手续费收入等。截至2021年3月末，东方租赁存量融资租赁售后回租业务9笔，租赁资产余额为10.78亿元，业务范围主要集中在盐城市等，客户主要为国有企业等，其中大部分客户从事基础设施建设行业。2020年和2021年第一季度，公司分别实现融资租赁业务收入1.26亿元和0.11亿元，业务毛利率分别为40.02%和14.07%。

**图表 13. 截至 2021 年 3 月末公司售后回租业务情况（单位：亿元）**

客户名称	租赁资产余额	项目期限
滨海交通控股集团有限公司	4.63	2018.03.28-2023.03.27
盐城市大丰区城建国有资产经营有限公司	0.66	2017.07.25-2022.07.25

<sup>7</sup> 康阳贸易公司成立于2011年4月，股东为自然人。



客户名称	租赁资产余额	项目期限
潍坊水务投资有限责任公司	0.65	2017.07.19-2022.07.19
悦达融资租赁有限公司	0.38	2017.08.01-2022.02.01
成都市新都区兴城建设投资有限公司	0.17	2018.06.29-2021.06.29
盐城成大实业总公司	1.30	2019.12.13-2021.12.13
建湖县开发区建设投资有限公司	0.26	2019.01.21-2022.01.21
盐城临港投资股份有限公司	1.52	2020.12.01-2022.12.01
盐城成大实业总公司	1.21	2020.11.20-2022.11.20
<b>合计</b>	<b>10.78</b>	--

资料来源：盐城东方

## （6）其他业务

该公司其他业务收入主要包括资金占用费、汽车销售及服务收入、担保业务等。2020年和2021年第一季度，公司分别实现其他业务收入2.50亿元和0.90亿元；其他业务毛利分别为1.06亿元和0.48亿元。

该公司资金占用费收入主要来源于经开区管委会及其他公司对公司资金占用的补偿，公司以年末贷款余额加权平均利率作为当年资金占用费的计算利率。2020年和2021年第一季度，公司分别实现资金占用费收入0.72亿元和0.27亿元，2020年同比增长8.53%。

该公司汽车销售及服务业务主要由子公司盐城东方搜好车汽车服务有限公司（以下简称“东方搜好车”）负责运营。东方搜好车依托互联网平台，综合线上及线下两种交易模式，主营新车批发零售及二手汽车回收与零售。此外，东方搜好车还向用户提供汽车金融、汽车保险、检测鉴定、租赁置换、维修改装和汽车零部件等配套的汽车后市场服务。2020年和2021年第一季度，东方搜好车分别实现收入0.76亿元和0.04亿元。

该公司担保业务由子公司盐城市东方担保有限公司（以下简称“东方担保”）负责运营。东方担保主要为经开区内企业提供贷款、票据承兑、贸易及项目融资等担保服务及与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务。2020年，公司合计为27家企业提供担保，当期末担保余额1.62亿元，较2019年末下降0.98亿元；当年取得担保收入449.47万元，2020年末计提担保赔偿准备金162.2万元。2020年及2021年第一季度，公司分别发生代偿0.45亿元和0.05亿元，对于已经发生代偿的担保事项，东方担保主要通过诉讼途径进行追偿，同期分别收回代偿资金0.66亿元和0.21亿元。截至2021年3月末，公司担保业务累计代偿金额4.09亿元，实现追偿2.77亿元。公司担保业务规模已出现较大规模的担保代偿，存在较大的代偿及资金回收风险。

2017年12月，该公司新设立全资子公司江苏东方水务有限公司（以下简称“东方水务”）负责开发区污水处理。2020年和2021年第一季度，公司分别实现污水处理收入0.41亿元和0.11亿元。

## 管理

跟踪期内，该公司股东仍为盐城市人民政府，公司治理、高管人员等方面均未发生重大变化。

跟踪期内，该公司股东仍为盐城市人民政府，截至 2021 年 3 月末，公司注册资本及实收资本仍均为 95.00 亿元。公司产权状况详见附录一。此外，公司在治理结构及管理制度、机构设置等方面均未发生重大变化。

根据该公司提供的 2021 年 5 月《企业信用报告》，公司本部、东方建设、东方市政、东方担保和同创物资近五年来无信贷违约记录。

根据国家工商总局企业信用信息公示系统、国家税务总局、全国法院被执行人信息查询平台、证券期货市场失信记录查询平台等信用信息公开平台信息查询结果，截至 2021 年 5 月末，未发行该公司本部存在重大异常情况。

