

江苏方洋集团有限公司

2020 年度第一期中期票据

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

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

概述

编号:【新世纪债评(2019)011024】

评级对象: 江苏方洋集团有限公司 2020 年度第一期中期票据

主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA

评级时间: 2019 年 8 月 19 日

注册额度: 10.00 亿元

本期发行: 5.00 亿元

存续期限: 3 年

增级安排: 无

发行目的: 偿还有息债务

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	20.36	25.33	24.98	34.13
刚性债务	168.30	189.07	190.44	198.95
所有者权益	107.62	109.80	123.47	123.36
经营性现金净流入量	0.37	21.89	81.88	4.42
合并数据及指标:				
总资产	432.04	472.86	503.20	522.88
总负债	274.81	307.35	320.40	337.64
刚性债务	210.27	243.88	270.11	287.74
所有者权益	157.24	165.51	182.81	185.25
营业收入	31.70	39.87	46.84	16.18
净利润	3.00	2.81	3.40	0.07
经营性现金净流入量	-5.67	-2.99	-1.86	-2.98
EBITDA	11.17	10.27	12.92	-
资产负债率[%]	63.61	65.00	63.67	64.57
长短期债务比[%]	185.49	207.12	155.28	266.73
权益资本与刚性债务比率[%]	74.78	67.86	67.68	64.38
流动比率[%]	135.25	138.11	124.66	188.65
现金比率[%]	57.14	47.58	40.41	70.69
利息保障倍数[倍]	0.82	0.69	0.83	-
EBITDA/利息支出[倍]	0.94	0.82	0.97	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.05	0.05	-

注: 发行人数据根据方洋集团经审计的 2016-2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

郭羽佳 wyj@shxsj.com

徐 丽 xuli@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

评级观点

主要优势:

- **外部环境较好。**徐圩新区是国家东中西区域合作示范区的先导区, 发展定位明确, 受到政策支持力度较大; 新区建设的逐渐完善和入驻企业的增加与投产, 将为方洋集团主业开展提供良好的外部环境。
- **外部支持力度大。**方洋集团作为徐圩新区政府性项目投资、建设和运营的核心主体, 可持续获得上级政府在项目承接、财政补贴和政策等方面的支持。

主要风险:

- **经营易受相关行业周期性波动影响。**方洋集团营收构成中贸易业务及园区配套服务业务收入占比高, 且均是围绕园区内企业开展, 相关收入规模易受石化行业周期性波动影响。
- **主业盈利能力欠佳。**方洋集团主业盈利能力不佳, 公司营业利润对非经常性损益依赖度较高。
- **资金平衡压力大。**近年来方洋集团项目投建力度较大, 但政府回购资金到位相对较为滞后, 随着承建项目的持续推进, 公司将持续面临较大的资金平衡压力。
- **债务负担重。**方洋集团有息债务规模增长较快, 财务杠杆水平偏高, 债务负担和利息支出压力较大。
- **资产流动性欠佳。**方洋集团资产主要集中于应收代建款、项目建设成本和土地资产, 且土地资产大部分已抵押, 资产流动性欠佳。

➤ 未来展望

通过对方洋集团及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很强，并给予本期债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



江苏方洋集团有限公司 2020 年度第一期中期票据

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

江苏方洋集团有限公司（简称“方洋集团”、“该公司”或“公司”）前身为连云港徐圩开发建设有限公司，由连云港市人民政府于 2009 年 4 月以货币出资组建，初始注册资本为 2.00 亿元。2010 年 1 月，公司以资本公积 8 亿元转增资本，注册资本增至 10 亿元；9 月，公司更名为现名。后经多次增资，截至 2018 年末，公司注册资本增至 40 亿元。2019 年 6 月，公司通过资本公积转增股本 35 亿元和股东认缴 5 亿元的方式增加注册资本至 80 亿元。截至 2019 年 7 月末，公司注册资本为 80.00 亿元，实收资本为 75.00 亿元，股东一直为连云港市人民政府。

该公司是连云港市徐圩新区城市基础设施项目投建和国有资产运营的核心主体，可得到连云港市政府在资金注入和财政补助等方面的支持。目前公司主要在徐圩新区范围内从事城市基础设施建设、国有资产运营和产业园区经营管理等业务。

2. 债项概况

该公司拟向中国银行间市场交易商协会申请注册发行总额不超过 10 亿元中期票据的议案已经公司董事会审议通过，并获得股东批准。本期拟发行金额为 5.00 亿元，公司拟将本期中票募集资金全部用于偿还有息债务。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	江苏方洋集团有限公司 2020 年度第一期中期票据
总发行规模:	10.00 亿元人民币
本期发行规模:	5.00 亿元人民币
本期债券期限:	3 年
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	单利按年付息，到期一次还本
增级安排:	无

资料来源：方洋集团

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2019 年上半年，全球经济景气度持续下降，主要央行货币政策正在转向宽松；美国挑起的贸易冲突对全球贸易环境影响较大，中东等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；我国经济发展面临的外部需求走弱且更加复杂多变。从短期看，我国宏观经济增长压力加大的同时，各类宏观政策正协同合力保持经济增长在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年上半年，全球经济景气度持续下降，主要央行货币政策正在转向宽松；美国挑起的贸易冲突对全球贸易环境影响较大，中东等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；我国经济发展面临的外部需求走弱且更加复杂多变。在主要发达经济体中，美国经济增长动能下降，就业及物价增速均在放缓，美联储降息预期上升且将停止缩表，美国对外贸易政策加剧全球贸易局势紧张；欧盟经济增长前景下行，制造业疲软、消费者信心不佳，欧洲央行将在更长时间内维持低利率且将推出第三轮定向长期再融资操作，英国脱欧、意大利债务问题等联盟内部风险是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，物价水平增速持续位于低位，制造业增长乏力，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，物价上涨速度普遍加快，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，降息刺激经济的空间扩大；印度经济增长速度仍较快但有所放缓，印度央行多次降息，就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升及俄罗斯央行降息有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西经济复苏放缓，前期铁矿石价格的快速上升或将提供一定支撑；南非经济在衰退边缘反复，大选落定有利于前景改善，但面临的挑战依然很大。

我国就业情况良好、物价水平上涨有所加快，经济增长压力加大但依然位于目标区间内。我国消费新业态增长仍较快，在居民消费支出增长稳定情况下而实际消费增速持续探底，社会集团消费是后期消费能否企稳的关键；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而明显放缓，专项债新政后基建投资节奏有望加快并稳定整体投资；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双承压，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益近期有所改善但较上年相比仍放缓明显，存在经营风险上升的可能。房地产调控政策总基调不变，住房租赁市场发展机遇期

较好，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。我国区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

国内经济增长压力加大的同时，我国各类宏观政策逆周期调节力度加大，协同合力确保经济的稳定运行。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度加大且在逐步落实，对稳增长及促进经济结构调整发挥积极作用；地方政府债券发行提速和使用效率提升，专项债券可作为重大项目资本金使用，隐性债务问责及防控机制更加完善，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化的同时债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，央行持续降准并“精准滴灌”支持实体融资改善，在保持市场流动性合理充裕的同时疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资收缩节奏放缓但方向未变，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率虽有波动但幅度不大，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国拟进一步新设自由贸易试验区，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，我国对外开放力度加大且节奏加快。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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

(2) 行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017年以来，各部委监管政策频出，城投

企业融资环境趋紧，2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。但近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业仍将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

2017 年 5 月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2018 年末，我国城镇化率为 59.58%，与国外发达国家的 70%-80% 相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014 年 9 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017 年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，

行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号），加强融资平台公司融资管理。5月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018年以来，切实加强地方政府债务管理的监管定调一以贯之，但与此同时，扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的的重要举措，城投企业合理融资需求仍需保障。2月，国家发展改革委和财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

此外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务。但为避免矫枉过正，保障城投企业合理融资需求，2018年7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。此外，支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法依规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

整体来看，自43号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐

步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业面临集中偿付压力。

(3) 区域经济环境

连云港市以工业立市，但经济发展水平在江苏省地级市中排名靠后，经济实力一般。2018年，连云港市加快新旧动能转换和产业升级转型步伐，持续推进化工企业环保整改；受此影响，全市主要经济指标增速较上年有一定回落。

连云港市位于江苏省东北部，东濒黄海、西连徐州、南与淮安毗邻、北与日照接壤，是我国重要的海港城市之一，同时也是“一带一路”战略的起点城市。连云港市下辖海州区、连云区、赣榆区3个市辖区及灌云县、东海县和灌南县3个县级行政区。全市陆域面积7615平方公里，海域面积6677平方公里，2018年末常住人口为452.0万人，常住人口城镇化率为62.6%。

从区位来看，连云港市距离其他苏北四市¹均在50-200公里内，是苏北地区重要的出海口。2018年，连云港市港口吞吐量2.36亿吨、集装箱运量473万标箱并入选国家物流枢纽布局承载城市；同期新开至南非等集装箱航线6条，内河航线苏北全覆盖，海河联运突破千万吨。伴随着连盐、连青铁路建成通车，连云港进入高铁时代；2018年，吞吐能力千万人次的花果山国际机场实现开工，区域性航空枢纽建设拉开帷幕。此外，连云港市是交通部规划建设长三角地区7个国家级综合运输枢纽之一，全国高速公路“五纵七横”中最长的黑龙江省同江市至海南省三亚市南北纵线与连云港—霍尔果斯的東西横线在连云港交汇，已形成以海运、铁路、公路运输为主，航空、内河、管道等其它运输方式为辅的立体交通体系。

2009年6月，《江苏沿海地区发展规划》经国务院审批通过，提出将江苏沿海地区建设成为我国东部地区重要的经济增长极。在沿海发展战略的带动下，连云港市港口建设、临港产业建设和滩涂资源开发速度不断加快。依托港口优势，连云港市石油化工、钢铁冶金、机械装备等临港产业不断发展，成为当地支柱产业，但相关产业中部分产能面临落后淘汰的压力，且产业周期性波动明显，行业景气度变化会对地方生产总值和税收产生显著影响。

江苏省各地级市经济发展差异化明显，苏北地区经济体量相对偏小，连云港市经济总量在全省排名靠后；近年来随着新旧动能转换和产业升级转型的持续推进，全市经济增速有所回落。2016-2018年，连云港市分别实现地区生产总值2376.48亿元、2640.31亿元和2771.70亿元，按可比价格计算，同比增速分别为7.8%、7.4%和4.7%。全市三次产业结构由2016年的12.7:44.2:43.1调整为2018年的11.7:43.6:44.7，产业结构不断优化。2019年以来，连云港经济保持平稳发展，主要经济指标增速有所回升，上半年度全市实现地区生产总值1446.89亿元，同比增长5.5%。

¹ 按照现在江苏通行的行政区域划分，苏北地区包括徐州、连云港、宿迁、淮安、盐城五个地级市。

图 2. 连云港市 2016 年以来主要经济指标及增速

指标	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年上半年度	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	2376.48	7.8	2640.31	7.4	2771.70	4.7	1446.89	5.5
其中: 第一产业增加值 (亿元)	301.56	1.6	313.42	2.7	325.57	2.6	--	--
第二产业增加值 (亿元)	1049.90	7.8	1179.86	7.2	1207.39	1.9	--	--
第三产业增加值 (亿元)	1025.02	9.8	1147.03	8.9	1238.74	8.2	--	--
规模以上工业增加值 (亿元)	1302.48	9.3	1350.41	8.4	--	-6.7	--	8.5
固定资产投资 (亿元)	2385.16	14.8	2603.63	9.2	1859.28	6.7	1039.32	5.8
社会消费品零售总额 (亿元)	933.31	12.4	1038.31	11.3	1121.31	8.3	589.69	7.5
进出口总额 (亿美元)	70.40	-12.5	82.14	16.6	95.47	16.2	42.77	-8.5
三次产业结构	12.7:44.2:43.1		11.9:44.7:43.4		11.7:43.6:44.7		--	

