

2015 年江苏洋口港建设发展集团有限公司

公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

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

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

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

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

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
 中鹏信评【2019】跟踪
 第【717】号 01

债券简称：PR 洋口港/15
 洋口港债

增信方式：保证担保

担保主体：中国投融资
 担保股份有限公司

债券剩余规模：5.4 亿元

债券到期日期：2022 年
 04 月 10 日

债券偿还方式：每年付
 息一次，第三年至第七
 年，每年分别偿还本金
 的 20%

分析师

姓名：
 张伟亚 刘师宇

电话：
 021-51035670

邮箱：
 liushy@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
 资信评估股份有限公司
 城投公司主体长期信用
 评级方法，该评级方法
 已披露于公司官方网
 站。

中证鹏元资信评估股份
 有限公司

地址：深圳市深南大道
 7008 号阳光高尔夫大厦
 3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

2015 年江苏洋口港建设发展集团有限公司公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AAA	AAA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 26 日	2018 年 06 月 25 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对江苏洋口港建设发展集团有限公司（以下简称“洋口港建发”或“公司”）及其 2015 年 4 月 10 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司外部环境持续向好，公司业务持续性较好，且继续得到较大力度的外部支持，保证担保的增信方式有效的提升了本期债券的安全性。同时我们也关注到，公司资产流动性较弱，在建项目投资规模较大，存在较大的资金压力，有息负债持续增长以及存在一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年如东县实现地区生产总值（GDP）952.29 亿元，较上年增长 7.50%，高于全国增速水平，经济总量继续增加，为公司发展提供了良好基础。
- 公司整体业务持续性较好。截至 2018 年末，公司主要在建基础设施项目计划总投资 48.90 亿元，已完成投资 21.43 亿元，公司在建项目通常采用代建模式，未来将通过政府回购实现收益；公司在洋口港范围内尚有约 14 平方千米待整理土地；公司存货中尚有未结转房地产项目 3.61 亿元，将采用销售模式向入驻企业销售。公司整体业务持续性较好。
- 公司仍能持续受到外部支持。2018 年公司获得洋口港经济开发管理委员会（以下

简称“开发区管委会”)给予的基础设施建设补助 1.93 亿元,计入公司其他收益。此外公司被免除支付 0.07 亿元费用计入营业外收入,上述事项提升了公司的盈利水平。

- **保证担保有效提升了本期债券安全性。**经中证鹏元评定,中国投融资担保股份有限公司(以下简称“中投保”或“担保人”)主体长期信用等级为 AAA,其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券安全性。

关注:

- **公司整体资产流动性较弱。**截至 2018 年末,公司存货和应收款项合计占资产总额的比重为 47.07%;其中,公司存货主要为土地、海域使用权和在建基础设施,较难集中变现;公司应收政府部门等单位的款项规模较大,回款期限不确定,存在较大的资金占用情况。此外 2018 年末公司受限资产规模为 84.69 亿元,占总资产的 26.94%,公司整体资产流动性较弱。
- **公司在建项目投资规模较大,面临较大的资金压力。**截至 2018 年末,公司主要在建基础设施和房地产项目计划总投资 57.37 亿元,未来尚需投资 31.47 亿元,同时未来公司围海造地业务待整理土地规模较大亦需要大量资金投入,整体而言,公司面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模进一步攀升,面临较大的债务偿还压力。**2018 年末有息负债为 149.32 亿元,同比增加 23.95%,占负债总额的 90.86%,其中短期有息债务 43.57 亿元。公司有息债务规模较大,增长较快,面临较大的短期偿债压力。
- **公司对外担保余额较大,存在一定的或有负责风险。**截至 2018 年 12 月 31 日,公司对外担保余额为 20.27 亿元,占公司期末所有者权益的比重为 13.51%。公司对外担保对象主要为地方建设平台以及国有企业,但对外担保余额仍较大,存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标(单位:万元)

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	3,144,090.59	2,909,986.67	2,537,422.10
所有者权益	1,500,674.05	1,513,635.78	1,434,168.14
有息债务	1,493,199.48	1,204,714.47	904,799.84
资产负债率	52.27%	47.98%	43.48%
流动比率	3.12	3.62	3.15

营业收入	137,965.85	144,142.65	125,513.33
其他收益	19,258.15	11,144.32	0.00
营业外收入	844.16	9,009.16	23,804.73
利润总额	25,057.29	30,155.35	20,341.31
综合毛利率	27.94%	54.24%	39.27%
EBITDA	56,237.07	91,385.16	61,659.08
EBITDA 利息保障倍数	1.25	2.22	1.41
经营活动现金流净额	1,952.05	-202,463.61	-427,353.15

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

担保方主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年 3 月	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,045,284.77	2,045,283.28	1,916,485.94	1,304,706.39
所有者权益	1,043,193.11	1,012,702.70	1,002,921.48	666,436.37
拨备覆盖率	24,935.11%	26,859.71%	4,403.37%	1,165.00%
融资担保业务放大倍数	3.85	4.25	6.37	4.06
当期担保代偿率	0.05%	0.00%	0.07%	0.15%