## 财务

跟踪期内，受益于股权退出收益及投资分红，该公司净利润同比大幅增长，但该类投资收益未来或存在不确定性，影响公司盈利稳定性。公司刚性债务规模持续攀升，且短期债务增幅较显著，面临较大的集中偿付压力。公司资产受限比例仍偏高，大额应收款项及开发成本的变现受制于政府结算及支付进度，总体资产流动性一般。2020 年虽受益于主业回款加快以及投资收益现金回流，公司非筹资性现金流呈现净流入，但短期内公司资金周转仍对外部融资有较高依赖。

### 1. 公司财务质量

江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2018-2020 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则——基本准则》和各项具体会计准则及其他相关规定。

2020 年，该公司合并范围新增 9 家新设子公司，分别是盐城东振置业有限公司、盐城东创建设发展有限公司、盐城新卓工程建设有限公司等，同时转让燕舞集团有限公司（以下简称“燕舞集团”）100% 股权，燕舞集团不再纳入公司合并范围。2021 年一季度，公司合并范围内新增 1 家，系新设二级子公司盐城原野花艺有限公司。截至 2021 年 3 月末，公司合并范围内子公司合计 58 家，其中一级子公司 31 家，二级子公司 27 家。

### 2. 公司偿债能力

#### （1）债务分析

2020 年及 2021 年 3 月末，该公司负债总额分别为 335.20 亿元和 366.66 亿元，随着融资规模持续扩大，公司负债规模及负债率持续攀升，同期末资产负债率分别为

60.47%和 62.56%；若考虑计入权益的永续中票，同期末调整后的资产负债率分别为 63.18%和 65.12%。2020 年以来由于部分长期债务逐步到偿还期，且公司加大短期贷款和票据融资规模，公司债务期限结构有所短期化，2021 年 3 月末长短期债务比为 132.55%，较 2019 年末下降 72.73 个百分点，流动负债增幅较显著，易加大公司即期支付压力。

2020 年末，该公司流动负债余额 152.26 亿元，较 2019 年末增长 57.24%，主要短期债券以及将于一年内到期的长期债务重分类所致；公司流动负债仍以短期刚性债务、应付账款、应交税费和其他应付款构成。其中，应付账款余额较 2019 年末增长 83.90%至 7.70 亿元，主要系应付工程项目建设款增多；其他应付款余额较 2019 年末下降 16.31%至 5.33 亿元，仍主要为应付的工程质量和往来款项等。2021 年 3 月末，公司流动负债较年初增长 3.55%至 157.67 亿元，主要系票据、短期贷款以及短期债券等刚性债务增长所致。当期末，公司应付票据余额较年初增长 167.07%至 10.95 亿元，主要系公司本部和子公司同创物资因业务结算和贴现新增开票较多；其他流动负债余额较年初增长 58.96%为至 29.03 亿元，主要系当期新发行超短期融资券和短期公司债券所致。

2020 年末，该公司非流动负债仍主要由长期刚性债务构成（占比达 99.15%），余额较 2019 年末下降 7.97%至 182.93 亿元，主要系部分长期债券重分类至流动负债所致。2021 年 3 月末，公司非流动负债余额较年初增长 14.24%至 208.99 亿元，主要系银行借款、融资租赁、债券等长期融资增多所致。

2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司刚性债务余额分别为 314.06 亿元和 349.97 亿元，由于债务周转以及项目投入等资金需求，公司债务规模持续增长。同期末，公司股东权益与刚性债务比率分别为 69.76%和 62.70%，净资产对刚性债务的保障程度随着债务扩张而持续下降。从期限结构看，2021 年 3 月末公司短期刚性债务余额 142.82 亿元，较 2019 年末增加 60.96 亿元；余额占刚性债务的比重为 40.81%，较 2019 年末提高 11.49 个百分点。总体看，公司债务负担持续加重，且存在较大的短期偿付压力。

该公司融资渠道主要为银行借款、信托、融资租赁、银行理财直融、债权投资计划、标准债等。2021 年 3 月末，公司金融机构借款余额<sup>8</sup>170.56 亿元，其中银行贷款、信托、融资租赁借款余额占比分别约为 63%、23%和 14%。公司银行借款主要以抵押、保证借款为主，借款主体主要是公司本部、东方建设等，利率在 3.8%~7.5%。信托借款利率区间在 6.5%~8.0%；融资租赁借款利率区间在 5.05%~9.0%。同期末，公司存量债务中理财直融、债权投资计划余额合计 13.00 亿元，利率在 5.80%~6.20%，其中 2022 年末前到期规模 7.00 亿元。

