

盐城市海兴集团有限公司

及其发行的 16 海兴投资 MTN001、18 海兴投资 MTN001

与 19 海兴 MTN001

跟踪评级报告

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2019]100073】

评级对象： 盐城市海兴集团有限公司
及其发行的 16 海兴投资 MTN001、18 海兴投资 MTN001 与 19 海兴 MTN001

	16 海兴投资 MTN001	18 海兴投资 MTN001	19 海兴 MTN001
	主体/展望/债项/评级时间		
本次跟踪：	AA+/稳定/AA+/2019 年 5 月 21 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 5 月 21 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 5 月 21 日
前次跟踪：	AA/稳定/AA/2018 年 7 月 27 日	AA/稳定/AA/2018 年 7 月 27 日	--
首次评级：	AA/稳定/AA/2015 年 12 月 11 日	AA/稳定/AA/2017 年 12 月 1 日	AA/稳定/AA/2018 年 7 月 27 日

主要财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司数据：				
货币资金	3.86	2.16	4.15	11.73
刚性债务	55.71	59.37	68.36	216.95
所有者权益	120.44	120.97	108.96	213.91
经营性现金净流入量	-7.88	8.79	-6.06	-4.32
合并数据及指标：				
总资产	182.70	183.97	194.97	354.90
总负债	62.46	62.88	85.54	140.39
刚性债务	60.91	59.37	68.36	106.08
所有者权益	120.24	121.10	109.43	214.51
营业收入	12.33	11.03	11.42	1.33
净利润	1.28	1.05	2.43	-0.19
经营性现金净流入量	5.94	12.70	-9.05	-6.70
EBITDA	3.55	3.50	3.76	--
资产负债率[%]	34.19	34.18	43.87	39.56
长短期债务比[%]	564.48	1260.42	517.68	391.99
权益资本与刚性债务比率[%]	197.40	203.97	160.09	202.21
流动比率[%]	682.75	1277.56	510.53	798.59
现金比率[%]	125.61	376.18	42.43	53.87
利息保障倍数[倍]	1.90	1.55	3.79	--
EBITDA/利息支出[倍]	2.42	1.62	3.95	--
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.06	0.06	--

注：根据海兴集团经审计的 2016-2018 年及经审阅的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

王静茹 wjr@shxsj.com
武洪艺 wuhy@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（以下简称“本评级机构”或“新世纪评级”）对盐城市海兴集团有限公司（以下简称“海兴集团”、“发行人”、“该公司”或“公司”）及其发行的 16 海兴投资 MTN001、18 海兴投资 MTN001 与 19 海兴 MTN001 的跟踪评级反映了 2018 年以来海兴集团在业务地位、资产注入及财务弹性等方面保持优势，同时也反映了公司在资本性支出压力、土地资产变现及占款回收等方面继续面临压力。

主要优势：

- **业务地位进一步加强。**近年来盐城市逐步加大沿海开发力度，海兴集团系盐城市沿海开发的重要主体。目前公司主要承担盐城市滨海港工业园区基础设施建设、滨海港港口及港城投资与开发等，随着合并重组的完成，公司业务地位进一步加强。
- **大规模的资产注入。**跟踪期内，海兴集团无偿划入灌东经开等公司，合并重组后，公司规模和资本实力等均将得到大幅提升；同时新增房地产开发及盐产品销售等业务，营业收入来源进一步拓宽。
- **负债经营程度较低。**跟踪期内，海兴集团负债经营程度保持在合理水平，后续融资仍有一定的弹性空间。公司债务期限结构显著趋于长期，与公司的业务模式较为匹配。

主要风险：

- **资本性支出压力较大。**跟踪期内，海兴集团刚性债务规模持续扩张；且公司基建及自营项目等未来仍有较大资金投入，公司面临较大的资本支出压力。



- **土地资产变现风险。**海兴集团存量土地资产规模较大，其变现情况易受地方房地产政策调整及土地市场行情变化影响。
- **房地产项目资金回笼存在不确定性。**受合并范围扩大影响，海兴集团新增房地产业务板块，目前公司房地产项目基本已完工，但项目租售情况不太理性，后续资金回笼存在一定不确定性。
- **占款回收风险。**跟踪期内，海兴集团应收基建项目回购款以及与其他企业之间资金往来规模较大，公司资金被占用情况较为严重，存在一定的资金回收风险。

➤ 未来展望

本评级机构考虑到海兴集团业务定位进一步加强、较大规模的资产注入等因素，决定调整公司主体信用等级为 AA⁺，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⁺信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



盐城市海兴集团有限公司
及其发行的 16 海兴投资 MTN001、18 海兴投资 MTN001
与 19 海兴 MTN001
跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照盐城市海兴集团有限公司 2016 年度第一期中期票据、2018 年度第一期中期票据及 2019 年度第一期中期票据（分别简称“16 海兴投资 MTN001”、“18 海兴投资 MTN001”和“19 海兴 MTN001”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据海兴集团提供的经审计的 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据，对海兴集团的财务状况、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 2016 年 4 月 7 日发行了 5.00 亿元 16 海兴投资 MTN001，期限为 5 年，票面利率为 4.50%，募集资金用途为归还银行借款，截至 2019 年 4 月末募集资金扣除发行费用已按约定全部使用完毕。

该公司于 2018 年 1 月 8 日发行了 5.00 亿元 18 海兴投资 MTN001，期限为 5 年，票面利率 7.50%，募集资金用途为偿还金融机构借款，截至 2019 年 4 月末募集资金扣除发行费用已按约定全部使用完毕。

该公司于 2019 年 3 月 13 日发行了 5.00 亿元 19 海兴 MTN001，期限为 5 年，附设第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售权，票面利率为 5.50%，募集资金用途为偿还银行借款，截至 2019 年 4 月末募集资金扣除发行费用尚余 2.35 亿元未使用。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成

现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦在两国元首的多轮谈判中逐渐缓和，未来面临的出口压力会有所下降。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项

债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业环境

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。43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，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。2017年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。但近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业仍将面临集中偿付压力。

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。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2018年末，我国城镇化率为59.58%，与国外发达国家的70%-80%相比仍有较大发展空间，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，而该领域的建设及融资模式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。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着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014年9月，国务院发布《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。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，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。4月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号），加强融资平台公司融资管理。5月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土

地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018年以来，切实加强地方政府债务管理的监管定调一以贯之，但与此同时，扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的的重要举措，城投企业合理融资需求仍需保障。2月，国家发展改革委和财政部联合发布《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），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。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），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

此外，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，化解存量债务已成为当前的重要任务。但为避免矫枉过正，保障城投企业合理融资需求，2018年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；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），对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，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。此外，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。

整体来看，自43号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，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。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业面临集中偿付压力。

(3) 区域经济环境

跟踪期内，盐城市经济实力稳步增强，产业结构转型升级稳步推进，但经济增速明显放缓，全市工业经济中汽车产业“一产独大”现象较为突出。受车企销售下行及周期性因素等影响，同时传统支柱产业处于转型调整期，盐城市工业经济仍持续承压，未来产业转型面临一定挑战。

跟踪期内，盐城市经济规模持续扩大但增速逐年明显放缓，2018年盐城市地区生产总值为5487.1亿元，同比增长5.5%，增速较上年进一步放缓1.3个百分点。2018年，盐城市第一、第二和第三产业增加值分别为573.4亿元、2436.5亿元和2477.2亿元，同比分别增长3.2%、3.7%和8.1%，第三产业对经济增长的拉动作用较为明显；当年三次产业结构由2017年的11.1:44.4:44.5调整为10.5:44.4:45.1，产业结构持续优化。2018年，盐城市人均地区生产总值为7.60万元，同比增长5.8%。同年，全市完成固定资产投资3125.8亿元，同口径同比增长9.4%；实现社会消费品零售总额1778.7亿元，同比增长6.8%。