资料来源: 连云港统计信息网

凭借港口资源优势, 连云港市工业有一定基础, 2016 和 2017 年完成规模以上工业增加值 1302.48 亿元和 1350.41 亿元; 但受部分行业产能过剩以及化工行业环保督查趋紧等因素影响, 2018 年全市规模以上工业增加值呈现下滑态势。近年来, 连云港市以推进国家创新型城市建设和高新区升格发展为契机, 不断加快创新资源集聚, 强化创新载体支撑, 形成了以新医药、新能源、新材料、高端装备制造业“三新一高”产业为主导产业的新型产业体系。2018 年新医药、新材料、新能源和高端装备制造等“三新一高”产业占高新技术产业产值比重达 97.0%。实现新产品产值 494.5 亿元, 增长 12.5%, 高于规模以上工业 20.6 个百分点。总投资 775 亿元的盛虹炼化一体化项目正式开工, 新海石化、卫星石化、东华能源等加快推进, 中复神鹰 T1000 碳纤维、正崧新能源正式投产, 田湾核电 3、4 号机组投入运营。但相较于江苏省其他地级市, 连云港工业发展起步较晚, 基础较为薄弱, 大型、超大型企业数量较少, 目前主导产业多为新兴产业, 对区域经济发展的带动作用 and 产业抗风险能力均有待提高。

除工业外, 连云港市以旅游业、物流业等为主的第三产业近年来发展较快。2016-2018 年, 全市第三产业增加值分别为 1049.90 亿元、1147.03 亿元和 1238.74 亿元。依托花果山 5A 级景区、大伊山 4A 级景区、东海温泉省际旅游度假区等旅游资源, 旅游业已发展成为连云港市支柱产业之一。2018 年, 连云港市新增灌云伊甸园、伊芦山梅园和赣榆秦山岛等三家 3A 级旅游景区, 灌云县潮河湾景区继青松岭森林公园、连岛海滨旅游度假区创成“江苏省自驾游基地”, 全年旅游接待人数达到 3805 万人, 增长 12.4%; 实现旅游收入 531 亿元, 增长 15.9%。随着连云、东海国家级全域旅游示范区的建设加快, 未来连云港市游客接待能力、旅游业收入等有望进一步提升。

连云港市口岸保障能力全面增强, 铁路承运能力全面提升。2018 年, 全年港口货物吞吐量 2.36 亿吨, 较上年增长 3.2%; 境内铁路货运总量较快增长, 货运总量突破 5000 万吨, 达到 5473.17 万吨, 增长 11.1%。凭借港口、铁路等

优势，连云港市大力发展物流业，辖区内拥有中哈物流中转基地和上合组织出海基等大型物流园区。其中中哈物流合作基地系连云港市政府与哈萨克斯坦国有铁路股份有限公司共同建设的物流基地项目，于 2014 年 5 月启用后主要经营国际多式联运、拆装箱托运、仓储等国际货物运输业务；上合组织国际物流园已入选全国首批 16 个国家多式联运示范项目。2018 年，国家级综合保税区获批，连云港口岸赣榆港区、徐圩港区和灌河港区获批开放；市开发区、东海县分别获批国家级新医药、新材料出口基地。

2016 年以来连云港市固定资产投资额持续上升，但随着工业投资和基础设施投资高峰的度过，加之统计口径变化，2018 年全市固定资产投资额有所下滑，2016-2018 年分别为 2385.16 亿元、2603.63 亿元和 1859.28 亿元。连云港市工业投资力度一直保持在较大规模，近三年工业投资额占固定资产投资的比重均在 60% 以上。受房地产市场景气度上升影响，近年来连云港市房地产开发投资额持续增长，但占固定资产投资的比重较小，对固定资产投资的拉动作用有限，2018 年房地产投资占固定资产投资的比重为 18.37%，较上年上升 7.81 个百分点。

图表 3. 2016-2018 年连云港市主要固定资产投资情况（单位：亿元，%）

指标	2016 年		2017 年		2018 年	
	完成投资	增速	完成投资	增速	完成投资	增速
工业	1487.34	17.5	1645.52	10.5	1073.92	13.7
基础设施	477.90	-3.5	496.07	3.80	--	--
房地产	235.41	14.6	274.93	16.8	341.52	24.2

资料来源：连云港统计信息网

受行业景气度变化及政策调整等因素影响，近年来连云港市房地产市场波动较大。2016 年，受当地商品房“去库存”利好政策推动，连云港市房地产市场继续回暖，全年商品房销售面积同比增长 18.66%，商品房销售均价也由上年的 5118 元/平方米进一步增长至 6534 元/平方米；2017 年楼市持续回暖，全年商品房销售面积 643.91 万平方米，同比增长 22.8%；2018 年全市坚持“房住不炒”的定位，在持续的房地产政策调控下，商品房销售面积 562.60 万平方米，同比下降 12.60%。长期来看，连云港市房地产市场易受相关政策及行业景气度变化影响，加之连云港市人口吸附能力较为有限，当地楼市存在持续的供需矛盾。

图表 4. 2016-2018 年连云港市房屋建设、销售情况（单位：%）

指标	2016 年		2017 年		2018 年	
	面积	增速	面积	增速	面积	增速
商品房施工面积（万平方米）	2147.00	3.17	2144.93	0.10	2542.80	18.55
商品房竣工面积（万平方米）	289.00	39.84	170.15	-41.20	212.90	25.10
商品房销售面积（万平方米）	524.00	18.66	643.91	22.80	562.60	-12.60

资料来源：连云港统计信息网

受国家政策及政府土地供应计划等因素影响，近年来连云港市土地成交情

况呈现较大的波动。由于持续有项目落地，近三年连云港市工业用地成交面积保持在较大规模；住宅用地成交面积和成交价均呈现快速增长，成交总价对全市土地交易市场的支撑作用明显。2017 年随着住宅用地价量齐升，全年全市土地市场呈现价量齐升的态势，土地成交总价达 153.21 亿元，较 2016 年大幅提升，其中住宅用地成交总价为 93.35 亿元，同比增长 322.40%；土地成交均价为 1162.77 元/平方米，其中住宅用地成交均价为 3212.94 元/平方米，较 2016 年增长 121.80%。2018 年，全市土地成交面积持续上升，成交价小幅回落，但住宅用地成交价和成交量依然保持增长。2018 年全市土地成交面积同比增长 11.50%，成交总价同比下降 2.90%；其中住宅用地成交总价为 112.18 亿元，同比增长 20.20%，成交均价为 3463.32 元/平方米，同比增长 7.80%。

图表 5. 2016-2018 年连云港市土地市场交易情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年
土地出让总面积（万平方米）	1294.54	1317.61	1468.52
其中：工业用地出让面积（万平方米）	799.66	680.73	1012.19
住宅用地出让面积（万平方米）	152.53	290.54	323.90
商业/办公用地出让面积（万平方米）	340.95	336.17	56.60
其他用地出让面积（万平方米）	1.40	10.17	75.83
土地出让总价（亿元）	63.30	153.21	148.78
其中：工业用地出让总价（亿元）	11.91	11.67	20.28
住宅用地出让总价（亿元）	22.10	93.35	112.18
商业/办公用地出让总价（亿元）	29.28	47.09	12.68
其他用地出让总价（亿元）	0.01	1.10	3.65
土地出让均价（元/平方米）	488.96	1162.77	1013.16
其中：工业用地出让单价（元/平方米）	148.91	171.48	200.39
住宅用地出让单价（元/平方米）	1448.71	3212.94	3463.32
商业/办公用地出让单价（元/平方米）	858.78	1400.69	2239.85
其他用地出让单价（万元/平方米）	96.00	1080.15	480.72

资料来源：中指数据库

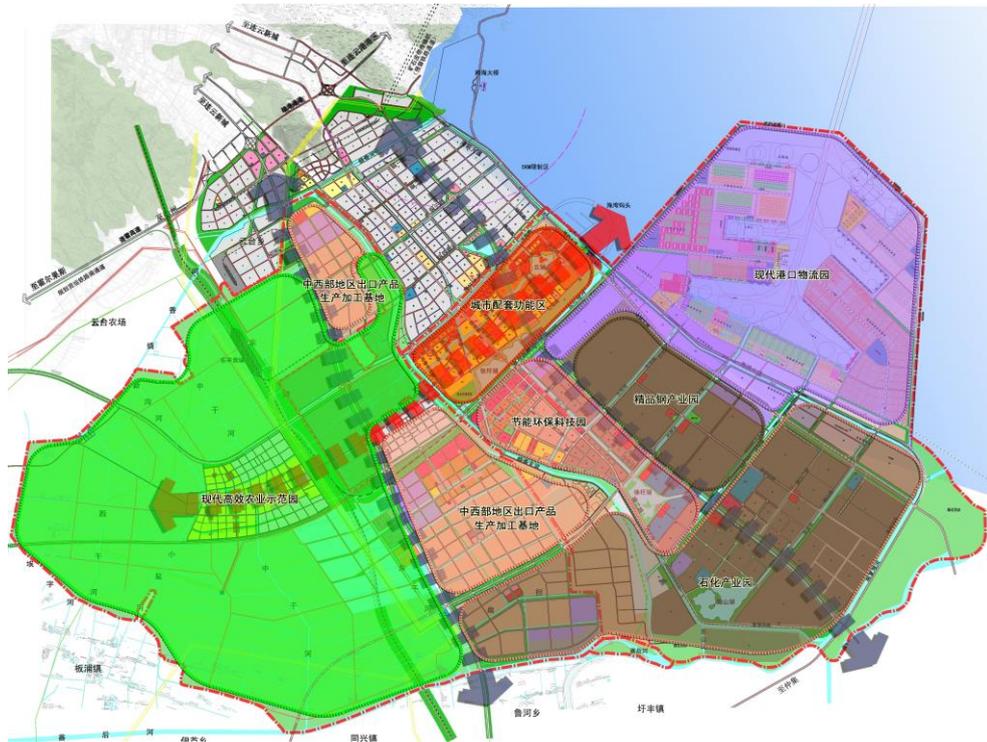
徐圩新区是国家东中西区域合作示范区的先导区，发展定位明确，重点打造炼化一体化、精品钢、先进装备制造、清洁能源和现代港口物流等五大主导产业。经过十余年的开发建设，新区内基础设施已较为完善，并吸引了一批石化企业落户投产；但因落户企业投产时间尚短，新区经济总量规模较为有限。

连云港市徐圩新区（简称“徐圩新区”或“新区”）地处连云港市城区东南部，位于连云港港南翼，东临黄海，与日韩隔海相望，西距连云港市中心 20 公里，南接长三角经济带，北通环渤海经济圈，距连霍高速约 20 公里，是“一带一路”沿线地区最便捷的出海通道。新区海岸线长 34.9 公里，总规划面积 467 平方公里，包括徐圩港区 74 平方公里、临港产业区 153 平方公里和现代高效农业区 218 平方公里，其中徐圩港区总设计吞吐能力 4.5 亿吨。2009

年 6 月，国务院常务会议通过《江苏沿海地区发展规划》，标志着以连云港为龙头的江苏沿海开发进入国家战略层面。连云港市委、市政府作出加快港口发展、全力推进徐圩新区开发建设的决策，徐圩新区开发建设开始加快推进。

