

江苏瀚瑞投资控股有限公司
及其发行的 12 镇江新区债、16 瀚瑞债 01 与 16 瀚瑞债 02
跟踪评级报告

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2018]100815】

评级对象: 江苏瀚瑞投资控股有限公司及其发行的 12 镇江新区债、16 瀚瑞债 01 与 16 瀚瑞债 02

	12 镇江新区债	16 瀚瑞债 01	16 瀚瑞债 02
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 29 日	AA+/稳定/AAA/2018 年 6 月 29 日	AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 29 日
前次跟踪:	AA/稳定/AA+/2017 年 6 月 29 日	AA/稳定/AAA/2017 年 6 月 29 日	AA/稳定/AA+/2017 年 6 月 29 日
首次评级:	AA/稳定/AA+/2011 年 4 月 25 日	AA/稳定/AAA/2015 年 12 月 4 日	AA/稳定/AA+/2016 年 8 月 5 日

主要财务数据

项 目	金额单位: 人民币亿元		
发行人合并数据及指标:	2015 年	2016 年	2017 年
总资产	1009.75	1364.61	1522.89
总负债	634.10	857.71	965.63
刚性债务	547.89	741.85	860.46
所有者权益	375.64	506.90	557.26
营业收入	70.87	73.75	76.64
净利润	4.55	3.97	4.14
经营性现金净流入量	-16.48	-20.58	13.28
EBITDA	57.17	66.82	67.69
资产负债率[%]	62.80	62.85	63.41
长短期债务比[%]	128.01	161.75	126.85
权益资本与刚性债务比率[%]	68.56	68.33	64.76
流动比率[%]	268.96	229.96	226.72
现金比率[%]	28.53	32.94	33.60
利息保障倍数[倍]	1.10	1.11	1.10
EBITDA/利息支出[倍]	1.12	1.13	1.14
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.10	0.08
担保方镇江交产数据:	2015 年	2016 年	2017 年
所有者权益	354.05	438.94	446.77
权益资本与刚性债务余额比率[%]	75.09	73.30	66.00
担保比率[%]	43.72	46.16	41.90
担保方中债增数据:	2015 年	2016 年	2017 年
总资产	160.86	159.36	150.91
所有者权益	74.84	77.18	79.76
增信余额	973.03	936.10	956.60
担保方瀚华担保数据:	2014 年	2015 年	2016 年
总资产	52.79	57.83	57.83
所有者权益	38.42	40.39	40.39
担保责任余额	255.54	290.07	330.74

注: 发行人数据根据瀚瑞控股经审计的 2015-2017 年度财务数据整理、计算。担保方数据根据镇江交产、中债增经审计的 2015-2017 年度及瀚华担保经审计的 2014-2016 年度财务数据整理、计算。

分析师

谢宝宇 xby@shxsj.com
郭羽佳 wyj@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)对江苏瀚瑞投资控股有限公司(简称瀚瑞控股、发行人、该公司或公司)及其发行的 12 镇江新区债、16 瀚瑞债 01 与 16 瀚瑞债 02 的跟踪评级反映了 2017 年以来瀚瑞控股在经营环境、外部支持、货币资金储备等方面保持优势,同时也反映了公司在资产流动性、刚性债务及对外担保等方面继续面临压力。

主要优势:

- **外部支持。**瀚瑞控股为镇江市国资委直属企业,主要在镇江新区从事基础设施建设运营业务,跟踪期内在政策和资金上可持续得到积极支持。
- **货币资金较为充裕。**跟踪期内,瀚瑞控股仍保有一定的货币资金存量,且有一定未使用银行授信,可为到期债务的偿付提供缓冲。
- **增信因素。**镇江交投、中债增、瀚华担保分别为 12 镇江新区债、16 瀚瑞债 01 与 16 瀚瑞债 02 提供无条件不可撤销连带责任担保,有助于提高债务融资工具偿付可靠性。

主要风险:

- **债务压力不断加大。**瀚瑞控股已积聚了沉重的债务压力,近期债务规模仍持续增长,且增量主要为短期刚性债务,即期偿付压力上升。
- **资产变现能力偏弱。**跟踪期内,瀚瑞控股被关联方占用资金增多,且土地资产及其他应收款部分用于抵、质押融资,资产变现能力偏弱。
- **对外担保风险。**瀚瑞控股对外担保规模较大,存在较高的或有负债风险。



➤ 未来展望

通过对瀚瑞控股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 12 镇江新区债、16 瀚瑞债 02 还本付息安全性很高，并维持上述债券 AA⁺信用等级；认为 16 瀚瑞债 01 还本付息安全性极高，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



江苏瀚瑞投资控股有限公司

及其发行的 12 镇江新区债、16 瀚瑞债 01 与 16 瀚瑞债 02

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2012 年镇江新区经济开发总公司企业债券、2016 年江苏瀚瑞投资控股有限公司公司债券（第一期）及（第二期）（分别简称 12 镇江新区债、16 瀚瑞债 01 及 16 瀚瑞债 02）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据瀚瑞控股提供的经审计的 2017 年财务报表及相关经营数据，对瀚瑞控股的财务状况、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。

经国家发展和改革委员会发改财金[2012]360 号文件批准，该公司于 2012 年 3 月公开发行了 16 亿元人民币的“12 镇江新区债”，期限为 7 年，存续期内票面年利率为 8.16%，由镇江交通产业集团有限公司（原镇江市交通投资建设发展公司，简称“镇江交产”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。12 镇江新区债设置了本金提前偿付条款，存续期的后五年每年偿还发行总额的 20% 的比例偿还债券本金。

经国家发展和改革委员会发改企业债券[2016]87 号文件批准，同意该公司发行不超过 24 亿元的公司债券，其中品种一不超过 16 亿元，品种二不超过 8 亿元。公司于 2016 年 4 月公开发行了 16 亿元人民币的“16 瀚瑞债 01”（即品种一），期限为 7 年，存续期内票面年利率为 4.63%，由中债信用增进投资股份有限公司（简称“中债增”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。公司于 2016 年 8 月公开发行了 8 亿元人民币的“16 瀚瑞债 02”（即品种二），期限为 7 年，存续期内票面年利率为 5.00%，由瀚华担保股份有限公司（简称“瀚华担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。16 瀚瑞债 01 和 16 瀚瑞债 02 均采用本金提前偿付方式，存续期的后五年每年偿还发行总额的 20% 的比例偿还债券本金。

该公司已发行多期债券，存续债券情况详见附录八。

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，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) 区域经济环境

