

盐城市城南新区开发建设投资有限公司

2018 年第一期绿色债券 信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

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

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

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

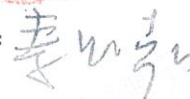
本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

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



鹏元资信评估有限公司

评级总监：



报告编号：
鹏信评【2017】第 Z【325】
号 02

分析师

姓名：
毕柳 刘师宇

电话：
021-51035670

邮箱：
liushy@pyrating.cn

评级日期：
2018 年 01 月 10 日

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
主体长期信用评级方
法，该评级方法已披露
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司
地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼
电话：0755-82872897
网址：www.pyrating.cn

盐城市城南新区开发建设投资有限公司 2018 年第一期绿色债券信用评级报告

本期债券信用等级：AAA	发行主体长期信用等级：AA+
发行规模：10 亿元	评级展望：稳定
债券期限：7 年	增信方式：保证担保
担保方：中证信用增进股份有限公司	
债券偿还方式：按年付息，同时设置本金提前偿还条款，第 3 至 7 年每年末偿还 20% 本金	

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对盐城市城南新区开发建设投资有限公司（以下简称“城南建投”或“公司”）本次拟发行总额 10 亿元绿色债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到盐城市经济保持较快增长，财政实力较强，公司 BT 项目政府回购收入有一定保障，公司得到了当地政府的大力支持，担保方中证信用增进股份有限公司（以下简称“担保方”或“中证信用”）为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平；同时我们也关注到了近年盐城市政府性基金收入波动较大，公司资金缺口较大，其他应收款规模较大，需关注后续回收情况，公司资产质量一般，有息债务规模较大等风险因素。

正面：

- 盐城市经济保持较快增长，财政实力较强。2014-2016 年盐城市分别实现地区生产总值 3,835.6 亿元、4,212.5 亿元和 4,576.1 亿元，按可比价格计算，三年同比增速分别为 10.90%、10.50%和 8.90%；2016 年盐城市全市地方综合财力 844.25 亿元，其中公共财政收入 415.18 亿元，财政实力较强。
- 公司 BT 项目政府回购收入持续性较好。截至 2017 年 3 月末，公司 BT 项目政府回购主要是路网和限价房项目，预计项目总投资 65.67 亿元，未来尚需投资 25.13 亿元。公司 BT 项目都已开始产生收入，业务持续性较好。
- 地方政府支持力度较大。作为城南新区重要的基础设施建设投资主体，公司的经营得到了盐城市人民政府的大力支持，2014 年经盐城市城南新区国资委批准，将

公司应付盐城市城南新区管理委员会财政局的 30.00 亿元的债务转为资本公积；2015 年盐城市人民政府以货币资金对公司增资 40.00 亿元。另外 2014-2016 年分别收到财政补贴 2.76 亿元、0.60 亿元和 0.37 亿元。

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

关注：

- 盐城市政府性基金收入波动较大，需关注其稳定性。受土地出让收入波动影响，2014-2016 年盐城市全市和市本级政府性基金收入波动较大，未来仍需关注政府性基金收入的稳定性。
- 公司在建项目资金需求较大，未来仍存在较大的资金压力。截至 2016 年末，公司主要在建的自建基础设施项目预计总投资 138.97 亿元，尚需投资 65.65 亿元；截至 2017 年 3 月末，公司在建的回购项目尚需投资 25.13 亿元，未来仍存在较大的资金压力。
- 其他应收款规模较大，需关注后续回收情况。截至 2016 年末，公司其他应收款达 75.22 亿元，占资产总额的 19.43%。公司其他应收款主要为公司与其他国有企业的往来款，归还时间不确定。其他应收款资金占用明显，需关注后续回收情况。
- 公司土地资产规模较大，抵押比率高，且尚有较多基础设施资产，资产流动性较弱。截至 2016 年末，公司拥有土地使用权账面价值 90.56 亿元，已抵押的土地账面价值占土地所有权比重为 69.26%，受限比例较高，流动性较弱；同时，2016 年末公司拥有 30.15 亿元基础设施资产，资产收益性较差。公司整体资产流动性较弱。
- 公司有息债务规模较大，有一定的偿债压力。截至 2016 年末，公司有息债务规模达 112.59 亿元，占总负债比重达 81.83%；其中短期有息债务 28.49 亿元，公司 2011 和 2012 年发行的企业债券均已进入本金偿还期，面临一定的偿债压力。

主要财务指标：

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	3,870,550.56	3,858,424.97	2,985,916.99
所有者权益合计（万元）	2,494,529.13	2,445,947.69	2,004,962.37
有息债务（万元）	1,125,939.00	1,277,852.07	933,978.00
资产负债率	35.55%	36.61%	32.85%
流动比率	2.87	3.96	7.37

营业收入 (万元)	244,335.36	211,496.78	129,388.92
政府补助 (万元)	3,712.69	6,007.40	27,638.02
利润总额 (万元)	43,648.77	42,916.22	50,637.99
综合毛利率	29.19%	24.15%	24.84%
EBITDA (万元)	77,849.98	48,969.37	51,613.13
EBITDA利息保障倍数	1.02	0.97	1.26
经营活动现金流净额 (万元)	417,272.48	-346,905.62	147,619.93

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

一、发行主体概况

公司成立于2007年7月16日，是经《盐城市人民政府关于同意设立盐城市城南新区开发建设投资有限公司的批复》（盐政复[2007]30号）批准设立的国有独资企业，设立时注册资本为2.00亿元，盐城市人民政府拥有公司100%的股权。2008年7月，盐城市人民政府以货币资金8.00亿元对公司增资，公司注册资本变更为10.00亿元。2009年4月，盐城市人民政府以货币资金10.00亿元对公司增资，公司注册资本变更为20.00亿元。2010年3月，根据盐城市人民政府国有资产监督管理委员会《关于市城南新区开发建设投资有限公司有关事项的决定》（盐国资（2010）4号），公司以无偿划拨的基础设施资产形成的资本公积转增实收资本25.00亿元，注册资本变更为45.00亿元。2010年9月，盐城市人民政府以货币资金5.00亿元对公司增资，公司注册资本变更为50.00亿元。2012年11月，盐城市人民政府以货币资金10.00亿元对公司增资，公司注册资本变更为60.00亿元。2015年盐城市人民政府以货币资金对公司增资40.00亿元。截至2017年6月末公司实收资本为100.00亿元，公司控股股东与实际控制人均为盐城市人民政府。截至2017年6月末，公司股权结构情况见下图。

图1 截至2017年6月末公司股权结构情况



资料来源：公司提供

公司作为盐城市政府直属企业，是盐城市重要的基础设施建设主体之一，承担城南新区范围内的城市基础设施建设和国有资产运营任务，是盐城市城市建设的骨干企业。公司主营业务主要包括三大板块，分别是土地开发、基础设施建设和房地产销售。截至2016年末，纳入合并范围的子公司见下表。

表1 截至2016年12月31日纳入合并范围的子公司

子公司名称	主营业务	持股比例		取得方式
		直接	间接	
盐城市伍佑生态高效农业示范区开发建设投资有限公司	生态高效农业示范园区基础设施建设	95.24%		新设
盐城市城南新区人力资源服务中心有限公司	境内职业介绍，境内劳务派遣	100.00%		新设
盐城市城南房地产开发有限公司	房地产开发、房屋销售	100.00%		新设

盐城市新城文化产业发展有限公司	文化产业基础设施建设	100.00%		新设
盐城市城南新区资产经营管理有限公司	资产管理运营	100.00%		新设
盐城电子商务产业园发展有限公司	电子商务	100.00%		新设
盐城市智慧科技小额贷款有限公司	金融	60.00%		新设
盐城市城南新区中小企业信用担保有限公司	金融	100.00%		新设
盐城市宝业园林工程有限公司	工程施工	0.00%	100.00%	新设
盐城市城南新区文化旅游投资发展有限公司	文化创意	100.00%		新设
盐城市城南盐卫建设有限公司	文化产业基础设施建设	51.00%		新设
盐城市城南科技创业投资有限公司	资产管理运营	100.00%		新设
盐城市文化创意产业园发展有限公司	文化创意	100.00%		新设
国际美容健康(盐城)投资发展有限公司	资产管理运营	100.00%		新设