徐圩新区规划布局为“一区七园”，其中“一区”为城市配套功能区，面积 32 平方公里，主要功能为商务休闲、生活居住、科技研发、旅游文化；“七园”为石化产业园、精品钢产业园、节能环保产业园、现代港口物流园、中西部地区出口产品生产加工园、香河农业示范园和东辛现代高效农业产业园。新区将主要打造炼化一体化、精品钢、先进装备制造、清洁能源和现代港口物流等 5 大主导产业，重点培育精品钢产业园、石化产业园、现代港口物流园、节能环保产业园、中西部地区出口产品生产加工园 5 个过千亿产业园区。其中位于徐圩新区石化产业园的连云港石化产业基地，是发改委 2013 年批复的全国七大石化产业基地之一，面积 62.61 平方公里，规划建设 4000 万吨/年炼油、300 万吨/年乙烯，400 万吨/年芳烃的产业规模。

图表 6. 徐圩新区规划图（2008-2030 年）



资料来源：方洋集团

2011 年 6 月，为了贯彻落实《长江三角洲地区区域规划》和《江苏沿海地区发展规划》，进一步加强区域合作、促进区域协调发展，国务院批准在江苏省连云港市设立国家东中西区域合作示范区（简称“东中西合作示范区”），并正式批复《国家东中西区域合作示范区建设总体方案》。东中西合作示范区设在连云港市连云区，包括徐圩新区、连云港经济技术开发区、连云港国际商务中心、连云区和连云港保税物流中心。根据适应中西部地区开放合作的实际需要，东中西合作示范区划分为现代物流服务、产业合作、商务服务、科技和人才服务、生态五个功能分区，其中徐圩新区处于产业合作功能区、商务服

务功能区、科技人才服务功能区和生态功能区四大功能区的布局之中。

徐圩新区作为东中西合作示范区的先导区，在政策上得到了国家政府的有力支持。财政和投资政策方面，国家对东中西合作示范区赋予相当于省级政府投资主管部门的项目管理权限，每年给予示范区资金补助，示范区内税收收入地方留存部分，全额补助用于基础设施建设；土地政策方面，国家将对示范区用地指标给予适度倾斜，加大对港口航道、码头等基础设施建设用海的政策支持力度，依法减免海域使用金，示范区土地出让净收益全部用于开发建设；开放政策上，政府将建立陇海兰新铁路运输协调机制，开通郑州至连云港港双层集装箱“五定”班列，加强交通物流运输能力；金融政策方面，政府支持符合条件的企业发行各种债务融资工具和上市融资，并允许示范区在发展多种所有制金融企业、创新外汇管理制度等方面开展先行先试。

经过十多年的开发建设，徐圩新区已基本完成了区域内的基础设施建设，具备了大中型企业落户投产的条件。交通方面，海滨大道、228国道和徐新路至242省道等对外连接线全线贯通，区内形成了“六纵六横”的大路网框架；石化产业基地内的10条道路建设已启动，依托连盐铁路徐圩支线的多式联运中心一期部分区块已建成并于2019年投入试运营。港区方面，徐圩港区2个10万吨级通用泊位和3个液体化工泊位已投入使用，目前已具备10万吨级通航条件；正在建设的6个3至10万吨级码头泊位已有2个试运行，预计将于2020年投入使用，建成后港区将具备4000万吨货物吞吐能力，113个大中型以上泊位，基本满足后方临港产业需求；同时还在开挖30万吨级深水航道，建成后将进一步提升港区的通航能力；徐圩港区疏港航道已纳入规划，危险化学品码头同步与徐圩港区海河联运开展研究。配套基建方面，占地12.26万平方米的大陆桥产品展览展示中心已建成投用；总投资额约21亿元的资源采购中心已完成1#、2#、3#楼建设，其中丝路国家展贸中心已承办“一带一路”沿线国家和地区产品展览展示会等大型展览展示活动；连云港生物中专徐圩新区校区已正式对外招生，云湖社区邻里中心和部分公租房已初步建成。

依托独特的物流港口优势以及新区招商环境的不断改善，徐圩新区内签约入驻项目不断增多。目前，徐圩新区签约入驻的项目中，已建成投产的主要有10个项目，包括年产240万吨的斯尔邦石化醇基多联产（MTO）、年产150万吨的虹港石化对苯二甲酸（PTA）、140万立方米荣泰化工仓储和年产380万吨珠江钢管制造等；开工建设的有10个，总投资约512亿元，包括年产380万吨高性能管线钢管和管线板材项目、年产10万吨铸造项目、年产41万吨镍合金新材料项目、年加工甲醇360万吨项目，140万立方米荣泰化工仓储项目和虹洋热电联产项目等；已签约项目8个，总投资约757亿元，包括年加工进口钒钛资源3000万吨项目、华东棉业交易中心项目、年产15万吨乙醇胺和6万吨非离子表面活性剂项目和年产200万吨彩钢板项目等；已有明确投资意向的项目有7个，总投资约148亿元，包括非油路线烯烃及下游产品项目、工业气体装备项目、北京申安LED户外照明示范基地项目、徐圩港区多用途泊位工程和大宗物资流通加工基地项目等。2018年以来，徐圩新区已完成盛虹炼化

一体化项目签约，新签约东华能源、斯尔邦丙烷产业链项目、虹港石化 240 万吨/年 PTA 改扩建项目以及密尔克卫化工品供应链一体化项目等 7 个项目。

近年来随着徐圩新区投资环境的逐步改善、产业引进及投产，经济保持增长，但现阶段经济总量仍较为有限。2018 年，徐圩新区实现地区生产总值 48.4 亿元，同比增长 14.2%；全年实现规模以上工业产值 239.9 亿元，同比增长 27.9%；完成外贸进出口总额 11.84 亿美元，同比增长 46.4%。2019 年第一季度，新区实现地区生产总值 9.7 亿元，同比增长 7%；全社会固定资产投资 43.2 亿元，同比增长 7.4%；实现规模以上工业产值 64.2 亿元，同比增长 9%；完成外贸进出口总额 3.11 亿美元，同比增长 16.1%。

土地出让方面，随着产业园签约项目的逐渐增多，徐圩新区土地实现了一定的出让。2016-2018 年及 2019 年上半年度，新区累计出让土地 38 宗，出让土地面积合计 981.31 万平方米，累计实现土地出让金收入 37.80 亿元。未来随着徐圩新区产业园区的发展，城市基础设施和配套设施的逐步完善和成熟，新区土地或将存在一定的升值空间。

图表 7. 近年来徐圩新区土地出让情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年度
土地出让宗数（宗）	7	19	11	1
土地出让面积（万平方米）	134.71	221.49	513.14	111.97
土地出让成交价（亿元）	5.98	17.83	11.58	2.41
土地出让均价（元/平方米）	443.74	804.93	225.65	215.01

资料来源：方洋集团

2018 年 6 月，国务院正式批复将连云港出口加工片区和徐圩新区片区整合优化为连云港综合保税区，徐圩新区将主要为炼化一体化项目和产业发展服务，进一步建设大宗商品集散中心、新亚欧大陆桥国际物流分拨配送中心等重点项目。预计中短期内徐圩新区固定资产投资仍将保持在较大的规模。

2. 业务运营

该公司是徐圩新区核心的基础设施投建和国有资产运营主体，随着新区建设逐步完善以及产业园内落户投产企业的不断增加，近年来公司营业收入来源由以工程代建业务为主逐步向以为园区内企业服务的贸易业务和园区配套服务业务转变，收入规模增长较快。但公司项目开发力度大，代建项目回款进度较为滞后，后续随着项目开发的持续推进，公司持续存在较大的资金周转压力。此外，公司贸易业务及园区配套服务业务均是围绕园区内企业开展，相关收入易受石化行业周期性波动影响。

该公司成立之初作为连云港市徐圩新区开发和运营的核心主体，承担了新区内土地开发整理和基础设施建设等任务；后续随着新区内开发建设的逐步完善以及产业园内落户的企业不断增多，公司陆续开展了与产业园内企业发展相

关的各项经营性业务，包括贸易物流和产业园区的配套服务等；同时，公司也承担了新区内重大项目的投资和相关配套设施的建设运营职能。

根据业务的性质和类别，该公司承担的项目可分为基础设施建设、土地回储、贸易和园区配套服务四大板块。近年来，公司营业收入呈快速增长趋势，2016-2018年分别实现营业收入31.70亿元、39.87亿元和46.84亿元。前期工程代建业务对公司营收贡献较大，但随着园区入驻企业需求的增加，公司贸易和园区配套服务等经营性业务收入规模增长较快，对公司营收的贡献能力增长明显；土地回储业务受政府土地出让计划和政策影响较大，收入稳定性不足。近三年公司工程代建业务收入占营业收入的比重分别为50.99%、42.15%和19.02%，同期贸易和园区配套服务合计占比从2016年的21.68%增长至2018年的64.31%。受收入结构变化影响，公司盈利水平呈现一定的波动性。2016-2018年，公司综合毛利率分别为17.37%、6.55%和7.92%。

2019年第一季度，该公司实现营业收入16.18亿元，主要来源于工程代建和贸易业务收入，分别占当期营业收入的48.64%和33.13%；当期公司综合毛利率为7.60%。

图表 8. 2016 年以来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类型	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	31.70	100.00	39.87	100.00	46.84	100.00	16.18	100.00
工程代建	16.16	50.99	16.81	42.15	8.91	19.02	7.87	48.64
土地回储	8.67	27.33	--	--	7.81	16.67	--	--
贸易业务	2.73	8.60	15.84	39.72	20.05	42.81	5.36	33.13
园区配套服务	4.15	13.08	7.23	18.13	10.07	21.50	2.95	18.23
毛利率	17.37		6.55		7.92		7.60	
工程代建	14.45		10.80		8.91		12.66	
土地回储	32.37		-		21.39		--	
贸易业务	4.94		0.71		0.54		0.99	
园区配套服务	5.53		9.45		11.33		6.11	

资料来源：方洋集团

值得注意的是，2015年根据中共连云港市委下发的《中共连云港市委、连云港市人民政府关于组建连云港港口控股集团有限公司的意见》和《关于处理徐圩新区涉港资产注入港口控股集团遗留问题协调会纪要》，要求该公司以港口、物流资产出资参与组建成立连云港港口控股集团有限公司（简称“港口控股集团”），以徐圩新区海滨大道临海侧的路缘石为界，向海一侧作为港区，在此范围内公司的涉港资产全部移交给港口控股集团。2018年8月17日，公司发布《关于方洋集团有限公司终止涉港资产出资的公告》，公告称：因两次债券持有人会议均否决了公司涉港资产出资议案，经公司董事会研究和连云港市委、市政府同意，公司决定终止涉港资产出资计划。2018年11月15日，根据《中共连云港市委书记专题会议纪要》（2018第3号）及市委、市政府主要

领导有关批示精神，公司所有涉港资产终止注入港口控股集团，全部经营、管理及收益权²收回，双方签订资产移交协议。涉港资产问题的解决，为公司以后港口物流业务的发展提供了有力的支撑，有利于公司经营能力和竞争力的提升。

(1) 基础设施建设

该公司作为徐圩新区的项目投建主体，承担了区域内基础设施建设任务，主要涉及市政配套基础设施以及保障性住房建设等。根据资金回笼模式不同，公司基础设施建设业务分为委托代建和自建两种模式。公司受徐圩新区管理委员会（简称“新区管委会”）委托投资建设区域内的基础设施项目，除前期财政拨款一部分补助资金外，项目建设资金主要由公司自行筹措；建设过程中，公司按月结算代建项目成本，并按照工程建设成本加成 20% 管理费的比例确定确认收入，待项目竣工后再进行统一决算，核定最终收入。此外，在新区管委会的安排下，公司围绕园区经营，建设了大量与园区发展相关的配套基建工程，该部分工程建设资金由公司自行筹措，未来主要通过项目经营收入覆盖项目投资成本；虽然项目建设过程中新区管委会会拨入部分项目资本金以支持项目开发建设，但公司自建项目投资规模较大且回收期较长，公司将持续存在一定的资金平衡压力。