资料来源：中投保2016-2018年审计报告及未经审计的2019年1-3月财务报表，中证鹏元理。

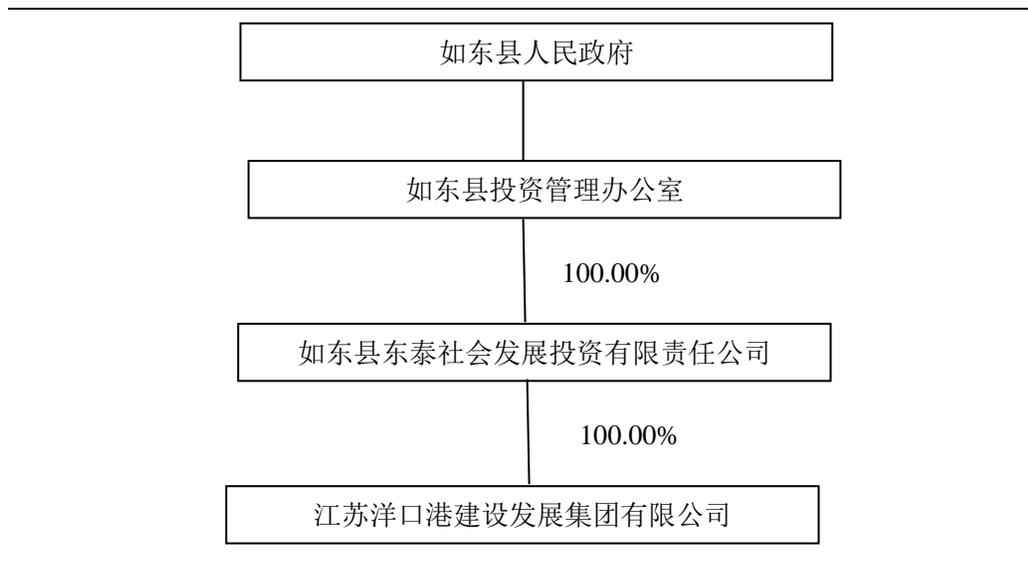
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年4月10日发行7年期9亿元公司债券，票面利率为6.23%。募集资金中5亿元用于江苏洋口港物流及配套设施一期工程项目，4亿元用于如东洋口港安置房建设项目。截至2019年5月31日，本期债券募集资金专户余额为164,156.41元。

二、发行主体概况

2018年公司控股股东仍为如东县东泰社会发展投资有限责任公司、实际控制人仍为如东县人民政府，注册资本和实收资本仍为10.04亿元，业务范围也未发生变化。

图1 截至2018年末公司股权结构情况



资料来源：公司提供

2018年内公司合并范围新增1家子公司，另有1家子公司不再纳入合并范围，截至2018年末公司合并范围内公司合并范围内共有18家子公司。

表1 2018年公司合并范围变动情况（单位：万元）

1、2018年新纳入公司合并范围的子公司情况

名称	经营范围	注册资本	持股比例	合并方式
南通北坎海鲜商贸有限公司	农产品、日用品的批发和零售等	1,000.00	100%	设立

2、2018年不再纳入公司合并范围的子公司情况

名称	处置日	注册资本	持股比例	未纳入合并范围的原因
----	-----	------	------	------------

南通港瑞投资开发有限公司	2018.5.22	20,000.00	100%	注销
--------------	-----------	-----------	------	----

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03万亿元，比上年增长6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长8.9%。高技术制造业增加值增长11.7%。装备制造业增加值增长8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019年全国赤字率预计将会提升。

2018年基建投资增长乏力，从2018年7月31日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018年末，国务院提前下达2019年地方政府新增专项债务限额8,100亿元，2019年全年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年大幅增加8,000亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上2019年社会融资环境改善，PPP有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、

防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、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，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。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），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。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，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），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；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；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；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，依法合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。

表2 2018年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018年2月	《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)	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34号)	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配,提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018年3月	《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)	财政部	明确除了购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资,不得违规新增地方融资平台公司贷款,不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”,统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型,鼓励地方政府债券投资主体多元化,要求加强债券资金管理
2018年10月	《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)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;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;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;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,依法合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

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

(二) 区域环境

2018年如东县地区生产总值稳步增长,产业结构继续优化,进出口表现突出

2018年如东县经济继续保持稳定增长,经济实力进一步增强,全年完成地区生产总值952.29亿元,按可比价格计算,比上年增长7.5%,增速较上年略有下降。其中第一产业增加值75.22亿元,同比增长2.9%;第二产业增加值439.13亿元,同比增长7.2%;第三产业增加值437.94亿元,同比增长8.6%,三次产业结构由上年的8.4:45.9:45.7

调整为7.9: 46.1: 46.0。第二和第三产业在地方经济中的比重进一步上升，截至2018年末，如东全县常住人口97.85万人，照此计算人均GDP达到97,232元，是全国人均生产总值的150.41%。

工业方面，2018年如东县规模以上工业总产值增长15.8%，其中，轻重工业分别同比增长15.3%和16.2%。全县规模以上高新技术产业产值增长17.0%，占规模以上工业总产值比重为43.61%，占比同比提升0.29个百分点；全县规模以上工业企业主营业务收入1,991.87亿元，比上年同比增长14.9%；利润总额159.34亿元，同比增长15.1%。2018年如东县完成固定资产投资同比增长8.00%，其中，工业投资同比增长7.7%，服务业投资同比增长8.4%。2018年如东县社会消费品零售总额377.66亿元，同比增长9.10%，是经济增长的重要支撑。此外，2018年如东县进出口总额58.76亿美元，同比增长54.8%，其中，出口总值136.12亿元，增长13.8%；进口总值267.91亿元，同比增长89.5%。2018年如东县本外币存款余额和贷款余额分别为1,192.69亿元和698.82亿元，绝对值均有所上升。

表3 2017-2018年如东县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	952.29	7.50%	852.5	7.90%
第一产业增加值	75.22	2.90%	71.37	3.10%
第二产业增加值	439.13	7.20%	391.21	7.90%
第三产业增加值	437.94	8.60%	389.92	8.80%
规模以上工业总产值	-	15.80%	2,161.45	12.00%
固定资产投资	-	8.00%	563.33	9.10%
社会消费品零售总额	377.66	9.10%	347.45	9.10%
进出口总额（亿美元）	58.76	54.80%	38.62	53.80%
本外币存款余额	1,192.69	-	1,136.02	10.56%
本外币贷款余额	698.82	-	570.78	15.20%
人均GDP（元）	97,232		86,897	
人均GDP/全国人均GDP	150.41%		145.65%	

注：进出口总额按2018年12月31日美元汇率折算

资料来源：2017-2018年如东县国民经济和社会发展统计公报

2018年如东县实现公共财政收入57.55亿元，比上年增长3.6%，其中税收收入48.05亿元，同比增长4.8%，税收占比达83.41%，公共财政收入质量较好。实现政府性基金收入43.24亿元，同比减少1.8%。同期如东县公共财政支出为119.18亿元，同比增长10.3%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为48.29%，财政自给能力一般。