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

截至2016年12月31日，公司资产总额为387.06亿元，所有者权益合计为249.45亿元，资产负债率为35.55%。2016年度，公司实现营业收入24.43亿元，利润总额4.36亿元，经营活动现金流净额41.73亿元。

二、本期债券概况

债券名称：2018年第一期盐城市城南新区开发建设投资有限公司绿色债券；

发行总额：人民币10亿元；

债券期限和利率：7年期固定利率；

还本付息方式：每年付息一次，同时设置本金提前偿付条款，自本期债券存续期第三年末起至第七年末止，分别偿还本期债券本金金额的20%、20%、20%、20%、20%，每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付。

增信方式：中证信用增进股份有限公司为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金10.00亿元，其中7.50亿元用于盐城市城南新区智慧城市建设项目，剩余2.5亿元用于补充流动资金。具体用途及金额如下表所示：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	截止2017年6月末 项目已投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
盐城市城南新区智慧城市建设项目	20.00	0.41	7.50	37.50%
补充流动资金	-	-	2.50	-
合计	20.00	0.41	10.00	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

1、项目建设内容

盐城市城南新区智慧城市项目的建设区域在盐城市城南新区，项目包含五个部分：智慧城市网络基础设施建设工程、智慧城市三中心、智慧城市公共信息平台 and 基础数据库建设工程、智慧城市应用项目、智慧产业。

2、项目审批情况

该项目的审批情况见下表。

表3 项目审批情况

批文名称	批复/审核机关	文号	取得时间
《关于盐城市城南新区开发建设投资有限公司盐城市城南新区智慧城市项目可行性研究报告的批复》	盐城市城南新区经济发展局	盐南经发审(2016)29号	2016年6月28日
《关于盐城市城南新区开发建设投资有限公司盐城市城南新区智慧城市建设项目环境影响的审查意见》	盐城市城南新区环境保护局	盐南环审(2016)12号	2016年6月15日
《关于盐城市城南新区智慧城市建设项目的用地预审意见》	盐城市国土资源局城南分局	盐(南)土资发(2016)5号	2016年6月24日
《建设项目选址意见书》	盐城市规划局	选字第320901201650026号	2016年6月22日
关于《关于盐城市城南新区开发建设投资有限公司盐城市城南新区智慧城市建设项目节能评估报告》的批复	盐城市城南新区经济发展局	盐南经发审(2016)30号	2016年7月14日
《江苏省社会稳定风险评估评审表》	盐城市城南新区维护社会稳定工作领导小组	-	2016年6月22日

资料来源：公司提供，鹏元整理

3、项目进度

项目总投资200,005.70万元，至2017年6月末，项目累计已经完成投资4,129.26万元，占工程总投资2.06%。

4、项目经济效益

根据重庆同丰工程管理咨询有限公司出具的《盐城市城南新区开发建设投资有限公司

盐城市城南新区智慧城市建设项目可行性研究报告》(以下简称“《可行性研究报告》”),本期债券募投项目由公司建设并享有收入。项目建设期为5年,计划从第3年开始产生收入,生产能力为50%,第4年生产能力为80%,第5年生产能力为90%,第6年(即运营期第1年)生产能力为100%。公司作为募投项目的建设主体,项目建成后的收入来源主要包括云计算中心销售收入、智慧健康工程收入、智慧社区收入、智慧教育收入和智慧产业收入。根据重庆同丰工程管理咨询有限公司出具的可行性研究报告,云计算中心销售收入包括云服务器出租收入、云数据库出租收入和云储存出租收入,预计云计算中心建成后年销售收入19,713.53万元(不含增值税收入,下同)。智慧健康工程收入包括智慧医疗公共服务平台上医院会员年收入、医药电商入驻收入和家庭健康管理服务收入,预计智慧健康工程建成后年销售收入为3,456.04万元。智慧社区收入主要为智慧家居安防收入,预计智慧社区建成后年销售收入为3,000万元。智慧教育收入包括网络教育企业入驻收入和学校会员服务收入,预计智慧教育建成后年销售收入为461.52万元。智慧产业收入包括大型农户会员收入、农产品企业入驻农产品电商平台收入、金融超市信息导航收入、金融超市佣金收入、金融超市广告收入和国际创投中心企业会员收入,预计智慧产业建成后年销售收入为27,800万元。整个项目建成后,预计项目每年自身实现总收入54,431.09万元,扣减营业税金及附加后收入为54,409.90万元。

四、区域经济

盐城市经济实力较强,主导产业以汽车、机械、纺织、化工为主,经济总量保持了较快增长

盐城市位于江苏省苏北平原中部,江苏省沿海地区中部,长三角辐射范围内,东临黄海,南与南通市接壤,西、西南与扬州市、泰州市为邻,北与连云港市相连。盐城市总面积1.69万平方公里,市区规划面积1,862平方公里,下设2个行政区和2个功能区,是江苏省面积第一、人口第二的城市。截至2016年末,全市户籍人口830.5万人,其中户籍城镇人口484.4万人,城镇化率为61.6%。

盐城市经济实力较强,在江苏省内排名中等。近三年盐城市经济保持了较快的增长,2014-2016年分别实现地区生产总值3,835.6亿元、4,212.5亿元和4,576.1亿元,增速维持在8%以上。2014-2016年盐城市人均地区产生总值由53,115元增长为63,277元,2016年人均生产总值为全国人均生产总值的117.22%。从产业结构来看,三次产业比例从2014年的13.5:46.5:40.0调整为2016年的11.7:44.8:43.5,第三产业比重有所增大。

盐城市是传统的农业大市,是江苏省最大的农副产品生产基地,粮棉油、桑果菜和禽

蛋鱼等主要农产品的种养规模和总量均位居江苏省首位。近三年盐城市农业发展良好，第一产业增加值规模稳步增加，但增速较低。第二产业是盐城经济增长的主要来源，近年增速有所放缓，但仍保持在9%以上。2016年盐城市工业以民营为主，实现增加值1,547.4亿元，比上年增长10.4%，占规模以上工业比重71.2%。从支柱产业来看，2016年汽车、机械、纺织、化工四大传统支柱产业实现工业开票销售3,221.3亿元，同比增长10.2%，占工业总量的69.6%。盐城市高新技术产业发展较快，截至2016年末已有高新技术产业企业817家，实现产值3,044.2亿元，占全市规模以上工业产值的比重为33.1%，近年来比重逐年上升。近年盐城市第三产业发展较好，增速较快，占比逐年提高。2016年第三产业增加值达1,992.2亿元，近年来维持着超过10%的高增速。

固定资产投资近年来是盐城市经济增长最主要的来源，2016年增速虽然较2014-2015年放缓，但仍同比增长15.20%。消费是盐城市经济增长的另一主要来源，但近三年增速有所下降。盐城市进出口总额增速有所波动，2016年同比减少2.10%，主要是受到出口减少的影响。近年来盐城市金融机构本币存贷款余额均保持着较高增速，2016年存款余额和贷款余额分别为5,471.0亿元和3,718.4亿元。

表4 2014-2016年盐城市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2016年		2015年		2014年	
	金额	同比	金额	同比	金额	同比
地区生产总值	4,576.1	8.90%	4,212.5	10.50%	3,835.6	10.90%
第一产业增加值	533.9	0.90%	516.5	3.60%	516.9	3.50%
第二产业增加值	2,050.0	9.20%	1,925.5	10.50%	1,784.5	11.80%
第三产业增加值	1,992.2	10.80%	1,770.5	12.50%	1,534.2	12.10%
全年固定资产投资	3,882.8	15.20%	3,372.9	22.60%	2,751.4	23.20%
社会消费品零售总额	1,630.9	11.10%	1,468.6	11.90%	1,314.0	13.00%
进出口总额（亿美元）	79.5	-2.10%	81.2	8.00%	75.2	15.10%
存款余额	5,471.0	23.90%	4,414.8	18.70%	3,721.0	15.56%
贷款余额	3,718.4	20.80%	3,077.5	18.20%	2,603.8	17.57%
人均GDP（元）	63,277		58,299		53,115	
人均GDP/全国人均GDP	117.22%		118.13%		114.15%	