截至 2021 年 6 月 16 日，该公司存续境内标准债券余额 123.00 亿元，以到期计（不考虑行权），1 年以内、1-3 年到期的规模分别为 76.00 亿元和 27.00 亿元，若以行权计，1 年以内、1-3 年到期的规模分别为 76.00 亿元和 47.00 亿元。此外，公司存续境外债 1 只，规模 4.00 亿美元，将于 2022 年 10 月到期。总体看，短期内公司面临较大的债券集中兑付压力。

除经营性担保外，截至 2021 年 3 月末该公司对外担保余额为 84.96 亿元，担保比率 36.94%，担保对象包括江苏世纪新城投资控股集团有限公司（以下简称“世纪新城”）、

<sup>8</sup> 包括短期借款、长期借款（含一年内到期）和长期应付款（含一年内到期）。

盐城市国有资产投资集团有限公司（以下简称“盐城国投”）和盐城津信东方置业有限公司<sup>9</sup>（以下简称“津信东方置业”）等，除津信东方置业外，其余均为盐城市国有企业。总体看，公司对外担保规模较大，不利于财务风险的控制。

**图表 14. 截至 2021 年 3 月末公司对外担保情况（单位：亿元）**

被担保单位名称	担保余额
江苏世纪新城投资控股集团有限公司	51.72
盐城市国有资产投资集团有限公司	10.21
盐城东方港务发展有限公司	8.15
盐城经开城乡建设发展有限公司	7.01
盐城市国投置业有限公司	3.00
盐城河东新城物资贸易有限公司	2.72
盐城津信东方置业有限公司	1.00
江苏盐新汽车产业投资发展有限公司	0.75
盐城金瑞龙商贸有限公司	0.39
<b>合计</b>	<b>84.96</b>

资料来源：盐城东方

## （2）现金流分析

跟踪期内，该公司租赁及物业管理、贸易业务现金流较为稳定，但基础设施建设项目回款情况受当地政府财力状况影响存在较大不确定性。2020 年及 2021 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 151.30% 和 95.15%，2020 年受益于回笼较多政府基建项目回款款该指标值处于高水平。同期，公司经营活动产生的现金流量净额分别 9.29 亿元和 0.49 亿元，得益于主营业务稳定的现金流支持，呈持续净流入状态。

跟踪期内，因项目建设以及对外股权投资等，该公司投资性现金流持续呈净流出状态。2020 年及 2021 年第一季度，投资性现金净流出额分别为 3.38 亿元和 10.62 亿元，2020 年净流出额较 2019 年大幅减少，一方面系 2019 年收购上市公司江苏立霸实业股份有限公司<sup>10</sup>（简称“立霸股份”）股权以及增加对盐城悦达智创新能源汽车有限公司、上海申创浦江股权投资基金合伙企业（有限合伙）（简称“申创浦江”）和盐城元润新能源产业投资基金（有限合伙）等导致当年投资支出较大，另一方面系 2020 年公司部分股权退出实现收益以及投资分红带来较大现金回流所致。2020 年及 2021 年第一季度，公司筹资性现金流量净额分别为-13.10 亿元和 23.13 亿元，2020 年因债务还本付息规模大，当年筹资性现金流呈净流出态势。

该公司 EBITDA 主要来源于利润总额、列入财务费用的利息支出和固定资产折旧，2020 年为 18.72 亿元，较上年增加 10.64 亿元，主要系当年利润总额大幅增长所致。但因刚性债务规模持续扩张，EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖程度仍较低。跟踪期内，非筹资性现金流呈大额净流入状态，但稳定性欠佳，现阶段难以对公司债务偿付提供持续保障。

<sup>9</sup> 津信东方置业注册资本 1.00 亿元，天津渤海国有资产经营管理有限公司和该公司分别持有 80% 和 20% 股权。

<sup>10</sup> 立霸股份（603519），2015 年 3 月于上海证券交易所上市，经营范围包括覆膜金属板、高级膜、新型墙体及其原材料的制造，钢材加工等。2019 年 6 月，该公司以 6.59 亿元收购立霸股份 14.08% 股权，成为立霸股份第二大股东。

**图表 15. 2018-2020 年公司 EBITDA 和现金流对债务的覆盖情况**

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.65	0.45	0.82
EBITDA/刚性债务(倍)	0.04	0.03	0.06
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	0.50	5.15	7.46
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	0.18	2.06	3.13
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	-30.67	-50.78	4.75
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	-11.02	-20.26	1.99

资料来源：盐城东方

### (3) 资产质量分析

2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 219.10 亿元和 219.44 亿元，规模与 2019 年末基本持平，其中，因无偿划入股权、污水管网泵站等资产、经营利润累积等，公司资本公积和未分配利润较 2019 年均有所增长，但因部分永续债到期偿付，其他权益工具较 2019 年末有一定下降。同期末，实收资本和资本公积合计占权益的比重分别为 66.63% 和 66.52%，公司净资产中未分配利润、少数股权权益占比相对较高，此外还包括 15.00 亿元永续中票，不利于资本稳定性。