四、经营与竞争

公司负责如东县洋口港的开发建设，2018 年公司收入结构发生变化，对土地整理类业务重分类并追溯调整了 2017 年的收入明细，重分类后公司收入主要来自土地转让、工程施工、围海造地和商品、其他房产销售等业务。2018 年公司实现营业收入 13.80 亿元，较上年减少 4.29%，主要系土地整理类业务和工程施工收入同比减少所致。2018 年公司实现土地转让和围海造地收入共计 7.25 亿元，占公司收入比重的 52.58%，土地整理类业务仍是公司收入中占比最大的业务，但规模较上年（按 2017 年审计报告口径）下降 7.56%；工程施工收入是公司另一主要收入来源，占公司 2018 年收入的 26.88%，由于确认收入的工程量下降，较上年同比大幅下降 32.66%。此外，2018 年公司销售职工公寓等房产实现收入 1.07 亿元，系 2018 年新增业务。同时，港务劳务费、管线桥和房产出租、供应长沙镇生活用水等收入一定程度上丰富了公司收入来源。公司其他收入主要来自建筑物出租和工程业务。毛利率方面，由于工程施工和土地转让毛利率均显著下降，公司综合毛利率相比上年大幅下降至 27.94%。

表4 2017-2018 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
土地转让	55,705.11	31.97%	24,218.40	82.70%
工程施工	37,091.76	14.55%	55,083.44	24.16%
土地整理	-	0.00%	47,919.44	87.17%
围海造地	16,834.51	50.27%	6,334.95	25.05%
商品、其他房产销售	10,718.01	19.82%	-	0.00%
港务港杂费	4,979.88	56.30%	3,253.67	52.98%
工程业务	2,929.07	14.16%	458.18	75.46%
租赁	2,497.10	-8.61%	3,035.32	14.92%
设备转让	2,162.09	0.00%	-	0.00%
劳务费	1,095.61	10.86%	885.07	-11.85%
供水业务	941.75	24.16%	740.02	24.52%
污水处理	92.84	-306.61%	108.33	-86.04%
其他	2,918.13	57.61%	2,105.83	-48.14%
合计	137,965.85	27.94%	144,142.65	54.24%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，鹏元整理

公司将土地整理类业务重分类为土地转让和围海造地业务，合计规模较上年有所下降；其中公司土地转让业务毛利率大幅下降，未来收入存在一定的不确定性；围海

收入规模毛利率相对较高，未来仍有较好的持续性

2018 年公司对土地整理类收入做了重分类处理，根据土地整理和转让不同阶段产生的收入重分类为“土地转让”和“围海造地”两项收入，并对 2017 年审计报告中可明确辨别的业务合同做了追溯调整。2018 年公司合计实现土地转让和围海造地收入 7.25 亿元，较 2017 年审计报告口径土地整理收入同比减少了 7.56%。

公司土地转让业务收入主要系公司在洋口经开区范围内对外转让公司持有开发待出售的土地，公司与受让方签订资产转让协议，协议约定转让土地使用权价款、价款支付时限、税费缴纳及合同双方义务等。转让土地业务成本主要为土地购置成本和持有期间产生的使用税费。因单项业务涉及金额较大，受让公司议价能力等情况有所差异，单笔合同的转让价款由协议确定，无固定加成模式，故每单转让土地业务的毛利率水平略有波动。2018 年公司转让土地为长沙镇洋口港临港工业区二期 026 号地块以及长沙镇洋口港临港工业区一期 002 号地块，总面积为 132,299.50 平方米，2018 年公司实现转让土地收入合计 5.57 亿元，较上年大幅增长 76.25%，主要系当年土地转让较多所致，但毛利率大幅下降至 31.97%。因公司转让土地业务受当地土地需求影响较大，且公司尚未有具体的土地转让计划，未来收入存在一定的不确定性。

公司围海业务系对洋口港经济开发区规划范围内的土地进行整理，达到净地条件后，交由如东县土地储备中心进行出让，土地出让收入在扣除公司垫付后的开发费用及各项规费后的净收益，由如东县土地储备中心与公司按比例分成，一般情况下若土地不需要实施拆迁安置，分成比例为 8:2，需实施拆迁安置，分成比例为 5:5。在确认收入的同时，公司将整理土地的工程成本、管理成本、整理成本、规划涉及成本等与土地整理相关的支出确认为成本。2018 年公司围海业务主要由子公司江苏洋口港投资开发有限公司经营，涉及临港一期和临港二期约 104.59 万平方米的范围，实现收入 1.68 亿元。截至 2018 年末，公司在整理的地块主要包括物流园项目、临港一期和临港二期的部分地块，公司待整理土地面积总计约为 14.00 平方公里。洋口港土地主要发展石化、能源、冶金、石材加工等产业，未来随着入驻企业的增加，公司围海业务存在较好的持续性。但洋口港整体处于建设中，基础设施尚未完善，土地开发业务易受洋口港基础设施建设进度、招商引资政策等因素及当地土地市场价格波动影响。

公司工程施工收入主要来自洋口港基础设施建设，2018 年同比大幅减少，但收入具有一定的持续性；截至 2018 年末公司在建项目较多，面临较大的资金压力

公司利用岸线和航道资源实施海域吹填、航道清淤、港池建设、码头施工等港口开发工程，参与开发区内路网工程、管线桥工程、水利工程、工业厂房等工程的招投

标和建设，并按照合同价款确认收入。政府通过如东洋口港产业控股有限公司（以下简称“洋口港控股”）与公司签订委托代建框架合同，公司并通过《建设项目结算确认书》确认当年的收入与成本。公司工程施工业务每年的施工量受到当地规划和招商引资的影响，因此工程施工收入呈现出一定波动。2018年公司主要完成的项目包括石材产业园、港城港口学校、新城启动区建设和新城区道路等，实现工程施工收入3.71亿元，较上年减少32.66%。毛利率方面，由于2018年公司结算收入加成比例较低，因而毛利率较上年下降为14.55%。