资料来源：盐城市 2014-2016 年国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

近年盐城市城南新区经济保持较快增长，特色产业初具规模

城南新区位于盐城市市区南部，2007年成立时面积为45.30平方公里，后于2011年扩充至面积102平方公里。城南新区定位为盐城市新的行政、文化、教育、商业中心和新型居住区。近年来，城南新区按照“配套产业、提升内涵、完善功能、聚集人气”要求和产城融合发展战略，加快智慧、生态、现代“特色三城”建设。在产业建设方面，城南新区正积极打

造大数据产业、美容健康产业、电商产业和现代农业产业四大特色产业。截至2016年，大数据产业园已被认定为省级大数据产业园、省级软件园，大数据产业培育成效初显。此外，城南新区还在盐城市打造中韩产业园战略中承接了打造健康美容产业基地任务，截至2016年末，韩国GCT美容健康产业园、韩国完美整形外科医院等项目正式落户。电商产业方面，电商产业园已获批省级电子商务示范基地，截至2016年末已签约慧聪网、巨尚电商等项目。2014-2016年城南新区地区生产总值分别为87.47亿元、96.42亿元和104.50亿元，增速维持在8%以上；在固定资产投资方面，近年城南新区固定资产投资保持了快速增长，2014-2016年固定资产投资分别为122.45亿元、151.84亿元和176.10亿元。城南新区现已基本形成“成网、成片、成环”的路网框架，27平方公里城市核心区已全部建成，市政设施和公共配套基本到位。

表5 2014-2016年城南新区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2016年		2015年		2014年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	104.50	8.90%	96.42	10.50%	87.47	11.00%
全社会固定资产投资	176.10	16.00%	151.84	24.00%	122.45	23.10%
社会消费品零售总额	60.50	11.30%	54.38	12.10%	48.68	13.30%

资料来源：盐城市城南新区管理委员会，鹏元整理

五、财政实力

近年来盐城市公共财政收入和政府性基金收入均存在较大波动，整体来看盐城市全市地方综合财力规模近年来波动较大

2014-2016年盐城市地方综合财力有所波动，分别实现全市地方综合财力889.80亿元、837.88亿元和844.25亿元。从全市地方综合财力来源来看，公共财政收入是盐城市地方综合财力最重要的来源，2016年占全市地方综合财力的49.18%，但近年来盐城市公共财政收入规模波动较大，2015年全市公共财政收入同比增长14.23%，而2016年同比减少13.05%，主要是受到2016年“营改增”的影响所致。受“营改增”影响2016年盐城市全市税收收入较上年同比下降15.52%，但近年来税收收入在盐城市全市公共财政收入中的占比始终保持在80%左右，公共财政收入的质量较好。上级补助收入是盐城市财政收入的重要补充，近三年保持了稳定的增长，2016年盐城市收到上级补助收入286.57亿元，2014-2016年均复合增长率为12.76%。政府性基金收入是另一重要的收入来源，但受土地出让收入波动的影响，近三年政府性基金收入波动较大，分别为239.95亿元、106.81亿元和142.50亿元。政府性基金收入易受当地土地政策和市场环境的影响，未来仍需关注国家土地政策和土地一级市场波

动对盐城市土地出让收入的影响。

近三年盐城市全市财政支出分别为858.14亿元、868.58亿元和911.90亿元，保持了一定的增长。公共财政支出是最主要的支出项目，近三年分别为603.21亿元、746.31亿元和732.53亿元，保持了较快的增长，公共财政支出主要是社保、医疗、教育等刚性支出，支出弹性较小。全市政府性基金支出受政府性基金收入影响，近三年波动较大。近三年盐城市全市财政自给率分别为69.30%、63.98%和56.68%，公共财政收入对公共财政支出的覆盖近年来有所削弱。

从市本级地方综合财力来源来看，2014-2016年盐城市分别实现市本级地方综合财力162.80亿元、176.29亿元和222.34亿元。公共财政收入是主要的收入来源，近年持续增长，2016年达67.68亿元，三年复合增长率为10.06%。上级补助收入是市本级财政收入另一主要来源，近三年逐年增长，为盐城市本级财政收入提供了一定的补充。受土地出让收入波动影响，近三年盐城市市本级政府性基金波动较大，未来仍需关注该项收入的稳定性。财政支出方面，近三年盐城市市本级公共财政支出分别是84.50亿元、115.78亿元和110.47亿元，公共财政支出和政府性基金支出均存在波动，财政自给能力尚可，财政自给率近三年分别是66.12%、57.00%和61.27%。

表6 2014-2016年盐城市财政收入情况（单位：亿元）

项目	2016年		2015年		2014年	
	全市	市本级	全市	市本级	全市	市本级
地方综合财力=(一)+(二)+ (三)+(四)	844.25	222.34	837.88	176.29	889.80	162.80
(一) 公共财政收入	415.18	67.68	477.50	66.00	418.02	55.87
其中：税收收入	324.67	53.61	384.31	45.24	341.41	42.97
非税收入	90.51	14.07	93.19	20.76	76.61	12.90
(二) 上级补助收入	286.57	96.83	253.57	59.24	225.40	20.47
其中：返还性收入	48.82	20.95	17.98	7.86	18.17	5.57
一般性转移支付收入	141.42	44.60	133.46	29.60	111.15	9.08
专项转移支付收入	96.34	31.28	102.12	21.78	96.08	5.82
(三) 政府性基金收入	142.50	57.84	106.81	51.05	239.95	84.98
(四) 预算外收入	-	-	-	-	6.43	1.48
财政支出=(一)+(二)+ (三)	911.90	169.20	868.58	165.50	858.14	170.82
公共财政支出	732.53	110.47	746.31	115.78	603.21	84.50
政府性基金支出	179.36	58.73	122.27	49.72	250.17	85.34
预算外支出	-	-	-	-	4.76	0.98
财政自给率	56.68%	61.27%	63.98%	57.00%	69.30%	66.12%

注：2015年起预算外收支并入公共财政收支；财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：盐城市财政局，鹏元整理

受政府性基金收入下滑影响，近年城南新区地方综合财力有所波动，未来需关注政府性基金收入的稳定性

近年城南新区地方综合财力波动较大，2014-2016年分别实现地方综合财力37.92亿元、25.52亿元和49.70亿元。公共财政收入持续大幅增长，2016年实现公共财政收入22.83亿元，三年复合增长率28.49%。近三年上级补助收入稳重有升，而政府性基金收入波动较大，2015年政府性基金收入由上一年的22.05亿元大幅下降至6.73亿元，主要系土地出让规模的下降所致，而2016年政府性基金收入又大幅回升至22.17亿元。未来城南新区财政总收入稳定性仍将受国家土地政策和土地一级市场波动的影响。支出方面，由于教育、医疗卫生、社会保障等刚性支出减少，2014-2016年城南新区公共财政支出持续下降，分别是39.59亿元、21.99亿元和18.14亿元，因此近年来城南新区的财政自给率持续上升，近三年分别是34.93%、75.67%和125.85%，财政自给能力较强。

表7 2014-2016年盐城市城南新区财政收入情况（单位：亿元）

项目	2016年	2015年	2014年
地方综合财力=（一）+（二）+（三）	49.70	25.52	37.92
（一）公共财政收入	22.83	16.64	13.83
其中：税收收入	20.22	14.68	10.30
非税收入	2.61	1.96	3.53
（二）上级补助收入	4.69	2.15	2.04
其中：返还性收入	2.49	0.12	0.11
一般性转移支付收入	0.82	0.77	0.68
专项转移支付收入	1.37	1.26	1.25
（三）政府性基金收入	22.17	6.73	22.05
财政总支出=（一）+（二）	43.67	25.38	61.82
（一）公共财政支出	18.14	21.99	39.59
（二）政府性基金支出	25.53	3.39	22.23
财政自给率	125.85%	75.67%	34.93%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：盐城市城南新区财政局，鹏元整理

六、经营与竞争

公司主营业务主要包括土地开发整理、BT项目政府回购、房地产销售和租赁等，业务区域集中在盐城市城南新区。2014-2016年公司营业收入分别为12.94亿元、21.15亿元和24.43亿元，年复合增长率为37.42%。其中，BT项目政府回购是公司收入的主要来源，2014-2016

