

2017 年启东创新型经济园开发有限公司

公司债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2018]100673】

评级对象: 2017年启东创新型经济园开发有限公司公司债券

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪	AA	稳定	AAA	2018年6月29日
首次评级:	AA	稳定	AAA	2017年5月2日

主要财务数据

项 目	2015年	2016年	2017年
金额单位: 人民币亿元			
发行人母公司数据:			
货币资金	2.26	5.91	11.94
刚性债务	6.38	5.97	12.58
所有者权益	31.49	38.27	43.10
经营性现金净流入量	-4.59	1.17	-11.91
发行人合并数据及指标:			
总资产	51.34	71.44	95.82
总负债	17.32	31.33	51.26
刚性债务	9.47	10.79	30.77
所有者权益	34.02	40.11	44.56
营业收入	4.00	4.17	4.57
净利润	1.79	1.40	1.35
经营性现金净流入量	-4.01	1.82	-11.19
EBITDA	1.99	1.76	1.66
资产负债率[%]	33.74	43.85	53.49
长短期债务比[%]	45.81	34.32	104.81
权益资本与刚性债务比率[%]	359.38	371.63	144.82
流动比率[%]	300.85	239.31	286.40
现金比率[%]	32.30	41.31	53.70
利息保障倍数[倍]	8.88	4.23	2.85
EBITDA/利息支出[倍]	8.90	4.47	3.02
EBITDA/刚性债务[倍]	0.29	0.17	0.08
担保方数据:			
总资产	160.86	159.36	150.91
所有者权益	74.84	77.18	79.96
担保余额	973.03	936.10	956.60
担保放大倍数[倍]	13.00	12.13	11.96

注: 发行人数据根据启东创新经审计的 2015-2017 年财务数据整理、计算。担保方数据根据中债信用增进公司经审计的 2015-2017 年度财务报表及相关业务数据整理、计算。

分析师

陆奕璇 luyx@shxsj.com
陈茜 cx@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”)对启东创新型经济园开发有限公司(简称“启东创新”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的 17 启东创新债的跟踪评级反映了 2017 年以来启东创新在外部环境、业务竞争力等方面保持优势,同时也反映了公司在投融资、债务偿付、资金占用及物业经营等方面继续面临压力。

主要优势:

- **良好的外部环境。**跟踪期内,得益于服务业的较快增长,启东市经济发展维持在较好水平;启东经开区的工业经济有所回暖,区域经实现增长,为启东创新的业务发展提供了良好的外部环境。
- **较强的业务竞争力。**启东创新主要负责启东经开区内的基础设施和安置房项目建设,具有一定的区域专营性,业务竞争能力较强。
- **担保增信。**中债信用增进公司为本期债券提供的担保有助于提升债券到期偿付的安全性。

主要风险:

- **投融资压力较大。**启东创新在建及拟建的基础设施项目和安置房项目后续资本支出规模较大,公司将持续面临较大的投融资压力。
- **债务偿付压力。**跟踪期内,启东创新债务规模快速增长,已积累较大规模的刚性债务,且预计后续将进一步扩张,债务偿付压力加大。
- **资金占用。**跟踪期内,启东创新业务资金回笼仍较慢,经营性现金流呈大额净流出状态,且应收款项逐年增加,资金占用较多,未来回收情况存在不确定性。

- 自建物业经营风险。启东创新自建物业投资规模较大，收入实现依赖于后续招商引资情况，存在一定的经营风险。

➤ 未来展望

通过对启东创新及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA 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极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2017 年启东创新型经济园开发有限公司公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2017 年启东创新型经济园开发有限公司公司债券（简称“17 启东创新债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据启东创新提供的经审计的 2017 年财务报表及相关经营数据，对启东创新的财务状况、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 2017 年 7 月公开发行了 2017 年启东创新型经济园开发有限公司公司债券（即“17 启东创新债”），发行金额为 12.00 亿元，期限为 7 年，在债券存续期的第 3-7 个计息年度末分别按照发行总额 20% 的比例偿还债券本金，最后五期利息随当年本金一起支付。本期债券采取固定利率形式，存续期内票面利率为 5.16%。本期债券由中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债信用增进公司”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。目前本期债券本息尚未到兑付期。本期债券募集资金拟全部用于启东创新型经济园北片区棚户区改造项目，该项目总投资 22.27 亿元，其中自筹项目资本金 10.27 亿元，截至 2017 年末，已累计完成投资约 2.96 亿元，已使用募集资金 2.96 亿元。

除本期债券外，截至 2018 年 5 月末，该公司尚未发行其他债券或债务融资工具。

业务

1. 外部环境

（1）宏观环境

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，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。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，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。在主要发达经济体中，美国经济、

就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，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。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

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。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。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和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 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因素的冲击性风险。

（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，加之近两年债务集中到期规模大，部分企业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。2017年我国基础设施投资完成14.00万亿元，增长19.0%，占全国固定资产投资（不含农户）的比重为22.2%；资本形成总额对国内生产总值增长的贡献率为32.1%。

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。2017年末，我国城镇化率为58.52%，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 年以来，行业监管力度进一步加大。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，强调地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为其偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，同时要求建立跨部门联合监测和防控机制，对地方政府及其所属部门、融资平台公司、金融机构、中介机构、法律服务机构等的违法违规行为加强跨部门联合惩戒。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 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。