图表 1. 2016-2018 年盐城市国民经济和社会发展主要指标（单位：亿元，%）

指标	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值	4576.1	8.9	5082.7	6.8	5487.1	5.5
人均地区生产总值（万元）	6.3	8.8	7.02	6.7	7.60	5.8
规模以上工业增加值	2173.9	9.7	1792.0	3.6	--	4.0
固定资产投资	3882.8	15.2	4278.5	10.2	3125.8	9.4
社会消费品零售总额	1630.9	11.1	1806.2	10.8	1778.7	6.8
进出口总额（亿美元）	79.5	-2.1	86.5	8.8	95.5	10.4
三次产业结构	11.7:44.8:43.5		11.1:44.4:44.5		10.5:44.4:45.1	

资料来源：盐城市 2016-2018 年国民经济与社会发展统计公报及其他公开资料

2018年，盐城市实现工业企业全口径开票销售收入5528.7亿元，同比增长17.0%，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收入3511.6亿元，占工业总量的63.5%。当年，全市汽车产业实现开票收入631.1亿元；非车产业实现开票销售收入4896.5亿元，同比增长21.3%。2018年，全市高新技术行业实现产值535.2亿元，同比增长10.8%，对全市规上工业产值增长贡献率达到9.2%，其中电子及通信设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业分别实现产值244.5亿元和159.0亿元，同比分别增长27.3%和21.0%。当年，全市战略性新兴产业完成工业总产值1482.0亿元，同比增长14.6%，其中机械装备行业和冶金行业工业总产值分别为768.0亿元和224.0亿元，同比分别增长23.5%和104.3%。此外，2018年全市工业企业实现新产品产值455.7亿元，25个新产品行业中15个行业同比实现增长，其中计算机、通信和其他电子设备制造业实现新产品产值21.5亿元，同比增长168.7%；电气机械和器材制造业实现新产品产值91.0亿元，同比增长110.4%；化学原料和化学制品制造业实现新产品产值13.1亿元，同比增长79.7%。总

体看，盐城市工业结构转型稳步推进，但现阶段仍处于转型阵痛期，未来或将面临一定的下行压力。

跟踪期内，受房地产宏观调控等因素影响，盐城市房地产市场未延续上年的快速增长态势，2018年全市商品房销售面积同比有所下降，当年全市商品房销售面积为915.1万平方米，同比下降6.1%；得益于房价稳定增长，全市商品房销售额呈现低速增长态势，当年商品房销售额为566.9亿元，同比增长1.7%，增速较上年大幅回落26.8个百分点。当年，全市房地产开发投资额为454.9亿元，同比增长6.6%，增速同比回落12.4个百分点。

图表 2. 2016-2018 年盐城市房地产开发和销售主要指标（单位：%）

指标	2016 年		2017 年		2018 年	
	数额	增速	数额	增速	数额	增速
房地产开发投资（亿元）	358.6	-2.5	426.7	19.0	454.9	6.6
商品房销售面积（万平方米）	824.6	17.6	974.8	15.7	915.1	-6.1
商品房销售额（亿元）	433.7	27.0	557.5	28.5	566.9	1.7

资料来源：盐城市 2016-2018 年国民经济和社会发展统计公报

2018 年，主要受商业和工业用地等出让面积减少影响，当年盐城市土地出让面积同比下降 3.61% 至 2470.06 万平方米。但得益于住宅用地出让面积同比增长 41.32%，当年全市土地出让成交金额同比增加 23.29 亿元至 328.57 亿元。

图表 3. 2016-2018 年盐城市土地成交情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年
土地出让面积（万平方米）	1920.07	2562.67	2470.06
其中：住宅用地	446.66	385.55	554.88
商业用地	277.05	378.14	305.01
工业用地	1161.46	1715.05	1533.11
其他用地	34.90	83.94	77.06
土地成交金额（亿元）	150.05	305.28	328.57
其中：住宅用地	89.58	194.44	225.12
商业用地	36.92	68.61	67.85
工业用地	21.60	30.69	31.55
其他用地	1.95	11.53	4.05
土地成交均价（元/平方米）	781.47	1193.11	1330.21
其中：住宅用地	2005.58	5043.20	4057.08
商业用地	1332.55	1814.47	2224.57
工业用地	185.94	179.39	205.76
其他用地	559.12	1373.95	526.11

资料来源：CREIS（土地版）

盐城市滨海港工业园区以“港口、产业、城镇、生态”融合发展为统领，发挥深水良港、土地资源和河海联动的集疏运优势，重点发展绿色石化及新材料制造、先进性能金属材料制造与加工、高端装备制造及配套服务、资源循环利用及再制造、现代物流等“4+1”主导产业。2018 年 12 月，盐城市市

委、市政府印发《盐城市滨海港工业园区管理办法》(以下简称“《管理办法》”),根据《管理办法》,盐城市滨海港工业园区总体规划开发建设范围东至黄海、南至淮河入海水道、西至临海高等级公路(G228)、北至灌河(包括灌东盐场在陈家港镇区域),主要包括灌东盐场、新滩盐场、响水工业经济区、滨海沿海工业园、滨海港经济开发区、滨海港经济区和陈家港镇、滨海港镇相关区域,规划面积约600万平方公里。目前园区中由国家电投集团和协鑫(集团)公司合作建设的两台100万千瓦火电机组已实现投产;总投资144亿元的中海油江苏滨海LNG项目正在加快建设;金光纸业将在园区中建设700万吨白卡纸和450万吨粘胶纤维项目;此外,宝武钢铁集团的2000万吨级“绿色、智慧、精品”钢铁生产基地将落户园区,新建全流程钢铁联合企业。整体看,随着盐城市加大沿海开发力度,园区后续或将面临一定发展机遇。

2. 业务运营

跟踪期内,得益于合并范围扩大,该公司目前主要承担盐城市滨海港工业园区基础设施建设、滨海港港口及港城投资与开发、滨海港工业园区产业投资等,统一负责盐城市沿海战略资源的整合、开发和利用;同时随着合并范围的扩大,公司新增房地产开发、盐产品销售等业务,营业收入来源逐步拓宽。但公司在基建及自营项目等方面尚需较大规模的资金投入,后续面临一定资本性支出压力。

2018年,该公司实现营业收入11.41亿元,同比增长3.57%,当年基础设施建设业务对营业收入的贡献率为94.55%。当年,公司实现营业毛利3.96亿元,同比增长21.69%;毛利率为34.69%,较上年提升5.16个百分点,主要系基础设施代建业务毛利率提升所致。

2019年以来,该公司无偿划入盐城市灌东经济开发投资有限公司(以下简称“灌东经开”)及其下属子公司,得益于此,公司目前主要承担盐城市滨海港工业园区基础设施建设、滨海港港口及港城投资与开发、滨海港工业园区产业投资等,统一负责盐城市沿海战略资源的整合、开发和利用,该合并重组事项于2019年3月末完成工商变更登记,同时公司于2019年第一季度将灌东经开纳入合并范围。

2019年第一季度,得益于合并范围扩大,该公司新增房地产开发、盐产品销售等业务。当期,公司实现营业收入1.33亿元,同比下降57.69%,主要系基础设施代建业务受园区规划调整影响,进度放缓所致。当期营业收入主要来源于基础设施代建和盐产品销售两项业务,对营业收入的贡献率分别为72.06%和27.87%。当期,公司营业毛利为0.44亿元;综合毛利率为33.19%,较上年同期提升1.88个百分点。

图表 4. 2017 年以来公司业务经营情况（单位：亿元，%）¹

项目	2017 年		2018 年		2019 年第一季度		2018 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	10.94	100.00	11.41	100.00	1.33	100.00	3.14	100.00
基础设施建设	10.20	92.48	10.80	94.55	0.99	72.06	2.90	92.31
土地租赁	0.74	6.71	0.60	5.25	--	--	0.21	6.53
金融服务	0.09	0.81	0.02	0.13	--	--	0.04	1.15
盐产品销售	--	--	--	--	0.37	27.87	--	--
其他	--	--	0.01	0.07	0.001	0.08	--	--
营业毛利	3.17	100.00	3.95	100.00	0.44	100.00	0.98	100.00
基础设施建设	2.43	74.54	3.35	84.49	0.20	45.36	0.74	75.44
土地租赁	0.74	22.72	0.60	15.14	--	--	0.21	20.87
金融服务	0.09	2.74	0.02	0.39	--	--	0.04	3.69
盐产品销售	--	--	--	--	0.24	54.51	--	--
其他	--	--	-0.001	-0.01	0.001	0.13	--	--
毛利率	29.53		34.69		33.19		31.31	
基础设施建设	23.80		31.00		20.89		25.58	
土地租赁	100.00		100.00		--		100.00	
金融服务	100.00		100.00		--		100.00	
盐产品销售	--		--		64.93		--	
其他	--		-7.45		33.19		--	