➤ 工程代建业务

近年来，该公司陆续承接了新区范围内的市政、道路、桥梁和绿化工程等基础设施及公共配套设施建设。2016-2018 年和 2019 年第一季度，公司分别确认工程代建业务收入 16.16 亿元、16.81 亿元、8.91 亿元和 7.87 亿元，收入规模受新区管委会结算进度影响而有所波动；同期毛利率分别为 14.45%、10.80%、8.91% 和 12.66%，受决算项目融资成本变动影响，毛利率有所波动。截至 2019 年 3 月末，公司已结算的工程代建项目尚余约 62 亿元资金待回笼。

2016-2018 年和 2019 年第一季度，该公司已完工基建项目共 9 项，累计投入资金 60.15 亿元，回购周期一般在 5-6 年，主要为徐圩新区路网管线及配套设施建设、226 省道、徐圩新区送水工程、徐新公路、出口生产加工基地配套路网二期工程项目。

截至 2019 年 3 月末，该公司主要在建的基础设施项目共 11 项，计划总投资额为 71.64 亿元，公司已投入资金 47.08 亿元。其中徐圩新区主干道及配套管网工程建设项目主要是新区内道路桥梁及配套绿化工程的建设和市政管线的铺设，目前已基本完工尚未进行验收；另外除连云港石化产业基地防洪除涝二期-西港闸新建工程项目已建成未验收外，其余项目均处于在建状态。目前公司以推进存续基建项目为主，暂无拟建的代建项目。

² 该公司将涉港资产收益权同时收回，但目前公司账面未体现港口收入，存在对连云港港口集团有限公司（简称“港口集团”，港口控股集团的子公司）的其他应付款 7.78 亿元，系因资产移交期间，港口集团对徐圩港口码头投入的工程款形成，故暂将港口运营收入归港口集团所有，用于冲减相应的应付款项。后续考虑公司港口板块业务收入，将调整该模式，确认港口收入和支付应付款两条线，不再单一冲减。

图表 9. 截至 2019 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设周期 (年-年)	计划总投资额	已投资 金额	已确认收入	已回笼资金	备注
徐圩新区主干道及配套管网工程建设项目	2010-2018	42.90	32.75	39.30	21.90	已完工未验收
徐圩新区防洪除涝及调蓄工程	2015-2019	7.35	4.67	5.56	3.41	在建
管养工程	2015-2019	1.36	1.08	1.29	0.76	在建
节能一路（环保二路-环保十路，含跨方洋和桥）	2016-2019	2.17	0.61	0.73	0.33	在建
中通道西延段（S242-烧香支河大桥）	2015-2018	1.16	0.73	0.88	0.42	在建
徐圩新区医疗救援中心（一期）	2016-2018	2.80	0.80	0.96	0.30	在建
徐圩新区灭火救援应急中心	2016-2018	2.16	1.01	1.21	0.43	在建
徐圩新区智能化平台	2016-2018	0.74	0.53	0.63	0.24	在建
连云港石化产业基地防洪除涝二期-西港闸新建工程	2016-2018	0.79	0.65	0.78	0.26	已完工未验收
徐圩新区应急备用水源取水泵房及原水输水工程	2018-2022	7.11	3.31	3.97	--	在建
连云港综合保税区（区块一）一期工程	2018-2020	3.10	0.94	1.13	--	在建
合计	--	71.64	47.08	56.44	28.05	--

资料来源：方洋集团

➤ 自建业务

为了更好的提供和完善园区配套服务，新区管委会还规划了大量的园区配套工程、港区工程和标准化厂房等项目，均由该公司进行开发建设。截至 2019 年 3 月末，公司主要自建的工程项目共 15 项，计划总投资为 148.16 亿元，已投入资金 70.95 亿元。公司未来拟建的项目主要有徐圩新区第二水厂及配套管网一期工程、石化基地工业废水第三方治理工程和徐圩新区给水污水处理厂及厂外配套管网二期工程项目，预计将投入资金 7.85 亿元。公司已开工和未来拟建的自建项目投资规模较大，将持续存在较大的资金支出压力。

图表 10. 截至 2019 年 3 月末公司主要自建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设周期（年-年）	计划总投资额	已投资金额	备注
30 万吨级航道工程一期项目	2009-2020	27.21	27.21	已完工未验收
港口工程	2014-2021	27.10	12.31	在建
徐圩给水污水处理厂及厂外配套供水管网一期工程（自来水厂、污水厂）	2012-2019	4.60	4.53	已完工未验收
云湖社区邻里中心（一期）-人才公寓	2013-2019	4.40	4.30	已完工未验收
资源采购中心	2017-2020	22.00	3.54	在建
清洁技术产业化基地	2013-2019	15.00	3.31	在建
徐圩新区地下综合管廊一期	2016-2019	14.90	2.32	在建
徐圩港区二港池一期	2014-2021	9.22	2.90	在建
徐圩污水厂转型升级改造及生态净化工程	2012-2019	2.50	1.82	在建
云湖社区服务中心	2013-2019	2.26	1.61	在建
徐圩港区一港池二期	2014-2021	8.03	2.13	在建
静脉产业园标准厂房一期	2014-2019	2.50	1.47	在建
多式联运中心	2015-2020	4.83	1.28	在建

项目名称	建设周期 (年-年)	计划总投资额	已投资金额	备注
云湖社区邻里中心 (二期)	2013-2019	2.41	1.16	在建
云湖商务中心	2011-2019	1.20	1.06	在建
合计	--	148.16	70.95	--

资料来源：方洋集团

(2) 土地回储

根据规划安排，政府对该公司通过招拍挂方式取得但暂未开工建设的部分土地进行回储，连云港市国土资源局徐圩分局出具收回国有建设用地使用权的请示文件，经新区管委会批示后，由连云港市国土资源局、新区管委会与公司签订《收回国有建设用地使用权协议》，对相关土地进行收回，回收价格以评估价为准。

受政府回收规划的影响，该公司土地回储业务收入波动较大。2016 年和 2018 年政府共回收 20 宗土地，公司共实现土地回储收入 16.48 亿元，已收到资金返还 1.34 亿元；2017 年和 2019 年第一季度政府未进行土地回收，公司当期均未产生土地回储收入。截至 2019 年 3 月末，公司尚有可供回储土地资产 1939.98 万平方米（计入“投资性房地产”科目），账面价值共 177.18 亿元。

(3) 贸易业务

该公司贸易板块业务主要围绕园区内企业开展，由子公司江苏方洋物流有限公司（简称“方洋物流”）和中国方洋商贸有限公司运营。公司贸易业务销售的产品包括石料、煤炭、钢材、矿石及化学品等企业建设和生产经营所需的各类原材料，并提供相配套的仓储物流服务。随着产业园入驻企业数量和需求的增加，公司贸易业务收入快速增长，2016-2018 年及 2019 年第一季度分别实现贸易业务收入 2.73 亿元、15.84 亿元、20.05 亿元和 5.36 亿元，对公司营业收入的贡献程度也逐年上升，同期占总营业收入的比重分别为 8.60%、39.72%、42.81% 和 33.13%；同期贸易业务毛利率分别为 4.94%、0.71%、0.54% 和 0.99%，受园区内企业项目投产进度和需求变化的影响，公司贸易业务结构变化较大，其中 2017 年为供应园区内石化产业园新上项目，公司化学品销售业务量大增，为争取贸易份额和支持园区内企业发展进行适当让利，公司贸易业务盈利能力相对较低。

图表 11. 公司 2016 年以来贸易业务构成情况（单位：万元，%）

业务类型	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
石料销售	384.19	1.41	668.38	0.42	3725.88	1.86	2410.82	4.50
钢材销售	20851.69	76.51	8754.13	5.53	--	--	--	--
矿石销售	1803.78	6.62	659.79	0.42	580.21	0.29	--	--
化学品销售	-	-	141817.66	89.55	192086.77	95.79	50021.23	93.37

业务类型	2016年		2017年		2018年		2019年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
仓储物流业务	3581.02	13.14	5137.87	3.24	4131.92	2.06	1137.36	2.12
其他商品销售	634.06	2.33	1327.31	1.10	--	--	--	--
合计	27254.74	100.00	158365.14	100.00	200524.78	100.00	53572.37	100.00

资料来源：方洋集团

近年来，该公司贸易产品类别结构变化较大。具体从各项贸易产品来看，因公司拥有徐圩新区周边大岛山、西隰山两处可开采石料山场的独家经营权，开采的石料主要用于新区的基础设施建设和园区入驻企业厂房的部分地基建设，2016和2017年受采矿权开采规模的限制，公司石料销售业务规模较小，2018年以来，子公司方洋物流已经获得新一期的采矿许可证，公司石料开采量和销售规模大幅增加。公司钢材销售对象主要为园区内番禺珠江钢管（连云港）有限公司（简称“珠江钢管”）、宝通镍业有限公司（简称“宝通镍业”）等企业，2016年由于珠江钢管投产，对原材料钢材需求较大，公司钢材销售收入规模较大；2017年珠江钢管生产受市场波动影响严重，公司终止原材料供应，钢材销售收入缩水明显；目前珠江钢管和宝通镍业目前已不通过公司采购钢材，因此2018年及2019年一季度公司无钢材销售业务收入。公司还开展了包括红土镍矿和铬铁粉矿在内的矿石销售，销售对象为产业园区内的宝通镍业和园区外的连云港奥邦国际贸易公司，由于宝通镍业受市场行情影响经营状况欠佳，逐渐减产并最终停产，加之行业周期性影响，公司矿石销售收入逐年下降。2017年，石化产业园内企业盛虹石化年产360万吨醇基多联产项目投产，子公司方洋物流自2017年5月取得危险化学品经营许可证后，开展了相应的化学品销售业务，主要提供包括甲醇、PX、PTA等在内的化学品，由于化学品需求较大，2017年带动公司贸易业务收入较2016年增加13.11亿元；另外公司还提供化肥、煤炭等园区企业需要的其他产品，但销售规模相对较小。

2017年以来该公司化学品销售业务收入占贸易业务收入的比重约为90%左右，化学品销售业务采购和销售客户集中度较高。其中供应商为苏州华夏集团有限公司、宏威（连云港）精细化学品有限公司和江苏虹港石化有限公司（简称“虹港石化”），2018年采购金额合计17.87亿元；连云港希昌贸易有限公司和张家港保税区伊永颜兰国际贸易有限公司作为主要客户，2018年销售金额合计18.09亿元。

图表 12. 2018 年度公司化学品销售业务上下游客户情况

	客户	金额（亿元）	占比（%）
采购	苏州华夏集团有限公司	10.94	61.25
	宏威（连云港）精细化学品有限公司	5.82	32.54
	江苏虹港石化有限公司	1.11	6.21
合计		17.87	100.00
销售	连云港希昌贸易有限公司	16.92	93.51
	张家港保税区伊永颜兰国际贸易有限公司	1.17	6.49

	客户	金额 (亿元)	占比 (%)
	合计	18.09	100.00

资料来源：方洋集团

(4) 园区配套服务

在新区建设逐步完善后，该公司为入驻产业园的企业提供了原水销售及污水处理、物业租赁、蒸汽及电力销售、餐饮及服务、广告会展和咨询服务等企业经营所需的资源性原料和配套服务，具体业务由下属各子公司负责运营。2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司分别实现园区配套服务业务收入 4.15 亿元、7.23 亿元、10.07 亿元和 2.95 亿元，分别占同期营业收入的 13.08%、18.13%、21.50% 和 18.23%；同期毛利率分别为 5.53%、9.45%、11.33% 和 6.11%。