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，融资环境的收紧将使部分企业面临集中偿付压力。

（3）区域环境

跟踪期内，启东市经济增速有所放缓，但得益于服务业的较快增长，全市经济发展仍维持在较好水平。启东经开区工业有所回暖，但受船舶等产业景气度低迷影响，工业经济规模较以前年度仍存在一定差距。

A. 启东市

作为南通市所辖县级市，启东市辖区内有 12 个镇、2 个街道办事处和 2 个省级经济开发区。全市陆地面积 1208 平方公里，2017 年末常住人口为 95.18 万人，城镇化率为 59%。启东市是全国著名的“海洋经济之乡”，拥有 203 公里江海岸线，60 多万亩滩涂，吕四渔场是全国四大渔场之一，吕四渔港亦跻身全国六大中心渔港。2017 年，启

东市在全国县域综合经济竞争力百强县中排名第 23 位，较上年下降 1 位。随着长三角一体化全面推进、江苏沿海大开发战略纵深发展，处于两大国家战略交汇点的启东市已全面进入桥港经济新时代，面临较好的发展机遇。

近年来，启东市经济增速趋缓，2017 年，全市实现地区生产总值 989.50 亿元，同比增长 7.7%，增速较上年下滑 1.8 个百分点，与全市增速相当。按常住人口计算，2017 年全市人均地区生产总值达 10.40 万元，为全国人均水平的 1.74 倍。分产业看，当年全市实现第一产业增加值 69.13 亿元，同比增长 2.5%；第二产业增加值 475.10 亿元，同比增长 6.8%；第三产业增加值 445.28 亿元，同比增长 9.6%；三次产业结构由上年的 7.6:47.9:44.5 调整为 7.0:48.0:45.0，第三产业占比不断提高，经济结构持续优化。

图表 1. 2015-2017 年启东市主要经济指标及增速（单位：亿元，%）

指标	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	803.14	9.8	881.85	9.5	989.50	7.7
规模以上工业总产值	1674.02	10.0	1862.74	12.1	1874.15	11.8
全社会固定资产投资	539.06	11.5	614.84	14.1	634.60	9.0
社会消费品零售总额	293.06	10.0	324.57	10.8	352.97	8.8
进出口总额（亿美元）	30.67	-0.2	30.22	-	25.16	-14.5
三次产业比例	8.1:48.5:43.4		7.6:47.9:44.5		7.0:48.0:45.0	

资料来源：启东市国民经济和社会发展统计公报

启东市工业基础较好，已形成了电子信息、化学工业、医药制造、船舶装备、精密机械、电动工具、电力能源和纺织服装等为支柱的产业体系。2017 年，启东市实现规模以上工业总产值 1874.15 亿元，同比增长 11.8%，增速较上年略降 0.3 个百分点，仍维持在较高水平。近年来，结合国家产业政策及当地工业经济发展状况，启东市加快培育新材料、新能源、新医药等战略性新兴产业和高成长性产业，着力打造“三优三新”产业集群¹，2017 年，全市“三优三新”产业产值占全市规模以上工业总产值比重达 77%，较上年提高 1.3 个百分点。

固定资产投资方面，近年来启东市固定资产投资额持续增长，但投资增速有所波动。2017 年，全市完成全社会固定资产投资 634.60 亿元，同比增长 9.0%，增速较上年下滑 5.1 个百分点。分产业看，2017 年，全市完成工业投资 351.33 亿元，同比增长 6.2%，占固定资产投资的比重为 55.4%；服务业完成投资 282.85 亿元，同比增长 12.6%，服务业投资保持较高增速，也为全市产业转型升级提供了保障。2017 年，启东市消费市场保持增长，但增速有所下滑。全年实现社会消费品零售总额 352.97 亿元，同比增长 8.8%，增速较上年下滑 2.0 个百分点。

房地产市场方面，启东市房地产开发投资额波动较大，但受周边上海、南京等城市房价大幅上涨及限购政策等因素影响，启东市房地产市场行情持续升温。2017 年，启东市房地产开发投资为 71.45 亿元，同比增速由上年的-12.2%提升至 28.4%；同期实现商品房销售面积 218.24 万平方米，同比增长 40.0%，增速较上年下降 17.7 个百分点，

¹ “三优三新”产业集群指海工及重装备、电力及能源装备、精密机械及电子等三大优势产业集群，新材料、新医药和通用航空等三大新兴产业集群。

主要受高基数影响；2017 年末商品房待售面积为 23.52 万平方米，同比下降 50.2%，去库存效应明显。

图表 2. 2015-2017 年启东市房屋建设、销售情况（单位：%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	数额	增速	数额	增速	数额	增速
房地产开发投资额（亿元）	63.36	34.7	55.63	-12.2	71.45	28.4
商品房销售面积（万平方米）	98.84	12.5	155.93	57.7	218.24	40.0
商品房销售额（亿元）	67.62	21.4	122.57	81.2	-	-