2020 年末该公司资产总额为 554.30 亿元，较 2019 年末增长 7.42%，仍主要以流动资产为主。同年末，公司流动资产余额 317.24 亿元，较 2019 年末增长 9.79%。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。当年末，其他应收款余额为 123.13 亿元，较 2019 年末增长 13.55%，主要系计提资金占用费以及往来款导致与经开区财政局、成大实业之间的往来款进一步增加所致，当年末应收上述两单位的款项余额分别 66.91 亿元和 42.87 亿元。存货余额 57.22 亿元，较 2019 年末增长 11.55%，主要系安置房和代建项目开发成本增加所致；应收账款余额为 67.13 亿元，较 2019 年末增长 8.91%，主要是应收经开区财政局款项增加至 65.82 亿元（占比 97.99%），该部分款项回款进度受地方财力状况等因素影响存在一定不确定性；货币资金余额为 58.84 亿元，其中受限货币资金 38.84 亿元，包括质押存单 32.46 亿元、保证金 6.37 亿元。此外，一年内到期非流动资产余额 6.17 亿元，较 2019 年末增长 20.06%，主要系应收的一年内到期的融资租赁款项。

该公司非流动资产主要由投资性房地产、长期股权投资、可供出售金融资产、在建工程和长期应收款构成。2020 年末，公司非流动资产余额 237.05 亿元，较 2019 年末增长 4.41%。其中投资性房地产余额 110.11 亿元，较 2019 年末增长 16.21%，主要系中韩盐城产业园东方之洲、大学科技园等项目完工转入所致；长期股权投资余额 54.43 亿元，较 2019 年末下降 3.88%，主要系对嘉兴君邦投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“君邦投资”）<sup>11</sup>减少投资以及追加对盐城悦达智创新能源汽车有限公司（以下简称“悦达新能源汽车”）<sup>12</sup>等综合影响；当年末投资余额较大的标的分别是对盐城悦善产业投资

<sup>11</sup> 君邦投资成立于 2017 年，对外投资主要为中微半导体设备（上海）股份有限公司（简称“中微公司”，688012）。2020 年君邦投资减持部分中微公司股权，公司全部投资本金已回收，并实现现金红利 4.12 亿元。

<sup>12</sup> 悦达新能源汽车成立于 2019 年 9 月，注册资本 17.67 亿元，主要从事新能源汽车配件生产、销售，汽车销售。悦达集团、该公司和盐城市创新创业投资有限公司分别持有 85.85%、11.32% 和 2.73% 股权。

基金（有限合伙）（以下简称“悦善产业基金”）<sup>13</sup>19.99 亿元、盐城东新能源有限公司（以下简称“盐城东新能源”）<sup>14</sup>10.00 亿元、山南嘉实弘盛创业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“嘉实弘盛”）<sup>15</sup>7.58 亿元、立霸股份 6.71 亿元、江苏中韩盐城产业园投资有限公司 5.03 亿元。可供出售金融资产余额 47.99 亿元，较 2019 年末增长 8.42%，主要系追加对上海申创浦江股权投资基金合伙企业（有限合伙）、盐城经济技术开发区华人运通新能源汽车产业投资基金（有限合伙）等所致，当年末主要投资为悦达资本股份有限公司（简称“悦达资本”）15.00 亿元、上海临港东方君和科创产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）（简称“临港东方”）9.53 亿元和申创浦江 3.00 亿元等。当年末，长期应收款余额 5.25 亿元，较 2019 年末下降 39.12%，主要系应收融资租赁收回或转入一年内到期的非流动资产所致。

2021 年 3 月末，该公司资产总额 586.09 亿元，较年初增长 5.74%，主要系因融入资金增多、在建工程投入以及往来款增加等原因所致。当期末，货币资金余额较年初增长 27.09% 至 74.77 亿元，其他应收款余额较年初增长 3.97% 至 128.02 亿元，在建工程余额较年初增长 43.75% 至 15.22 亿元。其余主要资产科目较年初年无重大变化。

#### （4）流动性/短期因素

截至 2020 年末，该公司受限资产账面价值合计 140.61 亿元，占资产总额的 25.37%。其中，受限货币资金 38.84 亿元，主要系存单质押及保证金，其余受限存货、投资性房地产及无形资产主要系用于借款抵押。

