



信用等级通知书

信评委函字[2019]Y044号

中诚信证券评估有限公司对滨海县城镇建设发展有限公司及其拟发行的“2019年滨海县城镇建设发展有限公司公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，滨海县城镇建设发展有限公司主体信用等级为**AA**，评级展望稳定；“2019年滨海县城镇建设发展有限公司公司债券”的信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年八月二十三日

2019年滨海县城镇建设发展有限公司 公司债券信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	滨海县城镇建设发展有限公司
发行规模	7.50亿元
债券期限	7年
债券利率	固定利率
偿还方式	每年付息一次，分次还本，第3、第4、第5、第6和第7个计息年度末分别偿还发行总额的20%，到期利息随本金一起支付
担保主体	江苏省信用再担保集团有限公司
担保方式	全额无条件不可撤销连带责任保证担保

概况数据

滨海城发 (合并口径)	2016	2017	2018
总资产(亿元)	54.35	97.63	113.62
所有者权益合计 (亿元)	24.10	43.98	46.47
总负债(亿元)	30.25	53.65	67.14
总债务(亿元)	25.13	45.06	51.97
营业总收入(亿元)	5.76	8.70	11.58
经营性业务利润 (亿元)	0.08	0.65	2.36
净利润(亿元)	1.22	1.68	1.88
EBIT(亿元)	1.58	4.10	4.83
EBITDA(亿元)	1.65	4.55	5.34
经营活动净现金流 (亿元)	-3.72	-18.61	4.05
收现比(X)	0.00	1.42	0.63
总资产收益率(%)	4.33	5.40	4.57
营业毛利率(%)	10.38	17.24	7.20
应收类款项/总资产 (%)	34.10	42.06	39.88
资产负债率(%)	55.65	54.95	59.10
总资本化比率(%)	51.05	50.61	52.79
总债务/EBITDA(X)	15.22	9.91	9.74
EBITDA 利息倍数 (X)	3.12	2.11	2.00

注：1、公司各期财务报表均采用新会计准则编制；
2、将2016年~2018年末长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“2019年滨海县城镇建设发展有限公司公司债券”的信用等级为AAA，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低，该级别充分考虑了江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本期债券按时还本付息的保障作用。

中诚信证评评定滨海县城镇建设发展有限公司（以下简称“滨海城发”或“公司”）主体信用级别为AA，评级展望为稳定。该级别反映了滨海城发偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了滨海县较强的经济实力为公司业务发展提供了良好的外部环境；公司地位重要，政府和股东支持力度大等因素对公司信用状况的支撑作用；同时，中诚信证评也关注到公司自营项目面临很大投资压力，未来资金平衡情况值得关注；应收类款项对公司资产形成较大占用以及盈利对政府补助依赖较大等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

正面

- 滨海县较强的经济实力为公司业务发展提供了良好的外部环境。近年来，滨海县地区经济保持较快增长，2018年滨海县实现地区生产总值475.42亿元，同比增长5.3%，较强的区域经济为公司提供了良好的发展环境。
- 公司地位重要，政府和股东支持力度大。公司是滨海县重要的城市基础设施投资和运营主体，得到了政府的大力支持。2016年~2018年，滨海县政府和股东合计向公司增资4.22亿元，划入价值25.82亿元的资产和股权。此外，2016年~2018年，公司合计收到政府补助8.26亿元。
- 有效的偿债保障措施。江苏再担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保为本期债券的还本付息提供了有力保障。

江苏再担保 (合并口径)	2016	2017	2018
总资产(亿元)	108.48	122.24	143.93
担保准备金(亿元)	12.56	14.75	17.10
所有者权益(亿元)	69.86	71.73	75.27
在保余额(亿元)	921.24	1,036.64	1,215.72
直保在保余额(亿元)	332.23	452.04	536.72
再保在保余额(亿元)	589.01	584.60	679.00
在保责任余额(亿元)	491.65	623.94	476.60
年新增担保额(亿元)	943.21	901.56	1,021.87
主营业务收入(亿元)	9.46	10.76	12.84
投资收益(亿元)	0.32	0.75	0.56
净利润(亿元)	2.84	3.19	3.78
平均资本回报率(%)	4.49	4.51	5.15
累计代偿率(%)	0.11	0.07	0.03
净资产放大倍数(X)	7.04	8.70	6.33
核心资本放大倍数(X)	6.46	7.95	5.67

注：1、担保及再担保相关业务数据均为江苏再担保本部口径；2、年新增担保额包含直接担保和再担保年新增担保额；累计代偿率、累计损失率和累计回收率均为三年累计指标；3、2018年在保责任余额根据《融资担保公司监督管理条例》四项配套制度权重折算；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信证评统计口径，不可得或不适用的数据或指标，均使用“-”表示，特此说明。

关注

- 自营项目面临很大投资压力，未来资金平衡情况值得关注。公司在建保障房和拟建发电项目未来面临很大投资压力，未来资金平衡情况值得关注。
- 应收类款项对公司资产形成较大占用。截至2018年末，公司应收账款12.29亿元，主要为应收滨海县住房和城乡建设局（以下简称“滨海县住建局”）及滨海县教育局工程款和土地开发整理款；其他应收款33.03亿元，主要为应收往来款，应收类款项对公司资产形成较大占用。
- 盈利对政府补助依赖较大。2016年~2018年，公司利润总额分别为1.30亿元、2.28亿元和2.60亿元，其中政府补助分别为1.22亿元、2.67亿元和4.37亿元，公司盈利对政府补助依赖较大。

分析师

李龙泉 lqli@ccxr.com.cn

刘衍青 yqliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年8月23日

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因对滨海县城镇建设发展有限公司（以下简称“发行主体”）及本期债券进行主动评级并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除本次评级事项外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了勤勉尽责的义务，并合理保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行主体和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体直接提供或授权提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，对基于发行主体直接提供或授权提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

概 况

发债主体概况

滨海县城镇建设发展有限公司成立于 2013 年 9 月，系根据滨海县人民政府滨政复【2013】33 号文，由滨海县土地储备中心出资成立，初始注册资本 1.00 亿元。2014 年 3 月，滨海县土地储备中心对公司增资 2.50 亿元，公司注册资本变为 3.50 亿元。2017 年 1 月 10 日，公司市场主体类型由有限责任公司（非自然人投资或控股的法人独资）变更为有限责任公司（国有独资），滨海县土地储备中心将其所持公司 100% 股权无偿转让给滨海县国有资产经营服务中心（以下简称“滨海县国资中心”），注册资本由 3.50 亿元变更为 11.50 亿元。截至 2018 年末，公司注册资本和实收资本均为 15.00 亿元，股东和实际控制人均为滨海县国资中心。

作为滨海县重要的城市基础设施投资和运营主体，公司主要承担滨海县土地开发整理、城乡基础设施建设、保障房开发、光伏发电及城乡综合开发等业务。

截至 2018 年末，公司总资产为 113.62 亿元，所有者权益合计为 46.47 亿元，资产负债率为 59.10%；2018 年，公司实现营业总收入 11.58 亿元，净利润 1.88 亿元，经营活动净现金流 4.05 亿元。

募集资金概况

本期债券募集资金 7.50 亿元，期限为 7 年，按年付息，从第 3 个计息年度末开始偿还本金，第 3、第 4、第 5、第 6 和第 7 个计息年度末分别偿还发行总额的 20%，到期利息随本金一起支付。

募集资金用途

本期债券募集资金 7.50 亿元，全部用于滨海县城区棚户区改造安居工程。

表1：本期债券募集资金投向情况表（万元，%）

项目名称	投资总额	使用募集资金	募集资金占总投资比例
滨海县城区棚户区改造安居工程	195,640.25	75,000.00	38.34

资料来源：公司提供

区域经济概况

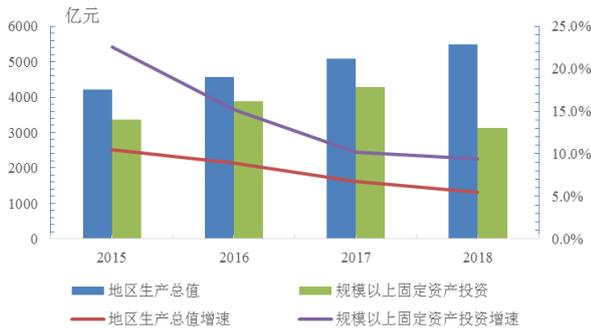
盐城市经济概况

盐城地处中国东部沿海中部，江苏省中东部，位于长江三角洲北翼。盐城是江苏省面积最大的地级市，下辖 3 个区、1 个县级市和 5 个县，全市土地总面积 16,931 平方千米，其中沿海滩涂面积 4,553 平方千米。盐城是江苏沿海地区新兴的工商业城市，也是长江三角洲重要的区域性中心城市。截至 2018 年底，盐城市户籍人口 824.7 万人，比上年末减少 1.42 万人，其中城镇人口 496.5 万人，乡村人口 328.2 万人。年末常住人口 720 万人，城镇化率 64.03%，比上年提高 1.13 个百分点。