跟踪期内，镇江市经济仍呈平稳较快的发展态势，积极推进战略性新兴产业发展战略，但经济规模在江苏省排名仍相对靠后。

跟踪期内，镇江市经济仍呈平稳较快的发展态势，经济体量处于江苏省中下游¹，但增速与全省平均水平一致。2017年，镇江市实现地区生产总值4105.36亿元，按可比价格计算，同比增长7.2%；其中第一产业增加值142.42亿元，增长1.4%；第二产业增加值2031.10亿元，增长6.0%；第三产业增加值1931.84亿元，增长8.8%，第二产业仍占主导，第三产业则较快增长。截至2017年末，全市常住人口318.63万人，比上年增加0.50万人，其中城镇人口224.63万人，城镇化率70.5%。

图表 1. 2015-2017 年镇江市国民经济和社会发展主要指标

指 标	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	增幅 (%)	金额	增幅 (%)	金额	增幅 (%)
地区生产总值 (亿元)	3502.48	9.6	3833.84	9.3	4105.36	7.2
其中：第一产业增加值 (亿元)	132.89	3.6	137.78	0.1	142.42	1.4
第二产业增加值 (亿元)	1726.96	9.5	1870.40	8.6	2031.10	6.0
第三产业增加值 (亿元)	1642.63	10.2	1825.66	10.7	1931.84	8.8
规模以上工业总产值 (亿元)	8781.90	7.8	9066.19	7.2	7392.64	10.5 ²
固定资产投资 (亿元)	2541.07	18.6	2783.43	15.1	2694.36	3.8 ³
社会消费品零售总额(亿元)	1113.71	11.0	1236.78	11.1	1366.03	10.5
进出口总额 (亿美元)	100.64	-2.4	103.17	2.5	105.36	2.1
实际利用外资 (亿美元)	13.06	0.8	13.51	3.51	13.53	0.2
三次产业比例	3.8:49.3:46.9		3.6:48.8:47.6		3.5:49.4:47.1	

资料来源：2015-2017 年镇江市国民经济和社会发展统计公报

自《关于实施“千百亿工程”的若干意见》出台以来，镇江市以产业基地和产业园区为载体，逐步形成了机械、化工、造纸三大主导产业，新材料、高端装备制造、新能源、航空航天、生物技术与新医药、新一代信息技术等六大战略性新兴产业。2017年，镇江市规模以上工业总产值7392.64亿元，比上年增长10.5%；企业效益逐步改善，全年规模以上工业主营业务收入7265.27亿元，比上年增长9.7%；利润总额698.0亿元，增长7.3%；净利润468.81亿元，增长9.7%。此外，新材料、高端装备制造、新能源、生物技术与新医药、新一代信息技术收入分别同比增长10.6%、12.2%、13.9%、12.2%、15.7%，新兴产业发展势头良好。

镇江市投资增速显著放缓，2017年完成固定资产投资2694.36亿元，增长3.8%。分三次产业看，第一产业投资7.79亿元；第二产业投资1522.03亿元，增长5.9%；第三产业投资1164.55亿元，增长2.0%。投资领域方面，工业投资1494.52亿元，增长6.2%，

¹ 2017年地区生产总值在江苏省13个地级市中排名第10

² 2016年末镇江市拥有规模以上工业企业2710家，2017年年末拥有规模以上工业企业2640家；由于年度间统计口径不同，因此2017年规模以上工业总产值绝对值小于2016年，但同比仍增长。

³ 据解释，2017年镇江市固定资产投资绝对数低于2016年，但当年投资仍呈正增长，系统口径差异造成。

比上年回落 5.3 个百分点；服务业完成投资 1164.55 亿元，增长 2.0%。工业技改投入增长较快，完成投资 824.88 亿元，增长 11.6%，占工业投资比重的 55.2%，比上年提高 2.7 个百分点。房地产开发投资放缓，全年完成投资 343.52 亿元，下降 23.4%，较上年回落 49.5 个百分点。镇江市基础设施建设继续推进，312 国道城区段改线南移工程通过交工验收，镇澄路中段工程建成通车，镇丹高速公路路基桥梁施工全部完成。

2017 年上半年起，镇江市政府出台了一系列房地产调控政策，当地房地产投资大幅下滑，商品房成交面积明显减少，但价格仍快速上涨。当年镇江房地产开发企业房屋施工面积 3226.03 万平方米，同比增长 1.5%，其中住宅施工面积 2467.75 万平方米，增长 1.1%。商品房竣工面积 341.97 万平方米，同比下降 23.4%，其中住宅竣工面积 274.04 万平方米，下降 23.7%。商品房销售面积 705.27 万平方米，同比下降 29.2%，其中住宅销售面积 650.12 万平方米，下降 31.4%。商品房销售额 601.75 亿元，同比下降 4.6%，其中住宅销售额 541.38 亿元，下降 7.4%。

跟踪期内，镇江新区经济持续较快发展，不过固定资产投资增速放缓，尤其是基础设施投入减少。

跟踪期内，镇江新区经济总体仍呈平稳增长态势。2017 年，镇江新区实现地区生产总值 629.78 亿元，同比增长 8.0%，高于全市增速 0.8 个百分点。产业结构方面，2017 年新区第一产业增加值 7.97 亿元，同比增长 1.3%；第二产业增加值 410.32 亿元，同比增长 7.1%；第三产业增加值 211.48 亿元，同比增长 10.2%，三次产业结构 1.4:65.6:33.0 调整为 1.3:65.1:33.6，第二产业仍占主导，服务业加快发展。

镇江新区招商引资持续推进。2017 年，镇江新区新招引固定资产投资亿元以上产业类项目 59 个，总投资 510 亿元，其中 30 亿元以上项目 5 个，总投资 325.9 亿元，10 亿元以上项目（农业 5000 万以上项目）5 个，总投资 48.3 亿元。受益于引入企业的增多和良好运营，当年新区实现工业应税销售 825 亿元，同比增长 15%；规模以上工业企业销售收入 1808.6 亿元，同比增长 13.8%；利税总额 202.0 亿元，同比增长 16.5%；规模工业产值 1804.2 亿元，同比增长 12.8%；规模工业增加值同比增长 7.2%。

固定资产投资方面，2017 年，新区实现固定资产投资 450.7 亿元，同比增长 4.9%，增速较上年放缓 10 个百分点。其中工业投入 309.2 亿元，同比增长 14.2%；工业技改投入 155.9 亿元，同比增长 14.3%；服务业投入 126.4 亿元，同比下降 1.3%；农业投入 1.1 亿元，同比下降 41.1%；基础设施投入 60.1 亿元，同比下降 49.1%。新区常住人口吸纳能力有限使得商品房开发状况一般，2017 年完成房地产投资 32.25 亿元，同比增长 14.36%；销售面积 72.67 万平方米，同比下降 3.93%。当年，新区分别完成工业用地和商住用地 918.40 万亩和 594.09 万亩，出让总价分别为 1.98 亿元和 14.19 亿元。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍主要承担新区内基础设施建设及保障性住房的投融资职能，随着镇江新区基础设施建设日趋完善，2017 年公司基础建设投入明显减少，工程施工和安置房投入出现下滑；依托大量完成整理的土地对外转让，营业收入明显增加。