随着产业园的成熟，该公司园区配套服务业务收入逐年增长，业务收入构成变动较大。具体来看，公司混凝土供给业务逐渐收缩，近两年已无收入产生；物业租赁、餐饮服务和咨询业务在入园企业的投产和发展促进下，收入规模增长较快；污水处理和热电蒸汽销售业务，目前主要供应客户为盛虹石化集团有限公司设立在园区内的两家子公司虹港石化和江苏斯尔邦石化有限公司（简称“斯尔邦石化”），2016-2018 年，蒸汽热电分别实现销售收入 2.60 亿元、4.98 亿元和 7.81 亿元，其中 2017 年由于虹港石化及斯尔邦石化扩大产能，公司热电联产项目同步扩大产能增加供给，该项业务规模大幅增长。此外公司还有部分工程管理、租赁业务和相关基础设施的绿化等配套管养维护业务，其中工程管理主要是对园区企业做得土方回填施工，租赁业务收入主要来源于指挥塔和运输设备的租赁。

图表 13. 公司 2016-2018 年园区配套业务构成情况（单位：万元，%）

业务类型	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
混凝土拌和销售	883.32	2.13	--	--	--	--
广告、会展收入	1619.88	3.91	1004.31	1.39	353.25	0.35
原水销售及污水处理	4057.56	9.78	5152.36	7.13	5688.97	5.65
物业收入	655.04	1.58	776.84	1.07	947.86	0.94
蒸汽及电力销售	26016.69	62.74	49795.49	68.89	78127.74	77.57
餐饮及服务收入	871.27	2.10	918.19	1.27	1273.52	1.26
咨询收入	249.73	0.60	1301.22	1.80	1241.49	1.23
租赁业务	1591.99	3.84	4195.77	5.80	3793.84	3.77
管养维护	5258.36	12.68	6032.91	8.35	4901.95	4.87
其他业务	266.16	0.64	3110.36	4.30	4389.77	4.36
合计	41469.99	100.00	72287.44	100.00	100718.40	100.00

资料来源：方洋集团

管理

该公司法人治理结构健全，中高层管理人员管理经验较为丰富，为公司经营决策的有效贯彻和业务顺利开展提供了可靠保障。公司组织机构设置较为合理，自成立以来逐步建立了相应的内部管理制度，运营管理逐步得到规范。

1. 产权关系与公司治理

(1) 产权关系

该公司是经连云港市人民政府批准设立的国有独资企业，连云港市人民政府持有公司 100% 股权，为公司实际控制人。2019 年 6 月，公司注册资本由 40.00 亿元增至 80.00 亿元，其中资本公积转增注册资本 35.00 亿元，股东以货币形式认缴 5.00 亿元（于 2029 年 5 月 31 日前缴足）。截至 2019 年 7 月末，公司注册资本为 80.00 亿元，实收资本为 75.00 亿元，实际控制人为连云港市人民政府，产权状况详见附录一。

(2) 公司治理

该公司是国有独资企业，不设股东会，由新区管委会代行使股东职权，新区管委会授权公司董事会行使部分职权。根据《公司法》及《公司章程》的要求，公司建立相对健全的法人治理结构，组建了董事会、监事会及经营管理团队。公司董事会由 5 名董事组成，其中职工董事 1 名，由公司职工代表大会选举产生，其余董事均由股东委派，设董事长 1 名，由股东从董事会成员中指定，董事每届任期三年，届满可连任；监事会由 5 名监事组成，其中职工监事 2 名，由公司职工代表大会选举产生，其余监事由股东委派，每届任期三年，届满可连任；公司设总经理 1 名，由股东任免，董事会成员可以兼任。

该公司主要高级管理人员在城市资产管理及财务管理等领域具有丰富的从业经历。现任董事长闫红民先生历任商丘市睢阳区建设局副局长、连云港市规划市政设计院副总工程师、连云港市徐圩新区管委会（筹）与连云港市高新技术产业开发区管委会总工办副主任、主任，曾任公司总裁助理、副总裁、董事，现任公司董事长、法定代表人；总裁安涛先生曾任连云港市政府金融工作办公室科员、徐圩新区财政局科员、徐圩新区财政局副主任科员、国家东中西区域合作示范区财政局副主任科员、国家东中西区域合作示范区财政局副局长、国家东中西区域合作示范区区域合作局局长，现任公司总经理；公司其他高级管理人员大多在政府相关部门或大型国有企业工作多年。

(3) 主要关联方及关联交易

该公司关联交易主要是对公司参股的徐圩新区企业存在的资金往来和担

保。关联资金往来方面，主要是为连云港石化产业园有限公司³（简称“石化产业园公司”）提供的资金支持，2018年末为石化产业园公司提供拆借资金1.30亿元（其他应收款），占用石化产业园公司519.36万元（其他应付款）。关联担保方面，截至2018年末，公司关联方担保余额为8.46亿元，包括中节能（连云港）清洁技术发展有限公司（简称“中节能（连云港）公司”）1.52亿元和石化产业园公司6.94亿元。

2. 运营管理

（1）管理架构及模式

该公司根据自身经营特点设立了集团办公室、财务部、投资运营部、资产管理部、监察审计部等15个部门，部门设置较为合理，职责清晰，可以满足公司现阶段经营管理需要。公司组织架构详见附录二。

（2）管理制度及水平

根据相关法规的要求，该公司结合自身实际情况，制定了涵盖资金管理、对外投资管理、对外担保管理、控股子公司管控、信息披露管理、安全生产管理、突发事件应急管理和人力资源管理制度等在内的内部控制制度。

在资金管理方面，该公司制定了严格的货币资金管理制度，建立了筹资和预算业务的岗位责任制和相关审批制度，明确相关部门和岗位的职责、权限；对外投资方面，公司制定了《对外投资管理办法》，明确对外投资项目的运作和管理程序及监督与检查等事项；对外担保方面，公司制定了《对外担保管理办法》，严格控制对外提供担保，规定必须提供担保的事项需由董事会审议批准；控股子公司管控方面，公司建立了对控股子公司控制的架构，对控股子公司章程的制定、管理人员的选派和职责划分、子公司的经营及管理都制定了严格的管理制度；信息披露方面，公司规定将可能对投资者收益产生重大影响而投资者尚未得知的重大信息以及中国银行间市场交易场所协会要求披露的其他信息，在规定时间内按照要求进行公开披露；安全生产管理和突发事件应急管理方面，公司按照有关法律、法规和规范性文件的规定，出台了《安全管理制度》，制定了完整、规范的突发事件应急管理制度，同时制定了安全应急预案，建立了安全教育机制；人力资源管理方面，公司制定了《员工薪酬考核管理办法》、《员工技术资格考评管理办法》、《各子公司总经理班子考核办法（试行）》、《高级专业人才管理办法（试行）》、《人才培养流程（试行）》等制度，在人才培养、人才管理和人才激励方面建立了较为完善的管理模式。

³ 石化产业园公司2014年8月成立，注册资金45.00亿元，由连云港市政府、江苏香河农业开发有限公司和公司分别持股73.34%、2.22%和24.44%，主要负责徐圩新区内石化产业园区的项目配套建设和运营，实际控制人为连云港市政府。

(3) 过往债务履约及其他行为记录

该公司本部 2019 年 7 月 26 日提供的《企业信用报告》显示，公司本部已结清贷款中存在一笔欠息，根据银行提供的情况说明，该欠息由于银行系统原因造成，已结清；子公司方洋物流 2019 年 4 月 28 日《企业信用报告》显示，方洋物流已结清贷款中存在一笔欠息，根据银行提供的情况说明，该欠息由于银行系统原因造成，已结清。

根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院信用信息公示平台信息 2019 年 8 月 10 日查询结果，该公司 2019 年 1 月 24 日纳入被执行人名单，根据公司提供的材料，系因公司的项目施工方江苏国大装饰工程有限公司（简称“国大装饰公司”）拖欠江苏雅致建筑装饰工程有限公司工程款，公司作为发包人在欠付国大装饰公司的工程款范围内承担连带偿付责任，偿付金额上限为 735.82 万元，目前公司正协助执行。

3. 发展战略

该公司将继续立足公司业务基础，依托国家东中西区域合作示范区先导区的先导优势和连云港综合保税区的政策优势，逐步以实业投资、园区配套服务、生态环境建设和地产开发作为四大发展板块，强化重点工程、重大项目推进力度，并进一步拓宽融资渠道，加大与金融机构的合作，增加公司融资储备。实业投资方面，公司将继续围绕物流园区开发、贸易代理、热电联产、委托代建等领域开展；园区配套方面，公司将主要集中在污水处理、自来水供应、广告、会展、餐饮、酒店和物业等领域；生态环境建设方面，公司将继续重点培育香河农业、云湖水利、应急水源基地、工业示范旅游等生态环境建设项目，逐步成为招商引资，吸引外来人才生活的重要载体。

财务

该公司主要依赖外部融资开展项目建设，近年来随着徐圩新区开发建设的集中推进，公司积聚了较大规模的债务，债务负担和利息支出压力较大，负债经营程度偏高。公司资产主要集中于应收代建款、项目建设成本和土地资产，其中土地资产受限度较高，资产流动性欠佳；虽然年末公司仍有一定规模可动用的货币资金存量，但公司即期债务规模较大，存在一定的流动性压力。此外，公司主业盈利能力欠佳，盈利对土地资产的公允价值变动损益依赖度高。

1. 公司财务质量

中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2016-2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2019 年第一季度财务数据未经审计。公司执行企业会计准则及其补充规定，财政部 2017 年发布

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（2017 年修订）》、《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》，2018 年发布了《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号），公司按照上述准则的相关规定进行了会计政策变更。

该公司是徐圩新区核心的国有资产运营及基础设施投建主体，下属业务运营子公司较多。2016 年，公司新设立子公司江苏方洋能源科技公司和连云港云苏贸易有限公司（简称“云苏贸易”）；2017 年，根据连云港徐圩新区国资部门安排，云苏贸易无偿划转至连云港张圩企业综合服务有限公司，不再纳入公司合并范围，云苏贸易规模较小，对公司合并财务报表影响较为有限；2018 年，公司合并范围新增控股子公司江苏东港能源投资有限公司（投资新设），减少江苏方洋科技投资发展有限公司（注销），合并范围变动子公司规模较小，影响有限。截至 2019 年 3 月末，公司合并范围内子公司共 15 家。

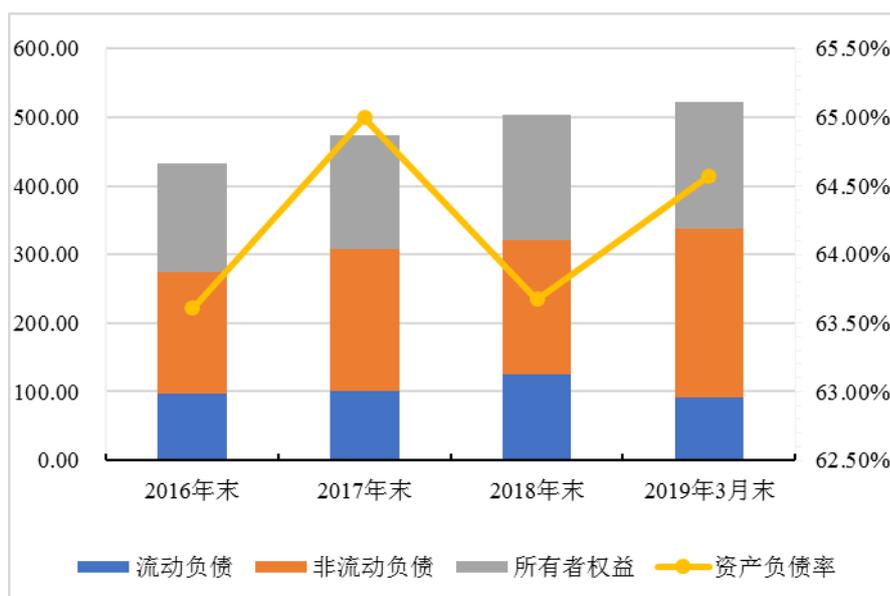
2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