资料来源：海兴集团

（1）基础设施建设业务

2018 年 12 月，根据《盐城市人民政府关于成立盐城市海兴集团有限公司的通知》（盐政发[2018]81 号文），盐城市人民政府将灌东经开建制划入该公司，目前公司主要负责盐城市滨海港工业园区基础设施建设、滨海港港口及港城投资与开发、滨海港工业园区产业投资等，在区域内具有专营优势。公司基础设施建设主要由公司本部和灌东经开负责，主要采取代建模式，由盐城市政府部门或其下属单位与公司签订代建协议²，公司再将各工程发包给各工程公司进行施工，项目建设资金由公司先期投入，按合同协议约定向盐城市政府部门或其下属单位收回资金³。

2018 年及 2019 年第一季度，该公司分别实现基础设施建设业务收入 10.80 亿元和 0.96 亿元，同比分别下降 5.88% 和增长 66.98%，2019 年第一季度业务收入大幅下降，主要系受园区规划调整影响，进度放缓所致；同期，

¹ 下表中如合计数与分项加总数略有出入，系尾数四舍五入所致。此外，2018 年该公司营业收入口径有所调整，将小额贷款业务经营产生的利息收入计入营业收入中，故图表 4 中公司营业收入均包含利息收入。

² 合并重组前，该公司部分代建项目系与灌东经开签订代建协议，根据该公司反馈，未来公司代建项目预计将调整为与盐城市新滩经济开发投资有限公司（以下简称“新滩经开”）签订协议。

³ 回购金额包括项目建设成本和建设服务费，建设服务费根据实际投入成本确认的金额的比例计算。盐城市政府部门或其下属单位通常在基础设施建设收入确认后的 3 年内回购完毕。

业务毛利率分别为 31.00% 和 20.89%，同比分别提升 7.2 个百分点和下降 4.69 个百分点，毛利率变动主要系公司确认收入的各项毛利率不一所致。

截至 2019 年 3 月末，该公司已完工基础设施建设项目主要有盐城市黄海石化循环经济产业园一期、东台港城“三路两桥一街一中心”、大丰港城“三路两桥”和串场河风景带综合整治等工程项目，公司应收基建项目回购款合计 55.04 亿元，累计已收到的回购款金额为 49.37 亿元。

图表 5. 截至 2019 年 3 月末公司已完工基础设施工程情况（单位：亿元）

项目	项目总投资额	应收回购款	累计回购金额
东台港城“三路两桥一街一中心”	2.05	2.90	2.90
大丰港城“三路两桥”	2.09	2.93	2.93
串场河风景带综合整治	2.20	3.08	3.08
盐城市黄海石化循环经济产业园一期工程	12.07	16.45	16.45
工业邻里中心一期	7.50	10.22	10.22
绿化工程	4.00	5.39	5.39
亮化工程及辅助道路	4.00	5.43	5.43
新滩代建工程	7.20	8.64	2.97
合计	41.11	55.04	49.37

资料来源：海兴集团

该公司在建基础设施建设项目主要为灌东产业园区新材料产业园基础设施工程施工和灌东垦区新材料产业园盐田绿化工程⁴项目，项目概算总投资额合计为 17.86 亿元，截至 2019 年 3 月末累计已投资 9.78 亿元⁵，未来尚需投资 8.08 亿元。

图表 6. 截至 2019 年 3 月末公司在建的基础设施工程情况（单位：亿元）

项目	建设周期	概算总投资	累计投资额	投资计划	
				2019 年	2020 年
灌东产业园区新材料产业园基础设施工程施工	2017-2021 年	15.40	8.10	5.77	1.53
灌东垦区新材料产业园盐田绿化工程	2017-2019 年	2.46	1.68	0.78	--
合计	--	17.86	9.78	6.55	1.53

资料来源：海兴集团

截至 2019 年 3 月末，该公司拟建的基础设施建设项目主要为冶金循环经济产业区，项目概算投资额为 13.94 亿元。公司在建及拟建项目未来尚有较大规模的资金投入，后续面临一定投融资压力。

图表 7. 截至 2019 年 3 月末公司拟建的基础设施工程情况（单位：亿元）

项目	建设周期	概算总投资	投资计划		
			2019 年	2020 年	2021 年及以后
冶金循环经济产业区	2019-2020 年	13.94	--	3.00	10.94

资料来源：海兴集团

⁴ 该项目由该公司子公司江苏海兴园林绿化有限公司施工建设。

⁵ 该公司将在建的基础设施建设项目于每季度末按照工程成本结转收入及成本。

(2) 土地租赁

截至 2019 年 3 月末，该公司拥有 16.50 万亩⁶土地，全部为出让用地，其中工业仓储用地 13.34 万亩，采矿用地 3.16 万亩。考虑到资源闲置及管理困难，公司将部分土地以鱼塘形式租赁给一些养殖企业或者个人来获取租赁收入。2018 年，公司土地租金收入分别为 0.60 亿元，同比下降 18.92%，主要系考虑到将会有企业入驻园区，公司收回部分租赁土地所致；业务毛利率为 100.00%⁷。2019 年第一季度，公司未确认该项业务收入，主要系未在当期及时收缴租金⁸所致。

2016 年以来，该公司利用部分出租的土地开展建设盐城市黄海经济区新滩片区沿海生态养殖项目⁹建设（以下简称“新滩片区生态养殖项目”）。新滩片区生态养殖项目总占地面积 2.50 万亩，主要为改建现有盐碱地、海水养殖池塘 98 块，新建标准化池塘 102 块，养殖区总面积 2.23 万亩，该项目已于 2018 年内完工，项目累计投资 8.50 亿元。

图表 8. 2016 年以来公司土地出租情况表（单位：万亩，元/亩/年）

期间	可供出租土地面积	实际出租土地面积	租金收入
2016 年	5.50	4.49	5612.50
2017 年	6.05	5.92	7400.00
2018 年	6.05	5.00	6000.00
2019 年第一季度	19.55 ¹⁰	8.00 ¹¹	0.00

资料来源：海兴集团

(3) 金融服务业务

金融服务业务方面，该公司通过下属子公司盐城市城南新区海融农村小额贷款有限公司（以下简称“海融小贷”）¹²开展小额贷款业务，目前海融小贷主要向施工队伍发放贷款，贷款以短期为主，主要为保证贷款，整体风险尚属可控，且自公司小额贷款业务开展以来，贷款均未出现逾期。2018 年，公司开展小额贷款业务实现利息收入 153.29 万元，同比下降 82.89%，主要系公司为防范贷款业务风险，收缩贷款规模所致。当年，海融小贷发放贷款 72 笔，较上年减少 84 笔；当年发放贷款金额 1.92 亿元，同比下降 35.35%；年末贷款余额为 1.14 亿元。2019 年第一季度，海融小贷未发放贷款；期末贷款

⁶ 该公司本部在滨海工业园区拥有工业仓储用地 9.06 万亩，子公司盐城华世置业投资有限公司在大丰和东台境内拥有工业仓储用地 928.10 亩，子公司灌东经开在滨海工业园区内拥有工业仓储用地 4.19 万亩，采矿用地 3.16 万亩。此外，灌东经开拥有划拨用地 11.72 万亩。

⁷ 2016 年 6 月以来，该公司将土地转入投资性房地产核算并采取公允价值计量模式核算，不计提摊销，故该项业务不再确认业务成本。

⁸ 考虑到未来将会有重大招引企业入驻园区，该公司与租户重新商定租赁期限和价格，导致当期租赁合同未能及时签订，租赁款暂未及时收缴，公司将于 2019 年第二季度合并确认。