该公司为镇江新区的核心投融资主体，主要负责区域内国有资产的运营管理和重大项目的投资建设。2017 年公司实现营业收入 76.64 亿元，同比增长 4.27%，其中工程施工收入大幅减少 58.34% 至 14.15 亿元，房地产开发收入略降 8.24% 至 16.26 亿元。此外，公司还从事制造业、物流业、商贸及其他等业务，但规模相对较小，对整体盈利贡献不大。2017 年公司投资性房地产收入 22.87 亿元，主要系因转让大量土地使用权所致⁴，带动其他业务收入大幅增长。

图表 2. 公司营业收入构成及毛利率情况

业务类型	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
营业收入	70.87	100	73.75	100	76.64	100
工程施工	30.81	43.47	33.97	46.07	14.15	18.45
房地产	31.33	44.20	17.72	24.03	16.26	21.22
制造业	1.65	2.33	3.03	4.11	5.73	7.47
商贸及其他	4.61	6.51	7.93	10.76	11.56	15.07
其他	2.48	3.50	11.09	15.04	28.94	37.76
毛利率		14.93		17.53		25.80
工程施工		17.43		18.43		17.77
安置房		14.23		17.56		14.33
制造业		-11.36		43.14		46.99
商贸及其他		19.72		17.78		28.04
其他		1.18		7.59		31.07

注：根据瀚瑞控股提供的数据整理

(1) 工程施工业务

该公司工程施工业务主要由子公司新区城投、镇江新区交通建设投资有限公司以及公司本部工程处负责。公司承接的道路施工、园区代建和拆迁项目由新区管委会统一规划安排，公司负责筹集建设资金并组织对外发包，项目完工后由新区管委会进行回购，回购金额为项目成本加成一定比例，回购资金由新区财政列入资金预算。公司按施工进度确认工程收入，其中管委会未支付部分计入应收账款。

随着镇江新区基础设施建设基本成型，该公司承接的工程施工业务不断减少，并进入前期项目结算回购期。2017 年，公司完成工程施工投入 19.11 亿元（明显少于上年的 57.08 亿元），确认收入 14.15 亿元，当年收到新区管委会回购款 20.19 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司在建项目主要包括科技新城三期配套工程、万顷良田二期工程、姚桥夹江码头和丁卯地下综合管廊一期等工程，总投资额 53.62 亿元，已完成投资 39.74 亿元。公司已承接未开工的项目包括连淮扬镇高铁周边路网等 11 个项目，预算总投资 26.26 亿元，于 2018 年底陆续开工。同期末，公司已完工待结款的项目有 33 个，总投资额 110.29 亿元，总回购价款 132.74 亿元，已回笼资金 75.65 亿元。

⁴ 镇江经济技术开发区土地储备中心在 2017 年收购该公司 15.63 万平方米土地使用权（以前年度政府注入土地，由公司完成整理），土地使用权类型为出让（委托收储），土地用途包括城镇住宅用地、商业用地、商务金融等。约定在 2017 年底前完成土地交付，土储中心在被收购土地证注销且公司交地后，以货币形式支付全部收储补偿款。当年，公司累计收到款项 5.53 亿元。相关收入的可持续性受当地土地市场、招商引资、土地指标影响较大。

图表 3. 2018 年 3 月末公司在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	建设期间	未来投资计划	
				2018 年	2019 年
科技新城三期配套工程	11.73	11.43	2014-2018	0.30	-
万顷良田二期工程	8.30	7.00	2014-2018	1.30	-
北港闸、姚桥闸改造	1.05	0.94	2015-2018	0.11	-
大路长江堤防提标续建	0.99	0.64	2015-2017	0.35	-
姚桥夹江码头	9.31	8.06	2015-2018	1.25	-
沿江改造闸站	2.30	1.35	2017-2018	0.95	-
新建姚桥农贸市场	0.35	0.10	2017-2018	0.25	-
丁卯地下综合管廊一期	12.00	5.91	2016-2019	5.30	1.90
南师大附小及幼儿园	3.50	2.00	2017-2018	1.50	-
丁卯城市亮化出新	0.50	0.20	2017-2018	0.30	-
姚桥六标	2.35	1.65	2017-2018	0.71	-
十里长滩启动区建设	1.24	0.46	2018-2019	0.47	0.31
合计	53.62	39.74	-	12.78	2.20

资料来源：瀚瑞控股

图表 4. 2018 年 3 月末公司已承接未开工项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资金额	预计工期
A11 安置房	5.00	2018.11-2020.10
长江干流江苏段崩岸应急治理工程	0.50	2018.4-2018.12
新区国家级技术开发区宕口示范工程整治项目三期工程	1.07	2018.9-2019.12
连镇铁路新区站周边场站	12.70	2017.9-2019.12
谷阳路南段改造 (丁卯桥路-京沪铁路桥)	1.00	2018.11-2019.12
纬一路改造 (谷阳路-智慧大道)	0.50	2018.10-2019.12
心湖高级中学(一中新区分校)	3.20	2018.6-2019.11
大路姚桥农村污水收集处理	1.40	2018.6-2019.12
镇江新区实验小学改扩建工程	0.30	2018.6-2019.7
北港北路(滨江路-港和建材) (滨江路-港和建材)(滨江路-港和建材) (滨江路-港和建材)	0.25	2018.6-2018.12
银环路(港中路-烟墩山路)	0.23	2018.6-2018.12
农路升级改造	0.11	2018.6-2018.12
合计	26.26	-

资料来源：瀚瑞控股

*：公司拟建项目形式上多已开工，但未实际投入建设

(2) 房地产业务

该公司房地产业务主要以安置房、保障房建设为主，商业房地产开发为辅。其中安置房、保障房建设主要由子公司镇江瑞城房地产开发有限公司（简称“瑞城房产”）负责，商业房地产开发主要由江苏大港股份有限公司（简称“大港股份”）负责。2017 年，公司实现房地产业务收入 16.26 亿元，其中主要来源于安置房、保障房业务。

该公司获得的安置房建设任务每年由新区管委会下达，瑞城房产与新区管委会签订协议，安置房建成后新区管委会按 15-20% 成本加成价格回购。2017 年公司安置房回购收入 12.97 亿元，同比略降 4.70%，主要系当年交付的安置房项目规模较小，为 A8 地块一期安置房项目结转的收入。

截至 2018 年 3 月末，该公司在建安置房、保障房项目包括平昌新城、光华路公租房等，建筑面积合计 54.40 万平方米，计划总投资 17.61 亿元，累计已完成投资 14.56 亿元。此外，公司拟建项目主要为 A11 项目，建筑面积 16.80 万平方米，计划总投资 4.50 亿元。