近年来，盐城市地区生产总值（GDP）保持逐年增长态势。2016 年~2018 年，盐城市分别实现地区生产总值（GDP）4,576.1 亿元、5,082.7 亿元和 5,487.1 亿元。2018 年盐城市地区生产总值按可比价计算，比上年增长 5.5%。其中，第一产业实现增加值 573.4 亿元，比上年增长 3.2%；第二产业实现增加值 2,436.5 亿元，比上年增长 3.7%；第三产业实现增加值 2,477.2 亿元，比上年增长 8.1%。产业结构持续优化，三次产业增加值比例由 2017 年的 11.1:44.4:44.5 调整为 10.5:44.4:45.1，二三产业比重比上年提高了 0.6 个百分点，人均地区生产总值达 75,987 元（按 2018 年年平均汇率折算约 11,483 美元），比上年增长 5.8%。

2016 年~2018 年，盐城市分别完成固定资产投资 3,882.8 亿元、4,278.5 亿元和 3,125.8 亿元，2018 年，同口径增长 9.4%，增幅列全省第二，快于全省平均增速 3.9 个百分点。2018 年，盐城市固定资产投资中项目投资完成 2,670.9 亿元，占投资总量的 85.4%，增长 9.8%；房地产开发投资完成 454.9 亿元，占投资总量的 14.6%，增长 6.6%。

图 1: 2015 年~2018 年盐城市 GDP 及固定投资情况



资料来源: 盐城市统计局

财政收入方面, 2016 年~2018 年, 盐城市分别完成一般公共预算收入 372.85 亿元、360.00 亿元和 381.00 亿元, 其中税收收入分别为 282.33 亿元、271.92 亿元和 305.06 亿元, 分别占一般公共预算收入 75.72%、75.53% 和 80.07%; 政府性基金收入分别为 142.50 亿元、303.40 亿元和 350.83 亿元, 主要来自国有土地使用权出让。

财政支出方面, 2016 年~2018 年, 盐城市一般公共预算支出分别为 732.53 亿元、753.97 亿元和 840.04 亿元, 政府性基金支出分别为 179.36 亿元、369.07 亿元和 437.89 亿元, 财政平衡率(一般公共预算收入/一般公共预算支出)分别为 50.90%、47.75% 和 45.35%, 一般公共预算收入对一般公共预算支出的覆盖程度较差, 盐城市对上级补助收入依赖较大。

表 2: 2016 年~2018 年盐城市财政收支情况 (亿元)

指标	2016	2017	2018
一般公共预算收入	372.85	360.00	381.00
其中: 税收收入	282.33	271.92	305.06
非税收入	90.51	88.09	75.94
一般公共预算支出	732.53	753.97	840.04
政府性基金收入	142.50	303.40	350.83
政府性基金支出	179.36	369.07	437.89
财政平衡率 (%)	50.90	47.75	45.35

资料来源: 盐城市财政局

总体来看, 盐城市经济持续稳定增长, 经济结构逐渐优化, 但财政平衡率较低, 对上级补助收入依赖较大。

滨海县经济概况

滨海县位于江苏省东北缘、盐城中东北部, 西南与阜宁县相连。西与涟水县接壤, 南襟射阳河、

苏北灌溉总渠与射阳县毗邻, 北依废黄河、中山河与响水县相望, 西枕 204 国道, 苏北灌溉总渠横穿东西境。全县总面积为 1,915 平方公里, 其中陆地面积 1,667.4 平方公里。滨海县行政区划设五汛、蔡桥、正红、通榆、天场、东坎、八巨、八滩、陈涛、滨海港、滨淮、界牌 12 个镇和现代农业产业园区以及滨海港经济区。

近年来, 滨海县经济保持较快增长, 2016 年~2018 年, 滨海县分别实现地区生产总值 (GDP) 391.6 亿元、442.53 亿元和 475.42 亿元, 其中 2018 年同比增长 5.3%。2018 年, 滨海县第一产业增加值 63.45 亿元, 同比增长 3.0%; 第二产业增加值 193.75 亿元, 同比增长 2.9%; 第三产业增加值 218.22 亿元, 同比增长 8.0%。

财政收入方面, 2016 年~2018 年, 滨海县分别完成一般公共预算收入 34.07 亿元、27.30 亿元和 28.94 亿元, 其中税收收入分别为 25.08 亿元、20.49 亿元和 22.58 亿元, 分别占一般公共预算收入的 73.61%、75.05% 和 78.02%; 政府性基金收入分别为 22.07 亿元、12.09 亿元和 15.00 亿元, 主要来自国有土地使用权出让。

财政支出方面, 2016 年~2018 年, 滨海县一般公共预算支出分别为 70.89 亿元、75.36 亿元和 81.04 亿元, 政府性基金支出分别为 26.84 亿元、19.33 亿元和 25.41 亿元, 财政平衡率(一般公共预算收入/一般公共预算支出)分别为 48.06%、36.23% 和 35.71%, 财政平衡率较低, 滨海县对上级补助收入依赖较大。

表 3: 2016 年~2018 年滨海县财政收支情况 (亿元)

指标	2016	2017	2018
一般公共预算收入	34.07	27.30	28.94
其中: 税收收入	25.08	20.49	22.58
非税收入	8.99	6.81	6.36
一般公共预算支出	70.89	75.36	81.04
政府性基金收入	22.07	12.09	15.00
政府性基金支出	26.84	19.33	25.41
财政平衡率 (%)	48.06	36.23	35.71

资料来源: 滨海县财政局

总体来看, 近年来滨海县区经济不断发展, 在一定程度上为公司发展提供了良好的外部环境, 但财政平衡率较低, 对上级补助收入依赖较大。

竞争实力

除公司外，滨海县基础设施投融资公司还有滨海交通控股集团有限公司（以下简称“滨海交通”）和滨海县水务发展有限公司（以下简称“滨海水务”），其中滨海交通主要负责交通基础设施建设和运营，滨海水务主要负责水务设施投资和运营等，各公司业务划分明确。

作为滨海县重要的基础设施建设、保障性住房项目投资开发、运营主体，公司在资金支持、资产划转、政府补助等方面均得到了滨海县人民政府的大力支持。

资金注入方面，根据《关于同意城发公司要求将县财政局拨款转为增加资本金的批复》（滨国资【2016】32号）文件，滨海县财政局拨付公司0.18亿元，公司计入资本公积；根据《关于同意城发公司要求将县财政局拨款转为增加资本金的批复》（滨国资【2017】75号）文件，滨海县财政局拨付公司3.17亿元，公司计入资本公积；根据《关于经济开发区沿海工业园招商服务中心拨款转为增资的批复》（滨沿管复【2017】10号）文件，滨海经济开发区沿海工业园管委会将经济开发区沿海工业园招商服务中心拨付滨海海滨投资开发有限公司（以下简称“海滨公司”）的0.87亿元转为增加公司资本金，计入资本公积。

资产和股权划入方面，根据《关于县城区污水管网资产无偿划转的批复》（滨建【2016】58号）文件，滨海县住房和城乡建设局将县城污水管网资产（东至连盐铁路，南至S328省道，西至204国道、坎套线、通榆河，北至淮滨高速公路及1~5号污水提升泵站）无偿划转给公司子公司滨海县天润污水处理有限公司（以下简称“天润污水”），上述污水管网资产评估价值11.14亿元，计入资本公积；根据《关于同意县广播电视信息网络有限公司资产划转的批复》（滨国资【2017】39号）文件，滨海县政府将县广播电视信息网络有限公司大楼（房屋2.21万平方米、土地1.32万平方米）无偿划转给公司，评估价值0.81亿元，计入资本公积；根据《关于将县港投公司部分资产无偿划转县国有资产经营服务中心注入城发公司的批复》（滨国资【2017】

43号）文件，滨海县国资中心将滨海县滨海港投资开发有限公司的6块商住用地无偿划转至公司，评估价值4.12亿元，全部计入实收资本；根据《关于将滨海海滨投资开发公司股权无偿划转县国有资产经营服务中心注入城发公司的批复》（滨国资【2017】49号）文件，滨海县国资中心将海滨公司100%股权无偿划转至公司，评估价值9.23亿元，其中7.38亿元计入实收资本，剩余1.84亿元计入资本公积。根据《关于拟将县港投公司等单位资产、股权无偿划转给县城发公司的请示》（滨国资【2017】21号）文件，滨海县滨海宾馆和滨海县财苑宾馆分别将其持有的滨海县国际大酒店33%和16%的国有股权无偿划入公司，公司于2018年完成相关手续，公司2018年资本公积增加0.52亿元。

政府补助方面，2016年公司收到政府补助1.22亿元，均计入营业外收入，包括保障性住房建设引导资金1.00亿元、征地和拆迁补偿资金0.20亿元、2015年度省级环保引导资金0.01亿元和税收返还0.01亿元。2017年公司收到政府补助2.67亿元，其中1.14亿元计入营业外收入，均为征地和拆迁补偿资金；1.53亿元计入其他收益，包括保障性住房建设引导资金0.25亿元、利息补助0.95亿元、污水处理升级引导资金0.33亿元。2018年公司收到政府补助4.37亿元，均计入其他收益，包括保障性住房建设专项补贴2.29亿元、基础设施建设补助1.83亿元和园区建设补助0.25亿元。