年分别占公司营业收入的59.51%、57.68%和43.66%，近年来BT项目政府回购收入规模受城南新区的建设规划影响而存在波动。土地开发整理业务是公司另一主要收入来源，近年来保持较快增长，2014-2016年年复合增长率为51.48%，2016年占公司营业收入的30.13%。此外，公司房地产销售收入也是公司重要而收入来源，其规模在2016年大幅增长，公司其他收入来自建筑物出租所得。近三年公司BT项目政府回购毛利率逐年下滑，而土地开发经营业务毛利率则大幅增长，且租赁业务增长较快毛利率较高，因此公司综合毛利率保持在20%以上，2016年由于公司土地开发经营毛利率大幅上升，公司综合毛利率也上升至29.19%。

表8 2014-2016年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年		2014年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
BT项目政府回购	106,666.67	14.88%	122,000.00	18.71%	77,000.00	20.16%
土地开发整理	73,629.85	66.17%	61,880.33	35.05%	32,088.40	40.00%
房地产销售	49,390.62	-4.86%	18,721.35	18.00%	18,994.29	17.99%
租赁收入	14,648.22	62.35%	8,895.10	35.90%	1,306.23	28.14%
合计	244,335.36	29.19%	211,496.78	24.15%	129,388.92	24.84%

资料来源：公司2014-2016年审计报告，鹏元整理

BT项目政府回购收入存在波动，毛利率有所下滑，目前公司在建的回购项目较多，业务持续性较好，但公司面临较大的资金压力

公司承担了城南新区主要的基础设施建设任务，主要包括城南新区道路网络、市政配套和河道整治及绿化工程等项目。公司基础设施建设业务主要由公司本部负责，主要采用回购模式。公司与政府签订回购协议，约定项目建设质量、工期、投资额、工程款支付等双方权利义务关系。公司向社会公开招投标确定施工单位，项目建设期间，公司负责项目建设管理，并遵照施工合同按项目进度向施工单位支付工程款。工程竣工后，先经盐城市财政评审中心审定，再由盐城市审计局审定，并以后者为最终结算值。项目业主（盐城市财政局或城南新区财政局）根据项目进度，按照协议约定逐年支付公司项目款。随着公司回购项目增多，近年来回购项目收入逐年增长，2014-2016年公司取得的回购收入分别为7.70亿元和12.20亿元和10.67亿元，毛利率分别为20.16%、18.71%和14.88%，毛利率逐年下降，主要是受到受施工材料及人工成本持续增加影响。截至2017年3月末，公司在建回购项目主要是城南新区路网工程、路网配套工程及武东限价房等，预计项目总投资65.67亿元，已投资40.54亿元。考虑到公司回购项目都已开始产生收入，截至2017年3月末已确认收入金额47.80亿元，未来仍将有部分收入。

表9 截至2017年3月末公司主要BT项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	已确认收入	已回款金额
城南新区路网工程	11.21	8.58	15.64	15.64
路网配套工程及环境整治	12.24	6.64		
伍东限价房建设	8.40	3.15	25.97	25.97
伍冈限价房建设	11.80	5.62		
伍西限价房建设	6.81	6.03		
科教城限价房建设	6.79	5.63		
路网配套工程	8.42	4.89	6.19	6.19
合计	65.67	40.54	47.80	47.80

资料来源：公司提供，鹏元整理

除了回购模式外，截至2016年末，公司主要的此类在建工程有城南医院、农业示范园和大数据产业园等，城南医院建成后将移交给盐城市第一人民医院负责运营，建成后资产如何处置将由市政府研究决定。农业示范园建成后将作为旅游项目进行运营，大数据产业园建成后拟对外出租。这些项目计划总投资138.97亿元，尚需投资65.65亿元，未来存在较大的资金压力。建设后未来自持且不产生收益的模式下，公司作为政府融资平台，承担部分政府公益性项目的建设，此类项目建设完成后将作为公司的其他非流动资产，政府未对这些项目的投资回收方式及收益作出约定。

表10 截至2016年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预算数	已投资	预计完工时间
商务中心	32.00	13.10	2015.5
体育中心	20.00	16.62	2015.12
城南医院	18.64	16.31	2016.12
农业示范园	21.87	13.20	2018.02
科技路、步湖路、吉安路、博师路	2.50	1.94	2016.12
大数据产业园	12.66	4.24	2018.03
欧洲风情街	5.00	3.70	2012.12
广播电视塔	6.00	4.21	2015.5
五星级高中	11.00		
张江久有产业园	5.90		
串场河小学建设项目	3.40		
合计	138.97	73.32	

资料来源：公司提供，鹏元整理

近年来公司土地开发面积存在波动，收入依赖财政的土地出让金返还；未来公司计划开发的土地规模仍较大，业务持续性较好

公司承担着城南新区范围内的土地整理工作。公司接受盐城市人民政府委托，进行土地的整理开发工作，使土地符合挂牌出让条件。政府在土地出让后，将土地出让金在扣除

相关规费后，根据公司的建设发展需要按一定比例返还公司。

近年来，随着城南新区开发的推进，各项基础设施建设逐步完善，城南新区土地出让价格总体上有所提高，但受土地市场变动影响，土地成交面积波动较大。2014-2016年分别收到土地出让金返还3.21亿元、6.19亿元和7.36亿元，三年年复合增长率为51.48%。由于受土地市场行情、土地差异，以及拆迁成本变化的影响，公司整理开发毛利率存在一定波动，2016年由于公司开发土地出让单价大幅增加，公司土地开发毛利率大幅增至66.17%。

表11 2014-2016年公司土地开发经营情况（单位：万平方米、万元）

年份	地块位置	面积	总出让金	确认收入	确认成本
2014年	解放南路东、韦十四路北侧地块	9.70	29,088.60	10,000.00	7,333.33
	世纪大道南、戴庄路西侧金融城地块	4.53	51,801.21	15,000.00	8,205.42
	人民路东、利民河北侧地块	4.02	31,981.26	7,088.40	3,714.29
	小计	18.25	112,871.07	32,088.40	19,253.04
2015年	聚亨路南、日月路东侧地块	15.22	61,880.33	61,880.33	40,191.80
2016年	戴庄路东、新都路北侧地块	6.84	29,772.71	29,772.71	10,266.00
	西伏河、新园路西、新河路南侧	2.94	7,734.04	7,734.04	2,426.05
	景观大道东、南环路北侧地块	3.03	13,171.36	2,952.20	2,302.02
	盐渎路北、规划滨河路东侧地块（南）	10.63	33,170.90	33,170.90	9,911.85
	小计	23.44	50,678.11	73,629.85	24,905.92

资料来源：公司提供，鹏元整理

根据公司制定的计划，2017-2018年公司计划开发土地面积2,258.80亩，计划投资额20.88亿元，具体情况见下表。未来土地开发业务仍将是公司的主要收入来源之一，但该项业务由于受到国家土地政策、房地产市场波动和当地招商引资情况的影响较大，规模或将存在一定的波动。

表12 公司未来土地开发计划（单位：亩、亿元）

年份	地块名称	计划开发面积	计划投资额
2017年	开放大道东、新盐道北侧、解放南路东、康居路东、学海路南侧、纳海路南、八营路西	1,116.00	10.04
2018年	蓝海路西、八营路西侧、解放南路西、学海路南侧、盐马路与鹿鸣路两侧、聚亨路南、串场河东侧	1,142.80	10.84
合计	-	2,258.80	20.88

资料来源：公司提供，鹏元整理

商品房开发业务收入有所波动，其他业务收入均来自租赁，为公司营业收入提供了稳定的补充

公司房地产业务系按商品房模式进行的房产销售业务，由子公司盐城市城南房地产开发有限责任公司负责。2014-2016年分别实现营业收入1.90亿元、1.87亿元4.94亿元，主要来自香苑西园小区部分商品房的销售。公司房地产销售毛利率存在波动，主要是由于2016年

以前香苑西园小区的销售成本按预估值入账，预估值与实际值有差异所致。截至2016年末该小区已全部销售完毕，无在建、拟建商品房项目。

表13 公司房地产销售情况（单位：万平方米、万元）

年份	项目名称	本年销售面积	确认收入金额	结转成本
2014	香苑西园	3.25	18,994.29	15,576.30
2015	香苑西园	3.20	18,721.35	15,351.51
2016	香苑西园	9.44	49,390.62	51,791.43
合计		15.88	87,106.27	82,719.25