图表 5. 2017 年末公司主要在建及拟建保障房项目（单位：亿元、万平方米）

项目名称	项目位置	项目总投资（亿元）	规划建设面积（万 m ² ）	项目性质
在建项目				
平昌新城 A7 安置房	衡山以西、盛岗路南	10.61	37.00	安置房
光华路公租房	光华路	7.00	17.40	公租房
拟建项目				
A11 安置房	新区银山东路以南、烟墩山路以东	4.50	16.80	安置房
合计		22.11	71.20	

资料来源：瑞城房产

跟踪期内，镇江市楼市量跌价升，2017 年大港股份房地产销售收入同比减少 20.07% 至 3.29 亿元。当年末，该公司在开发的商品房项目主要为南湖庄园东区、南湖庄园西区、运河印象（楚桥雅苑）、青年汇和丁卯公租房，计容建筑面积合计 57.59 万平方米，已完工面积 46.99 万平方米，计划总投资 29.85 亿元，实际投入 32.46 亿元。其中已处于在售阶段的房地产项目包括中央公园东区及西区、青年汇和运河印象（楚桥雅苑），2017 年实现签约预售面积 6.74 万平方米，结转面积 5.29 万平方米，尚有约 10 万平方米待售，面临一定的去化压力。此外，公司后续还有经纬大厦、龙湾国际等储备项目，投资规模及启动时间尚不确定。

图表 6. 2017 年末大港股份主要房地产项目开发情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	项目状态	业态	占地面积	计容建筑面积	至 2017 年末已完工建筑面积	开工时间	预计总投资金额	实际投资金额
南湖庄园东区	竣工	商住	5.47	5.86	7.47	—	4.20	3.22
南湖庄园西区	在建	商住	5.42	6.00	5.50	20.16	4.50	3.48
青年汇	在建	商住	4.76	15.96	6.77	2014.8	10.00	9.27
运河印象（楚桥雅苑）	竣工	住宅、酒店式公寓	8.49	16.91	15.30	—	7.08	8.72
丁卯公租房	竣工	住宅	5.25	12.86	11.95	—	6.68	5.16

资料来源：大港股份

图表 7. 2017 年大港股份商业房地产销售情况（单位：万平方米）

项目名称	业态	期初可供出售面积	本期签约面积	本期结算面积	竣工时间
南湖庄园东区	洋房	0.79	0.55	0.29	2015.12
	叠加	0.26	0.33	0.06	2015.12

	双拼	0.18	—	—	2015.12
	合院	0.25	—	—	2015.12
	独栋	0.17	—	—	2015.12
	商业	0.06	—	—	2015.12
	车位	0.44	0.08	—	2015.12
南湖庄园西区	洋房	1.80	0.9	—	2018.5
青年汇	住宅	4.51	4.30	3.30	2018.12
	商业	0.43	0.00	0.00	2018.12
	车位	1.90	—	—	—
运河印象（楚桥雅苑）	住宅	0.33	0.33	1.01	2014.12
	公寓	0.66	0.48	0.63	2014.1
	商业	0.77	-0.23	0	2015.12
	车位（个）	0.8535（285个）	0	0	—
	储藏室	0.44	0	0	—
合计	—	13.84	6.74	5.29	—

资料来源：大港股份

（3）制造业

该公司以往制造业产品包括硅片和混凝土，但规模较小，核心竞争力不突出。2016年5月，大港股份收购艾科半导体股权⁵；6月起，艾科半导体股权纳入公司合并范围。2017年度，艾科半导体营业收入为4.98亿元，净利润为1.31亿元。相关业务引入有望为公司制造业板块带来新的利润增长点。

（4）其他业务及发展规划

该公司其他业务还包括物流、商品、旅游等，经营规模较小，对整体经营情况影响不大。

随着镇江新区基础设施建设的逐步完善，该公司可承接的基础建设和保障房项目显著减少。为减小由此带来的负面影响，公司计划将“基础设施建设、园区经营开发、现代农业”三大核心板块整合重组，与综合服务呼应，合理调整业务结构。未来公司计划在融资创新方面取得新的突破，基本实现融资、投资、建设、运营、收益、再融资的良性循环，在政策性业务偿债机制基本通畅的前提下，初步形成市场化业务造血机能。

管理

跟踪期内，该公司产权结构、管理制度、机构设置等方面无重大变化。公司关联交易规模大，大量资金被关联方占用。

跟踪期内，该公司股东及实际控制人仍为镇江市国资委，公司治理结构及管理水平等方面无显著变化。

⁵ 该公司通过非公开发行股票的方式共计发行1.70亿股，其中向王刚等11名艾科半导体原股东发行0.94亿股，发行价格10.76元/股；向特定投资者发行0.76亿股，发行价格14元/股。

该公司关联交易规模较大，2017 年主要包括：对镇江经济技术开发区土地储备中心销售投资性房地产土地 22.76 亿元、对镇江新区保障住房建设发展有限公司销售商品 12.81 亿元，对镇江新区管理委员会（以下简称“新区管委会”）提供工程施工劳务 13.97 亿元，向新区管委会收取资金占用费 46.89 亿元，向新区保障房公司和镇江出口加工区城投物资开发有限公司（以下简称“加工区城投”）分别提供资金拆借 76.69 亿元和 162.57 亿元。截至 2017 年末，公司与关联方主要应收应付情况见下图，关联方占款规模大。

图表 8. 2016-2017 年末公司与关联方往来科目余额（单位：亿元）

关联方	科目	2016 年末	2017 年末
镇江新区管委会	应收账款	211.53	213.77
	其他应收款	227.10	270.12
	一年内到期的非流动资产	6.00	6.70
	长期应收款	6.70	—
	其他应付款	2.95	2.97
加工区城投	其他应收款	32.42	35.75
	应收利息	0.22	0.31
	其他应付款	3.89	—
镇江新区保障住房建设发展有限公司	应收账款	13.58	2.56
	其他应收款	37.38	35.75
	应收利息	0.08	0.13
	其他应付款	1.52	7.29
镇江新区新市镇建设有限公司	其他应收款	8.77	9.70
	一年内到期的非流动资产	0.58	0.55
	其他应付款	1.03	1.25

注：根据瀚瑞控股 2016 年度及 2017 年度审计报告附注整理

据该公司提供的 2018 年 5 月 11 日人行征信系统《企业信用报告》，公司未结清信贷信息中无金融机构违约记录，对外担保中有 2.56 亿元担保金额列为关注类，系因被担保公司镇江新农发展投资有限公司和镇江新域环境工程有限公司均为政府平台类客户，故公司对其担保的项目贷款均被列为关注类，目前相关贷款还款情况良好。此外，公司存在 4 笔信贷欠息和 8 笔垫款记录，目前上述欠息均已结清。截至本评级报告日，公司已发行债券还本付息情况正常。