目前本期债券募投项目之一江苏洋口港物流及配套设施一期工程项目已完成投资，但尚未投入使用并产生收益；另一个募投项目如东洋口港安置房建设项目也已完成投资，但尚确认相关销售收入。同时，根据东政示【2014】24号文，《如东县人民政府关于推动落实江苏洋口港建设发展集团有限公司公司债券偿债保障措施的报告》，本期募投项目安置房建设置换出的镇区190亩商业土地出让收益将全部返还给公司，其收入约2.79亿元，近年来如东县人民政府已按财政补贴的形式给予公司。

截至2018年末公司主要在建项目预计总投资约48.90亿元，未来尚需投资27.47亿元，未来存在较大的资金压力。

表5 截至2018年底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	预计完工时间
人工岛三期	8.50	7.75	2019年
液化品码头	2.50	2.29	2019年
接岛引堤工程	0.40	0.30	2021年
石材产业园标准厂房（二期）工程	1.50	0.30	2022年
洋口港医院	4.50	1.15	2019年
金牛岛工程	10.00	0.26	2025年
城镇化项目	1.00	0.28	2020年
江苏省洋口港经济开发区污水处理厂改造项目	1.00	0.75	2020年
洋口港区15万吨级航道工程	11.70	5.76	2020年
管廊项目	2.00	1.03	2020年
供热管网工程	0.80	0.27	2020年
物流园区	5.00	1.29	2023年
合计	48.90	21.43	-

资料来源：公司提供

房产销售、供水和租赁等业务一定程度上丰富了公司收入来源，后续稳定性较好，但业务规模较小

公司房地产业务由子公司南通洋口港港城开发有限公司（以下简称“港城开发”）经营，港城开发在开发区内自筹资金建设职工公寓等房产项目，其中大部分向入住开发区的企业销售，其余自持出租。2018 年公司商品、其他房产销售主要收入来自人才公寓、长南公寓和长南统建房。实现收入 1.07 亿元，毛利率为 19.82%。截至 2018 年末港城开发主要房产项目主要包括人才公寓、人才公寓二期、昌南公寓、长南统建房和职工公寓等，截至 2018 年末已投资规模约 4.47 亿元，尚需投资 4 亿元，尚存一定的投资压力。

公司通过南通洋口港供水服务有限公司、南通洋口港劳务服务有限公司等下属子公司每年可实现稳定的供水收入、劳务费收入等。目前，公司子公司南通洋口港供水服务有限公司承担了洋口港所在的长沙镇及临港工业区的自来水供应，随着入住企业增多，2018 年实现 941.75 万元收入，同比增长 27.26%。公司子公司南通洋口港劳务服务有限公司主营境外劳务输出、劳务派遣服务收取一定的劳务费，2018 年港务港杂费和劳务费合计实现 6,075.49 万元收入，较上年大幅增长，主要是劳务派遣服务增加所致。

公司租赁收入主要来自于管线桥租赁、职工公寓租赁和海域使用权租赁等，2018 年公司实现租赁收入 2,497.10 万元，由于东南天农科化工有限公司职工公寓和天洋公司人才公寓租赁减少，较上年同比减少 17.73%，此外由于出租率下降公司租赁业务毛利率下降为-8.16%。此外公司 2018 年出售设备实现收入 2,162.09 万元，但该项收入不具有持续性。综上，上述业务一定程度上丰富了公司收入来源，且租赁、水务等业务持续性较好，但业务规模较小。

2018 年公司仍能持续受到外部支持

公司承担了洋口港内大型项目的开发建设，对洋口港经济发展起着重要作用。为促进公司高效运营和长远发展，如东县人民政府和开发区管委会给予公司较大力度的支持。2018 年，公司获得如东县人民政府向公司调拨车辆，增加 3.8 万元资本公积，而由于如东县政府收回部分地块以及在南通港瑞投资开发注销过程中开发区管委会不归还的土地合计减少公司资本公积 3.41 亿元。同年，公司获得开发区管委会给予的基础设施建设补助 1.93 亿元，计入公司其他收益。此外公司被免除支付 0.07 亿元费用计入营业外收入，上述事项提升了公司的盈利水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017-2018 年审计报告，审计报告均采用新会计准则编制。财政部会计司于 2018 年 06 月 15 日发布了《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号）的文件，对现行财务报表格式进行了修订，2018 年公司审计报告对上述文件审计修订了各会计科目的列示，并对报告中的期初数或上期数做了相应追溯调整，报告中的 2017 年数据均为 2018 年审计报告中期初数或上期数。2018 年度公司合并报表范围变化见表 1。

资产结构与质量

2018 年公司资产规模持续增长，应收款项大幅增长，对公司资金形成较大占用，同时受限资产规模较大，整体资产流动性较弱；此外，公司部分土地按公允价值模式计量价值易受土地市场波动影响

2018 年由于受到如东县和开发区两级政府的资金支持，公司资产总额增至 314.41 亿元，较上年增长 8.04%。2018 年末公司资产中流动资产和非流动资产分别占资产总额的 56.08% 和 43.92%，由于当年公司业务规模扩大，资产增长主要集中于应收款项和存货等流动资产科目，流动资产占比大幅上升。

2018 年末公司流动资产主要是货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款和存货所组成。2018 年末货币资金为 26.75 亿元，较上年大幅增长 44.76%，主要是公司 2018 年新增借款和发行债券募集资金所致。其中银行存款 9.47 亿元，其他货币资金 17.27 亿元全部为承兑汇票保证金、信用证保证金或质押借款，受限资金占比较大。公司 2018 年末应收票据及应收账款账面价值为 20.30 亿元，均为应收账款，较上年大幅增长 36.53%。其中主要是应收洋口港控股、开发区管委会和如东县土地资产储备开发中心的工程款和土地整理款。公司其他应收款 2018 年末账面价值为 34.12 亿元，较上年末大幅增长 62.40%，主要是公司与区域内政府单位和国有企业的往来款大幅增加所致。截至 2018 年末公司应收前五大其他应收款债务人的款项合计占公司其他应收款账面余额的 96.47%，集中度较高；此外，截至 2018 年末公司对其他应收款计提坏账准备 0.65 亿元。公司应收款项规模较上年大幅增长，尽管坏账风险较小，但回收时间存在一定的不确定性，对公司资金存在一定占用。公司存货以开发成本、开发产品为主，主要由工程施工和土地资产构成，随着临港工业区开发的推进，存