资料来源：启东市国民经济和社会发展统计公报及启东市政府网站

B. 启东经开区

启东经开区成立于 1992 年，是江苏省首批省级开发区和沿江沿海重点建设开发区。开发区滨江靠海邻上海，是江苏省距上海自贸区、上海浦东、张江科技园最近的省级开发区。近年来，启东经开区围绕“升级国家级开发区”目标，注重招大引强，突出外资重点，全面提升产业能级和整体发展水平，实施先进制造业和现代服务业双轮驱动战略，着力规划建设总部经济、科技孵化、服务外包、“互联网+”等四大基地，同时整合规划建设区中园，加快特色区中园建设。目前开发区已形成了装备制造、精细化工、高新技术三大主导产业，海工船舶园、光伏新能源产业园、生物医药产业园三大产业园区发展势头强劲。振华重工、中远海工、新加坡太平洋船务、韩华新能源、中国彩虹集团、德国拜耳、尚华医药、艾力斯生物医药、先豪实业、华泰陶瓷等一批名优企业已入驻园区。2017 年，开发区完成工业总产值 1397.36 亿元，较上年略有增长。

得益于服务业的持续增长和制药及电子等产业的回暖，2017 年启东经开区经济增长较快。2017 年，全区实现地区生产总值 638.28 亿元，同比增长 8.5%²；其中，工业增加值为 228.46 亿元，同比增长 12.0%，主要系受开发区内船舶行业景气度持续低迷影响，工业增加值绝对规模较以前年度仍有较大差距；服务业增加值为 293.89 亿元，同比增长 5.5%，占地区生产总值的比重 46.04%。同期，全区完成固定资产投资额 365.22 亿元，较上年略有减少，但近年来整体变动不大。

图表 3. 2015-2017 年启东经开区主要经济指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
地区生产总值（亿元）	602.70	588.02	638.28
其中：工业增加值（亿元）	315.80	203.96	228.46
服务业增加值（亿元）	237.80	278.53	293.89
工业总产值（亿元）	1443.27	1384.12	1397.36
高新技术企业产值（亿元）	576.35	621.84	671.59
全社会固定资产投资额（亿元）	355.12	368.46	365.22
进出口额（亿美元）	24.67	25.07	17.56
实际使用外资额（亿美元）	1.24	2.10	1.89

资料来源：启东创新

² 按现价计算，下同。

该公司目前业务重点在启东经开区的子园区创新型经济园内。2010年，启东市委市政府批复在开发区内成立创新型经济园，同时成立了创新型经济园开发建设领导小组，由启东市市委书记和市长担任组长。2011年，创新型经济园升级为国家级科技企业孵化器、国家级留学创业园。目前，开发区正在规划建设以研发设计、大数据、互联网金融等新兴业态为主的大数据与互联网产业园，复旦大学科技园、九次方大数据等重点项目已正式落户园区。未来，创新型经济园作为开发区提升能级、创新发展而着力打造的核心区中园，将以产业规模化、技术高端化、发展集约化、人才国家化为方向，着力培育国际总部经济基地、国家级技术孵化基地和省级服务外包基地。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司以基础设施建设业务收入为主要来源的营业收入保持增长，但业务回款进度仍较慢，且后续基建和安置房项目投资规模大，公司面临较大的投融资压力；公司自建的出租物业投资规模较大，若能顺利实现出租，可对公司收入形成一定补充，但也存在一定的经营风险。

该公司主要负责启东经开区内的基础设施、棚户区改造等项目建设，同时从事租赁等业务。2017年，公司实现营业收入为4.57亿元，同比增长9.59%；基础设施建设业务收入仍是公司营业收入的主要来源，2017年占比仍维持在93.00%以上。同期，实现营业毛利0.61亿元，同比下降5.53%，主要系公司基础设施建设业务按固定的加成比例收取代建管理费，“营改增”扣税后导致项目盈利空间下降所致。同期，基础设施建设业务毛利对营业毛利的贡献率为73.50%，较上年进一步下降，一方面系自身业务毛利的减少，另一方面系租赁业务收入规模增长所致。同期，公司综合毛利率为13.26%，较上年下滑2.13个百分点。

图4. 2015-2017年公司营业收入及毛利情况（单位：万元，%）

项目	2015年		2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	40018.50	100.00	41733.63	100.00	45734.45	100.00
基础设施建设	39207.98	97.97	39212.44	93.96	42725.57	93.42
租赁	810.53	2.03	2197.20	5.26	2485.67	5.44
其他	—	—	323.99	0.78	523.21	1.14
营业毛利	5924.61	100.00	6420.74	100.00	6065.73	100.00
基础设施建设	5114.08	86.32	5096.22	79.37	4458.32	73.50
租赁	810.53	13.68	1296.85	20.20	1585.32	26.14
其他	—	—	27.67	0.43	22.10	0.36
综合毛利率		14.80		15.39		13.26
基础设施建设		13.04		13.00		10.43
租赁		100.00		59.02		63.78
其他		—		8.54		4.22

资料来源：启东创新

(1) 基础设施建设业务

该公司受启东市政府委托，承担启东经开区内拆迁整理、道路景观等基础设施项目的投资建设。根据《委托代建协议》，启东市政府按照审计后的工程总成本上浮 15% 安排市财政向公司支付代建管理费用。在会计处理上，公司每年按进度确认基础设施建设业务收入。2017 年，公司实现基础设施建设业务收入 4.27 亿元，同比增长 8.96%；业务毛利率为 10.43%，受“营改增”影响，毛利率较上年下滑 2.57 个百分点。