2018 年 1 月 30 日，该公司发布《江苏瀚瑞投资控股有限公司及其控股子公司受到重大行政处罚的公告》。公告显示，“瀚瑞控股收到镇江市国土资源局出具的行政处罚决定书（镇国土资监处新[2017]1 号）。瀚瑞控股自 2011 年 9 月起非法占用北山路两侧 75678 平方米建设镇江危化品物流园项目。其中 4303 平方米符合土地利用总体规划，71375 平方米不符合土地利用总体规划。镇江市国土资源局根据相关规定对瀚瑞控股进行行政处罚：责令退还非法占用的 75678 平方米土地；没收在非法占用的 4303 平方米土地上新建的建筑物和其他设施；限期 15 日内自行拆除在非法占用的 71375 土地上新建的建筑物和其他设施，恢复土地原状；罚款 1280863 元。公司就非法占用土地事项与镇江市国土资源局新区分局沟通并积极组织整改。”另外，“近期新区城投收到镇江市城市管理行政执法局出具的行政处罚决定书（镇城执罚字[2017]第 410012 号）。新区城投于 2013 年

9月起在镇江新区周章路以东、银山西路以南、港南路以北银山小学建设项目内搭建的三栋教学楼、一栋综合楼、一栋多功能厅、一栋图书馆、一栋展览馆、地下车库、五处连廊、三个门卫室合计总面积 43369.2 平方米，上述建筑物均未办理建设工程规划许可证。镇江市城市管理行政执法局责令公司向镇江市规划部门申请补办建筑总面积约 43369.2 平方米的建设工程规划许可证，并对公司处于罚款人民币 10861415 元整。公司已于 2018 年 1 月 4 日缴纳全部行政罚款，后续将尽快办理建设工程规划许可证。”据悉，上述事项均系历史遗留问题所引起，在规划手续办理完成前就开始动工，未来公司将规范施工流程；此外，上述行政罚款将全部纳入代建成本，未来将由业主方全部返还。

财务

跟踪期内，该公司主业盈利仍偏弱，整体盈利对政府补贴依赖度高。公司存在持续的大额非经营性占用，依靠筹资维持现金流平衡。得益于由新增货币注资引起的权益资本增厚，公司负债经营程度仍维持在合理水平，但资产质量不佳，应收类款项及房屋、土地资产占比较高，且大量用于抵质押融资，加上 2017 年以来短期融资增多，流动性风险较大。此外，公司对外担保规模较大，或有风险偏高。

1. 公司财务质量

江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 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）、企业会计制度及其补充规定。

财政部于 2017 年 4 月 28 日、2017 年 5 月 10 日分别发布了《企业会计准则第 42 号-持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第 16 号-政府补助》（修订），并定于 2017 年 5 月 28 日、2017 年 6 月 12 日分别施行。该公司根据上述会计准则变更条款，对 2017 年 1 月 1 日存在的政府补助采用未来适用法处理。

2017 年末，该公司纳入合并报表范围的子公司较上年增加 7 家、减少 5 家，对整体经营影响不大。至年末，公司合并报表范围内的控股子公司合计 67 家，包括 21 家二级子公司、37 家三级子公司和 9 家四级子公司。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

依托引入外部投资者，该公司自有资本实力显著提升，2017 年末所有者权益较上年末增长 9.93% 至 557.26 亿元。当年子公司瑞城房产获取镇江新区中机中信保障房发展基金投资管理中心（有限合伙）货币增资 37.50 亿元⁶、镇江新区交通建设投资有限公司获

⁶ 出资方中信证券股份、公司本部、江苏中机资产管理有限公司分别认缴 30 亿元、7.50 亿元、50 万元，镇江新区新市镇建设有限公司自 2020 年起每年收购 2 亿元、8 亿元、8 亿元、8 亿元和 11.50 亿元，年收益率为 5.65%。

取镇江新区众联平安建设发展基金投资管理中心（有限合伙）货币增资 12.50 亿元⁷，相应增加资本公积和少数股东权益。2017 年末公司所有者权益中，实收资本 50.00 亿元、资本公积 324.96 亿元、少数股东权益 113.62 亿元和其他综合收益 49.52 亿元。资本公积大部分为镇江市国资委或新区管委会资产投入。

2017 年末，该公司负债总额为 965.53 亿元，较上年末增长 12.58%。依托增长的权益资本，公司财务杠杆水平较为稳定，年末资产负债微升 0.56 个百分点至 63.41%。刚性债务是公司负债的主要增量和组成部分，2017 年末增长 15.99% 至 860.46 亿元，占负债总额的 89.11%。年末刚性债务中金融机构借款 406.23 亿元（银行借款占比约七成），包括短期借款 51.01 亿元，一年内到期长期借款 125.52 亿元和长期借款 229.70 亿元。金融机构借款以质押及抵押借款为主，主要系土地使用权抵押及定期存款、应收账款质押等，融资成本较高，银行借款利率在基准利率至基准上浮 20%，信托借款利率区间为 7%-12%。2017 年，公司发行了多期债务融资工具（主要为超短期融资券），年末应付债券（含一年内到期）升至 346.87 亿元。此外，公司还通过融资租赁以及基金借款⁸等形式筹措资金，2017 年末分别为 48.15 亿元和 63.55 亿元。为控制融资成本，2017 年公司加大了短期直接债务融资力度，年末长期刚性债务与短期刚性债务比为 1.45，明显低于上年的 2.05，即期偿付压力上升。

图表 9. 公司 2017 年末金融机构借款情况（单位：亿元）

借款类别	短期借款	一年内到期的长期借款	长期借款	合计
信用借款	13.10		30.01	43.11
保证借款	25.67	32.27	88.82	146.76
质押及抵押借款	12.24	93.26	110.86	216.36
合计	51.01	125.52	229.70	406.23

注：根据瀚瑞控股提供的数据绘制

除刚性债务外，公司负债还主要分布在应付账款、其他应付款，分别占 2017 年末负债总额的 4.39% 和 2.66%。年末应付账款余额为 42.40 亿元，构成较为分散，账龄多在 2 年以内，包括对中建镇江建设发展有限公司、深圳中海建筑有限公司等单位的工程款等；公司其他应付款为 25.69 亿元，主要是企业间的往来资金以及施工单位缴存的保证金。

该公司对镇江市下属国有企事业单位的外部借款提供大额担保，截至 2018 年 3 月末，公司对外担保余额合计为 291.80 亿元，占期末净资产的 52.30%，公司担保比率偏高，存在较高的代偿风险。

（2）现金流分析

跟踪期内，该公司收到的政府回款较往年明显增加，项目建设支出有所减少，此外非经营性往来收支略有结余，2017 年经营性现金净流量为 13.28 亿元。由于持续向加工

⁷ 平安证券股份有限公司、镇江新区新市镇建设有限公司和苏州众联投资管理有限公司分别认缴 10.00 亿元、2.50 亿元和 50 万元，镇江新区新市镇建设有限公司自 2020 年起每年收购 1.25 亿元、1.25 亿元、1.25 亿元、2.50 亿元、2.50 亿元和 2.50 亿元，年收益率为 6.00%。