货规模增长较快，2018 年末，存货账面价值为 93.58 亿元，其中 74.25 亿元为开发成本，19.30 亿元为开发产品，其中土地使用权（土地用途主要为商住）和海域使用权（主要为港口海域）的账面价值分别为 69.84 亿元和 10 亿元；2018 年底因抵押借款导致使用权受限的存货合计 17.03 亿元，其中受限土地使用权 9.94 亿元，受限海域使用权 7.09 亿元。

公司非流动资产主要由长期应收款、固定资产、在建工程、投资性房地产和无形资产构成。2018 年末公司长期应收款账面价值为 9.30 亿元，均为公司 2017 年纳入合并范围的子公司江苏长冶融资租赁有限公司（以下简称“长冶租赁”）经营的融资租赁业务所产生，公司租赁业务可能随市场情况而发生资金收回风险。公司固定资产主要为房屋建筑物和机器设备等，2018 年末账面价值为 15.14 亿元。在建工程主要为在建的基础设施项目，主要包括人工岛三期、洋口港区 15 万吨级航道工程、液化品码头等港口设施建设，公司在建工程中部分项目已完工但尚未竣工结算，随着建设资金投入，在建工程小幅增至 21.68 亿元。2018 年末公司投资性房地产为 53.59 亿元，2018 年转让洋口港临港工业区二期 026 号地块以致公司投资性房地产较上年减少 2.03 亿元。2018 年公司以公允价值模式计量的土地确认公允价值变动收益 4,172.05 万元，但该部分土地价值易受土地市场波动影响，未来仍需持续关注。2018 年末公司无形资产账面价值为 33.48 亿元，较上年减少 13.51%，主要是处置土地使用权 1.12 亿元和海域使用权 3.36 亿元所致。

截至 2018 年末，公司受限资产规模为 84.69 亿元，占总资产的 26.94%。包括投资性房地产 37.77 亿元、货币资金 17.27 亿元、存货 17.03 亿元。2018 年公司应收款项规模大幅增长，对公司资金形成了较大占用；土地使用权规模较大，有利于增强公司融资能力，但部分土地按公允价值模式计量价值易受土地市场波动影响；且用于抵押的资产规模较大，整体流动性较弱。

表6 2017-2018 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	267,451.58	8.51%	184,756.13	6.35%
应收票据及应收账款	202,971.45	6.46%	148,665.27	5.11%
其他应收款	341,237.19	10.85%	210,119.50	7.22%
存货	935,834.54	29.76%	877,715.02	30.16%
流动资产合计	1,763,124.62	56.08%	1,433,363.37	49.26%
长期应收款	93,034.31	2.96%	95,100.00	3.02%

投资性房地产	535,880.51	17.04%	552,001.14	18.97%
固定资产	151,378.19	4.81%	150,892.80	5.19%
在建工程	216,789.43	6.90%	207,137.69	7.12%
无形资产	334,750.42	10.65%	387,030.16	13.30%
其他非流动资产	4,537.90	0.14%	52,223.92	1.79%
非流动资产合计	1,380,965.98	43.92%	1,476,623.31	50.74%
资产总计	3,144,090.59	100.00%	2,909,986.67	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入规模和毛利率均有所下降，盈利对外部支持存在较大依赖

2018 年公司营业收入为 13.80 亿元，同比下降 4.29%，主要是公司土地整理类业务和工程施工业务规模均有不同程度下降所致。但考虑到公司在建项目规模较大，兼有较大规模的待整理土地，公司收入的持续性有一定保障。毛利率方面，由于公司土地转让业务和工程施工业务毛利率均有较大幅度下降，以致综合毛利率从上年的 54.24% 大幅下降为 27.94%，因此尽管期间费用规模下降，且公司 2018 年收到 1.93 亿元政府补贴计入其他收益并确认了 0.42 亿元公允价值变动收益，但公司利润总额仍较上年下降了 16.91%，为 2.51 亿元。

总体来看，2018 年公司营业收入和毛利率均较上年下降，且利润仍对外部支持存在较大的依赖。

表7 2017-2018 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	137,965.85	144,142.65
公允价值变动收益	4,172.05	386.57
其他收益	19,258.15	11,144.32
营业利润	25,504.90	22,100.18
营业外收入	844.16	9,009.16
利润总额	25,057.29	30,155.35
综合毛利率	27.94%	54.24%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司营业获现能力有所改善，但表现仍较弱，且考虑到公司在建项目后续资金需求较大，未来仍将面临较大的资金压力

2018 年公司收现比为 0.97，获现能力较上年有所改善。因此尽管公司收入下滑，但销售商品、提供劳务收到的现金仍为 13.40 亿元，较上年大幅增长；公司 2018 年购买商品、接受劳务支付的现金亦由于对在建工程的投入和购买土地较上年有所增长，此外公司与其他单位和企业的往来借款流出大幅减少，总体来看经营活动现金净现金流转为净流入 0.20 亿元，表现有所好转但仍较弱。

公司投资活动现金流呈连续净流出状态，2018 年公司投资活动现金流出仍主要是进行人工岛、码头等洋口港配套基础设施建设所形成。未来随着公司在建工程的逐步推进，公司未来投资活动现金流出仍将持续。2018 年末，公司主要在建项目未来尚需投资 31.47 亿元，且围海造地业务亦需要大量资金投入，未来资金压力较大。

公司投资规模较大，其经营活动产生的现金流不能满足其投资支出的需要，对外部融资存在依赖，主要通过政府支持及银行借款等方式进行筹资。2018 年公司增加借款收到现金 7.20 亿元，并发行债券收到现金 17.67 亿元，筹资活动收到的现金规模较上年大幅下降；同年公司偿还债务的现金流出 36.78 亿元，因此筹资活动现金净流入 6.08 亿元，较上年大幅减少。