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司其他收入全部来自公司自有物业的出租获得的租金收入。公司物业均为自建，工程建设完成后，公司通过对其经营（如出租）或出售带来收益，并覆盖前期对其的投入。近年公司自建的项目主要包括新龙广场、创投中心、金融服务中心、国际风情街等。由于2016年公司用于租赁的自建项目完工较多，公司可出租项目合计出租面积达到28.44万平方米。2015年末，公司与盐城电子商务产业园发展有限公司（以下简称“产业园发展”）、盐城文化创意产业园发展有限公司（以下简称“创意园发展”）和盐城市城南资产经营管理有限公司（以下简称“城南国资”）分别签订了包租协议书，将新龙广场商业区部分出租给产业园发展和创意园发展，将建筑面积9.5万平方米的创投中心出租给城南国资，租期均为3年。目前公司可租赁资产的出租率100%，2016年实现租赁收入1.46亿元。

近三年公司收到的政府支持规模较大，有力的增强了公司的实力

作为城南新区重要的基础设施建设投资主体，公司的经营得到了盐城市人民政府的大力支持，盐城市人民政府以增资、划拨资产、财政资金补贴等方式对公司经营提供支持。2015年，盐城市政府以货币形式向公司增资40亿元；2014年经盐城市城南新区国资委批准，将公司应付盐城市城南新区管理委员会（以下简称“城南新区管委会”）的30.00亿元的债务转为资本公积。根据盐城市财政局盐财国资[2007]2号文件，自2007年度开始，盐城市财政局将城南新区范围内的由城南新区管委会代为收取的建设规划费全额划拨给城南新区管委会，专项用于城南新区基础设施建设投资。2014-2016年公司分别收到政府财政补贴2.76亿元、0.60亿元和0.37亿元，全部为返还的城南新区建设规划费。政府的持续支持有力增强了公司的实力。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014-2016 年审计报告，报告均采用新会计准则编制。近三年合并报表范围变化见下表。

表14 2014-2016 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2014-2016 年度新纳入公司合并范围的子公司情况					
子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	纳入时间	取得方式
盐城市城南新区文化旅游投资发展有限公司	10,000.00	100.00%	文化、旅游、体育投资	2016/10/27	新设
盐城市城南盐卫建设有限公司	80,000.00	100.00%	房屋、基础设施建设	2016/3/1	新设
盐城市城南科技创业投资有限公司	3,000.00	100.00%	科技创业投资	2014/7/25	新设
盐城市文化创意产业园发展有限公司	1,000.00	100.00%	盐城市文化创意产业园园区的经营管理、物业管理等	2015/5/12	新设
国际美容健康（盐城）投资发展有限公司	5,000.00	100.00%	盐城国际美容健康中心的运营管理、对外投资、企业管理、配套设施的建筑施工	2015/8/21	新设
2、2014-2016 年度不再纳入公司合并范围的子公司情况					
子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	不再纳入合并范围的时间	不再纳入合并范围的原因
江苏润业建设工程有限公司	20,000.00	100.00%	建筑工程、市政公用工程、钢结构工程、园林绿化工程设计与施工	2016/12/8	注销

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

资产结构与质量

公司资产规模较大，增长较快，但其他应收款规模较大对公司资产形成占用，土地使用权抵押比例较高，整体流动性较弱

近三年，公司资产规模保持增长。2014-2016 年，公司总资产规模分别为 298.59 亿元、385.84 亿元和 387.06 亿元，年均复合增长率为 13.85%。近年来公司资产以非流动资产为主，2016 年末，非流动资产占比达 61.45%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。近三年公司货币资金有所波动，2016 年末余额为 22.07 亿元，其中受限部分为质押及存出保证金 3.31 亿元。2016 年末公司应收账款均已结清。公司其他应收款规模较大，2016 年末金额为 75.22 亿元，2014-2016 年复合增长率达 65.16%，主要系公司近年融资规模持续扩大，借给当地其他平台

公司的金额也随之增大。公司其他应收款前五名为盐城市城南建设发展有限公司、盐城金融城建设投资有限公司、盐城科教城发展投资发展有限公司、盐城市城南新区财政局和中海宏洋(盐城)房地产开发有限公司,共计 70.09 亿元,占公司 2016 年末其他应收款余额的 93.13%。公司其他应收款规模较大,对公司资金形成占用,需关注后续回收情况。近年公司存货存在一定波动,2016 年末公司存货规模达 31.26 亿元,主要由开发成本和开发产品组成,账面价值分别为 9.57 亿元和 13.69 亿元,合计占 2016 年末占存货比重 74.43%,其中公司 2016 年末开发成本为在建的农业示范园项目,开发产品为香苑西园等项目,此外 2016 年末公司存货中有 7.86 亿元土地使用权。2016 年末公司其他流动资产账面价值为 20.62 亿元,近年来该项资产的增长主要是公司购买理财产品的规模逐年增加,截至 2016 年末公司账面上的理财产品共计 20.45 亿元。

公司非流动资产以投资性房地产、在建工程和其他非流动资产为主。公司 2016 年末投资性房地产账面价值为 20.48 亿元,其中由上年末的固定资产中转入 8.70 亿元,由存货中转入土地使用权 4.15 亿元,由在建工程中转入 11.36 亿元。投资性房地产中主要是公司自建并被公司出租用于收取租金的房产。2016 年末公司固定资产账面价值 0.02 亿元,账面价值同比大幅减少,主要是 2016 年大部分转入投资性房地产所致。公司在建工程主要是商务中心、体育中心、城南医院等,在建工程多数是市政工程,期末账面价值为 89.78 亿元,2014-2016 年复合增长率为 15.82%,主要系公司的投入持续增加所致。2016 年末公司其他非流动资产由土地使用权和基础设施资产构成,其中土地使用权 90.56 亿元,基础设施 30.15 亿元,其他公益性资产 3.14 亿元,土地使用权中的 69.26%已用于抵押。整体来看,公司资产规模较大,增长较快,但其他应收款规模较大对公司资产形成占用,土地使用权抵押比例较高,整体流动性较弱。

表15 公司 2014-2016 年主要资产构成情况(单位:万元)

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	220,749.27	5.70%	309,706.31	8.03%	175,980.31	5.89%
应收账款	0.00	0.00%	65,000.00	1.68%	65,000.00	2.18%
其他应收款	752,226.42	19.43%	784,638.00	20.34%	275,761.34	9.24%
存货	312,563.49	8.08%	373,180.17	9.67%	362,792.65	12.15%
其他流动资产	206,150.27	5.33%	127,700.00	3.31%	171,920.00	5.76%
流动资产合计	1,491,912.77	38.55%	1,663,004.22	43.10%	1,060,294.56	35.51%
投资性房地产	204,781.73	5.29%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
固定资产	213.51	0.01%	97,299.00	2.52%	156.38	0.01%
在建工程	897,796.05	23.20%	749,251.94	19.42%	669,244.04	22.41%

其他非流动资产	1,240,656.09	32.05%	1,318,581.13	34.17%	1,241,159.07	41.57%
非流动资产合计	2,378,637.79	61.45%	2,195,420.76	56.90%	1,925,622.43	64.49%
资产总计	3,870,550.56	100.00%	3,858,424.97	100.00%	2,985,916.99	100.00%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

近年公司收入保持较快增长，盈利状况尚可

近三年公司营业收入保持了快速的增长，2014-2016 年分别实现营业收入 12.94 亿元、21.15 亿元和 24.43 亿元，三年年复合增长率 37.42%，主要系土地开发经营和房地产销售收入逐年大幅增加所致，但由于公司 BT 项目政府回购毛利率均有所波动，公司综合毛利率在 2014-2016 年也体现出一定的波动。目前公司回购项目都已开始产生收入，未来收入有一定保障。2014-2016 年由于公司有息负债规模增长，而利息支出中资本化利息的规模逐年降低，因而财务费用逐年大幅增加。由于公司营业收入近年来大幅增长，2016 年公司营业利润为 4.00 亿元，三年年复合增长率 31.91%。近三年公司收到的政府补贴分别为 2.76 亿元、0.60 亿元和 0.37 亿元，呈逐年下滑趋势，因此公司利润总额近年来有所波动。近年来公司主营业务盈利能力较强，对政府补贴依赖程度较低。