截至 2017 年末，该公司已完工的基础设施建设项目主要为开发区园区开发建设一期、通江路、华石路等工程，完工项目累计投入资金 10.24 亿元，累计已确认收入 11.77 亿元，实际收到基础设施代建业务收入金额为 3.69 亿元，其中，除开发区园区开发建设一期项目外，其他已完工项目确认收入金额已全部回款，但项目投资额相对较小。整体来看，公司基础设施建设项目政府回款进度较慢，对公司资金形成一定占用。

图表 5. 截至 2017 年末公司主要已完工基础设施建设项目（单位：万元）

项目名称	投资概算	已完成投资额	确认收入金额	实际已收到金额
开发区园区开发建设一期	112000.00	97391.00	112000.00	31211.88
通江路工程	2100.00	1955.67	2249.01	2249.01
启秀南路一期	600.00	515.03	592.29	592.29
道路信号工程	350.00	272.03	312.84	312.82
世纪大道拆迁	300.00	287.63	330.78	330.78
华石路	3700.00	1914.54	2198.97	2198.97
滨江大道工程	40.00	33.44	38.92	38.92
合计	119090.00	102369.34	117722.81	36934.67

资料来源：启东创新

截至 2017 年末，该公司在建的基础设施建设项目主要包括开发区园区开发建设二期工程、幼儿园建设工程、电力改造和科苑、科汇、科创道路工程等，在建项目概算总投资为 22.70 亿元，已投入资金 9.16 亿元，尚需投资约 13.54 亿元，建设资金均由公司自筹，公司在建项目仍存在很大的资本投入，将面临较大的投融资压力。

图表 6. 截至 2017 年末公司主要在建基础设施建设项目（单位：万元）

项目名称	投资概算	已完成投资额	尚需投资额	资金来源
开发区园区开发建设二期	200000.00	87096.55	112903.45	自筹
幼儿园建设工程	2500.00	589.91	1910.09	自筹
路标志标线、信号灯及监控工程	1200.00	1008.74	191.26	自筹
科苑、科汇、科创道路工程	2800.00	793.65	2006.35	自筹
腾飞路	500.00	94.63	405.37	自筹
电力改造	2000.00	1453.58	546.42	自筹
道路景观工程	2000.00	485.21	1514.79	自筹
启秀南路二期	16000.00	40.00	15960.00	自筹
合计	227000.00	91562.27	135437.73	—

资料来源：启东创新

截至 2017 年末，该公司拟建基础设施项目主要为钱塘江路和文化公园，项目概算总投资分别为 0.50 亿元和 0.45 亿元，预计于 2018 年开工建设。

(2) 安置房业务

该公司承建安置房项目的模式为：公司通过公开市场“招拍挂”方式取得建设土地，并按照开发区管委会规划建设安置房，建成后安置房以低于市场价格面向安置户销售，同时，公司会获得一定的政府补贴作为整体收益的补偿。因公司暂无已完工的安置房项目，目前该业务暂未实现收入。

截至 2017 年末，该公司在建的安置房项目包括人才公寓安置房、创新型经济园北片区棚户区改造项目、绿洲家园安置房和锦绣四期，项目总投资 49.84 亿元，累计已投入 9.97 亿元。公司拟建安置房项目包括科创佳苑东区、锦绣三期、林洋好家园东侧安置房及锦瑞花园西区等，拟建项目总投资为 15.40 亿元。整体看，公司安置房建设面临较大的资金缺口，未来资本支出压力较大。

图 7. 截至 2017 年末公司主要在建及拟建安置房项目情况（单位：万元）

项目名称	投资概算	已完成投资额	尚需投资额	资金来源
人才公寓安置房	12.87	1.58	11.29	自筹
创新型经济园北片区棚户区改造	22.27	2.96	19.31	17 启东创新债及自筹
绿洲家园安置房	4.50	4.30	0.20	自筹
锦绣四期	10.20	1.13	9.07	自筹
在建项目小计	49.84	9.97	39.87	—
科创佳苑东区	5.60	—	5.60	自筹
锦绣三期	5.60	—	5.60	自筹
林洋好家园东侧安置房	1.40	—	1.40	自筹
锦瑞花园西区	2.80	—	2.80	自筹
拟建项目小计	15.40	—	15.40	—
合计	65.24	—	55.27	—

资料来源：启东创新

(3) 租赁业务

该公司租赁业务主要由下属子公司启东市汇龙镇集市贸易服务所、启东市东冠商贸有限公司以及公司本部运营。公司可供租赁的物业资产有汇龙镇集贸服务所、东冠商贸服务中心、岸线码头等。目前，公司租赁业务采取公开招投标方式，于每年年初对外招租，并与承租方签订租赁合同，租赁期限一般为一年，租金于合同签订时一次缴清。2017 年，公司实现出租业务收入 0.25 亿元，同比增长 13.13%，主要系当年科创大楼完工实现出租收入所致；业务毛利率为 63.78%，较上年提升 4.76 个百分点，系科创大楼以公允价值计量，不确认折旧成本所致。

截至 2017 末，该公司对外出租的物业资产主要包括汇龙镇集贸服务所、公司本部的码头及其岸线和科创大楼。其中，汇龙镇集贸服务所包括商铺、经营性用房以及自建大厅批零摊位，可供出租面积总计为 0.54 万平方米，出租率 100.00%，2017 年实现出