⁸ 出资方为全国社会保障基金理事会（优先级有限合伙人）、交银施罗德资产管理有限公司（优先级有限合伙人）、瀚瑞控股（劣后级有限合伙人）和上海金浦城市发展股权投资基金管理有限公司（普通合伙人），担保方为镇江交产；瀚瑞控股作为股权回购方，基金期限为 5 年，优先级利率 6.5%，瀚瑞控股每年向金浦基金支付利息，到期支付投资本金，直至金浦基金完成退出。

区发放委托贷款，当年投资环节现金净流出为-78.37 亿元。为弥补投资环节产生的资金缺口，公司加大了融资力度，2017 年筹资环节现金净流入 100.70 亿元。

(3) 资产质量分析

跟踪期内，该公司资产总额持续扩大，2017 年末资产总额为 1522.89 亿元，较上年末增长 11.60%，主要以货币资金、应收账款、其他应收款、投资性房地产和其他类资产（包括一年内到期的非流动资产、其他流动资产、其他非流动资产）为主。因部分融入资金未使用，2017 年末货币资金为 141.02 亿元，其中未受限资金为 66.93 亿元，与上年末基本持平（2016 年末为 66.36 亿元）；年末应收账款 243.74 亿元，较上年末增长 11.51%，主要原因在于工程建设及安置房陆续已完工确认收入，但新区管委会回款相对延后；其他应收款增长 2.10%至 347.52 亿元，包括应收新区管委会 270.12 亿元、应收镇江新区保障住房建设发展有限公司 35.75 亿元、应收镇江出口加工区城投 14.05 亿元，回款存在不确定性；由于部分土地使用权转让，投资性房地产年末余额减少 2.33%至 294.36 亿元，包括土地使用权 187.45 亿元、房屋及建筑物 105.76 亿元；公司向新区保障房公司和加工区城投等拆出大量资金，根据借款期限分别入账至一年内到期的非流动资产、其他流动资产、其他非流动资产⁹，年末余额分别为 99.95 亿元、42.90 亿元和 138.60 亿元，合计较上年末增长 13.89%，主要系当年资金拆借本金增加所致。此外，公司 2017 年可供出售金融资产增长较快，年末为 55.05 亿元，主要是基金借款的劣后级。

(4) 流动性/短期因素

该公司账面流动性指标处于良好水平，但公司流动资产主要沉淀在新区管委会占款和土地使用权等，变现具有较大不确定性，公司资产质量实际偏弱。

图表 10. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动比率 (%)	268.96	229.96	226.72
速动比率 (%)	202.09	209.70	206.96
现金比率 (%)	28.53	32.94	33.60

资料来源：瀚瑞控股

该公司大量资产已用于抵、质押融资。截至 2017 年末，公司受限资产账面价值合计为 374.33 亿元，其中受限的货币资金为 74.09 亿元，应收账款质押资产账面价值为 105.38 亿元，土地、房产等抵押资产账面价值为 187.90 亿元。

图表 11. 截至 2017 年末公司受限资产情况

名称	受限金额(亿元)	受限金额占该科目的比例 (%)	受限原因
货币资金	74.09	52.54	质押
应收账款	105.38	43.23	质押
长期应收款	3.38	11.12	抵押
无形资产	1.01	37.97	抵押
投资性房地产	187.90	63.83	抵押

⁹ 拆出资金期限为 1-3 年不等，1 年期计入其他流动资产，2-3 年期计入其他非流动资产，后者临近回收期调整至一年期到期的非流动资产入账；年利率不超过 1%，与公司融资成本倒挂，实际可视为资金占用。

名称	受限金额(亿元)	受限金额占该科目的比例(%)	受限原因
其他非流动资产	0.18	0.13	质押
固定资产	2.39	1.39	抵押
合计	374.33	24.56	—

资料来源：瀚瑞控股

3. 公司盈利能力

2017年，该公司营业毛利为19.77亿元，主要来自投资性房地产销售，工程施工毛利明显减少。当年公司期间费用同比增加41.25%至14.28亿元，其中财务费用10.57亿元，同比增长62.72%，债务规模增加以及资金成本上涨使得财务费用大幅增长（公司将绝大部分利息支出全部列入财务费用）。由于公司主业具有较强公益性，盈利能力偏弱，主要依赖财政补贴实现利润。2017年公司政府补助3.79亿元，（分别计入其他收益和营业外收入3.75亿元和0.04亿元），实现净利润4.14亿元，同比增长4.33%。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

跟踪期内，该公司仍主要承担新区内基础设施建设及保障性住房的投融资职能。随着镇江新区基础设施建设日趋完善，2017年公司基础建设投入明显减少，工程施工和安置房投入出现下滑；依托大量完成整理的土地对外转让，营业收入明显增加，但主业盈利仍偏弱，整体盈利对政府补贴依赖度高。公司持续存在的大额非经营性占用，依靠筹资维持现金流平衡。得益于由新增货币注资引起的权益资本增厚，公司负债经营程度仍维持在合理水。

2. 外部支持因素

该公司可获得新区管委会在政策、资产注入与建设补贴上的大力支持。同时，公司2017年末获得的银行授信总额为329.68亿元，其中未使用额度132.76亿元，尚具有一定的融资空间。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 外部担保

(1) 12 镇江新区债

“12 镇江新区债”由镇江交产提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。截至2017年末，镇江交产经审计的合并口径资产总额为1184.13亿元，所有者权益为446.77亿元（其中归属于母公司所有者权益为407.63亿元）；2017年度实现营业总收入68.20亿元，实现净利润5.90亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为5.73亿元）。

作为镇江市交通基础设施建设的投融资主体和建设主体，主要承担镇江市交通领域的基础设施和市政配套工程建设、部分保障房建设等任务；同时，经镇江市政府批准对道路、航道、站埠、桥梁等基础设施周边或道路两侧权限范围内的土地进行前期开发和综合开发。2017年，镇江交产经营规模继续扩张，资产负债率逐步提高，同时刚性债务占比较大，已积累了沉重的债务偿付压力。此外，镇江交产对外担保规模较大，存在一定的或有风险。2017年末镇江交产可动用的货币资金余额99.15亿元，短期偿债能力较强。

(2) 16 瀚瑞债 01

“16 瀚瑞债 01”由中债信用增进投资股份有限公司（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。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 12. 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）