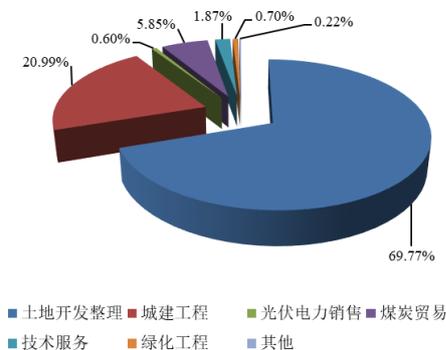
总体来看，公司能够得到滨海县人民政府的较大支持，具备较强的抗风险能力。

业务运营

公司业务主要包括保障房建设工程、城建工程和土地开发整理等。近年来，公司新增光伏电力销售、污水处理、煤炭贸易、技术服务和绿化工程等业务，主营业务实现多元化发展。2018年，公司实现营业收入总收入11.58亿元，其中土地开发整理、城建工程、光伏电力销售、煤炭贸易、技术服务和绿化工程分别实现收入8.08亿元、2.43亿元、0.07亿元、0.68亿元、0.22亿元和0.08亿元，占营业收入的比例分别为69.77%、20.99%、0.60%、5.85%、

1.87%和 0.70%。2018 年公司保障房建设工程和污水处理业务未实现收入。

图 2：2018 年公司营业总收入构成



资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

保障房建设工程

公司是滨海县唯一的保障房项目投资建设主体，保障房建设业务由公司本部承接。

业务模式方面，滨海县人民政府授权滨海县住建局与公司就具体项目签订项目建设协议，住建局将保障性住房建设项目发包给公司，公司负责项目

表 4：截至 2018 年末公司已完工保障房项目情况（万平方米，亿元）

项目名称	建筑面积	总投资	已确认收入	已回款
仁和家园保障性住房项目	2.46	0.94	1.08	1.08
老城棚户区改造安居工程项目	13.76	6.07	6.98	6.98
合计	16.22	7.01	8.06	8.06

资料来源：公司提供

在建保障房项目方面，截至2018年末，公司在建保障房项目1个，为本期债券募投项目，该项目总建筑面积53.07万平方米，总投资19.56亿元，其中项目资本金6.06亿元，占总投资的31.00%，资本

推进，住建局按项目审计成本加成 15% 向公司支付工程款。

收入确认方面，对于重要工程（项目投资额超过 300 万元），公司每年按照完工进度确认收入；对于低于重要工程标准的项目，公司于完工时点确认收入。

2016 年~2018 年，公司保障房建设业务收入分别为 4.26 亿元、1.69 亿元和 0 亿元，分别收到业务回款 0 亿元、6.68 亿元和 1.38 亿元。截至 2018 年末，公司存货中保障房项目有合计 0.61 亿元的工程成本和 3.62 亿元的土地使用权成本尚未结转，均为募投项目成本。

截至 2018 年末，公司已完工的保障房项目包括仁和家园保障性住房项目和老城棚户区改造安居工程项目，已完工项目总建筑面积 16.22 万平方米，总投资 7.01 亿元，已确认收入 8.06 亿元，且均已收到回款。

表 5：截至 2018 年末公司在建保障房项目情况（万平方米，亿元）

项目名称	总建筑面积	总投资	已投资	已确认收入	已回款
滨海县城区棚户区改造安居工程项目	53.07	19.56	4.23	0	0

资料来源：公司提供

截至 2018 年末，公司无拟建保障房建设项目。

总体来看，截至 2018 年末，公司已完工保障房项目回款情况好，在建保障房项目尚需投入规模较大，资金平衡方式为自行销售，未来资金平衡情况值得关注。

城建工程

公司作为滨海县重要的基础设施和市政工程项目投融资及建设主体，承接了滨海县主要的道

路、桥梁、景观、绿化和教育等基础设施工程及其配套提升工程项目，其中公司本部主要负责城区道路建设及改造、绿化、亮化等市政基础设施工程建设；子公司滨海县兴海资产投资管理经营有限公司（以下简称“兴海公司”）主要负责教育调整布局类工程建设，子公司滨海县城投环境实业投资有限公司（以下简称“环境实业”）主要负责滨海县城市管理局委托的相关工程。

业务模式方面，滨海县住建局、滨海县教育局

业务模式方面，滨海县住建局、滨海县教育局

和滨海县城市管理局（以下统称“委托方”）分别与
公司、兴海公司和环境实业（以下统称“受托方”）
签订委托建设协议，委托方将各类城建工程项目发
包给受托方，受托方负责项目推进，委托方按项目
审计成本加成 15% 向受托方支付工程款。

收入确认方面，按照工程完工进度确认收入。
回款方面，在工程竣工决算审计后政府单位安排资
金预算予以支付。

2016 年~2018 年，公司城市建设收入分别为
1.50 亿元、4.15 亿元和 2.43 亿元，分别收到回款 0

亿元、2.77 亿元和 2.86 亿元。截至 2018 年末，公
司存货中有合计 0.54 亿元的城建项目工程施工成
本尚未结转，应收账款中应收滨海县住建局城建项
目工程款 1.46 亿元，应收滨海县教育局城建项目工
程款 3.39 亿元，应收滨海县城市管理局城建项目工
程款 0.03 亿元。

截至 2018 年末，公司已完工的城市建设工程
包括绿化提升工程和道路改造工程等，完工项目总
投资 2.01 亿元，已确认收入 2.31 亿元，且均已收
到回款。

表 6：截至 2018 年末公司已完工城建项目情况（万元）

项目名称	总投资	已确认收入	已回款金额
S327 绕城绿化提升工程项目	3,401.29	3,911.48	3,911.48
改造阜东路、育才路等道路工程项目	13,878.23	15,959.97	15,959.97
县城向阳支路西延工程项目	2,786.06	3,203.97	3,203.97
合计	20,065.58	23,075.42	23,075.42

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建城建项目方面，截至 2018 年末公司主要
在建项目包括道路、绿化、学校和环境整治等工程，
项目合计总投资 28.77 亿元，已投资 7.65 亿元，已

确认收入 8.02 亿元，已回款 3.32 亿元，回款情况
一般。

表 7：截至 2018 年末公司主要在建城建项目情况（万元）

项目名称	总投资	已投资	已确认收入	已收到回款
城区道路改造及延伸工程项目	45,100.00	11,668.60	10,540.05	540.05
S327 乡镇绿化提升工程项目	2,350.00	1,428.50	1,603.10	1,603.10
人民北路改造工程项目	3,500.00	2,143.53	2,439.71	2,439.71
滨海县县城教具布局调整一期和滨海县 农村教育布局调整一期项目	94,790.26	16,357.07	16,459.35	0
县城道路、桥梁改造工程项目	27,000.00	24,471.20	27,698.58	27,087.26
滨海县城区环境综合整治改造工程项目	82,482.00	1381.36	338.79	0
城南初中及城西小学工程项目	24,000.00	15,845.23	17,415.84	0
滨海县育才路西延工程	2,500.00	1,358.71	1,562.51	1,562.51
滨海县站前路公园工程	6,000.00	1,832.13	2,106.95	0
合计	287,722.26	76,486.33	80,164.88	33,232.63

注：表中项目为所批复的项目包，包含若干子项目，每个子项目在完工后确认收入

资料来源：公司提供

截至 2018 年末，公司无拟建城建项目。

总体来看，公司城建工程项目成本结转及时，
但回款情况一般，且未来仍面临较大投资压力。

土地开发整理

2018 年，公司新增土地开发整理业务，由公司
本部负责。

根据滨海县住建局与公司签订的土地一级开

发协议书，滨海县住建局委托公司负责滨海县城全
部区域的土地开发整理工作。协议项目下的土地完
成开发整理后，滨海县住建局委托方按项目审计成
本加成 15% 向公司支付工程款。

收入确认方面，按照工程完工进度确认收入。
回款方面，在工程竣工决算审计后政府单位安排资
金预算予以支付。

2018 年公司确认土地开发整理收入 8.08 亿元，

收到回款 1.21 亿元。截至 2018 年末，公司存货中无土地开发整理项目成本，预付款项中土地开发整理成本 3.66 亿元，应收账款中应收滨海县住建局土地开发整理款 7.11 亿元。

截至 2018 年末，公司已完工土地开发整理项

目总投资合计 4.13 亿元，截至 2018 年末已确认收入 4.75 亿元，已收到回款 0.62 亿元；在建土地开发整理项目总投资合计 6.50 亿元，截至 2018 年末已投资金额合计 3.11 亿元，已确认收入 3.57 亿元，已收到回款 0.59 亿元。

表 8：截至 2018 年末公司完工及在建土地开发整理项目情况（万元）

项目名称	总投资	已投资	已确认收入	已收到回款
已整理地块				
滨海源西区	32,420.60	32,420.60	37,283.69	6,204.08
港城大道北延	2,510.54	2,510.54	2,887.12	0
S328 县成沙浦桃李	1,780.99	1,780.99	2,048.14	0
其他	4,567.72	4,567.72	5,252.88	0
小计	41,279.85	41,279.85	47,471.83	6,204.08
在整理地块				
海滨大道	9,637.17	7,834.01	9,009.11	
西区七号地	10,367.85	5,132.93	5,902.87	5,902.87
城东大道	17,296.03	4,478.53	5,150.31	--
其他	27,663.89	13,621.21	15,664.39	--
小计	64,964.94	31,066.68	35,726.68	5,902.87
合计	106,244.79	72,346.53	83,198.51	12,106.95