表8 2017-2018 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.97	0.51
销售商品、提供劳务收到的现金	133,991.87	73,836.88
收到其他与经营活动有关的现金	67,592.52	50,462.84
经营活动现金流入小计	201,584.39	124,299.72
购买商品、接受劳务支付的现金	103,318.43	60,841.27
支付其他与经营活动有关的现金	80,869.29	224,987.99
经营活动现金流出小计	199,632.34	326,763.32
经营活动产生的现金流量净额	1,952.05	-202,463.61
投资活动产生的现金流量净额	-38,349.78	-77,783.41
筹资活动产生的现金流量净额	60,767.18	198,464.76
现金及现金等价物净增加额	24,369.45	-81,782.25

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模持续增长，偿债压力进一步加重

2018 年公司所有者权益 150.01 亿元，与上年基本持平。公司负责港口建设投资支出较大，负债增长较快，2018 年末公司负债总额为 164.34 亿元，较上年增长 17.69%。

2018 年末公司产权比率上升为 109.55%，公司净资产对负债的覆盖能力较弱。

表9 2017-2018 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债合计	1,643,416.54	1,396,350.90
所有者权益合计	1,500,674.05	1,513,635.78
产权比例	109.51%	92.25%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018 年末公司负债仍以非流动负债为主，其中流动负债占 34.36%，非流动负债占 65.64%。

2018 年末公司流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。公司短期借款包括保证借款、抵押借款和信用借款，2018 年末公司短期借款余额较上年大幅增长，为 9.76 亿元。2018 年末公司应付票据及应付账款余额为 17.11 亿元，较上年大幅增长，其中应付票据 14.07 亿元，应付账款 3.04 亿元。公司应付票据近年来持续增长，主要是公司业务规模扩大，且票据支付增加所致，而公司应付账款主要为工程款和预提工程款。2018 年末公司其他应付款为 4.78 亿元，其中包括洋口港南通国际产业园开发股份有限公司的贷款利息 0.80 亿元，长沙镇财政所的借款以及征地预缴款 0.41 亿元，其余主要为公司与当地政府部门与企业单位的往来款。2018 年末公司一年内到期的非流动负债为 19.74 亿元，其中 1 年内到期的长期借款 17.94 亿元，1 年内到期的应付债券 1.80 亿元。

公司非流动负债以长期借款、应付债券和长期应付款为为主。2018 年末公司长期借款余额为 59.10 亿元，其中 16.99 亿元保证借款，7.84 亿元抵押借款，30.22 亿元抵押及保证借款。公司应付债券为本期债券、“18 洋口债 01”和“18 洋口债 02”，2018 年末余额合计余额 23.10 亿元，较上年大幅增长主要是发行了 9 亿元“18 洋口 01”和 9 亿元“18 洋口 02”所致，均为 7 年期。2018 年公司长期应付款余额为 24.65 亿元，与上年持平，2018 年末公司长期应付款中包括借款 4.68 亿元，融资租赁款 18.86 亿元。

表10 2017-2018 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	97,560.00	5.94%	39,250.00	2.81%
应付票据及应付账款	171,126.19	10.41%	111,743.82	8.00%
其他应付款	47,838.53	2.91%	54,159.60	3.88%
一年内到期的非流动负债	197,405.12	12.01%	140,892.00	10.09%

流动负债合计	564,748.03	34.36%	396,406.93	28.39%
长期借款	590,956.09	35.96%	653,535.64	46.80%
应付债券	231,042.88	14.06%	90,000.00	6.45%
长期应付款	246,535.39	15.00%	245,936.84	17.61%
非流动负债合计	1,078,668.51	65.64%	999,943.96	71.61%
负债合计	1,643,416.54	100.00%	1,396,350.90	100.00%
有息负债	1,493,199.48	90.86%	1,204,714.47	86.28%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018 年末有息负债为 149.32 亿元，同比增加 23.95%，占负债总额的 90.86%，其中短期有息债务 43.57 亿元，公司有息债务规模较大，增长较快，且面临较大的短期偿债压力。

由于公司发行债券和新增借款，2018 年末公司资产负债率为 52.27%，较上年有所上升。由于公司短期债务增加，2018 年末公司流动比率为 3.12，较上年下降。此外，公司流动资产中存货占比较大，且有部分土地被抵押，资产流动性较弱，短期偿债能力弱于账面表现。从 EBITDA 指标上来看，受公司利润下滑影响，EBITDA 规模及其对的利息保障倍数也均显著下降，对利息支出的保障程度减弱，公司整体债务压力上升。

表11 公司偿债能力指标

项目	2018 年	2017 年
资产负债率	52.27%	47.98%
流动比率	3.12	3.62
速动比率	1.46	1.40
EBITDA（万元）	56,237.07	91,385.16
EBITDA 利息保障倍数	1.25	2.22
有息债务/EBITDA	26.55	13.18

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

中投保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平

中投保为本期债券的到期兑付提供全额无条件的不可撤销连带责任保证担保，担保范围包括债券本金及利息，违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用。担保人承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起二年内。

中投保前身为“中国经济技术投资担保公司”，系1993年由财政部和原国家经济贸易委员会共同发起组建的国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构，初始注册资本5亿元。1998年更名为“中国经济技术投资担保有限公司”；2006年更名为“中国投资担保有限公司”；2013年更名为“中国投融资担保有限公司”；2015年8月18日，经全体股东一致同意，中投保整体变更为股份公司；2015年8月19日，更名为现用名。2015年12月15日，中投保股票在全国中小企业股份转让系统挂牌并公开转让，股票代码834777.OC，简称“中投保”，转让方式为协议转让。截至2018年末，中投保总股本450,000万股，国家开发投资公司仍为中投保控股股东，持有中投保47.20%的股份。截至2019年3月末，中投保前五大股东情况见下表所示。

表12 截至2019年3月末中投保前五大股东情况（单位：万股）

股东名称	股数	持股比例
国家开发投资集团有限公司	212,383.35	47.20%
中信资本担保投资有限公司	50,130.00	11.14%
建银国际金鼎投资（天津）有限公司	49,730.65	11.05%
鼎辉嘉德（中国）有限公司	44,999.95	10.00%
Tetrad Ventures Pte Ltd	34,269.20	7.62%
合计	391,513.15	87.00%