租收入 767.45 万元；公司本部的码头及其岸线资产系由启东市政府于 2012 年无偿划拨至公司，因岸线及码头资产租赁期前三年免收租金，于 2016 年开始实现经营收益，近两年出租收入均为 1395.77 万元；科创大楼为公司本部 2017 年完工的商业办公楼，总投资为 3.74 亿元，自 2017 年 7 月开始对外出租，可供租赁面积为 9.23 万平方米，截至 2017 年末已出租面积为 1.17 万平米，目前承租方主要为开发区管委会，2017 年实现出租收入 264.57 万元，项目收益实现有待于后续的招商推进。此外，下属子公司名下的东冠商贸服务中心包括一层商铺 0.52 万平方米、负一层营业用房 0.24 平方米，建筑面积共计 0.76 万平方米，因尚未办理房屋所有权证，暂未产生收入。

图表 8. 截至 2017 年末公司主要可供租赁物业出租情况

物业名称	可供租赁面积 (平方米)	已出租面积 (平方米)	租金收入 (万元)			租金单价 (元/平方米/月)
			2015 年	2016 年	2017 年	
汇龙镇集贸市场	5422.86	5422.86	810.52	801.44	767.45	124.55
码头	44860.00	35360.00	免租金	407.35	407.35	11.20
岸线 (米)	21184.80	16859.00	免租金	988.42	988.42	57.00
科创大楼	92344.89	11708.94	—	—	264.57	39.00
合计	163812.55	69350.80	810.52	2197.79	2427.79	—

资料来源：启东创新

截至 2017 年末，该公司在建的租赁物业为北大华东生命科技园，该项目总投资为 4.22 亿元，已累计投入资金 1.42 亿元，预计于 2020 年 1 月完工，建成后物业面积约 13.60 万平方米，建成运营后预计每年可产生租金收入约 2000 万元。此外，公司拟建的物业主要为医类标准厂房，项目概算总投资为 3.63 亿元。整体来看，公司已完工未出租及在建拟建物业投资规模较大，若能顺利实现出租，可为公司带来一定规模且持续的现金流入，但后续出租情况受开发区发展状况和招商引资情况影响较大，存在一定的经营风险。

图表 9. 截至 2017 年末公司在建物业情况 (单位：平方米，万元)

物业名称	物业面积	总投资额	累计已投资额	预计完工时间	预计年租金
北大华东生命科技园	136000.00	42233.51	14194.79	2020 年 1 月	2000.00

资料来源：启东创新

管理

跟踪期内，该公司整体经营管理维持稳定，产权状况、组织架构及管理制度等方面基本保持不变。

截至 2017 末，启东市国有资产监督管理办公室仍为该公司唯一股东，公司在治理结构、管理制度、机构设置等方面均无重大变化。公司产权状况及组织结构详见附录一和附录二。

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2018 年 6 月 28 日，公司无违约情况发生。根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息查询结果，截至 2018 年 6 月 24 日，公司无不良行为记录。

财务

跟踪期内，该公司债务期限结构有所优化，但随着基建及安置房项目的推进和往来资金占用的增加，公司负债规模迅速扩张，经营性现金流呈大额净流出状态。公司货币资金较为充裕，可为即期债务偿付提供较好的支撑。

1. 公司财务质量

中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017 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）其补充规定。2017 年公司合并范围未发生变化。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

随着基础设施建设和安置房项目的持续推进，该公司资金需求显著增加。2017 年末，公司负债总额为 51.26 亿元，较上年末增长 63.60%，负债规模迅速扩张。公司后续投资需求仍大，债务规模预计将进一步扩张。同期末，公司资产负债率为 53.49%，较上年末大幅提升 9.64 个百分点，目前负债经营程度尚可。2017 年末，公司长短期债务比为 104.81%，较上年末提升 70.49 个百分点，得益于当年企业债券的成功发行，公司债务结构得以改善但仍有待优化。从具体构成看，公司负债主要由应付账款、其他应付款和刚性债务构成，2017 年末上述科目占公司债务总额的比重分别为 25.31%、9.53% 和 60.03%。2017 年末，应付账款余额为 12.97 亿元，较上年末略有下降，主要为基础设施建设和安置房项目的工程款项；其他应付款余额为 4.88 亿元，较上年末下降 10.93%，主要为应付启东市及经开区内国有企业的往来款及收到的工程项目保证金。2017 年末，公司刚性债务余额为 30.77 亿元，为上年末的 2.85 倍，刚性债务快速扩张，债务偿付压力有所加大。公司刚性债务主要由长期借款（含一年内到期的长期借款）、应付债券和长期应付款构成。2017 年末，公司长期借款余额为 13.99 亿元，包括银行借款 10.49 亿元和信托借款 3.51 亿元，银行借款利率主要在 4.75%~6.00% 区间，信托借款利率处于 5.20%~5.62% 区间，目前融资成本尚可。公司借款以保证借款为主，同期末，保证借款占长期借款总额的比重为 81.42%，保证人主要为启东经济开发区总公司（以下简称“经开总公司”）。2017 年末，公司应付债券余额为 11.92 亿元，系当年发行的企业债券；长期应付款余额为 2.67 亿元，系由启东衡麓投资管理有限公司发起的 2 年期私募基金，本金为 3 亿元，年利率为 6.8%，由经开总公司提供连带责任担保。2017 年末，公司股东权益与刚性债务比率为 144.82%，较上年末大幅下降 226.81 个百分点，随着刚性债务的扩张，股东权益对刚性债务的保障程度大幅下降。从债务到期情况看，2017 年末，