表 16 公司 2014-2016 年主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
营业收入	244,335.36	211,496.78	129,388.92
综合毛利率	29.19%	24.15%	24.84%
营业利润	40,038.68	37,000.17	23,008.89
补贴收入	3,712.69	6,007.40	27,638.02
利润总额	43,648.77	42,916.22	50,637.99

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

现金流

受往来款规模变动影响，近年公司经营性现金流波动较大；公司在建项目资金缺口较大，较依赖筹资活动

近年来公司回款情况较好，收现比逐年提高，但受收到的往来款和政府补贴下降影响，经营活动收到的现金逐年下降。2015 年借给关联方的往来款增幅明显，导致公司经营活动现金流净流出 34.69 亿元，而 2016 年由于公司营业收入增长且往来流出减少，公司经营活动净现金流转为净流入 41.73 亿元。2014-2016 年公司经营活动净现金流表现存在较大波动。

投资活动方面，公司将购买土地、理财产品和在建工程投入的支出放入投资活动核算，近年来公司投资活动净现金流持续净流出。筹资活动方面，2014-2016年，公司筹资活动产生的现金净额分别为27.22亿元、67.52亿元和-20.15亿元。2015年较2014年筹资活动现金净流入大幅增加主要系公司银行贷款以及股东增资所致，2016年公司筹资活动净流出主要是公司偿还11盐城城南债和12盐城城南债支付的7.35亿元以及偿还长期借款20.73亿元。截至2016年末，公司主要在建的自建基础设施项目预计总投资138.97亿元，尚需投资65.65亿元；截至2017年3月末，公司在建的回购项目尚需投资25.13亿元，未来仍存在较大的资金压力。

表17 公司2014-2016年现金流情况表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
收现比	1.39	1.00	0.97
销售商品、提供劳务收到的现金	340,285.39	211,594.90	124,972.11
收到的其他与经营活动有关的现金	173,923.11	146,013.69	342,118.04
经营活动现金流入小计	514,208.50	357,608.59	467,090.14
购买商品、接受劳务支付的现金	89,461.36	127,786.44	163,088.94
支付的其他与经营活动有关的现金	1,026.84	570,953.62	149,730.95
经营活动现金流出小计	96,936.02	704,514.21	319,470.22
经营活动产生的现金流量净额	417,272.48	-346,905.62	147,619.93
投资活动产生的现金流量净额	-286,289.73	-176,129.42	-482,657.14
筹资活动产生的现金流量净额	-201,529.79	675,215.04	272,246.33
现金及现金等价物净增加额	-70,547.04	152,180.00	-62,790.88

资料来源：公司2014-2016年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债程度不高，但有息债务规模较大，存在一定的偿债压力

近三年随着政府的注资和经营积累，公司所有者权益迅速增长，近三年年复合增长率11.54%。但公司的负债总额也在迅速扩大，近三年年复合增长率18.44%。截至2016年末，公司产权比率为55.16%，公司所有者权益对负债的覆盖程度较好。

表18 公司2014-2016年资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016年	2015年	2014年
负债总额	1,376,021.43	1,412,477.28	980,954.62
所有者权益	2,494,529.13	2,445,947.69	2,004,962.37
产权比率	55.16%	57.75%	48.93%

资料来源：公司2014-2016年审计报告，鹏元整理

2014-2016年公司负债总额分别为98.10亿元、141.25亿元和137.60亿元。公司负债以

非流动负债为主，截至 2016 年末，非流动负债占总负债的 62.26%。公司流动负债主要由应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2016 年末公司短期借款均已结清。公司应付账款为应付工程款，2016 年余额达到 9.48 亿元，增幅较大，主要是公司对在建项目的投入形成。2016 年末公司其他应付款账面余额为 8.88 亿元，其中主要是城南医院和盐城市审计局等单位的往来款等。一年内到期的非流动负债是由一年内到期的长期借款和应付债券构成，近年公司融资规模持续扩大，2016 年末一年内需偿还的长期借款和应付债券都大幅增加，使得一年内到期的非流动负债由 2015 的 21.69 亿元大幅增至 26.93 亿元。

公司非流动负债全部是长期借款和应付债券，2014-2016 年规模存在一定波动。2016 年末公司长期借款余额为 31.06 亿元。公司业务规模增长的资金来源主要是外部融资，2014-2016 年公司应付债券余额复合增长率为 12.68%，截至 2016 年末达到 54.60 亿元。

表19 公司 2014-2016 年主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	-	0.00%	18,022.07	1.28%	11,918.00	1.21%
应付账款	94,807.98	6.89%	14,581.92	1.03%	16,085.60	1.64%
其他应付款	88,795.20	6.45%	88,486.58	6.26%	9,878.66	1.01%
一年内到期的非流动负债	269,294.00	19.57%	216,900.00	15.36%	84,076.00	8.57%
流动负债合计	519,376.43	37.74%	419,547.28	29.70%	143,962.62	14.68%
长期借款	310,645.00	22.58%	517,930.00	36.67%	406,992.00	41.49%
应付债券	546,000.00	39.68%	475,000.00	33.63%	430,000.00	43.83%
非流动负债合计	856,645.00	62.26%	992,930.00	70.30%	836,992.00	85.32%
负债合计	1,376,021.43	100.00%	1,412,477.28	100.00%	980,954.62	100.00%
短期有息债务	269,294.00	19.57%	152,098.07	10.77%	96,986.00	9.89%
长期有息债务	856,645.00	62.26%	1,125,754.00	79.70%	836,992.00	85.32%
有息债务	1,125,939.00	81.83%	1,277,852.07	90.47%	933,978.00	95.21%

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

表20 截至 2016 年末公司应付债券情况（单位：万元）

项目	年利率	发行日期	发行金额	期末金额
11 盐城城南债	8.19%	2011 年 12 月	150,000.00	58,000.00
12 盐城城南债	6.93%	2012 年 11 月	150,000.00	60,000.00
14 盐城城南债	6.70%	2014 年 07 月	160,000.00	128,000.00
15 盐城城南中期票据	4.60%	2015 年 10 月	75,000.00	75,000.00
16 盐城城南中期票据	3.79%	2016 年 03 月	75,000.00	75,000.00
15 盐城城南 PPN001	6.15%	2015 年 07 月	50,000.00	50,000.00
16 盐城城南 PPN00	4.20%	2016 年 10 月	100,000.00	100,000.00

合计		760,000.00	546,000.00
----	--	------------	------------

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

截至 2016 年末，公司有息债务规模达 112.59 亿元，占总负债比重达 81.83%，公司有息债务的规模和占总负债中的比重都较 2015 年下降，主要是公司 2016 年偿付了较大规模的长期借款。但公司有息债务规模依然较大，公司 2011 和 2012 年发行的企业债券均已进入本金偿还期，面临一定的偿付压力。

近三年公司资产负债率有所波动，分别为 32.85%、36.61%和 35.55%。从短期偿债能力来看，公司流动比率 2016 年末分别为 2.87 和 2.27，但考虑到公司流动资产主要是其他应收款和存货为主，流动性不佳，公司实际的短期偿债能力一般。而近三年公司的 EBITDA 对利息的保障一般，有息债务对 EBITDA 的比率较高，存在一定的短期偿债压力。

表21 公司 2014-2016 年偿债能力指标

指标名称	2016 年	2015 年	2014 年
资产负债率	35.55%	36.61%	32.85%
流动比率	2.87	3.96	7.37
速动比率	2.27	3.07	4.85
EBITDA (万元)	77,849.98	48,969.37	51,613.13
EBITDA 利息保障倍数	1.02	0.97	1.26
有息债务/EBITDA	14.46	26.09	18.10

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

(一) 本期债券偿债资金来源及其风险分析

募投项目建成后的资金回流是本期债券偿还资金的直接来源。根据重庆同丰工程管理咨询有限公司出具的《可行性研究报告》，项目建成后正常年预计项目每年自身实现收入 54,431.09 万元，募投项目良好的经济效益和现金流可为本期债券按期偿付提供重要保障。但募投项目建成后的资金回流有一定的不确定性，是否达到预期依赖募投项目能否顺利通过竣工验收以及建成后的市场环境。