A. 债务结构

该公司主要依赖外部融资开展项目建设，近年来随着项目建设的持续快速推进，负债规模增长较快，财务杠杆水平偏高。2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，公司债务总额分别为 274.81 亿元、307.35 亿元、320.40 亿元和 337.64 亿元，资产负债率分别为 63.61%、65.00%、63.67%和 64.57%。

图表 14. 公司财务杠杆水平变化趋势（单位：亿元）



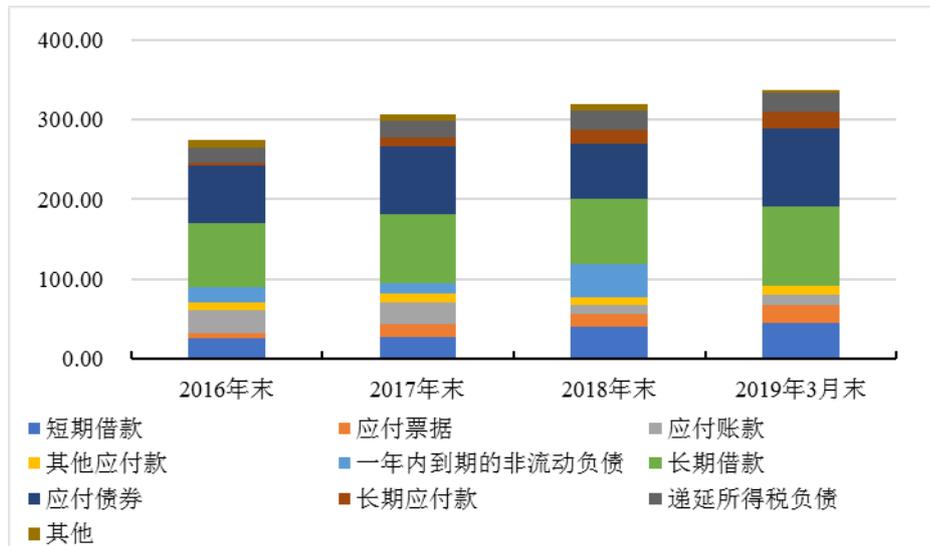
资料来源：根据方洋集团所提供资料整理、绘制。

该公司负债主要集中于刚性债务，债务负担较重。2016-2018 年末及 2019

年3月末刚性债务余额分别为210.27亿元、243.88亿元、270.11亿元和287.74亿元，占同期末负债总额的比重分别为76.51%、79.35%、84.30%和84.70%。公司偏重于长期融资渠道，同期末中长期刚性债务占刚性债务的比重分别为74.31%、75.83%、62.41%和76.75%。

除刚性债务外，该公司负债还主要分布于应付账款、其他应付款和递延所得税负债，2018年末分别占负债总额的3.48%、2.96%和7.18%。其中应付账款年末余额为11.14亿元，主要为公司应付市政和港务施工单位的工程款，主要包括应付中交第三航务工程局有限公司江苏分公司2.61亿元、无锡交通建设工程集团有限公司1.80亿元、天津第六市政公路工程局有限公司0.75亿元、中国机械工业建设集团有限公司0.71亿元和南通四建集团有限公司0.44亿元；其他应付款年末余额为9.49亿元，主要包括应付港口集团无息拆借资金7.78亿元（涉港资产移交阶段因建设需要形成）等；递延所得税负债年末余额为22.99亿元，主要因投资性房地产公允价值变动形成。

图表 15. 近年来公司负债构成情况（单位：亿元）



资料来源：根据方洋集团所提供资料整理、绘制。

2019年3月末，该公司负债总额较上年末增长17.24亿元至337.64亿元，资产负债率上升0.90个百分点至64.57%，主要系刚性债务较上年末增长17.63亿元至287.74亿元所致。

B. 刚性债务

该公司刚性债务主要由银行借款、应付票据、应付债券、融资租赁借款和应付利息构成，2018年末分别占刚性债务总额的49.09%、6.10%、36.35%、7.43%和1.02%。其中银行借款年末余额为132.61亿元，年利率主要分布在4.03%-7.35%区间，包括质押借款、抵押借款、保证借款、信用借款和其他借款⁴，年末分别占银行借款的10.44%、54.29%、18.64%、12.86%和3.77%，其中质押物为银行存单，抵押物为土地使用权，保证借款主要为公司本部对集团

⁴ 其他借款为该公司2018年发行的“18方洋CP001”。

子公司的借款担保；应付票据年末余额为 16.47 亿元，全部为银行承兑汇票，保证金比率为 100.00%，主要因开具给施工单位而形成；应付债券年末余额为 98.20 亿元，主要包括中期票据 22.92 亿元、非公开定向债务融资工具 14.88 亿元、非公开公司债券 19.97 亿元、债权融资计划 19.90 亿元和美元海外债 20.53 亿元，发行利率在 4.68%-7.50% 区间，除美元海外债为子公司方洋物流发行外，其余均为公司本部发行；融资租赁借款年末余额为 20.07 亿元，期限为 5 年，年利率在 5.23%-9.35% 区间；此外，2018 年末公司刚性债务还包括应付利息 2.77 亿元。

2019 年 3 月末，该公司刚性债务受银行借款和应付票据规模增长影响较上年增加 17.63 亿元至 287.74 亿元，占期末债务总额的 85.22%，其中短期刚性债务因前期借入款项的逐步到期较上年末增加 8.90 亿元至 110.44 亿元⁵，即期债务偿付压力增大。

从 2018 年末刚性债务的到期分布来看，2019-2023 年该公司分别需偿付到期债务本金 88.21 亿元、43.99 亿元、54.16 亿元、20.21 亿元和 15.32 亿元，未来 3 年公司集中偿付压力较大。2019 年第一季度，公司已偿付债务本金合计 10.02 亿元，2019 年 4-12 月仍需偿还债务本息合计 78.19 亿元，公司计划通过银行借款续贷、直接融资以及运营资金等进行偿付，目前公司已完成注册 23 亿元超短期融资券，并已获得 30 亿元非公开发行公司债券的批文，可用于置换有息债务，公司到期债务偿付情况需持续关注。

该公司融资渠道较广，自 2013 年以来发行了定向融资工具、短期融资券、中期票据、私募债等多支债券，同时发行了海外债。截至 2019 年 7 月末，公司待偿还债券本金余额为 85.80 亿元和 4.80 亿美元，已发行债券的还本付息情况正常。

图表 16. 公司存续期债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限(年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
15 方洋 MTN001	8.00	5	6.30	2015-06-24	未到期，本息支付正常
16 方洋 MTN001	5.00	5	5.80	2016-05-24	未到期，本息支付正常
16 方洋 01	11.00	5	4.68	2016-09-02	未到期，本息支付正常
16 苏方洋 ZR001	5.00	3	5.07	2016-10-09	未到期，本息支付正常
16 方洋 PPN001	10.00	5	5.40	2016-09-29	未到期，本息支付正常
17 苏方洋 ZR001	5.00	3	5.27	2017-01-06	未到期，本息支付正常
17 方洋 01	7.00	5	6.08	2017-03-14	未到期，本息支付正常
17 方洋 02	2.00	5	6.30	2017-05-26	未到期，本息支付正常
17 苏方洋 ZR002	9.00	3	6.50	2017.12.21	未到期，本息支付正常
18 苏方洋 ZR001	1.00	3	6.60	2018.01.08	未到期，本息支付正常
17 方洋 PPN001	5.00	3	7.40	2018.03.30	未到期，本息支付正常

⁵ 该公司 2019 年第一季度报表中暂未将 42.21 亿元一年内到期的其他非流动负债从非流动负债中拆分记账，此处按将一年内到期的非流动负债拆分后的口径进行统计。

债项名称	发行金额 (亿元)	期限(年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
19 方洋 SCP001	5.50	0.29	5.87	2019.03.04	未到期, 本息支付正常
19 方洋 SCP002	5.00	0.39	5.78	2019.04.10	未到期, 本息支付正常
19 方洋 SCP003	5.30	0.59	5.50	2019.06.21	未到期, 本息支付正常
19 苏方洋 ZR001	2.00	3	6.98	2019.06.14	未到期, 本息支付正常
美元海外债(亿美元)	2.00	3	5.35	2016-09-29	未到期, 本息支付正常
美元海外债(亿美元)	1.00	3	7.50	2018-11-29	未到期, 本息支付正常
美元海外债(亿美元)	1.80	2.50	7.20	2019-06-26	未到期, 本息支付正常

资料来源: 方洋集团(截至 2019 年 7 月末)

C. 或有负债

该公司为徐圩新区内国有企业及落户企业融资提供担保, 截至 2019 年 3 月末, 公司未清对外担保余额为 13.56 亿元, 被担保对象主要包括江苏香河农业开发有限公司、中节能(连云港)公司、斯尔邦石化、石化产业园公司, 期末担保余额分别为 0.20 亿元、1.52 亿元、4.90 亿元和 6.94 亿元。其中斯尔邦石化是石化产业园入驻企业, 母公司为盛虹控股集团有限公司, 公司为支持园区企业发展及维护客户关系对其进行担保, 有反担保措施及股权质押。2019 年 3 月末, 公司担保比率为 7.32%, 对外担保规模相对较小, 对外担保风险较为可控。

(2) 现金流分析

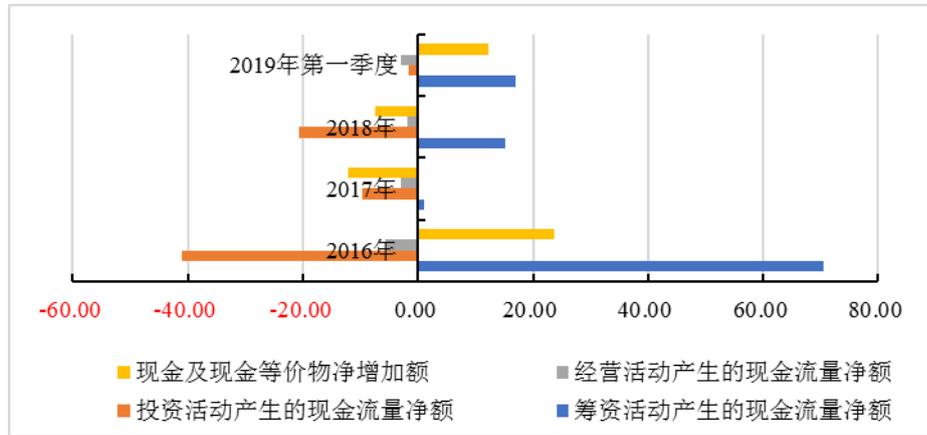
该公司经营活动现金流入主要包括代建项目资金回笼、自营业务收入以及政府对公司建设项目的拨款, 2016-2018 年“销售商品、提供劳务收到的现金”分别为 12.33 亿元、28.09 亿元和 36.46 亿元。受政府回购资金拨付进度和营收结构的变化影响, 公司主业现金回笼能力有所提升, 2016-2018 年营业收入现金率分别为 38.89%、70.45% 和 77.85%。近年来公司项目建设投入较大, 2016-2018 年“购买商品、接受劳务支付的现金”分别为 22.22 亿元、36.53 亿元和 36.28 亿元, 主业现金回笼对项目支出覆盖程度有限。加之各项经营支出, 近三年公司经营性现金净流量分别为-5.67 亿元、-2.99 亿元和-1.86 亿元, 持续呈净流出状态。2019 年第一季度受项目建设持续投入影响, 经营活动产生的现金流量净额为-2.98 亿元, 当期营业收入现金率下降 10.84 个百分点至 67.01%。