⁹ 主要是改造升级土地及池塘重新平整，将原来的咸水养殖变更为淡水养殖，提高养殖产量和收益。

¹⁰ 包括该公司本部持有的 6.05 万亩土地和灌东经开持有的 13.50 万亩土地。

¹¹ 包括该公司本部持有的 3.00 万亩土地和灌东经开持有的 5.00 万亩土地。

¹² 海融小贷原名为大丰市海融农村小额贷款有限公司，于 2018 年 1 月更为现名。

余额为 1.14 亿元；当期公司未确认贷款利息收入¹³。截至 2019 年 3 月末，公司发放的贷款未出现逾期。

(4) 盐产品销售

得益于合并范围扩大，2019 年以来该公司新增盐产品销售业务，该项业务主要由公司下属二级子公司盐城市灌东盐场发展有限公司（以下简称“盐场公司”）负责。基本成产流程为利用抽泵将海水引入盐田，通过蒸发浓缩提高饱和度，之后在结晶池继续蒸发析出原盐晶体，用于销售¹⁴。目前盐场公司拥有的盐田资源主要位于海堤工区和三圩工区，盐田面积合计为 913.49 公顷¹⁵，盐产品主要为海盐。2019 年第一季度，公司盐产品的产量为 8.00 万吨；销量为 17.61 万吨¹⁶，实现业务收入 0.37 亿元，平均销售单价约为 210 元/吨。

(5) 房地产开发

得益于合并范围扩大，该公司新增房地产开发业务，主要由子公司下属二级子公司盐城市浦港置业有限公司负责（以下简称“浦港置业”）。自成立以来，浦港置业先后承建了银都小区一期（灌东雅苑）、银都小区二期（灌东馨园）、邻里中心、盐民创业园一期和二期等项目。其中，银都小区一期和二期系国家级棚户区改造项目，银都小区一期项目概算总投资额为 2.00 亿元，可销售面积 7.60 万平方米，截至 2019 年 3 月末实际投资 2.00 亿元（含国家财政补贴 0.25 亿元），截至同期末累计已销售 644 套，已销售面积 5.60 万平方米，实现销售金额 0.74 亿元¹⁷，已确认收入 0.07 亿元。银都小区二期概算总投资为 3.96 亿元，可销售面积为 13.00 万平方米，截至 2019 年 3 月末实际投资 3.96 亿元（含国家财政补贴 0.51 亿元），截至同期末银都小区二期尚未开始销售。盐民创业园项目主要是为鼓励盐民创业、为外来投资项目提供生产经营场所，建设内容主要为标准厂房等，未来主要以标准厂房租金收入平衡项目投资，项目分为两期建设，概算总投资额合计为 5.60 亿元，占地面积 28.46 万平方米，总建筑面积 26.93 万平方米，截至 2019 年 3 月末项目合计已投资 5.70 亿元，目前未实现出租。邻里中心项目主要用于园区配套，建设内容包括公寓、便民中心等，项目概算总投资为 5.94 亿元，截至 2019 年 3 月末累计已投资 5.94 亿元，未来主要通过物业租售实现资金回笼¹⁸。公司已完工房地产项目销售及租赁情况整体不太理想，房地产项目资金回笼存在一定不确定性。

¹³ 灌东产业区有部分区域由盐场公司负责建设，海融小贷一般将小额贷款资金先支付给盐场公司，由盐场公司将贷款资金支付给施工队伍，由于 2019 年第一季度涉及该公司合并重组，故暂未确认利息收入。

¹⁴ 该公司销售的盐产品属于盐粗品，销售后由下游客户加工成工业盐或食盐

¹⁵ 其中，海堤工区盐田面积为 313.49 公顷，三圩工区盐田面积为 600.00 公顷。

¹⁶ 目前，该公司主要在清理盐产品库存，后续或将根据滨海港工业园区统一规划调整该项业务。

¹⁷ 银都小区一期和二期系拆迁安置房，销售均价较低，根据该公司反馈，后续会由财政补足开发成本。

¹⁸ 目前，邻里中心主要由该公司自用。

图表 9. 截至 2019 年 3 月末公司已完工¹⁹房地产项目情况 (单位: 亿元, 万平方米)

期间	概算总投资	可租/售面积	累计已投资	已租/售面积	已实现租/售收入	已确认收入
银都小区一期	2.00	7.60	2.00	5.60	0.74	0.07
银都小区二期	3.96	13.00	3.96	--	--	--
盐民创业园一期	1.60	11.71	1.60	--	--	--
盐民创业园二期	4.10	13.32	4.10	--	--	--
邻里中心	5.94	14.31	5.94	--	--	--
合计	17.60	59.94	17.60	5.60	0.74	0.07

资料来源: 海兴集团

(6) 对外投资

作为盐城市沿海开发的重要主体, 该公司本部通过参股形式参与苏盐沿海合作共建产业园区建设、盐城沿海滩涂资源开发利用以及滨海港区开发建设。但根据《联合投资协议书》, 合资公司江苏省沿海开发(东台)有限公司围垦形成的土地, 公司可根据 16% 的比例划分土地, 按照统一规划开发经营; 根据《东台滩涂围垦综合开发合作投资协议》, 合资公司盐城市兴东投资发展有限公司围垦形成的土地, 公司可根据 30% 的比例划分土地, 按照统一规划开发经营。根据公司提供的《滩涂围垦新增土地指标可得收益专项审核报告》, 公司围垦所得农业用地指标转让可获得较大规模投资收益, 但该收益实现状况未来存在不确定性。截至 2019 年 3 月末, 上述对外投资项目暂未产生投资收益, 未能对盈利形成贡献。

此外, 该公司子公司灌东经开参股盐城市城南新区兆鑫农村小额贷款有限公司、江苏国信灌东光伏发电有限公司和盐城市国能灌东新能源开发有限公司, 截至 2019 年末 3 月末累计投资 1.31 亿元。未来随着公司对外投资项目逐步产生收益, 或将能够对公司盈利提供一定补充。

图表 10. 截至 2019 年 3 月末公司参股项目情况 (单位: 亿元)

被投资企业	主要投资项目	认缴出资额	实缴出资额	持股比例	收益分配约定
江苏苏盐沿海合作开发有限公司	苏盐沿海合作共建产业园区基础设施	0.30	0.30	15.00%	按持股比例 15% 分配
江苏省沿海开发(东台)有限公司	东台条子泥 40 万亩滩涂围垦项目	4.00	2.00	20.00%	按一定比例划分围垦形成的土地, 并按照统一规划分别开发经营
盐城市兴东投资发展有限公司	东台方南垦区 4.5 万亩滩涂围垦项目	0.60	0.60	30.00%	
盐城市城南新区兆鑫农村小额贷款有限公司	面向“三农”发放贷款等	0.63	0.75	40.00%	按持股比例 40% 分配
江苏国信灌东光伏发电有限公司	太阳能光伏发电项目	0.14	0.06	45.00%	按持股比例 45% 分配
盐城市国能灌东新能源开发有限公司	太阳能发电、风力发电项目	0.49	0.49	49.00%	按持股比例 49% 分配
合计	--	6.16	4.20	--	--

资料来源: 海兴集团

¹⁹ 该公司已完工房地产项目目前均未完成竣工结算。

(7) 自营项目

目前，该公司在建的自营项目主要为盐城市黄海经济区新滩水厂建设项目（以下简称“新滩水厂项目”）、新滩产业园排水工程项目、盐湖公园和灌东现代渔业园。新滩水厂项目主要是服务于新滩产业园内的居住、公共设施和工业用水，其中工业用水量占绝大部分；远期日供水能力达 19.29 万吨，考虑到新滩产业园发展尚需一定时间周期，项目分期建设，其中一期工程日供水能力为 6 万吨/天，目前已完工，累计投入资金 3.00 亿元，项目于 2018 年第二季度开始试运营²⁰，2018 年及 2019 年第一季度公司分别实现供水业务收入 76.78 万元和 7.47 万元，未来公司将视新滩产业园区用水需求情况启动后期工程建设。新滩产业园排水工程项目建设内容包括为新材料产业园内的雨水管网和污水管网铺设等，未来收入来源于园区入驻企业所支付的污水处理费，项目概算总投资额为 4.29 亿元，截至 2019 年 3 月末累计投入 2.15 亿元，目前该项目受滨海港工业园区规划影响，暂缓建设。灌东现代渔业园项目概算总投资为 20.00 亿元，建设面积为 15 万亩，其中现代渔业示范园区概算总投资 11.90 亿元，建设面积为 5 万亩，现代渔业示范园计划打造万亩绿色高标准水产养殖示范区，区内建设综合检验、检测、种苗繁育等中心，后续主要采取出租的形式实现资金平衡，截至 2019 年 3 月末累计投资 0.07 亿元。