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

中投保为国内主要专业担保机构之一，近年积极推进业务创新，已初步形成以担保增信业务为主，资产管理和金融科技协同发展的“三足鼎立”业务格局。2018年中投保根据战略和市场变化继续推进担保业务结构的调整，公共融资业务规模也有一定幅度下降，而房地产类金融担保和其他金融产品担保增长相对有限，导致整体担保业务规模明显下降。2018年末，中投保担保业务余额和融资担保责任余额分别为678.98亿元和419.11亿元，同比分别下降46.28%和32.32%。

中投保对外投资包括信托投资、理财计划投资、基金投资和委托贷款和债券等。近年中投保对外投资规模持续增长，截至2018年末，投资资产规模为178.48亿元，同比增长11.45%，其中可供出售金融资产、应收款项类投资、长期股权投资和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产规模分别为103.47亿元、45.2亿元、20.57亿元和9.24亿元。在我国宏观经济增速放缓的情况下，金融资产的风险正逐步加大，存在一定周期性投资风险。

中投保已建立较为完善的风险控制体系，风险控制能力较强，随着中投保进一步加强风险管理，重点开展低风险担保业务，中投保代偿风险整体上得到一定控制。2018年中投保全年代偿规模为97万元，全年担保代偿率为0.00%，整体代偿率水平较

低。但目前国内宏观经济下行压力较大，未来仍需关注中投保担保业务的代偿风险。2018年末中投保风险准备金合计12.97亿元，拨备覆盖率为26,859.71%。

截至2018年12月31日，中投保资产总额为204.53亿元，所有者权益合计101.27亿元，融资担保业务放大倍数为4.25倍；2018年度，中投保实现已赚保费和投资收益分别为5.69亿元和22.23亿元，利润总额20.95亿元。

表13 中投保主要财务数据

项目	2019年3月	2018年	2017年	2016年
总资产（万元）	2,045,284.77	2,045,283.28	1,916,485.94	1,304,706.39
所有者权益合计（万元）	1,043,193.11	1,012,702.70	1,002,921.48	666,436.37
现金类资产（万元）	123,129.78	72,552.41	143,072.93	31,714.61
已赚保费（万元）	7,768.46	56,871.92	64,949.47	68,086.40
投资收益（万元）	34,676.88	222,275.77	96,915.30	69,120.05
营业收入（万元）	9,853.53	287,364.44	168,895.57	140,171.41
营业利润（万元）	39,580.19	209,733.65	89,173.48	81,353.74
利润总额（万元）	39,580.77	209,533.00	88,151.62	81,091.08
当年担保发生额（亿元）	20.33	146.19	168.30	554.22
期末担保余额（亿元）	555.00	678.98	1,263.98	1,873.82
其中：融资担保责任余额*（亿元）	385.88	419.11	619.29	798.16
担保风险准备金（万元）	120,365.56	129,655.88	144,813.21	149,616.50
拨备覆盖率	24,935.11%	26,859.71%	4,403.37%	1,165.00%
融资担保业务放大倍数	3.85	4.25	6.37	4.06
当期担保代偿率	0.05%	0.00%	0.07%	0.15%

注：融资担保责任余额根据 2018 年 4 月银保监会下发的《融资担保公司监督管理条例》配套制度《融资担保责任余额计量办法》（银保监发【2018】1号）的相关规定计算。为保证指标的可比性，对上年同期/本期期初可比指标依据《融资担保责任余额计量办法》进行了重新计算和调整，融资担保业务放大倍数也相应调整。2016 年数据为未调整相关数据；2016 年财务数据采用 2017 年度审计报告期初数。

资料来源：中投保 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元理

经中证鹏元综合评定，中投保主体长期信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

六、或有事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月17日）公司本部存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无

到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年12月31日，公司对外担保余额为20.27亿元，占公司2018年末所有者权益的比重为13.51%（详情详见附件三）。公司对外担保对象主要为地方建设平台以及国有企业，但对外担保余额仍较大，存在一定的或有负债风险。

七、评级结论

2018年如东县经济继续保持稳定增长，经济实力进一步增强，全年完成地区生产总值952.29亿元，按可比价格计算，比上年增长7.5%，为公司发展提供了良好基础。公司主营业务依托于洋口港，随着洋口港的开发和招商引资，公司主营业务持续性较好。2018年公司获得开发区管委会给予的基础设施建设补助1.93亿元，计入公司其他收益。此外公司被免除支付0.07亿元费用计入营业外收入，上述事项提升了公司的盈利水平。中投保提供的保证担保的增信方式有效的提升了本期债券的安全性。

同时我们也关注到，截至2018年末，公司存货和应收款项合计占资产总额的比重为47.07%；其中，公司存货主要为土地、海域使用权和在建基础设施，较难集中变现；公司应收政府部门等单位的款项规模较大，回款期限不确定，存在较大的资金占用情况。此外2018年末公司受限资产规模为84.69亿元，占总资产的26.94%，公司整体资产流动性较弱。截至2018年末，公司主要在建基础设施和安置房项目计划总投资57.37亿元，未来尚需投资31.47亿元，面临较大的资金压力。2018年末有息负债为149.32亿元，同比增加23.95%，占负债总额的90.86%，其中短期有息债务43.57亿元。公司有息债务规模较大，增长较快，面临较大的短期偿债压力。截至2018年12月31日，公司对外担保余额为20.27亿元，占公司2018年末所有者权益的比重为13.51%。公司对外担保对象主要为地方建设平台以及国有企业，但对外担保余额仍较大，存在一定的或有负债风险。