图表 16. 截至 2020 年末公司受限资产情况

科目名称	受限金额（亿元）	受限金额占该科目的比例（%）	受限原因
货币资金	38.84	66.02	质押及保证金
存货	31.04	54.24	借款抵押
投资性房地产	70.56	64.08	借款抵押
无形资产	0.17	30.71	借款抵押
合计	140.61	—	—

资料来源：盐城东方

2020 年末和 2021 年 3 月末，该公司流动比率分别为 208.35% 和 216.15%，流动性指标处于较高水平，但考虑到公司与经开区财政局之间应收账款以及往来款项较大，该部分款项未来回收情况仍存在一定不确定性，且公司较大规模的可变现在资产用于借款质押，实际资产流动性一般。同期末，公司现金比率分别为 38.67% 和 47.42%，短期刚性债务现金覆盖率分别为 44.37% 和 52.35%，虽然期末货币资金持有量持续增加，但随短期债务规模增大，公司面临较大的即期债务偿付压力。

<sup>13</sup> 悦善产业基金注册资本 20.00 亿元，该公司出资 20.00 亿元，江苏悦达善达股权投资基金管理有限公司出资 1.00 万元，公司作为有限合伙人，不执行合伙事务，不对外代表合伙企业，不能对该合伙企业实施控制。

<sup>14</sup> 盐城东新能源注册资本 21.00 亿元，经营范围包括新能源汽车研发、制造，江苏盐新汽车产业投资发展有限公司和该公司分别直接持有其 52.38% 和 47.62% 的股权。

<sup>15</sup> 嘉实弘盛注册资金 8.02 亿元，该公司出资 8.00 亿元，智盈汇融投资管理（北京）有限公司出资 0.02 亿元；嘉实弘盛出资 6.61 亿元投资北京京东金融科技股份有限公司。

**图表 17. 公司资产流动性指标**

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动比率 (%)	248.04	298.41	208.35	216.15
现金比率 (%)	24.79	60.43	38.67	47.42
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	29.70	71.49	44.37	52.35

资料来源：盐城东方

### 3. 公司盈利能力

跟踪期内，该公司营业收入主要来源于贸易、租赁及物业管理、房屋销售等业务，2020 年公司实现营业毛利 4.48 亿元，较上年略有下降，其中租赁及物业管理业务占比 39.44%，仍为公司营业毛利的最大来源，房屋销售的贡献亦有所增长。当年公司综合毛利率为 20.84%，较上年下降 1.50 个百分点，主要是受租赁及物业管理、融资租赁业务毛利率略有下降影响。2021 年第一季度，公司实现营业毛利 1.44 亿元，同比增长 17.35%，其中租赁及物业管理、房屋销售、其他业务对毛利的贡献率分别为 33.08%、33.23% 和 25.73%，其他业务对毛利贡献度显著提升主要系当期实现土地转让收入 0.80 亿元（成本仅 0.05 亿元）所致。同期，公司综合毛利率为 23.54%。

跟踪期内，该公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。2020 年公司期间费用为 3.73 亿元，同比增长 34.58%，一方面系利息支出及融资手续费增多当期财务费用同比大幅增长 37.76%，另一方面系折旧及职工薪酬增加导致管理费用同比增长 35.45% 所致。当年，期间费用率为 17.37%，较 2019 年提高 3.92 个百分点。2021 年第一季度，公司期间费用为 0.89 亿元，期间费用率为 14.46%。

跟踪期内，该公司盈利对政府补助和投资净收益的依赖仍较高。2020 年，公司实现净利润 8.13 亿元，同比增长 160.42%，主要当年投资收益大幅增长所致。当年，公司投资收益为 7.68 亿元，较上年增加 6.75 亿元，主要来自君邦投资减持中微公司部分股权实现收益 4.18 亿元、临港东方投资分红 2.16 亿元以及悦达资本投资分红 0.70 亿元等，上述股权退出收益及分红未来存在不确定性。当年，公司获得政府补助收入 2.66 亿元，较 2019 年略有减少。2020 年，公司净资产收益率和总资产报酬率分别为 3.70% 和 8.13%，虽较 2019 年有所提高，但主要系因当年股权退出收益及投资分红情况较好所致，该类收益未来易受市场环境等因素影响，存在不确定性，总体看公司资产获利能力仍弱。2021 年第一季度，公司实现净利润 0.85 亿元，同比增长 85.59%，其中投资收益 0.53 亿元，主要来自临港东方投资分红。

## 公司抗风险能力评价

### 1. 公司经营及财务实力

跟踪期内，该公司仍主要负责经开区内基础设施、安置房等项目建设，同时从事租赁及物业管理、贸易、融资租赁等自营性业务。2020 年公司营业收入较上年略有增长，贸易、租赁及物业管理、房屋销售仍是公司营业收入的三大来源。公司自有物业和安置房项目仍有一定投资需求，面临一定的投资压力。跟踪期内，受益于股权退出收益及投