该公司主要的拟建自有项目主要为盐城市新滩产业园污水处理厂建设项目（以下简称“污水处理厂”）、盐城市新滩片区水库及水环境整治工程和新滩产业区盐碱地绿化项目，上述两个项目概算总投资额合计为 34.08 亿元。其中，污水处理厂项目主要是对新滩产业园内经预处理达标后接管的废水进行污水处理，设计污水处理量为 16 万吨/日。

总体看，截至 2019 年 3 月末该公司在建及拟建的自营项目概算投资额合计为 69.37 亿元，累计已投资 6.75 亿元，未来投资压力较大。

图表 11. 截至 2019 年 3 月末公司在建和拟建自营项目投资情况（单位：亿元）

项目	计划总投资额	累计已投资额	计划建设周期	未来投资计划		
				2019 年	2020 年	2021 年及以后
盐城市黄海经济区新滩水厂建设项目	9.00	3.00	2015 年及以后	--	3.00	3.00
新滩产业园排水工程项目	4.29	2.15	2014 年及以后	--	--	--
盐湖公园	2.00	1.53	2014-2019 年	0.47	--	--
灌东现代渔业园	20.00	0.07	2018-2022 年	3.00	5.00	11.93
盐城市新滩产业园污水处理厂建设项目	8.00	--	2020 年及以后	--	2.00	6.00
盐城市新滩片区水库及水环境整治工程	11.00	--	2019-2020 年	5.00	6.00	--
新滩产业区盐碱地绿化项目	15.08	--	2019-2023 年	1.00	5.00	9.08
合计	69.37	6.75	--	9.47	21.00	30.01

资料来源：海兴集团

²⁰ 根据该公司反馈，新滩水厂项目稳定经营的情况下预计每年可实现营业收入 0.90 亿元。

管理

跟踪期内，该公司更为现名，灌东经开划入公司实施合并重组。公司高管人员和组织架构有所调整，此外公司在产权状况及管理制度等方面均未发生重大变化。

跟踪期内，根据盐城市人民政府《盐城市人民政府成立盐城市海兴集团有限公司的通知》（盐政发[2018]81号），该公司更为现名，同时灌东经开无偿划入公司，公司唯一股东和实际控制人仍为盐城市人民政府；同时，公司高管人员有所调整，杨亚成任公司党委委员、书记、董事、董事长，王益军任公司总经理；组织架构方面，公司部门设置调整为办公室、规划建设部、党群工作部、融资财务部、审计法务部、资产管理部6个部门。此外，公司在产权状况及管理制度等方面均未发生重大变化。公司组织架构详见附件二。

根据该公司本部2019年2月27日的《企业信用报告》，公司本部无重大信贷违约记录。公司本部于2015年5月21日欠息43.00万元，主要系公司使用网银系统不当所致，该笔逾期利息已偿还，针对该事项，银行方面已出具相关说明。2019年4月29日，公司合并口径待偿债券本金余额为61.84亿元，已发行债券本息兑付情况均正常。

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等信用信息公开平台信息查询结果，截至2019年4月末该公司未存在异常情况。

财务

跟踪期内，该公司盈利主要来源于基础设施建设业务形成的营业毛利，投资性房地产形成的公允价值变动损益对盈利提供一定补充。受融资规模扩张及合并范围扩大等因素影响，公司刚性债务持续扩张，但股东权益对刚性债务的保障程度较好；得益于合并范围扩大，公司资产和净资产规模大幅增加，但公司资产集中于应收类款项和土地资产，整体流动性偏弱。

1. 公司财务质量

大华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司2018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（2006版）及其补充规定。此外，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2019年第一季度合并财务报表实施审阅。

跟踪期内，该公司合并范围有所扩大。2018年，公司无偿划入江苏润海置业有限公司（以下简称“润海置业”）80%股权，并将其纳入合并范围；2019

年第一季度，公司无偿划入灌东经开 100% 股权，并将其纳入合并范围。截至 2019 年 3 月末，公司合并范围内一级子公司数量为 8 家。

灌东经开原为盐城市人民政府全资持股公司，系盐城市沿海开发重要的主体，主要负责滨海港工业园区灌东片区开发建设，业务涉及基础设施建设、安置房建设、标准厂房建设及租赁、土地租赁、盐产品销售等。灌东经开主要在灌东片区内开展基础设施建设业务，主要通过委托代建的方式开展，委托方包括响水县政府及新滩投资等，建设资金由灌东经开前期投入，根据协议内容收回工程费用；安置房建设业务方面，灌东经开先后投建了银都小区一期（灌东雅苑）、银都小区二期（灌东馨园），均为国家级棚户区改造工程，目前均已完工，处于销售阶段；标准厂房建设及租赁业务方面，灌东经开投资建设了位于灌东新材料产业园的盐民创业园一期和二期，目前均已完工，处于招租阶段；土地租赁业务方面，灌东经开将部分土地租赁给一些水产养殖企业或者个人来获取租赁收入；盐产品销售方面，灌东经开下属盐场公司持有灌东盐场，通过海水蒸发形成盐结晶用于销售。

截至 2018 年末，灌东经开资产总额为 142.45 亿元，所有者权益为 103.06 亿元，当年末资产负债率为 27.65%；2018 年，灌东经开实现营业收入 5.02 亿元，主要来源于基础设施建设和土地租赁业务，当年上述两项业务收入的贡献率分别为 72.42% 和 21.77%，当年灌东经开净利润为 0.90 亿元。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

受融资规模扩大及合并范围扩大等因素影响，跟踪期内该公司负债总额持续扩张。2018 年末和 2019 年 3 月末，公司负债总额分别为 85.54 亿元和 140.39 亿元，分别较上年末增长 23.06% 和 56.03%；资产负债率分别为 43.87% 和 39.56%，负债经营程度保持合理水平。同期末，公司长短期债务比分别为 517.68% 和 391.99%，公司债务期限结构仍偏长期，与公司的业务模式较为匹配。

2018 年末，该公司非流动负债由应付债券、长期借款和递延所得税负债构成，上述 3 项占当年末非流动负债的比重分别为 60.76%、21.13% 和 18.11%。当年末，应付债券余额为 43.56 亿元，较 2017 年末增长 15.90%，主要为公司于当年发行了 5.00 亿元中期票据、1.00 亿元非公开公司债券及 3.00 亿元债权融资计划所致；长期借款余额为 15.15 亿元，为抵押和保证借款，抵押物为公司名下土地使用权，担保方主要为新滩经开；递延所得税负债余额为 12.98 亿元，主要系公司将滨海港工业园区内土地使用权²¹增值部分计入“其他综合收益”科目，随着招引企业入驻园区，公司计划将上述土地使用权出售给招引企业，出于谨慎性原则，计提递延所得税负债。2019 年 3 月末，公司非

²¹ 计入“投资性房地产”科目。

流动负债余额较 2018 年末增长 56.03%至 111.85 亿元。当期末，应付债券余额较 2018 年末增长 45.43%至 63.34 亿元，主要系当期发行的 5.00 亿元中期票据、6.24 亿元非公开公司债券及 2.00 亿元债权融资计划，同时合并范围扩大增加灌东经开于 2017 年发行的 6.60 亿元企业债券所致；长期借款余额较 2018 年末增长 72.94%至 26.20 亿元，主要系新增抵押和信用借款所致；此外，专项应付款余额为 4.71 亿元，主要系下属子公司灌东经开收到的棚户区改造补助资金；长期应付款余额为 4.62 亿元，其中 4.02 亿元系国家开发银行通过江苏省城乡建设投资建设有限公司发放的棚户区改造贷款²²，0.60 亿元系国开发展基金有限公司对浦港置业的增资款²³。