基于以上情况，经综合评定，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，本期债券信用等级维持为AAA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	267,451.58	184,756.13	189,404.30
应收票据及应收账款	223,861.28	148,665.27	93,629.16
其他应收款	320,443.92	208,958.47	97,552.17
存货	935,834.54	877,715.02	862,967.33
投资性房地产	535,880.51	552,001.14	209,992.68
固定资产	151,378.19	150,892.80	140,737.68
在建工程	216,789.43	207,137.69	147,689.25
无形资产	334,750.42	387,030.16	697,922.30
资产总计	3,143,544.15	2,909,986.67	2,537,422.10
应付票据及应付账款	171,126.19	111,743.82	73,435.00
其他应付款	47,838.53	49,730.70	75,811.57
一年内到期的非流动负债	197,405.12	140,892.00	149,292.00
长期借款	590,956.09	653,535.64	478,400.00
应付债券	231,042.88	90,000.00	90,000.00
长期应付款	246,535.39	245,936.84	135,914.84
负债合计	1,643,416.54	1,396,350.90	1,103,253.96
有息负债	1,493,199.48	1,204,714.47	883,799.84
所有者权益	1,500,127.61	1,513,635.78	1,434,168.14
营业收入	137,965.85	144,142.65	125,513.33
其他收益	19,258.15	11,144.32	0
营业利润	24,784.89	22,100.18	-3,340.89
营业外收入	844.16	9,009.16	23,804.36
净利润	20,371.06	21,699.66	16,557.10
经营活动产生的现金流量净额	1,952.05	-202,463.61	-427,353.15
投资活动产生的现金流量净额	-38,349.78	-77,783.41	-122,660.17
筹资活动产生的现金流量净额	60,767.18	198,464.76	607,776.12
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	27.94%	54.24%	39.27%
收现比	0.97	0.51	0.58
产权比率	109.55%	92.25%	76.93%
资产负债率	52.27%	47.98%	43.48%
流动比率	3.12	3.62	3.15
速动比率	1.47	1.40	0.97
EBITDA（万元）	56,237.07	91,385.16	61,659.08

EBITDA 利息保障倍数	1.25	2.22	1.41
有息债务/EBITDA	26.55	13.18	14.67

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

序号	企业名称	主营业务	实收资本	表决权比例
1	江苏洋口港股份有限公司	港口基础设施建设、投资、开发等	70,000	100%
2	如东县洋口港综合服务有限公司	会务展览服务；保洁服务；园林绿化工程设计、施工；物业管理等	200	100%
3	南通洋口港劳务服务有限公司	劳务派遣；物业管理	200	100%
4	江苏洋口港石材产业发展有限公司	石材产业投资、建设、管理；物业管理等	10,000	100%
5	凯泉（南通）污水处理有限公司	污水处理厂的建设、运营；膜工艺的技术咨询、服务	4,443	100%
6	南通洋口港港城开发有限公司	对洋口港新城区、园区进行投资、开发、建设；房地产开发；市政工程、水利工程建设；土地整理等	80,000	100%
7	江苏洋口港海鲜商贸有限公司	农产品销售等	1,000	100%
8	南通洋口港供水服务有限公司	供水和污水处理	9,500	100%
9	江苏洋口港港务有限公司	港口建设	20,000	100%
10	江苏洋口港投资开发有限公司	滩涂围垦、港口、码头、桥梁、公路等配套基础设施及其配套工程的投资、开发、建设等	20000 万美元	50%
11	南通振港建设工程有限公司	市政工程施工等	2,200	100%
12	江苏兴港供热有限公司	外购蒸汽、热水的供应、销售等	1,200	100%
13	江苏洋口港航空产业园有限公司	航空产业园建设、管理	10,000	100%
14	南通明浩码头建设有限公司	油品、液化品码头及油库、液化品库投资、建设；对国家产业政策允许的行业投资及管理	26,700	100%
15	江苏长治融资租赁有限公司	融资租赁业务	5,000 万美元	51%
16	如东贝恩置业有限公司	房地产开发、经营；物业管理服务	50	100%
17	江苏洋口港检验认证有限公司	提供商品检验检疫技术服务	1,000	100%
18	南通北坎海鲜商贸有限公司	农产品、日用品的批发和零售等	1,000	100%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录三 截至2018年末公司及子公司对外担保情况（单位：万元）

担保单位	被担保单位	担保起止日	担保类型	担保物	担保金额
南通洋口港港城开发有限公司	如东洋口港产业控股有限公司	2016/12/15 至 2026/6/14	保证	-	13,900.00
		2016/12/15 至 2026/6/14	保证	-	60,000.00
	南通明珠港口物流有限公司	2014/3/10 至 2023/12/31	保证	-	10,000.00
		2014/4/10 至 2024/4/9	保证	-	7,000.00
		2014/4/10 至 2023/12/31	抵押	东国用（2013）第 720041 号、东国用（2013）第 720042 号	4,321.53
	仁衡融资租赁(上海)有限公司	2016/12/6 至 2019/12/5	抵押	东国用（2013）第 720006 号	13,885.46
		2016/12/6 至 2019/12/5	抵押	苏（2016）如东县不动产权第 0000144 号	3,650.56
江苏洋口港投资开发有限公司	江苏洋通开放投资有限公司	2017/4/13 至 2018/4/13	抵押	东国用（2013）第 720011 号	5,109.00
江苏洋口港石材产业发展有限公司	南通明珠港口物流有限公司	2017/10/26 至 2023/12/31	抵押	苏（2016）如东县不动产权第 0004149 号	2,072.75
江苏洋口港建设发展集团有限公司	如东洋口港产业控股有限公司	2018/5/25 至 2026/5/24	保证	-	11,000.00
		2016/3/31 至 2022/3/20	保证	-	6,000.00
	南通明珠港口物流有限公司	2018/8/24 至 2019/8/24	保证	-	8,000.00
		2018/8/24 至 2019/8/24	抵押	东国用（2013）第 720045 号	17,104.21
	仁衡融资租赁(上海)有限公司	2016/11/2 至 2019/11/1	抵押	东国用（2013）第 720071 号	16,220.10
江苏洋口港股份有限公司	仁衡融资租赁(上海)有限公司	2016/12/6 至 2019/12/5	抵押	东国用（2014）第 720012 号	16,448.28
江苏洋口港股份有限公司	南通明珠港口物流有限公司	2016/11/23 至 2019/11/22	抵押		8,000.00
合计	-	-	-	-	202,711.89

资料来源：公司2018年审计报告

附录四 主要财务指标计算公式

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

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

三、展望符号及定义

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