近年来该公司对徐圩新区港口和园区配套工程等自建项目持续投入大量资金。2016-2018 年, 公司投资活动产生的现金流量净额分别为-40.99 亿元、-9.76 亿元和-20.73 亿元, 受自建项目投入规模下降以及理财产品投入和赎回影响, 年度间波动较大。2019 年以来, 公司持续增加自建项目投入, 第一季度投资性活动产生的现金流量净额为-1.62 亿元。

该公司主要通过取得银行借款和发行债券等方式不断获得资金, 近年来融资力度较大。2016-2018 年, 公司筹资活动现金流入分别为 145.82 亿元、90.73

亿元和 102.57 亿元；同期受偿还债务和支付利息等影响，筹资活动产生的现金流量净额分别为 70.49 亿元、1.10 亿元和 15.25 亿元，主要受 2016 年大量债券的发行影响，波动幅度较大。2019 年第一季度，受偿债资金支出较少影响，筹资活动产生的现金流量净额为 17.01 亿元，呈净流入状态。

图表 17. 近年来公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：根据方洋集团所提供数据整理、绘制。

2016-2018 年，该公司 EBITDA 分别为 11.17 亿元、10.27 亿元和 12.92 亿元。随着银行借款及应付债券等刚性债务的增加，公司债务负担及利息支出负担较重，EBITDA 对利息支出及刚性债务的保障程度很低。同时，近年来由于项目投建力度较大，公司经营活动产生的现金流持续呈净流出状态，无法对负债形成较好保障。

图表 18. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2016 年	2017 年	2018 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.94	0.82	0.97
EBITDA/刚性债务(倍)	0.06	0.05	0.05
经营性现金流净额(亿元)	-5.67	-2.99	-1.86
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-6.81	-3.05	-1.65
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	-2.35	-1.03	-0.59

资料来源：方洋集团

(3) 资产质量分析

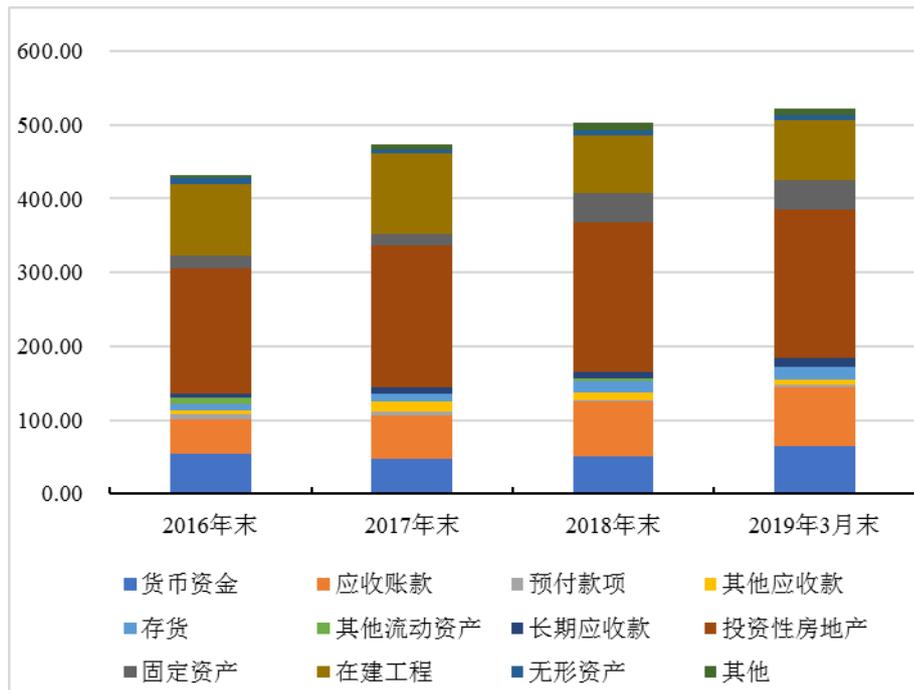
该公司历经多次增资，且政府在项目建设过程中注入了项目资本金，加之公司每年均有经营积累，自有资本实力逐年增强。2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，公司所有者权益分别为 157.24 亿元、165.51 亿元、182.81 亿元和 185.25 亿元。2018 年末，公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润、少数股东权益和其他综合收益组成，分别占年末所有者权益的 21.88%、22.31%、2.03%、15.95%、19.30%和 18.54%。其中年末实收资本余额为 40.00 亿元，均为货币出资；资本公积余额为 40.79 亿元，主要为政府拨款，较上年末增加 11.90 亿元系政府债务免除所致；少数股东权益余额为 35.27

亿元，公司少数股东权益规模较大主要因 2016 年以来子公司方洋物流和方洋建设工程分别引入两只产业基金 19.40 亿元和 8.75 亿元，基金所持有的子公司份额较大所致，2018 年末较上年末增长 8.34% 至 35.27 亿元，主要系子公司连云港虹洋热电有限公司少数股东增资所致；其他综合收益余额为 33.89 亿元，主要系部分土地资产由“存货”转入“投资性房地产”科目，公允价值超过原账面价值的差额计入所致。2019 年 3 月末，因子公司连云港徐圩港口投资集团有限公司引入外部投资者，公司资本公积较上年末增长 1.33% 至 41.33 亿元，同时因参股企业会计期内利润结转，少数股东权益增长 5.17% 至 37.10 亿元，受此影响加之经营积累，公司所有者权益较上年末增长 1.34% 至 185.25 亿元。

该公司资产规模不断上升，2016-2018 年末及 2019 年 3 月末资产总额分别为 432.04 亿元、472.86 亿元、503.20 亿元和 522.88 亿元。其中非流动资产比重较大，2016-2018 年末及 2019 年 3 月末非流动资产占总资产的比重分别为 69.87%、70.77%、68.91% 和 69.40%。

该公司资产主要分布在货币资金、应收款项、其他应收款、投资性房地产、固定资产和在建工程，2018 年末分别占总资产的 10.08%、14.77%、1.90%、40.03%、7.97% 和 15.72%。其中年末货币资金为 50.71 亿元，因作为保证金和借款质押而受限的货币资金为 24.84 亿元，可动用货币资金余额为 25.87 亿元；应收账款余额为 74.33 亿元，主要为新区管委会的代建项目回购款以及贸易业务形成的应收款，包括应收新区管委会代建款 61.95 亿元、珠江钢管货款 1.28 亿元、连云港希昌贸易有限公司货款 7.80 亿元、连云港徐圩新区水务局 1.13 亿元和斯尔邦石化货款 0.57 亿元；其他应收款余额为 9.57 亿元，主要系公司与市属单位和国有企业的往来款，较 2017 年末减少 3.99 亿元，年末主要包括连云港徐圩新区水务局往来款 2.12 亿元、石化产业园公司往来款 1.30 亿元、连云港交通集团有限公司往来款 2.00 亿元、云苏贸易往来款 1.30 亿元和江苏宝轩贸易有限公司 0.70 亿元借款（3 年期，年利率为 6.50%）；投资性房地产余额为 201.41 亿元，主要为公司持有并准备增值后转让的土地使用权，绝大部分为商住用地，均位于徐圩新区内的核心商住配套区域，因采用公允价值计量，账面余额根据评估价值逐年增长；在建工程主要为公司投资建设的自建项目，随着项目投资的推进而增长，年末余额为 79.10 亿元，较上年末下降 27.38% 主要系虹洋热电联产项目陆续转入固定资产所致；固定资产年末余额为 40.08 亿元，主要为公司自用的房产和机器设备等，较上年末增长 136.44%，主要系完工的在建项目陆续转入所致。此外，公司还有部分资产分布于存货、长期应收款、无形资产和长期股权投资，2018 年末分别为 16.85 亿元、9.67 亿元、5.61 亿元和 6.64 亿元。其中存货主要系公司代建项目成本和土地资产；长期应收款主要系公司支付南京银行沿海产业基金的劣后级资金 4.40 亿元、中航信托股份有限公司劣后级资金 1.75 亿元及中航信托股份有限公司股权回购及行权费 3.52 亿元；无形资产主要系公司土地使用权、采矿权和海域使用权；长期股权投资较上年新增 5.87 亿元系因对非控股公司石化产业园公司及连云港深港石化能源科技有限公司注资所致。

图表 19. 近年来公司资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：根据方洋集团所提供数据整理、绘制。

2019年3月末，该公司资产总额较上年末增长3.91%至522.88亿元，其中货币资金较年初增长14.37亿元至65.07亿元，未受限金额为38.71亿元，因尚未支付工程款而暂时留存于账面；应收账款因基建项目资金尚未回笼，较上年末增加5.72亿元至80.05亿元；在建工程受项目建设持续投入影响，较上年末增长2.70亿元至81.79亿元；其他应收款受往来款规模变动影响，较上年末下降14.78%至8.15亿元。

(4) 流动性/短期因素

该公司负债以长期为主，因此流动资产对流动负债的覆盖程度较好，2016-2018年末及2019年3月末流动比率分别为35.25%、138.11%、124.66%和188.65%。近年来公司注重长期融资方式，但随着前期借入债务逐渐到期影响，货币资金对流动负债的覆盖度不高，2016-2018年末及2019年3月末现金比率分别为57.14%、47.58%、40.41%和70.69%。

图表 20. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016年末	2017年末	2018年末	2019年3月末
流动比率(%)	135.25	138.11	124.66	188.65
现金比率(%)	57.14	47.58	40.41	70.69
应收账款周转速度[次]	0.91	0.77	0.70	--

资料来源：方洋集团

该公司受限资产主要集中于货币资金和土地资产。截至2018年末，公司货币资金中有24.84亿元因保证金、质押借款等因素而受限；应收账款0.86亿

元为借款提供质押担保而受限，占年末应收账款的 1.15%；投资性房地产中有账面价值为 147.99 亿元的土地资产已抵押，占年末投资性房地产余额的 73.48%；另外固定资产和无形资产中分别有 8.83 亿元和 0.75 亿元的房屋及土地资产因借款抵押而受限，占比分别为 22.03%和 13.32%。公司受限资产金额为 183.27 亿元，占总资产的比重为 36.42%，其中土地资产大部分已抵押，资产受限程度较高。

图表 21. 截至 2018 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	24.84	48.98	银行承兑汇票保证金、质押借款、信用证保证金、履约保函保证金
应收账款	0.86	1.15	质押借款
投资性房地产	147.99	73.48	抵押借款
固定资产	8.83	22.03	抵押借款
无形资产	0.75	13.32	抵押借款

资料来源：方洋集团

该公司资产主要沉淀于应收代建款、项目开发成本以及投资性房地产，其中应收代建款和项目开发成本变现能力受政府单位回购进度影响，投资性房地产中土地资产受限规模大；虽然 2018 年末公司货币资金存量充裕，但受限比率较高，对短期刚性债务覆盖度一般，公司存在一定的流动性压力。