2018 年末，该公司流动负债余额为 13.85 亿元，较 2017 年末增长 199.62%，当年末流动负债主要由短期借款、一年内到期非流动负债、应付利息等短期刚性债务和应付账款构成。其中，短期刚性债务余额为 9.65 亿元，短期刚性债务现金覆盖率为 60.90%；应付账款余额为 3.86 亿元，较 2017 年末增长 62.07%，主要系工程款项未支付所致。2019 年 3 月末，公司流动负债余额较 2018 年末增长 106.06%至 28.54 亿元。当期末，其他应付款较 2018 年末增加 11.61 亿元至 11.68 亿元，主要系当期末灌东经开应付公司本部 10.83 亿元款项²⁴未抵消所致。

2018 年末和 2019 年 3 月末，该公司刚性债务余额分别为 68.36 亿元和 106.08 亿元，分别较上年末增长 15.14%和 55.19%，占负债总额的比重分别为 79.91%和 75.56%，其中中长期刚性债务占比分别为 85.88%和 88.76%，刚性债务在负债总额中占比高且以中长期刚性债务为主。同期末，公司股东权益与刚性债务比率分别为 160.09%和 202.21%，股东权益对刚性债务的保障程度较好。

该公司主要通过金融机构借款²⁵以及发行债券筹集资金。截至 2019 年 3 月末，金融机构借款余额为 38.49 亿元，占刚性债务的比重为 36.28%。从借款方式看，公司借款方式以抵押和保证为主，占比分别为 61.70%和 29.20%，抵押物为公司持有的土地使用权；从借款主体看，公司本部和灌东经开（不含其下属子公司）借款占比相对较高，占比分别为 52.35%和 28.63%；从期限到期分布看，2019-2021 年公司合并口径分别需偿还金融机构借款本金 11.31 亿元、12.77 亿元和 6.39 亿元；从融资成本看，利率水平在 6.00%（含）以上的银行借款金额合计占比为 23.82%，公司综合融资成本偏高。

²² 该笔借款期限为 25 年，利率为 4.25%，自 2015 年 1 月 27 日期至 2040 年 1 月 26 日止，由盐城市城市建设投资集团有限公司（以下简称“盐城城投”）提供担保。

²³ 该笔增资款期限为 20 年，年化收益率为 1.2%，由灌东经开于 2035 年 8 月 30 日进行回购，由盐城城投提供担保。

²⁴ 根据该公司反馈，该笔款项系公司本部原为灌东经开代建基础设施项目的应收工程款，灌东经开目前将其计入“其他应付款”科目。目前该资金正在进行政府审计过程中，若直接抵消，则不利于公司以海兴集团的名义申请财政资金。若后续公司未能申请到财政资金，公司将进行合并抵消。

²⁵ 包括银行借款、国开行增资款及国开基金借款。

图表 12. 截至 2019 年 3 月末公司借款情况（单位：亿元）

科目	抵押	信用	保证	合计
短期借款	5.00	--	2.67	7.67
长期借款（含一年内到期）	18.75	3.50	3.95	26.20
长期应付款	--	--	4.62	4.62
合计	23.75	3.50	11.24	38.49

资料来源：海兴集团

2016 年以来，该公司不断拓展融资渠道，加大直接债务融资力度，截至 2019 年 4 月 29 日，公司合并口径待偿债券本金余额为 61.84 亿元，已发行债券本息兑付情况均正常。此外，公司分别于 2018 年 7 月 4 日和 2019 年 1 月 4 日发行了 3.00 亿元和 2.00 亿元债权融资计划，期限分别为 5 年和 1.5 年，利率分别为 7.3% 和 7.2%，进一步拓宽了公司融资渠道。

图表 13. 公司存续债券情况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	发行日期	存续期限	票面利率	待偿金额
16 海兴投资 MTN001	5.00	2016-04-07	5 年	4.50%	5.00
16 海兴投资 PPN001	3.00	2016-07-22	3 年	4.97%	3.00
16 海兴 01	10.00	2016-06-01	3+2 年	5.39%	10.00
16 海兴 02	10.00	2016-10-20	5 年	4.70%	10.00
17 海兴 01	6.00	2017-02-20	5 年	5.50%	6.00
17 海兴 02	4.00	2017-03-22	5 年	5.69%	4.00
18 海兴投资 MTN001	5.00	2018-01-08	5 年	7.50%	5.00
G18 海兴 1	1.00	2018-11-09	3+2 年	7.18%	1.00
19 海兴 MTN001	5.00	2019-03-13	3+2 年	5.50%	5.00
G19 海兴 1	6.24	2019-03-22	3+2 年	6.20%	6.24
17 灌东经开债	6.60	2017-05-15	7 年	6.42%	6.60
合计	61.84	—	—	—	61.84

资料来源：Wind（截至 2019 年 4 月 29 日）

截至 2019 年 3 月末，该公司对外担保余额为 0.92 亿元，担保比率为 0.43%。担保对象为新滩投资。总体看，新滩投资为盐城市人民政府下属国有企业，经营情况正常，公司对外担保风险可控。

（2）现金流分析

该公司主业资金回笼主要受到政府财力、政府资金调剂和支付进度的影响较大。2018 年和 2019 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 184.88% 和 165.45%，同比分别提升 70.76 个百分点和 49.74 个百分点，主要系当期基础设施建设业务回款情况较好，同时一部分前期的工程保证金计入销售商品、提供劳务收到的现金科目所致。同期，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-9.05 亿元和-6.70 亿元，呈现净流出状态，主要受往来净流出增加所致。

2018 年和 2019 年第一季度，该公司投资活动产生的现金流量净额分别为-18.34 亿元和-1.07 亿元，其中 2018 年净流出规模较大，主要系公司下属子公司润海置业支付的购地资金支出，同时公司支付资金至新滩投资用于收购

滨海港工业园区内资产²⁶所致。跟踪期内，公司经营活动和投资活动对外部融资的依赖较大，同期公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 8.08 亿元和 13.47 亿元。

2018 年，该公司 EBITDA 为 3.76 亿元，同比增长 7.60%，仍主要来源于利润总额、列入财务费用的利息支出和无形资产及其他资产摊销。目前，EBITDA 对刚性债务的覆盖程度较弱，同时经营活动产生的现金流波动较大，无法对公司负债形成有效保障。

图表 14. 2016-2018 年公司 EBITDA 和经营性现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2016 年	2017 年	2018 年
EBITDA/利息支出（倍）	2.42	1.62	3.95
EBITDA/刚性债务（倍）	0.08	0.06	0.06
经营性现金流净额（亿元）	5.94	12.70	-9.05
经营性现金净流入与流动负债比率（%）	63.26	181.19	-98.00
经营性现金净流入与负债总额比率（%）	12.72	20.27	-12.20

资料来源：海兴集团

(3) 资产质量分析

2018 年末和 2019 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 109.43 亿元和 214.51 亿元，较上年末分别下降 9.64% 和增长 96.03%。其中，2018 年末所有者权益减少，主要系当年盐城市国土资源局收回部分土地²⁷，初始在投资性房地产成本模式计量转公允价值计量时确认的其他综合收益转出 13.70 亿元，同时减少资本公积所致；此外，盐城市国资委将润海置业 80% 股权无偿划入公司，得益于此，公司资本公积增加 0.36 亿元。2019 年 3 月末，公司资本公积余额为 150.31 亿元，较 2018 年末增长 233.76%，主要系灌东经开无偿划入所致。2018 年末和 2019 年 3 月末，公司实收资本和资本公积合计占所有者权益比重分别为 59.43% 和 79.40%；其他综合收益占所有者权益比重分别为 33.04% 和 16.86%，目前公司资本结构稳定性尚可。

2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司资产总额分别为 194.97 亿元和 354.90 亿元，分别较上年末增长 5.97% 和 82.03%，2019 年 3 月末资产总额大幅增长，主要系合并范围扩大所致。