资分红，公司净利润同比大幅增长，但该类收益未来或存在不确定性，影响公司盈利稳定性。公司刚性债务规模持续攀升，且短期债务增幅显著，面临较大的集中偿付压力。公司资产受限比例仍偏高，大额应收款项及开发成本的变现受制于政府结算及支付进度，总体资产流动性一般。2020 年虽受益于主业回款加快以及投资收益现金回流，公司非筹资性现金流呈现净流入，但短期内公司资金周转仍对外部融资的有较高依赖。

## 2. 外部支持因素

跟踪期内，该公司持续获得资产划入、政府补助等方面的政府支持，2020 年公司收到政府无偿划入的污水管网泵站资产 3.25 亿元、获得政府补助 2.66 亿元。此外，公司长期与多家金融机构保持良好合作关系，资信状况良好，且公司已在多个市场发行债券，直接、间接融资能力较强，融资渠道较通畅，能够为公司业务发展及债务周转提供一定的资金支持。截至 2021 年 3 月末，公司合并口径获得银行综合授信额度 228.64 亿元，其中尚未使用的授信额度为 65.18 亿元，为后续融资提供了一定弹性空间。

## 跟踪评级结论

跟踪期内，该公司股东仍为盐城市人民政府，公司组织架构和管理制度等方面均未发生重大变化，公司偿债记录仍良好。

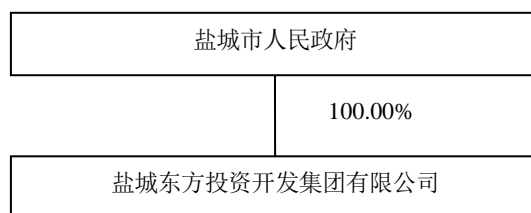
跟踪期内，该公司仍主要负责经开区内基础设施、安置房等项目建设，同时从事租赁及物业管理、贸易、融资租赁、对外投资等自营性业务。2020 年公司营业收入较上年略有增长，主要构成亦较上年变化不大，贸易、租赁及物业管理、房屋销售仍是公司三大营业收入来源，且物业出租收入保持稳步增长态势。公司自有物业和安置房项目仍有一定投资需求，且基建、安置房项目政府回款进度存在一定不确定性，后续仍然面临一定的投资压力。

跟踪期内，受益于股权退出收益及投资分红，该公司净利润同比大幅增长，但该类投资收益未来或存在不确定性，影响公司盈利稳定性。公司刚性债务规模持续攀升，且短期债务增幅较显著，面临较大的集中偿付压力。公司资产受限比例仍偏高，大额应收款项及开发成本的变现受制于政府结算及支付进度，总体资产流动性一般。2020 年虽受益于主业回款加快以及投资收益现金回流，公司非筹资性现金流呈现净流入，但短期内公司资金周转仍对外部融资有较高依赖。