3. 公司盈利能力

该公司盈利主要来源于营业毛利、公允价值变动收益和以财政补贴为主的营业外收入及其他收益。2016-2018 年，公司分别实现营业毛利 5.51 亿元、2.61 亿元和 3.71 亿元，主要来源于工程施工业务、土地回储和各项园区经营业务，其中 2017 年营业毛利大幅下降主要系当年毛利较高的土地回储业务未产生收入，毛利较低的贸易业务占比大幅上升所致。近三年公司期间费用分别为 7.84 亿元、5.62 亿元和 5.90 亿元，占同期营业收入的比重分别为 24.75%、14.10%和 12.60%。其中财务费用分别为 5.21 亿元、3.18 亿元和 3.69 亿元，由于公司将大量有息债务利息资本化，因此财务费用未能实际反映公司的利息情况，2016-2018 年公司资本化利息数分别为 6.72 亿元、8.35 亿元和 7.81 亿元；同期管理费用分别为 2.45 亿元、2.23 亿元和 1.96 亿元，因公司下属子公司众多且大部分子公司均成立时间较短，初始管理费用较大。公司持有大量作为投资性房地产按照公允价值计量的土地资产，2016-2018 年分别实现公允价值变动净收益 6.15 亿元、6.67 亿元和 7.40 亿元，对营业利润形成了较大的补充。近三年公司营业利润分别为 3.04 亿元、4.44 亿元和 5.45 亿元，2017 年由于会计政策调整，原计入营业外收入的政府补助转计其他收益，使得公司当年营业利润上升 46.38%。2016 年公司收到以政府补助收入为主的营业外收入 1.51 亿元，2017 年和 2018 年公司分别收到以政府补助收入为主的其他收益 1.77 亿元和 0.96 亿元。近三年公司分别实现净利润 3.00 亿元、2.81 亿元和 3.40 亿元；同期总资产报酬率分别为 2.52%、1.91%和 2.26%。

2019 年第一季度，该公司实现营业毛利 1.23 亿元，主要来源于工程施工业务；因工程施工业务毛利较低，叠加期间费用较高影响，当期实现营业利润 -1023.58 万元，受益于营业外收入 1702.67 万元，净利润为 666.79 万元。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司是徐圩新区基础设施投建和国有资产运营的核心主体，近年来随着新区建设和产业园内落户投产企业的不断增加，收入规模增长较快。2016-2018 年分别实现营业收入 31.70 亿元、39.87 亿元和 46.84 亿元。公司积聚了较大规模的债务，债务负担和利息支出压力较大，负债经营程度偏高。

2. 外部支持因素

徐圩新区是国家东中西区域合作示范区的先导区，该公司作为徐圩新区政府性项目的核心投建主体，在业务运营、政策支持、资金补助及筹措等方面获得了政府较大力度的支持。2016-2018 年和 2019 年第一季度，公司分别获得政府资金补助 1.41 亿元、1.77 亿元、0.96 亿元和 0.13 亿元。

该公司已与多家商业银行建立了良好的合作关系，可获得一定的授信额度。截至 2019 年 3 月末，公司合并口径已获得授信额度 169.72 亿元，其中已使用授信额度 120.21 亿元，尚未使用的授信额度为 47.71 亿元。

本期债券偿付保障分析

由于该公司系徐圩新区政府性项目投建和国有资产经营的核心主体，可获得政府在项目资金拨付、政策支持和财政补助等方面的大力支持。公司仍有一定的授信额度尚未使用，具备一定的再融资空间。

评级结论

连云港市以工业立市，但经济发展水平在江苏省地级市中排名靠后，经济实力一般。2018 年，连云港市加快新旧动能转换和产业升级转型步伐，持续推进化工企业环保整改；受此影响，全市主要经济指标增速较上年有一定回落。徐圩新区是国家东中西区域合作示范区的先导区，发展定位明确，重点打造炼化一体化、精品钢、先进装备制造、清洁能源和现代港口物流等五大主导产业。经过十余年的开发建设，新区内基础设施已较为完善，并吸引了一批石化企业落户投产；但因落户企业投产时间尚短，新区经济总量规模较为有限。

该公司是徐圩新区核心的基础设施投建和国有资产运营主体，随着新区建

设逐步完善以及产业园内落户投产企业的不断增加，近年来公司营业收入来源由以工程代建业务为主逐步向以为园区内企业服务的贸易业务和园区配套服务业务转变，收入规模增长较快。但公司项目开发力度大，代建项目回款进度较为滞后，后续随着项目开发的持续推进，公司持续存在较大的资金周转压力。此外，公司贸易业务及园区配套服务业务均是围绕园区内企业开展，相关收入易受石化行业周期性波动影响。

该公司主要依赖外部融资开展项目建设，近年来随着徐圩新区开发建设的集中推进，公司积聚了较大规模的债务，债务负担和利息支出压力较大，负债经营程度偏高。公司资产主要集中于应收代建款、项目建设成本和土地资产，其中土地资产受限于较高，资产流动性欠佳；虽然年末公司仍有一定规模可动用的货币资金存量，但公司即期债务规模较大，存在一定的流动性压力。此外，公司主业盈利能力欠佳，盈利对土地资产的公允价值变动损益依赖度高。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期中期票据存续期（本期中期票据发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年报披露后 3 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

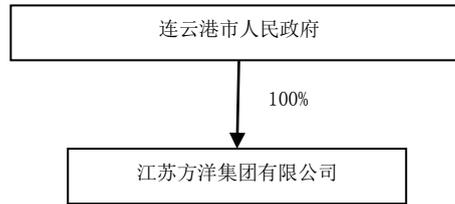
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

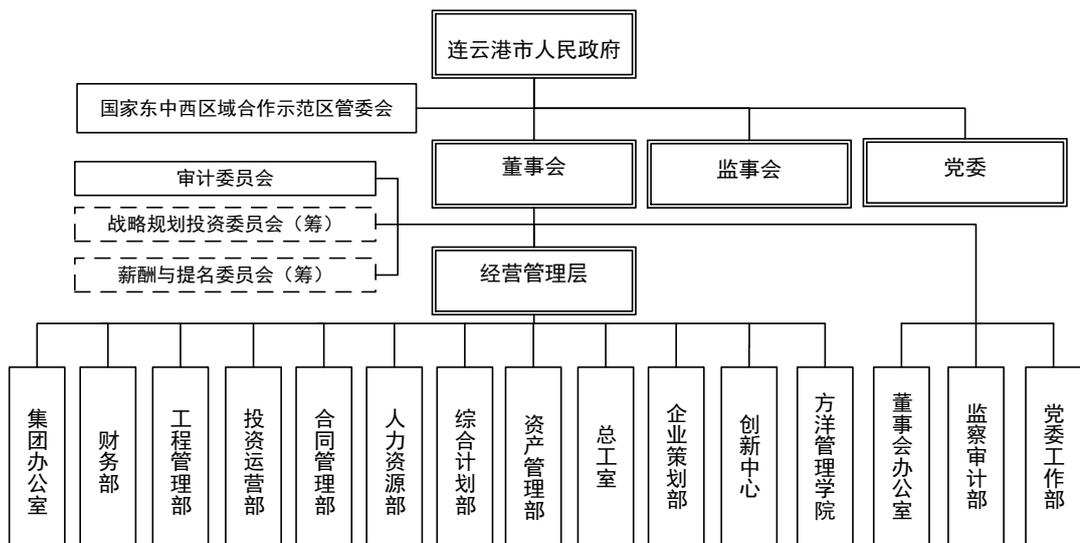
公司股权结构图



注：根据方洋集团提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据方洋集团提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据					备注
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流入量 (亿元)	
江苏方洋集团有限公司	方洋集团	--	房地产开发、基建和港口开发等	190.44	123.47	13.20	2.32	9.77	本部
江苏方洋物流有限公司	方洋物流	100.00	货运代理、仓储服务和进出口业务等	17.81	22.13	18.92	0.89	-0.02	--
江苏方洋水务有限公司	方洋水务	96.83	水处理设施管理及水务投资等	15.51	9.99	2.10	0.07	-8.37	--
江苏方洋置业有限公司	方洋置业	100.00	房地产业务、物业管理等	8.80	24.67	0.52	0.83	-0.46	--
江苏方洋人力资源管理有限公司	方洋人资	100.00	职业中介、劳务派遣等	--	0.07	0.06	0.007	0.02	--
江苏方洋现代服务产业集团有限公司	方洋服务	100.00	物业管理、广告、物流园区建设等	0.58	2.97	0.99	0.003	0.01	--
连云港虹洋热电有限公司	虹洋热电	50.00	热能发电基建开发、蒸汽销售等	10.65	10.67	7.92	0.34	2.37	--
连云港苏海投资有限公司	苏海投资	60.00	房产开发、实业投资、资产管理等	0.71	39.68	0.31	0.11	0.46	--
北京方洋管理咨询有限公司	方洋咨询	100.00	咨询业务、会展、调研等	--	0.04	0.0002	-0.0081	-0.12	--
连云港徐圩港口投资集团有限公司	徐圩港投	100.00	港口基建、实业投资等	6.96	18.07	3.90	1.12	1.12	--
江苏方洋能源科技有限公司	方洋能源	100.00	新能源研发、电力、蒸汽和供热等	0.70	1.16	0.14	0.003	-0.66	--
中国方洋商贸有限公司	方洋商贸	100.00	实业投资、进出口贸易等	20.76	0.33	1.41	-1.32	-3.58	--
连云港方洋智能科技有限公司	方洋科技	100.00	信息技术、计算机系统集成等	0.21	2.01	0.26	0.004	-0.46	--
江苏方洋建设工程管理有限公司	方洋建设	100.00	路桥工程、市政绿化等	--	19.93	0.08	0.006	-4.94	--
连云港徐圩市政工程有限公司	徐圩市政	100.00	市政工程、道路养护等	--	0.29	0.70	0.01	0.05	--

注：根据方洋集团提供资料整理

附录四：

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]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额[亿元]	432.04	472.86	503.20	522.88
货币资金[亿元]	55.01	47.62	50.71	65.09
刚性债务[亿元]	210.27	243.88	270.11	287.74
所有者权益[亿元]	157.24	165.51	182.81	185.25
营业收入[亿元]	31.70	39.87	46.84	16.18
净利润[亿元]	3.00	2.81	3.40	0.07
EBITDA[亿元]	11.17	10.27	12.92	—
经营性现金净流入量[亿元]	-5.67	-2.99	-1.86	-2.98
投资性现金净流入量[亿元]	-40.99	-9.75	-20.73	-1.62
资产负债率[%]	63.61	65.00	63.67	64.57
长短期债务比[%]	185.49	207.12	155.28	266.73
权益资本与刚性债务比率[%]	74.78	67.86	67.68	64.38
流动比率[%]	135.25	138.11	124.66	188.65
速动比率 [%]	118.68	122.39	109.65	167.30
现金比率[%]	57.14	47.58	40.41	70.69
利息保障倍数[倍]	0.82	0.69	0.83	—
有形净值债务率[%]	184.75	190.50	180.94	188.01
担保比率[%]	0.09	4.48	15.88	33.24
毛利率[%]	17.37	6.55	7.93	7.59
营业利润率[%]	9.58	11.15	11.63	-0.63
总资产报酬率[%]	2.52	1.91	2.26	—
净资产收益率[%]	2.07	1.74	1.95	—
净资产收益率*[%]	2.43	2.17	2.27	—
营业收入现金率[%]	38.89	70.45	77.85	67.01
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-6.81	-3.05	-1.65	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.35	-1.03	-0.59	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-56.01	-12.98	-20.03	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-19.34	-4.38	-7.20	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.94	0.82	0.97	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.05	0.05	—

注：表中数据依据方洋集团经审计的 2016-2018 年度及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	9
		盈利能力	8
		公司治理	3
	财务风险	财务政策风险	3
		会计政策与质量	2
		现金流状况	10
		负债结构	6
		流动性	10
	个体风险状况		5
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		5	
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AA

附录六：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	本次评级	2019年8月19日	AA/稳定	郭羽佳、徐丽	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体评级模型（2019）	--
债项评级	本次评级	2019年8月19日	AA	郭羽佳、徐丽	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体评级模型（2019）	--

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

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+期末交易性金融资产余额+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%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×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%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/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：

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

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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尽职调查和诚信义务，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。

本信用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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级自本评级报告出具之日起一年内有效。本期中期票据存续期内，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。