2018 年末，该公司非流动资产余额为 124.27 亿元，较 2017 年末下降 0.53%，主要由投资性房地产和无形资产构成。其中，投资性房地产余额为 110.62 亿元，主要为土地使用权，较 2017 年末下降 1.21%，主要系盐城市国土资源局收回部分土地所致；无形资产余额为 6.20 亿元，较 2017 年末下降 1.90%。

²⁶ 根据该公司反馈，整合重组后，公司将实行市场化方式对原属于滨海县的在滨海港工业园区内的码头、土地、航道、岸线、海域、风光等资源进行收购并统一整合使用，以提升承载优质企业入驻条件。目前，该收购事项主要委托新滩经开负责，收购资金主要由公司以往来的形式支付给新滩经开，待公司合并重组事项完全完成后，会进行相应的资金、资产的结算。

²⁷ 根据该公司反馈，土地收回事项主要系用于园区入驻企业走土地招拍挂流程，后续土地出让金扣除相关税费将全额返还给公司。

主要得益于合并范围扩大，2019年3月末公司非流动资产余额较2018年末增长2.21%至127.02亿元。当期末，长期股权投资余额较2018年末增长241.26%至2.07亿元，主要系受公司将灌东经开纳入合并范围，新增对盐城市城南新区兆鑫农村小额贷款有限公司、江苏国信灌东光伏发电有限公司和盐城市国能灌东新能源开发有限公司的投资。

2018年末，该公司流动资产余额为70.70亿元，较2017年末增长19.72%。公司流动资产主要由其他应收款、应收账款、货币资金、存货和其他流动资产构成。当年末，其他应收款余额为45.05亿元，较2017年末增长332.56%，主要系新增往来所致，当年末公司应收灌东经开、新滩投资、盐城市新滩贸易有限公司（以下简称“新滩贸易”）的款项分别为17.14亿元、14.54亿元和11.06亿元，期限多为1年以内；应收账款余额为10.72亿元，较2017年末增长9.19%，全部为应收灌东经开的基础设施建设工程款项；货币资金余额为5.88亿元，全部为可动用货币资金；存货余额为5.44亿元，主要为公司代建业务开发成本；其他流动资产余额为3.60亿元，较2017年末下降83.17%，主要系公司理财产品到期赎回所致²⁸。主要得益于合并范围扩大，2019年3月末公司流动资产余额较2018年末大幅增长222.32%至227.88亿元。其中，存货余额为128.70亿元，较2018年末增加123.26亿元，主要系新纳入合并范围内的一级子公司灌东经开将土地使用权及在建项目等计入该科目所致；其他应收款余额为64.39亿元，较2018年末增长42.92%，主要系应收新滩经开往来款项金额扩大所致，当期末应收新滩经开和新滩贸易款项金额分别为43.34亿元和6.45亿元；应收账款金额为16.39亿元，较2018年末增长52.88%，主要系将灌东经开纳入合并范围后，增加灌东经开应收新滩经开工程款项5.68亿元所致；货币资金余额为15.16亿元，其中使用受限金额为0.10亿元，短期刚性债务现金覆盖率为128.97%，即期债务偿付能力尚可；其他流动负债余额较2018年末下降16.36%至3.01亿元，主要系理财产品到期赎回所致。

(4) 流动性/短期因素

受限资产方面，截至2019年3月末该公司受限资产金额为71.55亿元，其中投资性房地产、存货和无形资产受限金额分别为42.04亿元、26.91亿元和2.46亿元，均用于抵押借款；货币资金受限金额为0.10亿元，系银行承兑汇票保证金。当期末，公司受限资产规模占总资产的比重为20.16%。

2018年末及2019年3月末，该公司流动比率分别为510.53%和798.59%，速动比率分别为471.24%和347.55%，因公司负债中流动负债占比较低，流动资产对短期负债的保障程度高。公司资产集中于应收类款项和土地资产，其中应收款项回收情况易受政府资金调剂的影响，资金回收情况存在一定不确定性；土地资产变现能力受地方政府土地出让规划以及当地土地市场出让行情等因素影响较大，亦存在较大的不确定性，且存在较大规模的土地资产用于抵押借款。总体看，公司资产流动性偏弱。

²⁸ 目前，该公司投资的银行理财产品年化收益一般在3.00%左右。

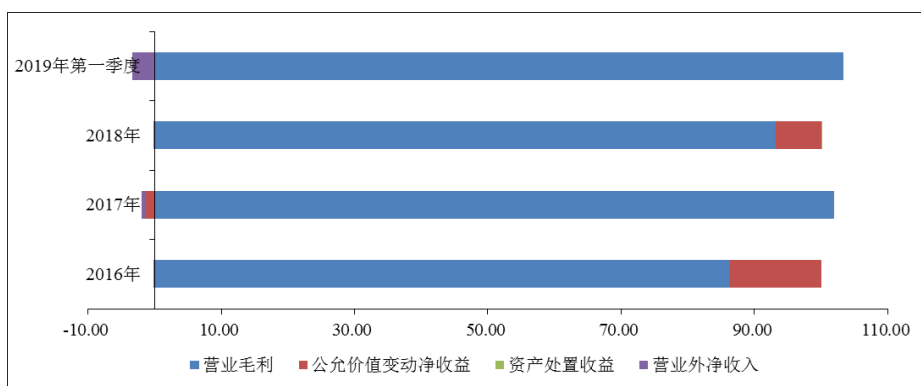
3. 公司盈利能力

该公司营业收入及毛利主要来源于基础设施建设业务，土地租赁、金融服务等业务对收入和毛利形成一定补充，2018 年分别营业收入 11.42 亿元，同比增长 3.57%，其中基础设施建设业务营收占比为 94.55% 以上。当年，公司营业毛利为 3.95 亿元；综合毛利率为 34.69%。2019 年第一季度，公司实现营业收入 1.33 亿元；实现营业毛利 0.44 亿元；实现综合毛利率 33.19%。

该公司期间费用主要由财务费用和管理费用构成。2018 年，公司期间费用为 1.17 亿元，同比下降 48.53%。其中，财务费用为 0.84 亿元，同比下降 58.64%，主要是公司收到政府贴息约 1.80 亿元冲减了利息支出所致；管理费用为 0.33 亿元，同比增长 33.58%。当年，公司期间费用率为 10.28%，同比下降 10.40 个百分点，期间费用对公司盈利形成一定的侵蚀。2019 年第一季度，公司期间费用为 0.60 亿元，期间费用率为 44.87%，当期期间费用对公司盈利的侵蚀较为严重，主要当期涉及企业合并重组，租赁业务及小贷贷款均未确认收入，同时基础设施代建业务进度放缓确认收入较少所致。

跟踪期内，该公司盈利主要来源于营业毛利，同时投资性房地产形成的公允价值变动损益对盈利提供一定补充。主要得益于 2018 年期间费用规模下降，公司净利润同比增长 131.46% 至 2.43 亿元。2018 年，公司公允价值变动损益为 0.29 亿元。当年，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 1.91% 和 2.11%，总体看，资产获利能力弱。2019 年第一季度，公司净利润为-0.19 亿元，受当期期间费用高企影响，净利润呈现亏损状态。

图表 15. 2016 年以来公司盈利贡献构成情况（单位：%）



注：根据海兴集团提供的资料整理、绘制

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

近年来盐城市逐步加快沿海开发力度，该公司系盐城市沿海开发的重要主体。得益于灌东经开无偿划入公司，公司业务定位进一步加强，目前主要

承担盐城市滨海港工业园区基础设施建设、滨海港港口及港城投资与开发、滨海港工业园区产业投资等，统一负责盐城市沿海战略资源的整合、开发和利用。合并重组后，公司资产规模和资本实力等都将得到大幅提升，截至 2019 年 3 月末公司资产总额较上年末增长 82.03% 至 354.90 亿元，所有者权益较 2018 年末增长 96.03% 至 214.51 亿元；同时新增房地产开发及盐产品销售等业务，营业收入来源进一步拓宽。此外，财务方面，截至 2019 年 3 月末，公司资产负债率为 39.56%，负债经营程度保持合理水平；长短期债务比为 391.99%，负债期限结构相对合理。