注：已确认收入中包含增值税进项税额。

资料来源：公司提供

截至 2018 年末，公司无拟建土地开发整理项目。

总体来看，2018 年，土地开发整理业务对公司营业总收入和营业毛利率贡献较大，但回款情况一般。

光伏发电

公司光伏发电项目于 2016 年 12 月开始筹建，2017 年 6 月开始发电，由公司本部负责建设并运营。

业务模式方面，公司主要利用地面进行光伏发电，未来公司会合作进行屋面光伏发电。

截至 2018 年末，公司已并网光伏发电项目装机容量 13.5 兆瓦，项目总投资 1.10 亿元，占地面积 436 亩，全年预计上网电量 1,800 万千瓦时，采用全额上网模式，上网电价 0.98 元/千瓦时。2018 年，公司自营光伏项目由于性能提升和维修保养等原因，未实现全年运营，全年实际发电 817 万千瓦时，实现电费收入 688.94 万元。

表 9：截至 2018 年末公司已运营光伏项目情况

项目名称	装机容量 (兆瓦)	总投资 (亿元)	上网模式	全年预计上网 电量(千瓦时/年)	平均上网电价 (元/千瓦时)
滨海县城镇建设有限公司 13.5MW 分布式扶贫 光伏	13.50	1.10	全额上网	18,000,000.00	0.98

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至 2018 年末，公司在建光伏发电项目 2 个，装机容量合计 6.30MW，总投资合计 0.43 亿元，已投资金额合计 0.32 亿元，建设完成后预计实现上网电量合计 7,942,400.00 千瓦时/年。

表 10: 截至 2018 年末公司在建光伏项目情况

项目名称	装机容量 (兆瓦)	建设周期	总投资 (亿元)	已投资 (亿元)	预计上网 模式	全年预计上网电量 (千瓦时/年)
滨海县城镇建设有限公司 5MW 分布式扶贫光伏	5.00	2018.02~2019.10	0.35	0.26	全额上网	6,424,000.00
1.3MW 分布式扶贫光伏	1.30	2018.05~2019.12	0.08	0.06	全额上网	1,518,400.00
合计	6.30	--	0.43	0.32	--	7,942,400.00

资料来源: 公司提供

截至 2018 年末, 公司拟建光伏发电项目主要为界牌官庄农光互补光伏项目, 该项目装机容量 20.00MW, 总投资 0.84 亿元, 预计于 2019 年 7 月开工, 于 2020 年 10 月完工。

此外, 公司还将开展风电项目建设, 包括海上风电项目和陆上风电项目的建设, 其中海上风电项目装机容量 100 兆瓦, 计划总投资约 15.00 亿元, 预计于 2019 年上半年开工建设, 建设完成后预计每年能实现发电收入 2.00 亿元; 陆上风电项目初步确定装机容量为 200 兆瓦, 预计需要投资 12 亿元~13 亿元, 建设完成后预计每年能实现发电收入 1.80 亿元。

总体来看, 公司光伏发电业务处于运营前期, 投资回收期较长, 但建成后资金回流稳定。随着公司光伏发电项目不断并网投入运营后, 公司光伏发电收入或将不断提升。

其他业务

污水处理业务方面, 公司的污水处理业务由全资子公司天润污水运营。滨海县城区污水处理收集系统在 2013 年以前由滨海县住建局具体负责实施建设和配套并进行管理。2013 年公司成立后, 在滨海县住建局托管期间, 公司承担着滨海县城区污水处理收集系统和 10 个乡镇污水处理系统的投资、建设配套任务。2016 年末滨海县住建局将滨海县城区污水处理收集系统资产无偿划转给天润污水。截至 2018 年末, 公司尚未实现污水处理收入, 由住建局负责支付公司污水处理相关补贴。

截至 2018 年末, 公司拥有污水处理管网 580.35 公里, 覆盖范围包括滨海县城区和 10 个乡镇。2016 年和 2017 年, 公司分别获得 100.00 万元和 3,252.00 万元的污水处理相关补贴, 2018 年公司尚未收到相关补贴。成本方面, 2017 年开始公司计提污水管网的折旧成本, 2017 年和 2018 年分别计提管网折旧

成本 3,633.32 万元和 4,238.52 万元。

资产租赁业务方面, 截至 2018 年末, 公司可租赁资产为锦绣园商铺, 可租赁面积共计 1.60 万平方米, 出租率约为 40%, 平均租金价格为 0.88 元/平方米/天。2017 年和 2018 年, 公司分别实现租赁收入 27.12 万元和 181.23 万元, 2018 年收入大幅增长主要由于锦绣园商铺出租率提高所致。

截至 2018 年末, 公司在建租赁资产为蔡桥孵化孵化器项目、便民疏导点项目和人才大厦项目, 可租赁面积合计 6.76 万平方米, 总投资合计 3.70 亿元, 截至 2018 年末已投资金额合计 0.66 亿元, 建成后预计实现年租赁收入 900 万元。

2018 年公司新增煤炭贸易收入, 由 2018 年新成立的子公司江苏润海供应链管理有限公司(以下简称“润海供应链”)负责。公司不从事物资的生产, 主要根据客户需求, 通过市场购入物资, 利用地理物流优势将物资销往下游企业进行销售, 从中赚取贸易差价。2018 年实现贸易收入 0.68 亿元。

2017 年因滨海县土地规划调整, 公司账面 1.32 亿元商住地被政府收回后, 政府溢价补偿给公司, 2017 年公司产生土地转让收入 2.76 亿元。未来城区规划调整, 公司可能还会有相关收入。

此外, 公司未来拟开展燃气业务, 由 2018 年新成立的子公司滨海通惠燃气有限公司运营。截至 2018 年末, 公司在建燃气管道共计 78.60 公里, 总投资 5.12 亿元, 截至 2018 年末已投资 66.73 万元。

总体来看, 近年来公司业务实现多元化发展, 但新增业务因处于运营初期, 对公司收入和利润贡献有限。未来随着相关业务的开展, 部分业务收入或将对公司收入和利润形成有益补充。

战略规划

作为滨海县新型城镇化建设重要主体，公司将按照“政府主导，市场运作”的原则，加快公司转型发展，围绕“创新经营方式、拓宽融资渠道、参与城镇建设、运作精品项目、服务经济大局”的总体思路，在建筑、能源、健康教育、农旅和金融贸易五大板块实施投资布局。

建筑板块方面，公司将在保障房建设业务和城建业务的基础上，筹划商品房、商业地产和 PPP 项目的开发与运营。此外，公司还计划与大型央企合作，以参股的形式投资钢结构项目，增加公司收益。

能源板块方面，公司将持续推进光伏发电项目、风电项目、燃气管道和加油站的建设与运营。此外公司还计划在滨海县建设煤电中心场站，实现热电联产。

健康教育板块方面，随着县城东片区的开发，公司将配合相关部门对城东片区健康小镇进行规划布局，围绕县医院周边，结合滨海的文化特色，谋划与健康小镇配套的产业项目，如康复中心、月子中心、健康服务中心、首乌开发等。

农旅板块方面，公司拟利用现有项目资源打造一个集休闲、娱乐和度假为一体的旅游综合体。此外公司拟协助政府，参与滨海县土地复垦。

金融贸易板块方面，公司将在金融投资、盘活存量资产及港口贸易等方面展开工作。

公司治理和管理

产权结构

截至 2018 年末，公司注册资本和实收资本均为 15.00 亿元，股东和实际控制人均为滨海县国资中心。截至 2018 年末，公司纳入合并报表范围的一级子公司共 7 家。

法人治理结构

公司建立了完善的法人治理结构。

公司不设股东会，采取股东作出重大决定的公示制度。

公司设立董事会，董事会成员 5 名，其中 3 名由股东任命产生，其余 2 名由职工代表大会选举产

生。董事任期 3 年，任期届满，职工董事连选可连任，非职工董事可以由股东继续任命。董事会设董事长一人，由股东任命产生，董事长为公司的法定代表人。

公司设监事会，监事会成员 5 人，其中 3 名由股东任命产生，其余 2 名职工监事由职工代表大会选举产生。监事的任期每届为 3 年，任期届满，职工监事连选可以连任，非职工董事可以由股东继续任命。监事会设主席一人，由股东任命产生。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。

管理水平

在内部管理方面，公司设立了融资发展部、财务审计部、工程管理部、资产运营部、项目开发部、行政综合部和风险评审部七个部门，各部门各司其责，对公司业务运营和管理形成有力支撑。

投资管理方面，主要涉及到公司融资发展部、财务审计部和风险评审部，其中融资发展部主要负责制定公司年度投资计划，投资项目的策划、论证、实施与监管及审查、登记和监控等；财务审计部主要负责投资资金筹措及投资账务处理，负责股票和有价证券的保管；风险评审部主要负责相关事项的风险评审工作。

行政管理方面，公司制定了一系列关于内部管理的基本准则。

财务管理方面，公司按照国家有关会计法律法规的规定，建立了较为完善的财务管理制度。公司财务管理实行三统一分制度，即统一财务管理、统一资金管理、统一人员管理、分开独立核算制度。公司对财务岗位设置和人员职责、会计基础工作管理、票据及印鉴管理、流动资产、固定资产管理、无形资产及其它资产管理、对外投资管理、期间费用的管理和会计档案管理及财务报告等方面进行了具体规定。