附录一：

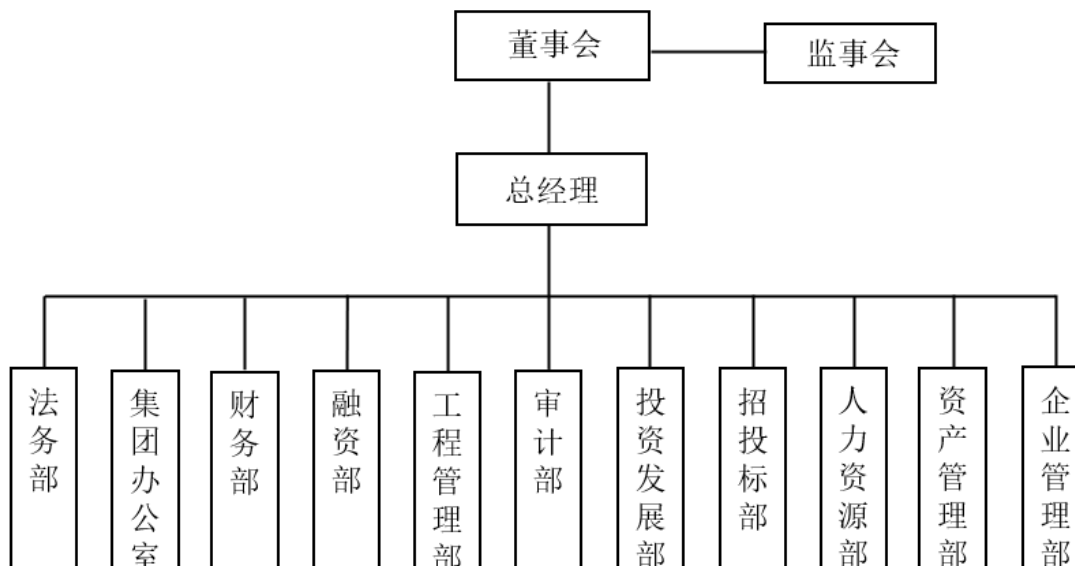
公司股权结构图



注：根据盐城东方提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据盐城东方提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名称	母公司持股比例 (%)	主营业务	2020年(末)主要财务数据					备注
			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流入量 (亿元)	
盐城东方投资开发集团有限公司	—	基础设施建设及市政公用事业项目投资、运营、管理等	224.17	190.95	2.07	6.78	0.36	公司本部
盐城东方建设投资股份有限公司	52.67	安置房建设、园区建设	32.52	49.04	7.66	0.55	18.10	—
江苏沿海东方市政股份有限公司	95.00	市政基础设施建设	4.60	7.43	1.53	0.29	8.94	—
盐城市东方融资担保有限公司	90.00	融资担保	0.67	4.42	0.05	0.12	0.62	—
盐城市东方物业管理有限公司	100.00	物业管理	0.10	0.74	0.40	0.06	0.46	—
盐城市同创物资贸易有限公司	99.50	大宗商品贸易	8.00	3.70	6.34	-0.07	14.71	—

注：根据盐城东方提供资料整理

## 附录四：

## 发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
资产总额 [亿元]	412.73	516.01	554.30	586.09
货币资金 [亿元]	25.11	58.49	58.84	74.77
刚性债务[亿元]	217.66	279.18	314.06	349.97
所有者权益 [亿元]	177.21	220.39	219.10	219.44
营业收入[亿元]	17.42	20.63	21.49	6.12
净利润 [亿元]	2.63	3.12	8.13	0.85
EBITDA[亿元]	8.25	7.08	17.17	—
经营性现金净流入量[亿元]	0.38	5.11	9.29	0.49
投资性现金净流入量[亿元]	-23.70	-55.43	-3.38	-10.62
资产负债率[%]	57.06	57.29	60.47	62.56
长短期债务比[%]	132.26	205.28	120.14	132.55
权益资本与刚性债务比率[%]	81.42	78.94	69.76	62.70
流动比率[%]	248.04	298.41	208.35	216.15
速动比率[%]	194.01	245.33	170.70	178.44
现金比率[%]	24.79	60.43	38.67	47.42
短期刚性债务现金覆盖率[%]	29.70	71.49	44.37	52.35
利息保障倍数[倍]	0.47	0.32	0.66	—
有形净值债务率[%]	133.20	134.53	153.62	167.76
担保比率[%]	16.03	24.20	36.94	40.68
毛利率[%]	22.54	22.34	20.84	23.54
营业利润率[%]	17.94	16.56	47.84	17.55
总资产报酬率[%]	1.55	1.15	2.76	—
净资产收益率[%]	1.57	1.57	3.70	—
净资产收益率*[%]	1.54	1.61	3.97	—
营业收入现金率[%]	120.10	105.30	151.32	95.15
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	0.50	5.15	7.46	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	0.18	2.06	3.13	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-30.67	-50.78	4.75	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-11.02	-20.26	1.99	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.65	0.45	0.82	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.03	0.06	—

注：表中数据依据盐城东方经审计的 2018-2020 年度及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算。

## 附录五：

## 发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度	
个体信用	业务风险	宏观环境	1	
		行业风险	2	
		市场竞争	7	
		盈利能力	3	
		公司治理	3	
	财务风险	财务政策风险	5	
		会计政策与质量	1	
		现金流状况	8	
		负债结构与资产质量	5	
		流动性	8	
		个体风险状况		4
		个体调整因素调整方向		不调整
	调整后个体风险状况		4	
外部支持	支持因素调整方向		上调	
<b>主体信用等级</b>			<b>AA<sup>+</sup></b>	