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“16 瀚瑞债 01”的安全性。

(3) 16 瀚瑞债 02

“16 瀚瑞债 02”由瀚华担保股份有限公司（简称“瀚华担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。瀚华担保系经重庆市金融工作办公室批准于 2009 年 8 月成立的商业性担保公司，初始注册资本 10.00 亿元，经多次增资及股权转让，截至 2016 年末，瀚华担保的注册资本为 35.00 亿元，其中瀚华金控股份有限公司（简称“瀚华金控”）出资 34.965 亿元，持股 99.90%，为控股股东；重庆惠微投资有限公司出资 0.035 亿元，持股 0.10%。截至 2016 年末，瀚华担保在重庆、四川、云南、湖北、陕西、甘肃、辽宁、北京、山东、江苏、上海等地区设立了 26 家分支机构，担保业务实现对全国 22 个省份和地区的覆盖。

截至 2016 年末，瀚华担保经审计的合并报表口径资产总额为 57.83 亿元，净资产为 40.39 亿元；2016 年度担保业务发生额为 413.66 亿元，期末担保责任余额为 330.74 亿元，担保放大倍数 8.18 倍；当年瀚华担保共实现营业收入 10.29 亿元，净利润 1.97 亿元。

瀚华担保作为瀚华金控的子公司，在资金、业务等方面可获得股东支持。同时，瀚华担保与多家商业银行建立了良好的合作关系，能够得到一定的业务支持，资本实力较强且业务规模不断扩大，已积累了一定的担保业务经验。瀚华担保主要服务于中小企业，近年来，传统银行融资担保业务代偿风险上升，瀚华担保逐步缩减传统银行融资担保业务规模，适当开展债券担保、保本基金担保等业务，同时以核心企业为依托，大力发展供应链金融业务，业务规模总体保持增长态势。

整体来看，瀚华担保提供的担保进一步增强了“16 瀚瑞债 02”的安全性。

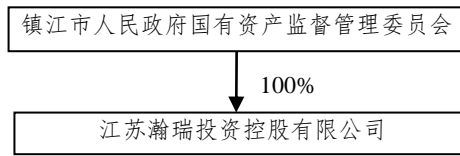
跟踪评级结论

综上所述，跟踪期内，镇江市和镇江新区经济仍呈平稳增长态势。该公司是镇江市核心投融资平台之一，主要在镇江新区内从事基础设施及安置房项目的投融资任务。2017 年公司建设规模出现下滑，但非经营性资金占用规模持续扩大，刚性债务规模增加。得益于由新增股东注资引起的权益资本增厚，公司负债经营程度仍维持在合理水平。不过公司资产质量不佳，且抵质押比例较高，流动性风险较大。此外，公司对外担保规模较大，或有风险偏高。

本评级机构仍将持续关注：（1）镇江市及镇江新区经济发展和财政收支状况对该公司运营能力和偿债能力的影响；（2）镇江新区土地出让的可持续性；（3）公司能否获得持续有效的政府财政支持；（4）新区管委会向公司付款的及时、足额到位情况；（5）公司非经营性往来资金回收情况；（6）公司对外担保情况；（7）担保方信用质量变化情况。

附录一：

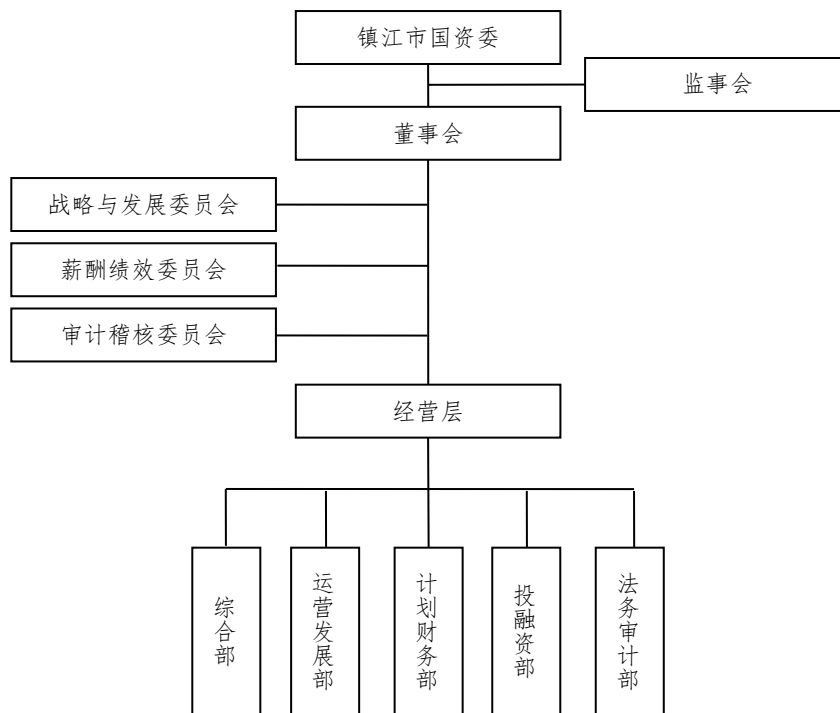
公司与实际控制人关系图



注：根据瀚瑞控股提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据瀚瑞控股提供的资料绘制（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]	1009.75	1364.61	1522.89
货币资金 [亿元]	74.20	105.36	141.02
刚性债务[亿元]	547.89	741.85	860.46
所有者权益 [亿元]	375.64	506.90	557.26
营业收入[亿元]	70.87	73.75	76.64
净利润 [亿元]	4.55	3.97	4.14
EBITDA[亿元]	57.17	66.82	67.69
经营性现金净流入量[亿元]	-16.48	-20.58	13.28
投资性现金净流入量[亿元]	-186.32	-135.67	-78.39
资产负债率[%]	62.80	62.85	63.41
长短期债务比[%]	128.01	161.75	50.84
权益资本与刚性债务比率[%]	68.56	68.33	64.76
流动比率[%]	268.96	229.96	226.72
速动比率 [%]	202.09	209.70	206.96
现金比率[%]	28.53	32.94	33.60
利息保障倍数[倍]	1.10	1.11	1.10
有形净值债务率[%]	170.15	172.81	176.62
担保比率[%]	59.40	55.58	55.63
毛利率[%]	14.93	17.53	25.80
营业利润率[%]	0.15	0.73	8.60
总资产报酬率[%]	6.37	5.52	4.54
净资产收益率[%]	1.44	0.90	0.78
净资产收益率*[%]	1.64	1.23	0.74
营业收入现金率[%]	77.97	30.43	70.36
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-6.18	-6.80	3.52
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.90	-2.76	1.46
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-76.02	-51.59	-17.28
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-35.64	-20.95	-7.14
EBITDA/利息支出[倍]	1.12	1.13	1.14
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.10	0.08