总体来看，公司法人治理结构与管理制度较为完善，能够保证公司的良好运营。

财务分析

以下分析基于经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的 2016 年

~2018 年度三年连审审计报告，上述财务报告均采用新会计准则编制，财务分析中其他应收款、固定资产、其他应付款和长期应付款口径同“财会【2018】15 号”文件前报表项目口径。

资本结构

近年来，公司总资产呈快速上升趋势，2016 年~2018 年末分别为 54.35 亿元、97.63 亿元和 113.62 亿元。

从资产结构上看，公司资产以流动资产为主，2016 年~2018 年末，流动资产分别为 39.66 亿元、80.74 亿元和 93.67 亿元，占总资产的比重分别为 72.97%、82.71%和 82.45%。公司流动资产主要由其他应收款、存货、货币资金、应收账款和其他流动资产构成。2016 年~2018 年末，公司其他应收款分别为 8.94 亿元、34.56 亿元和 33.03 亿元。2018 年末，公司其他应收款主要为应收滨海县滨海港投资开发公司往来款 4.68 亿元、应收滨海县金谷建设发展有限公司往来款 2.93 亿元、应收滨海县农创建设发展有限公司往来款 2.91 亿元、应收滨海艾思伊环保有限公司往来款 2.37 亿元、应收滨海县财信中小企业服务有限公司往来款 1.97 亿元，账龄均在 2 年之内，前五大其他应收款合计 14.85 亿元，占期末其他应收款总额的比例为 44.75%。2016 年~2018 年末，公司存货分别为 5.99 亿元、17.37 亿元和 17.84 亿元，主要为通过招拍挂方式取得的保障房项目和商住用地、尚未结转的保障房和城建项目成本。2018 年末，公司存货中有 2 宗账面价值合计 0.40 亿元的土地使用权尚未取得土地证。2016 年~2018 年末，公司应收账款分别为 9.59 亿元、6.50 亿元和 12.29 亿元。2018 年末，公司应收账款主要为应收滨海住建局 8.57 亿元和滨海县教育局 3.39 亿元的项目款。2016 年~2018 年末，公司货币资金分别为 10.78 亿元、11.44 亿元和 17.04 亿元，货币资金较为充足。2018 年末，公司货币资金中受限货币资金 2.39 亿元。2016 年~2018 年末，公司其他流动资产分别为 4.35 亿元、10.70 亿元和 9.36 亿元，主要为购买的理财产品。

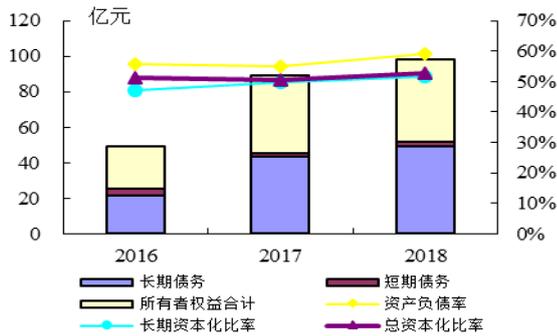
公司非流动资产主要包括固定资产和其他非流动资产，2016 年~2018 年末，公司非流动资产分

别为 14.69 亿元、16.88 亿元和 19.94 亿元，其中固定资产分别为 13.04 亿元、15.28 亿元和 16.16 亿元，主要为公司污水管网、厂房和设备等资产。2016 年~2018 年末，公司其他非流动资产分别为 1.06 亿元、1.06 亿元和 1.11 亿元，主要为公司投资的棚改基金产品。

负债方面，2016 年~2018 年末，公司总负债分别为 30.25 亿元、53.65 亿元和 67.14 亿元，负债规模不断上升。公司负债主要以非流动负债为主，2016 年~2018 年末，公司非流动负债分别为 21.39 亿元、43.17 亿元和 49.30 亿元，占总负债比例分别为 70.72%、80.48%和 73.43%。具体来看，公司非流动负债主要为长期借款和长期应付款。2016 年~2018 年末，公司长期借款分别为 17.39 亿元、33.17 亿元和 39.30 亿元，主要系保证和质押借款；长期应付款分别为 4.00 亿元、10.00 亿元和 10.00 亿元，2018 年末公司长期应付款为江苏省城乡建设投资有限公司转贷给公司的江苏银行棚改基金，期限 10 年，利率为 5 年期以上同期人民币贷款基准利率上浮 10%。

流动负债方面，2016 年~2018 年末，公司流动负债分别为 8.86 亿元、10.47 亿元和 17.84 亿元，主要由应付账款、其他应付款、应交税费和一年内到期的非流动负债构成。2016 年~2018 年末，公司应付账款分别为 4.39 亿元、6.62 亿元和 7.01 亿元，主要为应付工程款；其他应付款分别为 0.18 亿元、0.40 亿元和 4.69 亿元，主要为应付往来款；应交税费分别为 0.54 亿元、1.55 亿元和 2.36 亿元，主要为应交增值税和企业所得税等；一年内到期的非流动负债分别为 2.94 亿元、1.09 亿元和 1.34 亿元，2018 年末全部为一年内到期的长期借款。

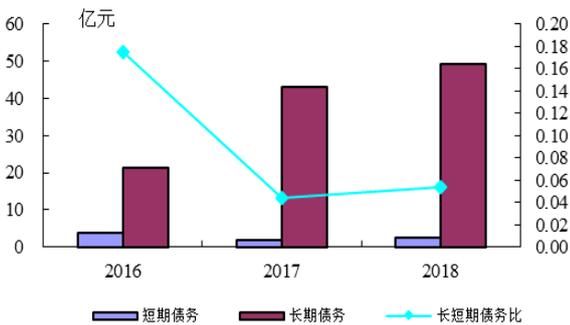
图 3：2016 年~2018 年公司资本结构



资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

从债务情况来看，2016 年~2018 年末，公司总债务分别为 25.13 亿元、45.06 亿元和 51.97 亿元，呈快速上升趋势。从债务结构来看，2016 年~2018 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.17 倍、0.04 倍和 0.05 倍，公司债务以长期债务为主，短期债务压力较小。

图 4：2016 年~2018 年公司债务结构



资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

从所有者权益来看，2016 年~2018 年末，受益于股东注资和注入资产，公司所有者权益合计上升较快，分别为 24.10 亿元、43.98 亿元和 46.47 亿元。2016 年~2018 年末，公司实收资本分别为 3.50 亿元、15.00 亿元和 15.00 亿元，2017 年末，受益于 6 块商住用地和海滨公司股权注入，公司当期实收资本增长 11.50 亿元。2016 年~2018 年末，公司资本公积分别为 18.58 亿元、25.27 亿元和 25.79 亿元，分别较上年增长 11.32 亿元、6.69 亿元和 0.52 亿元。2016 年，滨海县财政局向公司拨付资本金 0.18 亿元，滨海县住建局向公司划转污水管网资产 11.14 亿元；2017 年，滨海县财政局拨付公司 3.17 亿元，滨海经济开发区沿海工业园招商服务中心拨付海滨公司资本金 0.87 亿元，滨海县人民政府向公司划

转滨海县广播电视信息网络有限公司大楼资产 0.81 亿元，滨海县国资中心向公司划转的海滨公司股权中有 1.84 亿元股权亦计入资本公积；2018 年，滨海县滨海宾馆和滨海县财苑宾馆注入公司的滨海县国际大酒店 49% 的股权完成相关手续，期末资本公积增加 0.52 亿元。2016 年~2018 年末，公司盈余公积分别为 0.21 亿元、0.40 亿元和 0.61 亿元，未分配利润分别为 1.81 亿元、3.30 亿元和 4.95 亿元，少数股东权益分别为 0 亿元、0.0028 亿元和 0.13 亿元。

2016 年~2018 年末，公司资产负债率分别为 55.65%、54.95% 和 59.10%，总资本化比率分别为 51.05%、50.61% 和 52.79%，近年来财务杠杆率相对稳定。

总体来看，近年来受益于政府和股东的资金、资产和股权注入，公司总资产和债务规模增长的同时，财务杠杆率仍保持相对稳定，总体尚处于合理水平。此外，公司债务结构以长期债务为主，短期债务压力较小。

盈利能力

2016 年~2018 年，公司营业总收入分别为 5.76 亿元、8.70 亿元和 11.58 亿元，其中保障房建设工程、城建工程和土地开发整理为公司营业收入的重要来源。2018 年，公司保障房建设工程未实现收入，主要由于 2017 年老城棚户区改造项目完工并全部确认收入；技术服务收入大幅增长，主要由于业务量增加。

2018 年，公司新增土地开发整理业务收入 8.08 亿元，占当期营业总收入的 69.77%。此外，公司 2018 年新增煤炭贸易收入 0.68 亿元，未来或将继续提升。

营业毛利率方面，2016 年~2018 年，公司营业毛利率分别为 10.38%、17.24% 和 7.20%。受小规模转一般纳税人及税金结算方式影响，近三年公司保障房建设工程、城建和土地开发整理业务毛利率有所波动。2018 年，受发电量下降而维护成本略有增加的影响，光伏电力销售业务毛利率下降较多；受益于收费标准提升影响，技术服务业务毛利率大幅上升。

表 11: 2016 年~2018 年公司营业收入构成及营业毛利率情况 (亿元, %)