2. 外部支持因素

作为盐城市沿海开发的重要主体，该公司能够在滩涂及土地资源、税收优惠等方面得到地方政府的持续支持。根据 2014 年 6 月盐城市人民政府专题会议纪要，盐城市政府对公司新滩片区开发项目给予了有力的政策支持，具体如下：一是公司名下工矿仓储用地由公司按照土地出让合同规定直接转让，土地转让收入全部归公司所有，入驻企业生产经营形成的税收地方留成部分全额返还给公司；二是新滩片区部分项目土地需变更为经营性用途，由市、县国土部门根据规划用途，采取“招拍挂”形式进行出让，土地出让金及土地增值税全额返还给公司；三是项目区域内公共基础设施建设、公益性项目形成的税收地方留成部分全额返还公司。此外，根据 2018 年 6 月和 2018 年 12 月盐城市政府分别将润海置业²⁹80% 的股权和灌东经开 100% 股权无偿划入公司。

滩涂及土地资源政策方面，该公司代表盐城市政府参与盐城沿海滩涂资源围垦与开发，目前主要参与东台条子泥 40 万亩滩涂围垦项目和东台方南垦区 4.5 万亩滩涂围垦项目。根据相应投资协议，在围垦项目竣工后³⁰，公司可以按照一定比例划分围垦形成的土地。根据江苏省政府批准的《沿海开发若干意见》和国办发[2018]16 号文件《国务院办公厅关于印发跨省域补充耕地国家统筹管理办法和城乡建设用地增减挂钩节余指标跨省域调剂管理办法的通知》确定滩涂围垦形成的新增土地指标。公司围垦项目形成的农业用地指标有望对收入来源形成一定扩充。

税收政策方面，盐城市政府出台了明确的税费返还政策、对园区建设出台中长期盐田资源总体规划。根据审计报告披露，为支持沿海大开发，该公司从 2011 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日期间发生的经营收入执行免征营业税和企业所得税；从 2011 年 1 月至 2018 年 12 月期间公司位于滨海新滩盐场内计 6153.52 万平方米土地执行免征土地使用税。

²⁹ 润海置业持有的土地使用权评估面积为 8.48 万平方米，于 2018 年 6 月 1 日的评估价值为 25.51 亿元。

³⁰ 根据《国土资源部、国家海洋局关于加强围填海造地管理有关问题的通知》，对具体围填海项目竣工验收后，符合划拨用地目录的，由取得海域使用权的单位和个人申请划拨国有建设用地使用权初始登记，办理海域使用证换发国有土地使用证手续，注销海域使用权。

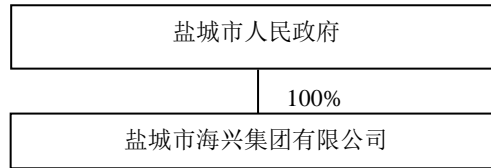
跟踪评级结论

该公司系盐城市沿海开发的重要主体。跟踪期内，得益于灌东经开无偿划入公司，公司业务定位进一步加强，目前主要承担盐城市滨海港工业园区基础设施建设、滨海港港口及港城投资与开发、滨海港工业园区产业投资等，统一负责盐城市沿海战略资源的整合、开发和利用。合并重组后，公司资产规模和资本实力等都将得到大幅提升，同时新增房地产开发、盐产品销售等业务，营业收入来源逐步拓宽。此外，公司负债经营程度保持合理水平，负债期限结构相对合理。

跟踪期内，该公司盈利主要来源于基础设施建设业务形成的营业毛利，投资性房地产形成的公允价值变动损益对盈利提供一定补充。受融资规模扩张及合并范围扩大等因素影响，公司刚性债务持续扩张，目前股东权益对刚性债务的保障程度仍较好；得益于合并范围扩大，公司资产和净资产规模大幅增加，但公司资产集中于应收类款项和土地资产，整体流动性偏弱。但作为盐城市沿海开发的重要主体，公司在全市沿海开发方面保持一定的区域专营优势，并能够在滩涂及土地资源、税收优惠、资产划入等方面得到地方政府的持续支持。

附录一：

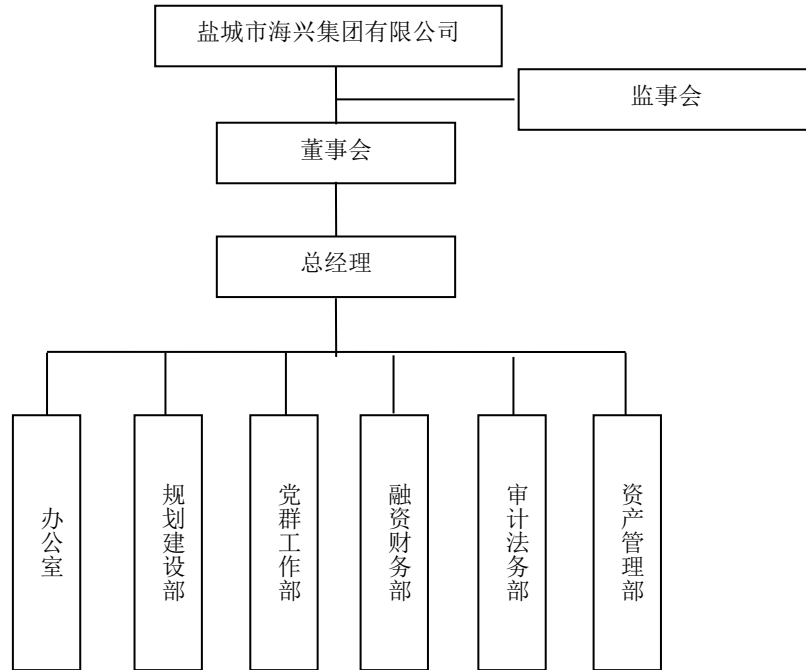
公司与实际控制人关系图



注：根据海兴集团提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据海兴集团提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

附录三：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额[亿元]	182.70	183.97	194.97	354.90
货币资金[亿元]	11.81	7.39	5.88	15.16
刚性债务[亿元]	60.91	59.37	68.36	106.08
所有者权益 [亿元]	120.24	121.10	109.43	214.51
营业收入[亿元]	12.33	11.03	11.42	1.33
净利润 [亿元]	1.28	1.05	2.43	-0.19
EBITDA[亿元]	3.55	3.50	3.76	—
经营性现金净流入量[亿元]	5.94	12.70	-9.05	-6.70
投资性现金净流入量[亿元]	-11.11	-7.01	-18.34	-1.07
资产负债率[%]	34.19	34.18	43.87	39.56
长短期债务比[%]	564.48	1260.42	517.68	391.99
权益资本与刚性债务比率[%]	197.40	203.97	160.09	202.21
流动比率[%]	682.75	1277.56	510.53	798.59
速动比率[%]	682.75	1277.52	471.24	347.55
现金比率[%]	125.61	376.18	42.43	53.87
利息保障倍数[倍]	1.90	1.55	3.79	—
有形净值债务率[%]	54.68	54.78	82.86	67.39
担保比率[%]	6.57	11.62	1.97	0.43
毛利率[%]	22.36	29.53	34.69	33.19
营业利润率[%]	10.73	10.91	23.27	-13.47
总资产报酬率[%]	1.97	1.83	1.91	—
净资产收益率[%]	1.35	0.87	2.11	—
净资产收益率*[%]	1.31	0.86	2.12	—
营业收入现金率[%]	83.98	114.12	184.88	165.45
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	63.26	181.19	-98.00	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	12.72	20.27	-12.20	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-55.12	81.27	-296.54	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-11.08	9.09	-36.90	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.42	1.62	3.95	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.06	0.06	—

注：表中数据依据海兴集团经审计的 2016-2018 年度及经审阅的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

附录四：
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+期末短期投资余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×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%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	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%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(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%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(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)/[(期初负债合计+期末负债合计)/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

附录五：

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。

评级声明

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，并非是某种决策的结论、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。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。