公司短期刚性债务余额为 6.37 亿元，占刚性债务总额的比重为 20.72%，目前公司货币资金较为充裕，即期债务偿付压力尚可。

截至 2017 年末，该公司对外担保余额为 0.98 亿元，系对启东腾飞建设工程综合开发有限公司的贷款担保，担保期限为 2016 年 4 月 13 日至 2019 年 3 月 29 日。整体来看，公司担保代偿风险可控。

(2) 现金流分析

该公司经营环节现金流主要反映基础设施建设、安置房建设、租赁业务的现金收支及往来款收支情况。公司基础设施建设项目回款进度仍较慢，2017 年，营业收入现金率为 29.80%，较上年下降 10.89 个百分点，主业现金回笼情况较差。主要受基础设施建设及安置房项目持续投入但回款滞后及往来款净流出的影响，2017 年公司经营活动产生的现金流量由上年的净流入转为大额净流出状态，为-11.19 亿元，收支缺口较大。公司投资活动产生的现金流主要反映购建固定资产等长期资产的支出，近两年支出较少，2017 年为 0.11 亿元。公司主要通过银行借款及发行债券等方式弥补项目建设资金缺口，2017 年公司筹资活动产生的现金净流量为 16.81 亿元，净融资规模大。

(3) 资产质量分析

2017 年末，该公司所有者权益为 44.56 亿元，较上年末增长 11.09%，一方面系净利润实现导致未分配利润的增加，另一方面系公司自用房产及科创大楼完工转为投资性房地产按公允价值计量评估增值 3.10 亿元³计入其他综合收益所致。公司所有者权益主要为实收资本和资本公积，2017 年末分别为 13.00 亿元和 21.60 亿元，较上年末无变动，合计占所有者权益的比重为 77.65%。

2017 年末，该公司资产总额为 95.82 亿元，较上年末增长 34.12%，主要系应收往来款的增加及房产评估增值所致。公司资产以流动资产为主，2017 年末流动资产占资产总额的比重为 74.80%。从具体构成看，公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、其他应收款和存货。2017 年末，货币资金余额为 13.44 亿元，较上年末增长 39.47%，主要系当年外部融资大幅增加所致；应收账款余额为 14.68 亿元，较上年末增长 30.45%，主要为应收启东市财政局的基础设施建设工程款 14.63 亿元；其他应收款余额为 18.54 亿元，较上年末增长 90.61%，主要系应收关联企业及股东往来款的增加，公司其他应收款单位较为集中，前五名欠款方余额合计为 13.71 亿元，占其他应收款余额的比重为 71.64%，且其账龄均在 2 年以上，对公司资金形成较多占用，未来回收情况存在不确定性，易加大公司资金周转压力；存货余额为 23.67 亿元，较上年末下降 5.64%，主要系基建项目确认收入结转成本及科创大楼完工转入投资性房地产科目所致，公司存货主要为基础设施项目、安置房项目开发成本以及土地使用权，其中，土地使用权余额为 6.81 亿元。

该公司非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产和无形资产构成。2017 年末，非流动资产余额为 24.14 亿元，较上年末增长 54.53%，主要系因自用房产及科创大

³ 评估增值 4.13 亿元，扣除计提的递延所得税负债 1.03 亿元，差额 3.10 亿元计入其他综合收益。

楼完工按公允价值计量转入投资性房地产科目所致，同期末，投资性房地产余额为 11.87 亿元，较上年末增长 252.93%。除上述变动外，公司非流动资产构成与上年末基本一致。

(4) 流动性/短期因素

2017 年末，该公司流动比率和速动比率分别为 286.40% 和 186.44%，分别较上年末提升 47.09 个和 55.18 个百分点。考虑到公司流动资产中应收款项和存货占比高，应收款项规模逐年增长，且未来回收情况存在不确定性；公司基建和安置房项目资金回笼期限较长，公司资产实际流动性较弱。同期末，现金比率和短期刚性债务现金覆盖率分别为 53.70% 和 210.84%，公司货币资金较为充裕，可为即期债务偿付提供较好的支撑。

资产受限方面，该公司货币资金受限金额为 0.50 亿元，占当期末货币资金余额的比重为 3.72%，系用于质押贷款的定期存单；存货受限金额为 0.81 亿元，占当期末存货余额的比重为 3.41%，系用于贷款抵押的土地使用权。整体来看，公司资产受限程度较低。