业务分类	2016		2017		2018	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
保障房建设工程	4.26	10.57	1.69	11.68	0	--
城建工程	1.50	9.84	4.15	4.19	2.43	11.54
土地开发整理	--	--	--	--	8.08	10.43
光伏电力销售	--	--	0.07	81.62	0.07	58.64
煤炭贸易	--	--	--	--	0.68	2.07
技术服务收入	--	--	0.03	-0.59	0.22	30.58
土地转让收入	--	--	2.76	52.23	--	--
其他	--	--	--	--	0.10	-385.52
总计	5.76	10.38	8.70	17.24	11.58	7.20

资料来源: 中诚信证评根据公司财务报告整理

期间费用方面, 2016 年~2018 年, 公司三费合计分别为 0.46 亿元、2.31 亿元和 2.78 亿元, 以财务费用和管理费用 (管理费用口径包含研发费用) 为主。公司财务费用主要为费用化利息支出, 管理费用主要为职工薪酬, 2018 年公司各经营性业务逐渐开展, 职工薪酬大幅上升。2016 年~2018 年, 公司三费收入占比分别为 8.07%、26.54%和 23.99%, 结合营业毛利率看, 公司三费对经营性业务利润侵蚀严重。

表 12: 2016 年~2018 年公司期间费用情况

项目名称	2016	2017	2018
销售费用 (亿元)	0	0	0.01
管理费用 (亿元)	0.08	0.13	0.47
财务费用 (亿元)	0.38	2.18	2.30
三费合计 (亿元)	0.46	2.31	2.78
营业总收入 (亿元)	5.76	8.70	11.58
三费收入占比 (%)	8.07	26.54	23.99

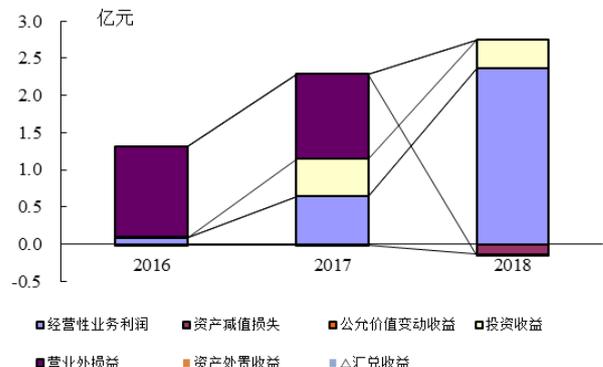
注: 各年管理费用口径包含研发费用。

资料来源: 中诚信证评根据公司财务报告整理

从利润总额构成看, 2016 年~2018 年, 公司利润总额分别为 1.30 亿元、2.28 亿元和 2.60 亿元, 主要由经营性业务利润、营业外收入和投资收益构成。2016 年~2018 年, 公司经营性业务利润分别为 0.08 亿元、0.65 亿元和 2.36 亿元, 2017 年和 2018 年大幅增长主要由于公司分别将当期政府补助 1.53 亿元和 4.37 亿元计入其他收益, 其他收益纳入经营性业务利润口径。2016 年~2018 年, 公司营业外收入分别为 1.22 亿元、1.14 亿元和 0.02 亿元, 其中政府补助分别为 1.22 亿元、1.14 亿元和 0 亿元。2016 年~2018 年, 公司投资收益分别为 0.01 亿元、0.50 亿元和 0.39 亿

元, 主要来自理财产品收益。

图 5: 2016 年~2018 年公司利润总额构成



资料来源: 中诚信证评根据公司财务报告整理

总体来看, 公司近年来收入结构逐渐多元化, 但相关经营性业务收入规模较小, 对营业总收入和营业毛利率贡献有限, 而对公司营业总收入和营业毛利率贡献较大的土地开发整理和土地转让业务未来持续性存在较大不确定性。此外, 公司三费对经营性业务利润侵蚀严重, 公司盈利主要依靠政府补助。

偿债能力

从偿债能力指标来看, 2016 年~2018 年, 公司 EBITDA 呈上升趋势, 分别为 1.65 亿元、4.55 亿元和 5.34 亿元, 总债务/EBITDA 分别为 15.22 倍、9.91 倍和 9.74 倍, EBITDA 利息保障系数分别为 3.12 倍、2.11 倍和 2.00 倍, EBITDA 对利息的覆盖能力较好。经营活动现金流方面, 2016 年~2018 年, 公司总债务/经营活动净现金流分别为 -6.76 倍、-2.42 倍和 12.83 倍, 经营性现金流利息保障系数分别为 -7.02 倍、-8.64 倍和 1.52 倍, 经营活动净现金流波

动较大，对债务本息覆盖能力不稳定。

表 13: 2016 年~2018 年公司偿债指标分析

	2016	2017	2018
短期债务 (亿元)	3.74	1.89	2.67
长期债务 (亿元)	21.39	43.17	49.30
总债务 (亿元)	25.13	45.06	51.97
经营活动净现金流 (亿元)	-3.72	-18.61	4.05
EBITDA (亿元)	1.65	4.55	5.34
总债务/经营活动净现金流 (X)	-6.76	-2.42	12.83
总债务/EBITDA (X)	15.22	9.91	9.74
经营活动净现金流利息保障系数 (X)	-7.02	-8.64	1.52
EBITDA 利息保障系数 (X)	3.12	2.11	2.00
资产负债率 (%)	55.65	54.95	59.10
总资本化比率 (%)	51.05	50.61	52.79

资料来源: 中诚信证评根据公司财务报告整理

到期债务情况来看, 公司 2019 年~2022 年及以后到期债务本金 (不含应付票据) 分别为 2.21 亿元、7.17 亿元、7.97 亿元和 34.16 亿元, 债务压力主要集中在 2022 年及以后, 公司短期偿债压力不大。

银行授信方面, 截至 2018 年末, 公司共获得银行授信总额 84.62 亿元, 其中未使用授信额度 29.56 亿元, 公司备用流动性尚可。

截至 2018 年末, 公司对外担保总额 29.66 亿元, 对外担保余额 24.25 亿元, 对外担保余额占期末所有者权益合计的 52.18%。对外担保规模较大, 对外担保对象主要为其他政府控股企业, 代偿风险较小。

表 14: 截至 2018 年末公司对外担保情况 (万元)

被担保人	起止时间	担保总额	担保余额
滨海县滨海港投资开发有限公司	2016.11.01~2033.11.30	15,000.00	12,000.00
滨海交通控股集团有限公司	2017.01.05~2026.12.31	67,500.00	25,000.00
滨海交通控股集团有限公司	2017.01.22~2026.12.31	3,000.00	1,914.00
滨海交通控股集团有限公司	2016.12.25~2026.12.25	40,000.00	40,000.00
滨海交通控股集团有限公司	2016.06.17~2023.06.17	5,000.00	5,000.00
滨海县水务发展有限公司	2017.01.04~2027.12.31	50,000.00	50,000.00
滨海县水务发展有限公司	2016.09.27~2025.12.21	45,000.00	45,000.00
滨海县水务发展有限公司	2016.01.18~2024.07.18	23,750.00	17,500.00
滨海县港城城市污水处理有限公司	2017.03.31~2026.09.30	10,000.00	8,750.00
滨海医药产业园开发有限公司	2018.03.09~2019.03.09	3,000.00	3,000.00
滨海艾思伊环保有限公司	2018.02.12~2021.02.12	2,000.00	2,000.00
滨海医药产业园开发有限公司	2018.08.10~2019.08.09	1,900.00	1,900.00
滨海凯琪科技有限公司	2018.12.13~2019.12.12	550	550.00
滨海宏达经济发展有限公司	2016.09.27~2032.12.31	7,477.40	7,477.40
滨海宏达经济发展有限公司	2016.09.27~2032.12.31	22,391.60	22,391.60
合计	--	296,569.00	242,483.00

资料来源: 公司提供

受限资产方面, 截至 2018 年末, 公司受限资产账面价值合计 23.65 亿元, 占期末总资产的 20.81%。此外, 公司将滨海县住建局和滨海县教育局下的应收账款进行质押, 公司取得银行借款总额 35.53 亿元, 借款余额 29.31 亿元。

表 15: 截至 2018 年末公司受限资产情况 (万元)

	受限资产账面价值	受限原因
货币资金	23,930.00	质押存单及保证金
存货	73,099.91	银行借款抵押
应收账款	119,610.06	银行借款抵押
投资性房地产	5,002.36	反担保抵押
固定资产	13,496.30	反担保抵押
无形资产	1,401.74	反担保抵押
合计	236,540.37	--

资料来源: 公司提供

担保实力

江苏再担保成立于 2009 年 12 月，初始注册资本 30 亿元，是由江苏省人民政府、江苏省国信资产管理集团有限公司、江苏乾明投资有限公司、波司登股份有限公司和江苏雨润食品产业集团共同出资组建的国有控股企业。2017 年 1 月，江苏再担保名称由“江苏省信用再担保有限公司”变更为“江苏省信用再担保集团有限公司”。近年来，江苏省各级地方政府不断对江苏再担保进行增资，在历经多次增资和股权转让后，截至 2018 年末，江苏再担保注册资本增至 63.08 亿元。

截至 2018 年末，江苏再担保总资产为 143.93 亿元，所有者权益合计为 75.27 亿元，母公司口径直保业务在保余额 536.72 亿元，再担保业务在保余额 679.00 亿元，2018 年实现净利润 3.78 亿元。