## 附录六：

## 发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2010年5月19日	AA/稳定	王珏、李兰希	—	<a href="#">报告链接</a>
	评级结果变化	2020年1月17日	AA+/稳定	王静茹、滕冕	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">公告链接</a>
	前次评级	2020年6月8日	AA+/稳定	王静茹、滕冕	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年6月22日	AA+/稳定	刘明球、李星星	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	-
债项评级 (PR 盐东投)	首次评级	2014年5月8日	AA	王连熙、赵霖	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">通用版评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	评级结果变化	2020年1月17日	AA+	王静茹、滕冕	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">公告链接</a>
	前次评级	2020年6月8日	AA+	王静茹、滕冕	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年6月22日	AA+	刘明球、李星星	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	-
债项评级 (19 盐城东方 MTN001)	首次评级	2018年8月3日	AA	王静茹、武洪艺	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">园区类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">城投类政府相关实体评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	评级结果变化	2020年1月17日	AA+	王静茹、滕冕	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">公告链接</a>
	前次评级	2020年6月8日	AA+	王静茹、滕冕	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年6月22日	AA+	刘明球、李星星	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	—
债项评级 (19 盐城东方 MTN002)	首次评级	2019年3月1日	AA	王静茹、武洪艺	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">园区类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">城投类政府相关实体评级模型(参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	评级结果变化	2020年1月17日	AA+	王静茹、滕冕	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">公告链接</a>
	前次评级	2020年6月8日	AA+	王静茹、滕冕	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年6月22日	AA+	刘明球、李星星	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	-

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
债项评级 (19 盐城东方 MTN003)	首次评级	2018 年 7 月 13 日	AA	王静茹、武洪艺	<a href="#">新世纪评级方法总论 (2012)</a> <a href="#">园区类政府相关实体信用评级方法 (2015)</a> <a href="#">城投类政府相关实体评级模型 (参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	评级结果变化	2020 年 1 月 17 日	AA <sup>+</sup>	王静茹、滕冕	<a href="#">新世纪评级方法总论 (2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法 (2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型 (城投类政府相关实体) MX-GG001 (2019.8)</a>	<a href="#">公告链接</a>
	前次评级	2020 年 6 月 8 日	AA <sup>+</sup>	王静茹、滕冕	<a href="#">新世纪评级方法总论 (2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法 (2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型 (城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021 年 6 月 22 日	AA <sup>+</sup>	刘明球、李星星	<a href="#">新世纪评级方法总论 (2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法 (2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型 (城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)</a>	-
债项评级 (19 盐城东方 MTN004)	首次评级	2019 年 1 月 10 日	AA	王静茹、武洪艺	<a href="#">新世纪评级方法总论 (2012)</a> <a href="#">园区类政府相关实体信用评级方法 (2015)</a> <a href="#">城投类政府相关实体评级模型 (参见注册文件)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	评级结果变化	2020 年 1 月 17 日	AA <sup>+</sup>	王静茹、滕冕	<a href="#">新世纪评级方法总论 (2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法 (2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型 (城投类政府相关实体) MX-GG001 (2019.8)</a>	<a href="#">公告链接</a>
	前次评级	2020 年 6 月 8 日	AA <sup>+</sup>	王静茹、滕冕	<a href="#">新世纪评级方法总论 (2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法 (2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型 (城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021 年 6 月 22 日	AA <sup>+</sup>	刘明球、李星星	<a href="#">新世纪评级方法总论 (2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法 (2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型 (城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)</a>	-
债项评级 (20 盐投 01)	首次评级	2020 年 3 月 19 日	AA <sup>+</sup>	王静茹、滕冕	<a href="#">新世纪评级方法总论 (2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法 (2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型 (城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020 年 6 月 8 日	AA <sup>+</sup>	王静茹、滕冕	<a href="#">新世纪评级方法总论 (2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法 (2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型 (城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021 年 6 月 22 日	AA <sup>+</sup>	刘明球、李星星	<a href="#">新世纪评级方法总论 (2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法 (2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型 (城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)</a>	-
债项评级 (20 盐投 03)	首次评级	2020 年 6 月 10 日	AA <sup>+</sup>	王静茹、滕冕	<a href="#">新世纪评级方法总论 (2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法 (2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型 (城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021 年 6 月 22 日	AA <sup>+</sup>	刘明球、李星星	<a href="#">新世纪评级方法总论 (2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法 (2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型 (城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)</a>	-
债项评级 (20 盐城东方 MTN001)	首次评级	2020 年 8 月 11 日	AA <sup>+</sup>	滕冕、王静茹	<a href="#">新世纪评级方法总论 (2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法 (2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型 (城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021 年 6 月 22 日	AA <sup>+</sup>	刘明球、李星星	<a href="#">新世纪评级方法总论 (2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法 (2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型 (城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)</a>	-
债项评级 (21 盐城东方 MTN001)	首次评级	2020 年 8 月 11 日	AA <sup>+</sup>	滕冕、王静茹	<a href="#">新世纪评级方法总论 (2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法 (2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型 (城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
	本次评级	2021年6月22日	AA <sup>+</sup>	刘明球、李星星	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

**附录七：**
**各项财务指标的计算公式**

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销



**附录八：**
**评级结果释义**

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	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，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

## 评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。