注：表中数据依据瀚瑞控股净审计的 2015-2017 年度财务数据整理、计算。

附录四：

担保方镇江交产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]	914.75	1127.02	1184.13
货币资金 [亿元]	101.43	156.53	172.33
刚性债务[亿元]	471.48	598.85	676.96
所有者权益 [亿元]	354.05	438.94	446.77
营业收入[亿元]	21.07	24.47	68.20
净利润 [亿元]	3.92	4.08	5.90
EBITDA[亿元]	5.35	6.71	9.73
经营性现金净流入量[亿元]	-7.89	-9.66	3.30
投资性现金净流入量[亿元]	-4.30	-8.93	-21.20
资产负债率[%]	61.29	61.05	62.27
长短期债务比[%]	105.20	112.93	110.75
权益资本与刚性债务比率[%]	75.09	73.30	66.00
流动比率[%]	209.73	230.42	230.81
速动比率 [%]	70.36	82.91	83.82
现金比率[%]	37.12	48.44	49.28
利息保障倍数[倍]	0.12	0.16	0.16
有形净值债务率[%]	158.41	156.83	165.12
担保比率[%]	43.72	46.16	41.90
毛利率[%]	17.39	10.78	11.90
营业利润率[%]	6.19	3.27	11.46
总资产报酬率[%]	0.61	0.56	0.71
净资产收益率[%]	1.34	1.03	1.33
净资产收益率*[%]	1.36	1.02	1.42
营业收入现金率[%]	81.85	101.77	75.25
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-3.41	-3.24	0.98
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-1.65	-1.55	0.46
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-5.27	-6.23	-5.32
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.55	-2.98	-2.51
EBITDA/利息支出[倍]	0.14	0.19	0.19
EBITDA/刚性债务[倍]	0.01	0.01	0.02

注：表中数据依据镇江交产经审计的 2015-2017 年度财务数据整理、计算。

附录五：

担保方中债信用增进公司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：根据中债信用增进公司经审计的 2015-2017 年财务报表以及相关期间业务数据整理计算。

附录六：

瀚华担保主要财务数据及指标表

项目	2014年	2015年	2016年
财务数据与指标：			
股东权益（亿元）	38.35	38.42	40.39
风险准备金（亿元）	10.29	12.40	14.76
总资产（亿元）	48.35	52.79	57.83
担保业务净收入（亿元）	6.24	5.67	9.18
营业利润（亿元）	1.67	1.90	2.29
净利润（亿元）	1.60	1.57	1.97
营业利润率（%）	17.73	26.00	21.61
平均资本回报率（%）	4.18	4.09	5.00
风险准备金充足率（%）	4.03	4.28	3.43
担保责任放大倍数（倍）	6.66	7.55	8.18
融资担保责任放大倍数（倍）	5.10	5.17	5.35
资本充足率（%）	15.01	13.24	9.38
代偿保障率（%）	255.03	336.18	366.87
现金类资产比率（%）	85.23	74.72	74.36
担保业务：			
担保发生额（亿元）	287.58	322.15	413.66
担保责任余额(亿元)	255.54	290.07	330.74
累计担保代偿率（%）	1.93	1.94	1.41
累计代偿回收率（%）	18.70	42.13	41.95
累计代偿损失率（%）	30.65	19.85	16.14

注：上表中各项“财务数据与指标”根据瀚华担保 2014-2016 年审计报告及相关期间业务数据整理计算。

附录七：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末短期投资余额+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

附录八：
公司存续债券概况

发行主体	债券简称	起息日	期限	债券余额	利率	备注
本部	12 镇江新区债	2012/3/1	7	6.40	8.16	2015-2019 年，每年偿还本金的 20%。
	14 镇江新区 MTN001	2014/6/16	5	10.00	7.15	—
	14 镇江新区 MTN002	2014/11/13	5	8.00	6.00	—
	15 镇江经开 PPN001	2015/3/27	3	10.00	7.20	—
	15 镇江经开 PPN002	2015/5/13	3	5.00	7.20	2016 年末投资者回售选择权。
	15 瀚瑞投资 PPN003	2015/6/8	3	5.00	7.20	2016 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。
	15 瀚瑞投资 PPN004	2015/9/28	3	10.00	7.20	—
	债权融资计划	2016/3/30	3	5.00	6.50	—
	债权融资计划	2016/3/31	3	5.00	6.50	—
	16 瀚瑞 01	2016/4/15	7	16.00	4.63	2019-2023 年，每年偿还本金的 20%。
	16 瀚瑞投资 PPN001	2016/7/1	3	5.00	6.50	—
	16 瀚瑞投资 PPN002	2016/7/11	3	5.00	6.30	附第 2 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回收选择权。
	16 瀚瑞 02	2016/8/31	7	8.00	5.00	2019-2023 年，每年偿还本金的 20%。
	16 瀚控 01	2016/9/23	3	20.00	5.58	—
	16 瀚控 02	2016/10/11	5	15.00	5.56	附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回收选择权。
	17 瀚瑞 CP001	2017/4/19	1	9.00	5.48	—
	17 瀚瑞 SCP003	2017/6/23	0.74	5.00	6.80	—
	17 瀚瑞 SCP004	2017/7/21	0.74	15.00	6.49	—
	17 瀚瑞 SCP005	2017/8/7	0.74	10.00	6.27	—
	17 瀚瑞 SCP006	2017/8/30	0.74	10.00	6.80	—
	17 瀚瑞 CP002	2017/8/30	1	6.00	6.80	—
	17 瀚瑞投资 MTN001	2017/9/30	5	3.00	6.60	—
	18 瀚瑞投资 MTN001	2018/1/22	5	6.00	7.05	—
	18 瀚瑞投资 SCP001	2018/2/11	0.74	5.00	7.50	—
18 瀚瑞投资 SCP002	2018/3/4	0.5	5.00	7.20	—	
18 瀚瑞投资 SCP003	2018/3/20	0.74	5.00	7.80	—	
18 瀚瑞投资 SCP004	2018/4/10	0.74	5.00	7.80	—	
18 瀚瑞投资 SCP005	2018/4/25	0.74	6.00	7.80	—	
Hanrui Overseas Investment Co.,Ltd	境外债券	2016/6/28	3	3.00 亿美元	4.90	—
	境外债券	2016/11/17	3	1.90 亿美元	4.90	—
镇江新区城市建设投资有限公司(以下简称“新区城投”)	14 镇江新城债 01	2014/1/16	7	4.50	8.99	2017-2021 年，每年偿还本金的 20%。
	14 镇江新城债 02	2014/2/26	7	4.80	8.35	2017-2021 年，每年偿还本金的 20%。
	16 镇新停车场专项债	2016/7/13	7	11.60	5.31	2019-2023 年，每年偿还本金的 20%。
	16 镇新债	2016/9/5	3	15.00	5.80	2019-2023 年，每年偿还本金的 20%。
	17 镇江新城 CP001	2017/5/2	1	10.00	5.70	-
	17 镇江新城 CP002	2017/7/26	1	10.00	5.95	-
	17 镇新债	2017/12/8	5	9.00	7.50	附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回收选择权。
江苏瀚瑞金港融资租赁有限公司	兴证资管-金港租赁一期资产支持专项计划	2017/12/20	2	3.8	6.5	

资料来源：瀚瑞控股

附录九：

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。