在业务方面，江苏再担保按照“政策性导向、市场化运作、公司化管理”的原则，实施规范化管理、市场化运作，切实为江苏省中小企业的发展提供服务和支撑，致力于更好地服务江苏省地方经济发展。江苏再担保及其子公司目前的主要业务为直接担保、再担保、融资租赁、小额贷款、资产管理及投资等业务。

受宏观经济持续底部运行影响，江苏省中小企业经营压力增大，风险暴露，导致债务风险事件陆续发生，江苏再担保代偿事件增加。为此，江苏再担保提高项目准入标准，并加强保后管理。自成立至 2018 年末，江苏再担保本部累计代偿金额为 5.33 亿元。2016 年~2018 年江苏再担保本部当期担保代偿额分别为 0.00 亿元、0.76 亿元和 0.03 亿元。由于江苏再担保对经济下行环境下代偿增加的情况做出了预判，近年来加大了代偿追偿力度，江苏再担保 2018 年内收回代偿 0.74 亿元。此外，江苏再担保 2018 年确认代偿损失 0.25 亿元。从合并口径来看，2018 年江苏再担保合并口径应收代位追偿款新增 1.41 亿元，年内减少 1.72 亿元，年末余额为 3.80 亿元，同比减少 7.34%。虽然部分项目具有较为完善的反担保措施，但由于发生时间较长，追偿过程较为复杂，处置和回收周期较长，未来需对江苏再担保的代偿回收情况保持关注。

截至 2018 年末，江苏再担保在保责任余额为 476.60 亿元，从行业分布来看，再担保业务中工业占比较高，直保业务中建筑业以及租赁和商务服务业占比较高，行业相对集中度。从担保对象来看，近年中小企业尤其是民营企业的违约代偿数量增加，为控制风险，江苏再担保逐步减少对中小民营企业的担保，并向国有企业倾斜，2018 年新增直接担保的担保对象以江苏省内地方国企为主。但受制于监管政策的趋严，该类企业的信用风险有所上升，江苏再担保该类客户的直保业务占比较大，不利于分散风险。

江苏再担保新增担保业务快速发展的同时，也严格按照政策要求计提担保赔偿准备金和未到期责任准备金。截至 2018 年末，江苏再担保计提的担保损失准备金余额，即担保赔偿准备金和未到期责任准备金余额之和达 17.10 亿元，较上年末增加 2.35 亿元，增长 15.89%。由于在保责任余额的减少，担保损失准备金余额与在保责任余额之比为 3.59%。

作为江苏省的省级政策性担保平台，江苏再担保在业务运营、资金来源等方面得到了省政府的大力支持，其开展的担保、再担保业务对于促进江苏省经济和金融发展具有重要意义和作用。中诚信证评认为，江苏省政府具有很强的意愿和能力在有需要时对江苏再担保给予支持。

中诚信证评肯定了滨海县较强的经济实力为公司业务发展提供了良好的外部环境；公司地位重要，政府和股东支持力度大等因素对公司发展具有积极作用。同时，中诚信证评也关注到公司自营项目面临很大投资压力，未来资金平衡情况值得关注；应收类款项对公司资产形成较大占用以及盈利对政府补助依赖较大等因素。

结论

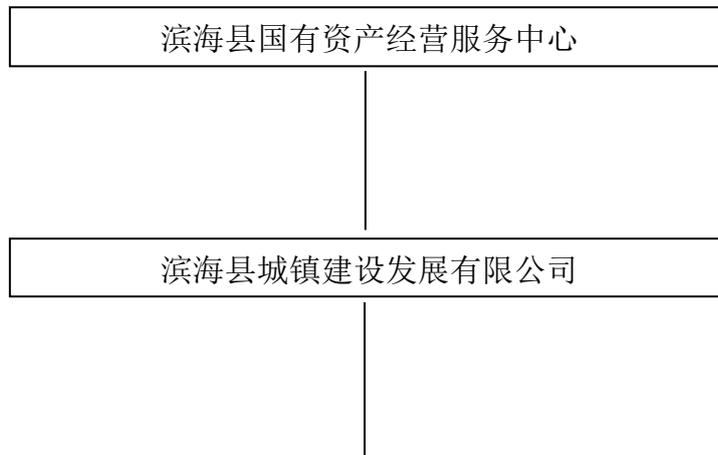
综上，中诚信证评评定滨海县城镇建设发展有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“2019 年滨海县城镇建设发展有限公司公司债券”债项的信用等级为 **AAA**，该等级充分考虑江苏再担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本期债券还本付息的保障作用。

关于2019年滨海县城镇建设发展有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据评级行业惯例、监管部门以及公司评级制度的相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，保留对本期债券的信用风险进行持续跟踪、进行定期和不定期跟踪评级，据以决定是否调整本期债券信用等级的权利。

同时，中诚信证评亦保留对外公开披露定期和不定期跟踪评级报告及评级结果的权利。

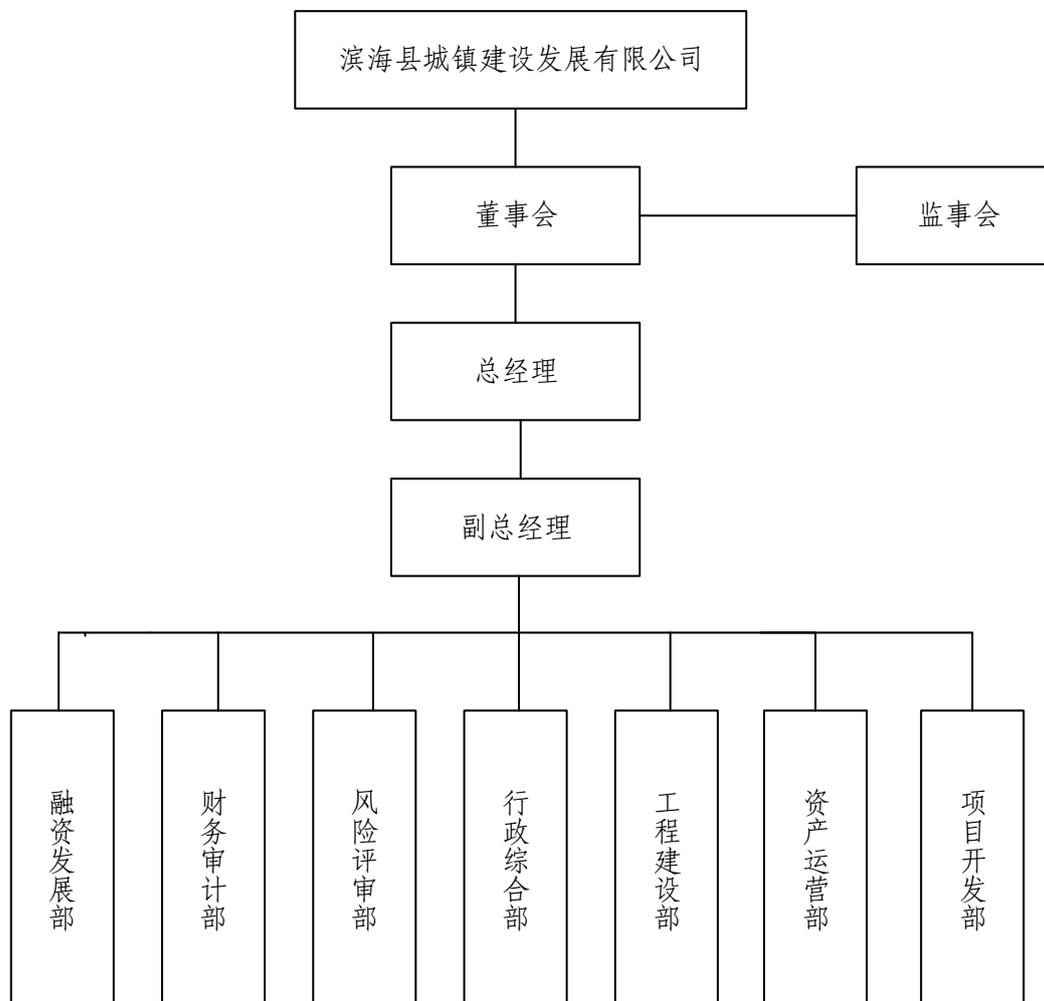
附一：滨海县城镇建设发展有限公司股权结构图（截至 2018 年末）



企业名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	表决权比例（%）
滨海海滨投资开发有限公司	50,000.00	100.00	100.00
滨海县天润污水处理有限公司	20,000.00	100.00	100.00
滨海县城投环境实业投资有限公司	15,000.00	100.00	100.00
滨海县兴海资产投资经营管理有限公司	20,000.00	100.00	100.00
盐城市海拓建设工程有限公司	4,000.00	100.00	100.00
滨海县天源新能源有限公司	5,000.00	100.00	100.00
滨海通惠燃气有限公司	10,000.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