公司经营活动产生的现金是本期债券偿还资金的主要来源。公司营业收入主要来源于工程项目建设业务。2014-2016 年度，公司营业收入分别为 12.94 亿元、21.15 亿元和 24.43 亿元，公司近三年销售商品、提供劳务收到的现金分别为 12.50 亿元、21.16 亿元和 34.03 亿元，保持了持续的增长。此外，公司目前在建的回购总投资 65.67 亿元，按回购协议持续性较好。但同时我们也关注到公司回购项目资金回收较依赖政府回款情况，回收时间有一定不确定

性，公司仍需要持续融资才能保证在建项目的顺利进行。

政府对公司的的大力支持也为本期债券的本息支付提供了坚实基础。公司是城南新区重要的基础设施建设投资主体，在政策、资源等各方面得到政府的大力扶持，地方政府通过项目回购、优质资产注入等多种形式，增强公司实力，优化公司资产结构，使得公司的市场竞争力不断增强。2014-2016年，公司分别确认政府财政补助收入 2.76 亿元、0.60 亿元和 0.37 亿元。但同时我们也关注到政府的支持依赖财政收入情况，盐城市财政收入受政府性基金收入影响较大，有一定波动性。

公司可变现资产是本期债务偿债资金来源的重要补充。2016 年末公司拥有土地使用权 90.56 亿元，其中未抵押的土地账面价值为 27.83 亿元，公司必要时可将其出售变现，但土地出让价格受到土地一级市场波动和土地政策的影响，存在一定不确定性。

（二）本期债券保障措施分析

中证信用增进股份有限公司提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

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

担保方由中国证监会批准设立，定位于资本市场的基础设施和功能性公司，纳入证监会统一监管，并加入中国证券业协会接受其自律管理。担保方由安信证券股份有限公司联合 11 家证券公司、中国人保资产管理股份有限公司、深圳市前海金融控股有限公司及其他 6 家公司共同发起设立，成立于 2015 年 5 月 27 日，注册资本为 330,000 万元，注册资本全部于 2015 年 5 月到位（安永华明（2015）验字第 60884100_H05 号）。担保方成立后向中国人民保险集团股份有限公司、中国太平洋人寿保险股份有限公司等 5 家公司增资扩股 8 亿元，2015 年 7 月 10 日，担保方新增注册资本 8 亿元到位（安永华明（2015）验字第 60884100_H10 号）。截至 2016 年末，担保方股权结构如下表所示：

表22 截至 2016 年末担保方股权结构

股东名称	出资额（亿元）	持股比例
安信证券股份有限公司	2	4.88%
东方证券股份有限公司	2	4.88%
东吴证券股份有限公司	2	4.88%
光大证券股份有限公司	2	4.88%
广发证券股份有限公司	2	4.88%
国泰君安证券股份有限公司	2	4.88%

国元证券股份有限公司	2	4.88%
齐鲁证券有限公司	2	4.88%
中国人保资产管理股份有限公司	2	4.88%
中国人民保险集团股份有限公司	2	4.88%
中国太平洋人寿保险股份有限公司	2	4.88%
深圳市涸禾资本投资企业（有限合伙）	2	4.88%
深圳市前海金融控股有限公司	2	4.88%
佛山市顺德区新碧贸易有限公司	2	4.88%
宏达控股集团有限公司	2	4.88%
深圳市天图创业投资有限公司	2	4.88%
珠海横琴中科白云中证股权投资合伙企业（有限合伙）	2	4.88%
深圳市新涸资本投资企业（有限合伙）	2	4.88%
兴业证券股份有限公司	1	2.44%
恒生电子股份有限公司	1	2.44%
鸿博股份有限公司	1	2.44%
国信证券股份有限公司	0.5	1.22%
海通证券股份有限公司	0.5	1.22%
第一创业投资管理有限公司	0.5	1.22%
东方财富信息股份有限公司	0.5	1.22%
合计	41	100%

资料来源：公开资料，鹏元整理

担保方经营范围：各类信用主体及债项产品信用增进；征信业务和信用评级；股权、债券及金融衍生品投资；增信产品的创设和交易；增信基金设立与运行管理；信用受托管理及咨询；其他与信用增进和投资相关的私募业务。目前担保方以投资业务和信用增进业务为主。

截至 2016 年 12 月 31 日，担保方资产总额为 60.91 亿元，股东权益合计 44.36 亿元，资产负债率为 27.18%；2016 年，担保方实现营业收入 4.77 亿元，利润总额 2.70 亿元，经营活动现金净流入 1.78 亿元。

表23 担保方主要财务指标（单位：万元）

项目	2016 年
资产总计	609,124.15
所有者权益合计	443,551.42
资产负债率	27.18%
流动比率	3.64
速度比率	3.64
营业收入	47,679.50
利润总额	27,014.11

经营活动产生的现金流量净额 17,785.17
资料来源：公开资料，鹏元整理

综上，由中证信用为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

九、或有事项分析

截至 2016 年 12 月 31 日，公司对外担保金额 0.5 亿元，占公司 2016 年末净资产的 0.2%。

表24 截至 2016 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位名称	担保金额	担保到期日
	1,500	2016.05.11-2017.5.12
盐城市伍佑中学	2,000	2016.12.29-2017.12.30
	1,000	2016.09.21-2017.07.18
江苏省盐南中等专业学校	500	2016.10.15-2017.10.14
合计	5,000	-

注：公司对盐城市伍佑中学的一笔 1,500 万元的担保已于 2017 年 5 月 12 日正常到期偿还。

资料来源：公司提供，鹏元整理

附录一 合并资产负债表 (单位: 万元)

项目	2016年	2015年	2014年
货币资金	220,749.27	309,706.31	175,980.31
应收票据	-	-	30.00
应收账款	-	65,000.00	65,000.00
预付款项	223.32	2,779.73	8,810.26
其他应收款	752,226.42	784,638.00	275,761.34
存货	312,563.49	373,180.17	362,792.65
其他流动资产	206,150.27	127,700.00	171,920.00
流动资产合计	1,491,912.77	1,663,004.22	1,060,294.56
可供出售金融资产	33,449.50	29,502.00	14,502.00
投资性房地产	204,781.73		
固定资产	213.51	97,299.00	156.38
在建工程	897,796.05	749,251.94	669,244.04
无形资产	9.75		
递延所得税资产	1,731.15	786.69	560.93
其他非流动资产	1,240,656.09	1,318,581.13	1,241,159.07
非流动资产合计	2,378,637.79	2,195,420.76	1,925,622.43
资产总计	3,870,550.56	3,858,424.97	2,985,916.99
短期借款	-	18,022.07	11,918.00
应付票据	-	-	992.00
应付账款	94,807.98	14,581.92	16,085.60
预收款项	34,469.28	9,602.66	8,292.70
应付职工薪酬	14.00	49.03	-
应交税费	22,052.60	13,422.11	5,965.58
应付利息	9,943.37	8,482.93	6,754.08
其他应付款	88,795.20	88,486.58	9,878.66
一年内到期的非流动负债	269,294.00	216,900.00	84,076.00
其他流动负债	-	50,000.00	-
流动负债合计	519,376.43	419,547.28	143,962.62
长期借款	310,645.00	517,930.00	406,992.00
应付债券	546,000.00	475,000.00	430,000.00
非流动负债合计	856,645.00	992,930.00	836,992.00
负债合计	1,376,021.43	1,412,477.28	980,954.62
实收资本(股本)	1,000,000.00	1,000,000.00	600,000.00
资本公积	1,131,478.19	1,131,478.19	1,131,478.19

盈余公积	35,842.00	31,162.13	27,215.10
未分配利润	321,729.36	281,842.42	246,269.08
归属于母公司所有者权益合计	2,489,049.55	2,444,482.74	2,004,962.37
少数股东权益	5,479.58	1,464.95	-
所有者权益合计	2,494,529.13	2,445,947.69	2,004,962.37
负债和所有者权益总计	3,870,550.56	3,858,424.97	2,985,916.99