3. 公司盈利能力

2017 年，该公司营业收入保持增长，但受“营改增”影响导致基础设施建设业务盈利能力下滑，公司营业毛利同比下降 5.53% 至 0.61 亿元；同期，综合毛利率较上年下降 2.13 个百分点至 13.26%。公司期间费用由管理费用和财务费用构成，2017 年，公司期间费用为 0.25 亿元，同比下降 26.75%，一方面系公司项目贷款增加利息支出大部分予以资本化，另一方面系得益于债券的发行，公司票据融资下降导致贴现费用相应减少所致。同期，期间费用率为 5.51%，较上年下降 2.73 个百分点。公司应收款规模较大，且账龄较长，近两年计提了较多的坏账损失，2017 年为 0.28 亿元，同比增长 27.34%，对公司利润形成一定的侵蚀，且随着账龄的拉长，坏账损失规模或将进一步扩大。公司投资性房地产持续增值，2017 年实现公允价值变动损益 0.08 亿元，同比增长 28.25%。公司盈利对政府补助的依赖较大。2017 年公司获得的政府补助为 1.37 亿元，较上年变动不大，主要为基础设施建设财政补贴款。同期，公司实现净利润 1.35 亿元，同比下降 3.47%。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司主要负责启东经开区内的基础设施和安置房项目建设，具有一定的区域专营性，业务竞争能力较强。公司在建及拟建项目较多，未来营业收入较有保障。公司目前负债经营程度尚可，且货币资金较为充裕，可为即期债务偿付提供较好的支撑。

2. 外部支持因素

该公司作为开发区重要的建设主体和资产运营主体，公司发展战略与启东市发展规划密切衔接，能够在政策、业务及财政补贴等方面获得地方政府的有力支持。2017 年，公司获得的政府补助为 1.37 亿元。

该公司与多家商业银行存在长期合作关系，近年来整体信用状况良好。截至 2017 年末，公司获得的合并口径银行授信总额度为 12.28 亿元，无尚未使用的授信额度。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 外部担保

本期债券由中债信用增进公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中债信用增进公司是贯彻落实中央关于大力发展多层次的资本市场、为中小企业提供多种有效融资途径、切实缓解中小企业融资难等一系列方针政策，由中国银行间市场交易商协会联合中国石油天然气集团公司、国网英大国际控股集团有限公司、中国中化股份有限公司、北京国有资本经营管理中心、首钢总公司、中银投资资产管理有限公司，于 2009 年 9 月正式发起设立的我国首家专业债券信用增进机构。中债信用增进公司初始注册资本 60 亿元人民币，截至 2017 年末股权结构如下表。

图表 10. 截至 2017 年末中债信用增进公司股权结构（单位：万元，%）

序号	股东名称	持股金额	持股比例
1	中国石油集团资本有限责任公司	99,000	16.50
2	国网英大国际控股集团有限公司	99,000	16.50
3	中国中化股份有限公司	99,000	16.50
4	北京国有资本经营管理中心	99,000	16.50
5	首钢集团有限公司	99,000	16.50
6	中银投资资产管理有限公司	99,000	16.50
7	中国银行间市场交易商协会	6,000	1.00
合计		600,000	100.00

资料来源：中债信用增进公司

截至 2017 年末，中债信用增进公司经审计的财务报表口径资产总额为 150.91 亿元，股东权益为 79.76 亿元；当年实现各项营业收入 12.66 亿元，其中增信业务收入 6.66 亿元，投资收益 5.38 亿元，净利润 5.86 亿元。

中债信用增进公司为国内首家专业信用增进机构，拥有雄厚的资本实力和良好的股东背景，国内债券市场的稳步发展也为其提供了发展空间。同时，由于中债信用增进公司战略定位符合国家政策导向，能够获得一定的外部支持。值得关注的是，2017 年以来，我国《融资担保公司监督管理条例》及其配套政策出台，在规范融资担保业务经营方面均做了细化要求。在强调协调避免监管套利的思路下，对信用增进行业相关监管制度的规范建立具有指导意义，公司增信业务结构或将受到影响。此外，在我国债券市场信用风险的逐步释放，信用违约事件频发的背景下，公司面临的市场风险、投资风险和流动性风险有所加大，未来对公司的信用风险识别能力及投资判断能力均提出更高要求。

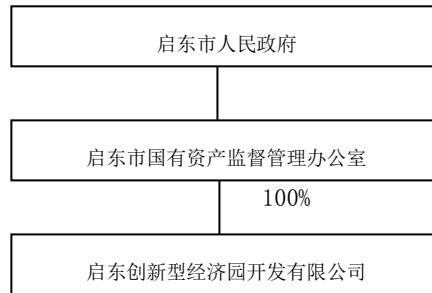
整体来看，中债信用增进公司提供的担保进一步增强了本期债券的安全性。

跟踪评级结论

跟踪期内，启东市经济增速有所放缓，但得益于服务业的较快增长，全市经济发展仍维持在较好水平。启东经开区工业有所回暖，但受船舶等产业景气度低迷影响，工业经济规模较以前年度仍存在一定差距。跟踪期内，该公司以基础设施建设业务收入为主要来源的营业收入保持增长，但项目回款进度仍较慢，且后续基建和安置房项目投资规模较大，公司面临较大的投融资压力；公司自建的出租物业投资规模大，若能顺利实现出租，可对公司收入形成一定补充，但也存在一定的经营风险。跟踪期内，公司债务期限结构有所优化，但随着基建及安置房项目的推进和往来资金占用的增加，公司负债规模迅速扩张，经营性现金流呈大额净流出状态。公司货币资金较为充裕，可为即期债务偿付提供较好的支撑。中债信用增进公司对 17 启东创新债的担保仍有效。