附二：滨海县城镇建设发展有限公司组织结构图（截至 2018 年末）



资料来源：公司提供

附三：滨海县城镇建设发展有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	107,831.99	114,370.57	170,436.42
应收账款	95,863.53	65,044.74	122,853.51
其他应收款	89,447.51	345,600.99	330,261.17
存货	59,911.65	173,695.99	178,438.75
可供出售金融资产	0	0	500.00
长期股权投资	0	0	5,052.79
在建工程	5,841.63	22.17	5,019.39
无形资产	0	0	10,700.99
总资产	543,463.85	976,260.82	1,136,169.28
其他应付款	1,723.85	3,691.29	46,824.22
短期债务	37,423.00	18,859.85	26,655.45
长期债务	213,908.25	431,736.15	493,010.55
总债务	251,331.25	450,596.00	519,666.00
总负债	302,463.51	536,476.69	671,433.54
费用化利息支出	2,820.08	18,243.11	22,230.24
资本化利息支出	2,469.71	3,292.72	4,497.27
实收资本	35,000.00	150,000.00	150,000.00
少数股东权益	0	28.03	1,250.99
所有者权益（含少数股东权益）	241,000.34	439,784.13	464,735.74
营业总收入	57,566.70	87,029.78	115,768.00
经营性业务利润	830.04	6,456.38	23,604.13
投资收益	121.09	4,983.44	3,893.85
营业外收入	12,209.12	11,428.60	230.63
净利润	12,190.46	16,812.02	18,751.82
EBIT	15,847.40	41,014.46	48,266.05
EBITDA	16,508.67	45,464.04	53,360.67
销售商品、提供劳务收到的现金	0	123,861.39	72,858.92
收到其他与经营活动有关的现金	38,510.96	44,537.74	179,386.13
购买商品、接受劳务支付的现金	19,756.13	88,421.73	154,940.59
支付其他与经营活动有关的现金	56,021.74	265,689.63	52,511.47
吸收投资收到的现金	0	49.00	1,000.00
资本支出	2,479.17	2,440.67	29,361.33
经营活动产生现金净流量	-37,158.46	-186,129.27	40,496.61
投资活动产生现金净流量	-56,463.09	-28,660.34	-10,842.19
筹资活动产生现金净流量	184,510.74	206,328.20	25,481.42

财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率 (%)	10.38	17.24	7.20
三费收入比 (%)	8.07	26.54	23.99
应收类款项/总资产 (%)	34.10	42.06	39.88
收现比 (X)	0.00	1.42	0.63
总资产收益率 (%)	4.33	5.40	4.57
流动比率 (X)	4.48	7.71	5.25
速动比率 (X)	3.80	6.05	4.25
资产负债率 (%)	55.65	54.95	59.10
总资本化比率 (%)	51.05	50.61	52.79
长短期债务比 (X)	0.17	0.04	0.05
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.15	-0.41	0.08
经营活动净现金流/短期债务 (X)	-0.99	-9.87	1.52
经营活动净现金流/利息支出 (X)	-7.02	-8.64	1.52
总债务/EBITDA (X)	15.22	9.91	9.74
EBITDA/短期债务 (X)	0.44	2.41	2.00
货币资金/短期债务 (X)	2.88	6.06	6.39
EBITDA 利息倍数 (X)	3.12	2.11	2.00

注：1、公司各期财务报表均采用新会计准则编制；2、将 2016 年~2018 年末长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算；3、表中项目和指标均按照“财会【2018】15 号文件”前口径列示和计算。

附四：江苏省信用再担保集团有限公司主要财务数据及担保组合数据

(金额单位：百万元)	2016	2017	2018
资产负债表摘要			
货币资金	2,845.58	2,377.31	3,766.03
存出担保保证金	0.00	0.00	0.00
交易类金融资产	20.59	20.00	20.00
可供出售金融资产	1,114.24	1,429.55	1,782.92
买入返售金融资产	0.00	0.00	0.00
应收款项类投资	705.00	677.00	702.00
委托贷款净额	473.00	1,384.00	947.00
贷款净额	901.70	991.17	1,055.82
长期股权投资	40.72	35.26	42.79
固定资产	11.83	12.60	87.55
无形资产	2.20	1.65	4.37
资产合计	10,847.52	12,224.43	14,392.97
未到期责任准备金	237.24	287.33	344.29
担保赔偿准备金	1,018.68	1,188.10	1,365.64
担保损失准备金合计	1,255.92	1,475.43	1,709.93
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00
存入担保保证金	23.50	35.50	52.50
负债合计	3,861.26	5,051.19	6,866.28
实收资本	5,734.21	5,734.21	6,307.63
所有者权益合计	6,986.26	7,173.24	7,526.69
利润表摘要（人民币百万元）			
主营业务收入	946.15	1,075.71	1,284.40
提取担保赔偿准备	-216.93	-253.90	-251.83
提取未到期责任准备	-76.71	-50.08	-56.97
主营业务净收入	535.33	624.79	777.73
投资收益	31.52	74.70	55.72
营业费用	-193.90	-241.81	-282.49
税金及附加	-21.56	-6.52	-6.94
营业利润	364.33	429.47	497.59
税前利润	374.61	441.10	503.90
所得税	-90.25	-121.84	-125.48
净利润	284.36	319.26	378.43
综合收益总额	267.94	360.61	393.84
担保组合（人民币百万元）			
总在保余额	92,124.00	103,664.00	121,572.00
直保在保余额	33,223.00	45,204.00	53,672.00
再保在保余额	58,901.00	58,460.00	67,900.00
总在保责任余额	49,165.00	62,394.00	47,660.00

附五：江苏省信用再担保集团有限公司主要财务指标

	2016	2017	2018
年增长率 (%)			
总资产	25.35	12.69	17.74
担保损失准备金	30.49	17.48	15.89
所有者权益	22.79	2.68	4.93
主营业务净收入	15.05	16.71	24.48
营业费用	25.78	24.71	16.82
投资收益	-49.60	137.01	-25.41
营业利润	7.42	17.88	15.86
税前利润	8.11	17.75	14.24
净利润	8.86	12.27	18.53
年新增担保额	24.72	-4.42	13.34
在保余额	47.60	12.53	17.28
盈利能力 (%)			
主营业务毛利率	56.58	58.08	60.55
成本费用率	31.95	32.59	34.75
投资回报率	0.81	1.24	0.52
平均资产回报率	2.92	2.77	2.84
平均资本回报率	4.49	4.51	5.15
有效税率	24.09	27.62	24.90
担保项目质量 (%) (公司本部)			
年内代偿率	0.00	0.10	0.00
累计代偿率	0.11	0.07	0.03
年内损失率	0.00	0.00	0.03
累积损失率	0.05	0.05	0.01
年内回收率	--	14.47	2,466.67
累计回收率	25.11	31.85	118.99
担保损失准备金/在保余额	1.36	1.42	1.41
担保损失准备金/在保责任余额	2.55	2.36	3.59
担保业务集中度 (%)			
最大单一客户集中度	3.25	3.16	3.36
最大单一客户在保责任余额/核心资本	21.03	25.47	19.03
最大十家客户集中度	29.90	24.15	25.68
最大十家客户在保责任余额/核心资本	193.22	194.87	145.58
资本充足性			
净资产 (百万元)	6,986.26	7,173.24	7,526.69
核心资本 (百万元)	7,607.74	7,851.28	8,407.66
净资产放大倍数 (X)	7.04	8.70	6.33
核心资本放大倍数 (X)	6.46	7.95	5.67
核心资本形成率 (%)	8.29	6.97	7.54
流动性 (%)			
高流动性资产/总资产	31.22	22.89	31.40
高流动性资产/在保责任余额	6.89	4.48	9.48

附六：公司基本财务指标的计算公式

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 其他债务调整项

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 其他债务调整项

总债务 = 长期债务 + 短期债务

营业成本合计 = 营业成本 + 利息支出 + 手续费及佣金支出 + 退保金 + 赔付支出净额 + 提取保险合同准备金净额 + 保单红利支出 + 分保费用

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

经营性业务利润 = 营业总收入 - 营业成本合计 - 税金及附加 - 财务费用 - 管理费用 - 销售费用 + 其他收益

营业毛利率 = (营业总收入 - 营业成本合计) / 营业总收入

三费合计 = 财务费用 + 管理费用 + 销售费用

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 费用化利息支出

EBITDA (息税折旧摊销前盈余) = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

应收类款项/总资产 = (应收账款 + 其他应收款 + 长期应收款) / 总资产

收现比 = 销售商品提供劳务收到的现金流入 / 营业收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

现金比率 = (货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据) / 流动负债

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益 (含少数股东权益))

长短期债务比 = 短期债务 / 长期债务

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)

附七：江苏省信用再担保集团有限公司主要财务指标的计算公式

现金及投资资产=现金及现金等价物+银行存款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+持有至到期证券+长期股权投资+投资物业+委托贷款+其他资产中的委托贷款、信托产品、资管计划

担保损失准备金合计=短期担保责任准备金+长期担保责任准备金+担保赔偿准备金

高流动性资产=现金及现金等价物+银行存款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+按公允价值计量的可供出售金融资产

核心资本=所有者权益+担保损失准备金-（长期股权投资+以成本计量的可供出售金融资产）

年度代偿率=年度代偿额/年度解除担保额

累计代偿率=近三年累计代偿额/近三年累计解除担保额

年度损失率=（年度代偿额-年度收回额）/年度解除担保额

累计损失率=（近三年累计代偿额-近三年累计收回额）/近三年累计解除担保额

担保损失准备金覆盖率=担保损失准备金余额/担保代偿余额

平均资产回报率=净利润/[（当期末资产总额+上期末资产总额）/2]

投资回报率=净投资收益/[（当期末现金及投资资产总额+上期末现金及投资资产总额）/2]

核心资本担保放大倍数=净在保余额/核心资本

附八：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。