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
一、营业收入	244,335.36	211,496.78	129,388.92
减：营业成本	173,011.86	160,415.08	97,242.99
营业税金及附加	5,196.80	8,875.91	5,992.54
销售费用	-	1.79	0.85
管理费用	3,036.59	2,051.18	1,054.92
财务费用	25,883.41	2,344.00	694.24
资产减值损失	-2,753.32	903.03	1,432.86
投资收益（损失以“-”号填列）	78.65	94.38	38.39
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	40,038.68	37,000.17	23,008.89
加：营业外收入	3,742.73	6,014.49	27,643.02
减：营业外支出	132.63	98.45	13.93
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	43,648.77	42,916.22	50,637.99
减：所得税费用	-932.67	3,430.90	2,736.67
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	44,581.44	39,485.32	47,901.31
归属于母公司所有者的净利润	44,566.81	39,520.37	47,901.31
少数股东损益	14.63	-35.05	-

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	340,285.39	211,594.90	124,972.11
收到其他与经营活动有关的现金	173,923.11	146,013.69	342,118.04
经营活动现金流入小计	514,208.50	357,608.59	467,090.14
购买商品、接受劳务支付的现金	89,461.36	127,786.44	163,088.94
支付给职工以及为职工支付的现金	1,163.15	598.03	701.34
支付的各项税费	5,284.66	5,176.12	5,948.98
支付其他与经营活动有关的现金	1,026.84	570,953.62	149,730.95
经营活动现金流出小计	96,936.02	704,514.21	319,470.22
经营活动产生的现金流量净额	417,272.48	-346,905.62	147,619.93
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	127,700.00	44,220.00	197,000.00
取得投资收益收到的现金	78.65	94.38	38.39
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	-		
投资活动现金流入小计	127,778.65	44,314.38	197,038.39
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	185,620.88	205,443.80	310,775.52
投资支付的现金	228,447.50	15,000.00	368,920.00
投资活动现金流出小计	414,068.38	220,443.80	679,695.52
投资活动产生的现金流量净额	-286,289.73	-176,129.42	-482,657.14
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	4,000.00	401,500.00	
取得借款收到的现金	71,111.00	415,460.07	289,638.00
发行债券收到的现金	175,000.00	125,000.00	158,528.00
收到其他与筹资活动有关的现金	24,842.37	6,934.86	13,444.58
筹资活动现金流入小计	274,953.37	948,894.93	461,610.58
偿还债务支付的现金	398,024.07	195,594.00	93,117.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	76,436.14	69,935.12	49,306.96
支付其他与筹资活动有关的现金	2,022.95	8,150.77	46,940.28
筹资活动现金流出小计	476,483.17	273,679.89	189,364.24
筹资活动产生的现金流量净额	-201,529.79	675,215.04	272,246.33
四、现金及现金等价物净增加额	-70,547.04	152,180.00	-62,790.88
加：期初现金及现金等价物余额	258,236.31	106,056.31	168,847.19
五、期末现金及现金等价物余额	187,689.27	258,236.31	106,056.31

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
一 净利润	44,581.44	39,485.32	47,901.31
加：资产减值准备	-2,753.32	903.03	1,432.86
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	5,172.73	3,610.93	120.09
财务费用(收益以“-”号填列)	29,028.48	2,442.22	855.05
投资损失(收益以“-”号填列)	-78.65	-94.38	-38.39
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-944.46	-225.76	-358.22
存货的减少(增加以“-”号填列)	61,649.87	-10,387.52	-88,598.40
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	232,600.69	-503,719.17	-43,614.19
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	48,015.69	121,079.71	229,919.81
经营活动产生的现金流量净额	417,272.48	-346,905.62	147,619.93

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2016年	2015年	2014年
有息债务(万元)	1,125,939.00	1,277,852.07	933,978.00
资产负债率	0.36	36.61%	32.85%
流动比率	2.87	3.96	7.37
综合毛利率	29.19%	24.15%	24.84%
EBITDA(万元)	77,849.98	48,969.37	51,613.13
EBITDA利息保障倍数	1.02	0.97	1.26
收现比	1.39	1.00	0.97
有息债务/EBITDA	14.46	26.09	18.10

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2016年12月31日公司土地资产情况（单位：万元、平方米）

序号	土地号	地块名称	面积	账面价值	是否抵押
1	盐都国用（2008）第 022001377 号	盐都区新都街道办事处裕新社区	5,101	1,114	是
2	盐都国用（2008）第 022002232 号	盐塘河北、跃马路两侧	89,041	22,223	是
3	盐都国用（2008）第 022002233 号	新都路南、跃马路西	28,353	9,172	是
4	盐都国用（2008）第 022002245 号	盐塘河北、跃马路东	127,243	31,292	是
5	盐都国用（2010）第 022002848 号	新都路南、乾坤路东侧	12,730	3,195	是
6	盐都国用（2010）第 022002847 号	胜利路东、纬十路北侧	16,645	5,146	是
7	盐都国用（2010）第 022003528 号	解放南路东、纬十五路南	135,340	43,105	是
8	盐都国用（2010）第 022003534 号	胜利路西、纬十四路南	84,843	28,139	是
9	盐都国用（2010）第 022003523 号	纬十四路南、康居路东	67,200	21,256	是
10	城南国用（2012）第 601485 号	人民路东、南纬路南侧	32,460	13,043	是
11	城南国用（2012）第 601484 号	纬十四路南、滨河路西侧地块	87,835	35,928	是
12	城南国用（2013）第 600279 号	新都路南、环湖一路东	6,363	5,111	是
13	城南国用（2013）第 600277 号	凤凰阁南、环湖一路东侧	12,806	10,286	是
14	城南国用（2013）第 600278 号	环湖一路东、文化艺术中心北侧	15,333	12,316	是
15	城南国用（2013）第 600046 号	纬十五路南、人民路西侧地块(南)	25,287	10,161	是
16	城南国用（2013）第 600045 号	纬十五路南、戴庄路西侧地块(南)	31,315	12,583	是
17	城南国用（2013）第 600047 号	城南新区纬十五路南、戴庄路东侧地块(南)	39,841	16,009	是
18	城南国用（2013）第 600280 号	新河路南、胜利路两侧地块(南)	87,988	35,436	是
19	城南国用（2013）第 600242 号	聚贤路南、胜利路西侧地块(南)	50,320	23,005	是
20	城南国用（2013）第 600241 号	步湖路南、解放南路西侧地块(南)	67,916	27,290	是
21	城南国用（2013）第 600240 号	盐仓大道南，解放南路两侧地块(南)	67,948	27,303	是

22	城南国用(2014)第600545号	城南新区康居路西、新河道南侧	138,493	56,325	是
23	城南国用(2013)第601058号	聚贤路南、解放路东侧地块	43,421	13,958	是
24	城南国用(2015)第600470号	聚贤路南、人民路西侧地块	86,303	36,065	是
25	盐都国用(2008)第022002231号	西环路东、盐渎路南	43,832	10,792	是
26	盐都国用(2011)第022006235号	南纬路南、共享区东路西侧	141,364	46,609	是
27	盐都国用(2011)第022006237号	盐渎路南、滨河路东侧	118,412	36,161	是
28	城南国用(2013)第600106号	解放南路东、新河路南	85,157	34,218	是
29	盐都国用(2008)第022001378号	盐都区新都街道办事处福才社区	28,197	6,157	否
30	盐都国用(2008)第022001379号	盐都区新都街道办事处裕新社区	11,622	2,538	否
31	盐都国用(2010)第022001449号	戴庄路东、纬十四路北侧	31,005	7,800	否
32	盐都国用(2010)第022002846号	胜利路西、纬九路北侧	24,825	6,133	否
33	盐都国用(2010)第022003529号	胜利路东、南环路北	44,631	16,936	否
34	盐都国用(2010)第022003524号	胜利路东、纬十五路	45,114	13,064	否
35	城南国用(2014)第600544号	成安耐心去人民路东、新河道南	145,564	54,515	否
36	城南国用(2014)第600542号	盐城市城南新区滨河路西、新河道南侧	110,362	47,977	否
37	城南国用(2014)第600543号	盐城市康居路东侧、新河道南侧	98,953	41,953	否
38	城南国用(2015)第600473号	胜利路西、步湖路南侧地块	136,154	55,214	否
39	盐都国用(2010)第022003525号	纬十四路南侧、解放南路东	63,176	20,789	否
40	盐都国用(2010)第022003536号	纬十五路南、人民路东	18,179	5,259	否
合计			2,506,672	905,573	

资料来源：公司2016年审计报告，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

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

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

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

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。