附录一：

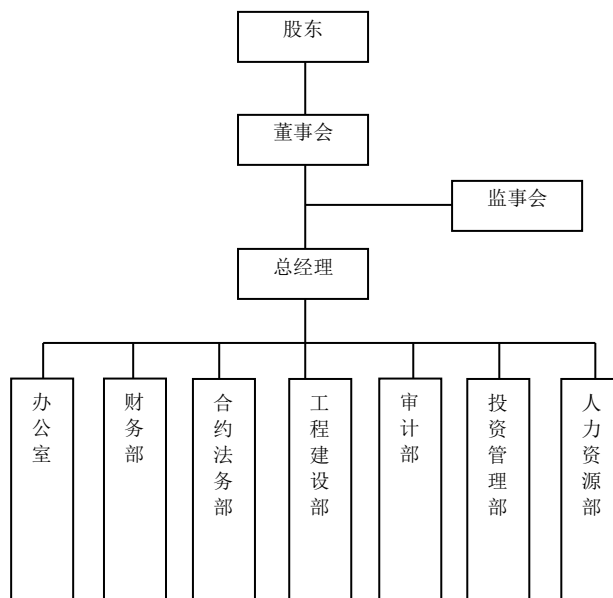
公司与实际控制人关系图



注：根据启东创新提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据启东创新提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录三：

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]	2015年	2016年	2017年
资产总额 [亿元]	51.34	71.44	95.82
货币资金 [亿元]	3.84	9.64	13.44
刚性债务[亿元]	9.47	10.79	30.77
所有者权益 [亿元]	34.02	40.11	44.56
营业收入[亿元]	4.00	4.17	4.57
净利润 [亿元]	1.79	1.40	1.35
EBITDA[亿元]	1.99	1.76	1.66
经营性现金净流量[亿元]	-4.01	1.82	-11.19
投资性现金净流量[亿元]	-8.27	-0.01	-0.11
资产负债率[%]	33.74	43.85	53.49
长短期债务比[%]	45.81	34.32	104.81
权益资本与刚性债务比率[%]	359.38	371.63	144.82
流动比率[%]	300.85	239.31	286.40
速动比率 [%]	165.47	131.26	186.44
现金比率[%]	32.30	41.31	53.70
利息保障倍数[倍]	8.88	4.23	2.85
有形净值债务率[%]	58.70	87.76	127.37
担保比率[%]	3.38	3.69	2.20
毛利率[%]	14.80	15.39	13.26
营业利润率[%]	12.66	3.09	32.53
总资产报酬率[%]	4.09	2.72	1.87
净资产收益率[%]	6.09	3.77	3.19
净资产收益率*[%]	6.14	3.85	3.25
营业收入现金率[%]	44.46	40.69	29.80
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	-26.11	10.32	-46.30
经营性现金净流量与负债总额比率[%]	-21.09	7.47	-27.11
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	-80.02	10.27	-46.74
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-64.63	7.43	-27.37
EBITDA/利息支出[倍]	8.90	4.47	3.02
EBITDA/刚性债务[倍]	0.29	0.17	0.08

注：表中数据依据启东创新经审计的 2015-2017 年度财务数据整理、计算。

附录四：

担保方主要财务数据及指标表

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据与指标：			
总资产(亿元)	160.86	159.36	150.91
股本（亿元）	60.00	60.00	60.00
股东权益（亿元）	74.84	77.18	79.76
总负债（亿元）	86.01	82.19	71.14
增信业务收入（亿元）	7.51	6.97	6.66
投资收益（亿元）	6.26	5.59	5.38
营业利润（亿元）	4.11	9.10	7.64
净利润（亿元）	3.13	6.96	5.86
平均资产回报率（%）	2.24	4.35	3.78
平均资本回报率（%）	4.25	9.16	7.46
流动比率（%）	33.14	58.68	84.35
资本资产比率（%）	46.53	48.43	52.86
基础增信业务：			
增信余额(亿元)	973.03	936.10	956.6
累计代偿率（%）	0.04	0.76	0.81
风险准备金充足率（%）	1.80	1.98	2.03

注：表中数据依据中债信用增进公司经审计的 2015-2017 年度财务报表及相关业务数据整理、计算。

附录五：

发行人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

附录六：

担保方财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
营业利润率	营业利润/（担保业务收入+利息收入+投资收益+其他业务利润）×100%
平均资本回报率	净利润/[(上期末股东权益+本期末股东权益)/2]×100%
风险准备金充足率	担保风险准备金/期末担保余额×100%
融资担保放大倍数	融资担保责任余额/期末净资产
资本充足率	权益资本/（在保债务责任余额*风险权重）
代偿保障率	（货币资金+短期投资+存出保证金-存入保证金）/单户最大担保余额×100%
现金类资产比率	（货币资金+短期投资+存出保证金-存入保证金）/总资产×100%
累计担保代偿率	累计代偿金额/累计解除担保金额×100%
累计代偿回收率	累计代偿回收金额/累计代偿金额×100%
累计担保损失率	累计代偿损失金额/累计解保金额×100%
风险准备金	担保合同准备金+应收代偿款减值准备
累计风险准备金	未到期责任准备+担保合同准备金+应收代偿款减值准备+一般风险准备
拨备覆盖率	担保合同准备金/应收代偿款

附录七：

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）
- 《园区类政府相关实体信用评级方法》（发布于2015年12月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。