

2013 年江苏海州湾发展集团有限公司

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
【594】号 01

债券简称: 13 苏海发债
/PR 苏海发

增信方式: 银行流动性
支持

债券剩余规模: 6 亿元

债券到期日期: 2023 年
03 月 29 日

债券偿还方式: 每年付
息一次, 分次还本, 从
第三个计息年度开始偿
还本金, 第三至第十个
计息年度分别以 10%、
10%、10%、10%、
15%、15%、15%、15%
的比例偿还债券本金。

分析师

姓名:
何馨逸 张旻婧

电话:
021-51035670

邮箱:
hexy@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

2013 年江苏海州湾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	AA+	AA+
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 26 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”) 对江苏海州湾发展集团有限公司 (以下简称“苏海发”或“公司”) 及其 2013 年 03 月 29 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 AA+, 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 2018 年外部环境较好, 为公司发展提供了良好基础, 公司主营业务收入稳定增长, 工程代建业务和安置房销售业务未来持续性较好, 公司获得的外部支持力度大, 并且银行流动性支持增强了本期债券的安全性; 同时中证鹏元也关注到公司整体资产流动性偏弱, 经营活动现金流表现较差, 存在一定资金压力, 有息债务持续增加导致偿债压力加大, 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, 连云港市地区生产总值 2,771.70 亿元, 按可比价格计算同比增长 4.7%; 连云区地区生产总值预计完成 147 亿元, 同比增长 4.9%。
- 公司主营业务收入稳定增长, 工程代建业务和安置房销售业务未来可持续性较好。2018 年公司实现主营业务收入 8.80 亿元, 较上年增长 9.90%。截至 2018 年末, 存量安置房剩余可销售面积为 39.29 万平方米; 截至 2019 年 3 月末, 公司主要在建项目已投资 34.83 亿元, 未来工程代建和安置房销售收入较有保障。
- 公司获得外部支持力度大。2018 年连云区财政局向公司拨入财政专项补助款 2.85

亿元，提升了公司利润水平。

- **银行流动性支持增强了本期债券的安全性。**由中国银行股份有限公司连云港分行提供的银行流动性支持增强了本期债券的安全性。

关注：

- **公司整体资产流动性偏弱。**公司资产主要由存货、应收款项和其他非流动资产中的海域使用权等构成，截至 2018 年底公司存货中 75.07% 的待开发土地被抵押，土地资产与海域使用权集中变现较为困难，其他应收款大幅增长，较大程度占用公司营运资金，公司整体资产流动性偏弱。
- **公司经营活动现金流表现较差，未来存在一定资金压力。**近年公司经营活动现金流持续净流出，2018 年公司经营活动现金大额净流出 14.59 亿元；截至 2019 年 3 月底，公司主要在建项目总投资 48.04 亿元，尚需投资 13.21 亿元，后期面临一定资金压力。
- **公司有息债务规模持续增加，偿债压力较大。**截至 2018 年底，公司有息债务规模为 134.69 亿元，同比增长 18.91%，年末占负债总额的比重为 84.84%；EBITDA 利息保障倍数为 0.68，整体盈利水平对利息支付的保障水平较弱，公司面临较大的本息偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年 12 月末，公司对外担保余额为 16.78 亿元，占年末所有者权益的比重为 9.56%，被担保方大多为国有企业但均无反担保措施，存在一定或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	3,342,115.67	3,182,995.52	2,838,735.16
所有者权益合计	1,754,544.54	1,732,715.11	1,754,182.34
有息债务	1,346,898.10	1,132,709.62	845,314.30
资产负债率	47.50%	45.56%	38.21%
流动比率	3.20	3.13	2.79
营业收入	88,688.82	80,620.89	73,320.07
营业利润	24,067.47	22,628.55	-934.37
其他收益	28,515.00	23,249.80	-
营业外收入	12.88	99.39	20,295.13
利润总额	23,784.24	22,495.72	19,294.30
综合毛利率	16.59%	16.20%	14.02%

EBITDA	49,262.33	48,656.18	23,231.62
EBITDA 利息保障倍数	0.68	0.65	0.43
经营活动现金流量净额	-145,865.36	-126,242.89	-11,542.83

注：2017 年数据采用 2018 年度审计报告期初数

资料来源：公司 2016 年和 2018 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2013年3月29日公开发行10年期10亿元公司债券，募集资金拟用于连云新城陆域及市政基础设施项目和连云安置小区项目。截至2019年6月13日，本期债券募集资金专项账户余额为0元。

二、发行主体概况

2018年，公司名称、实收资本和实际控制人未发生变化。根据公司2019年4月22日发布的公告，公司法定代表人和董事长变更为施军生，总经理变更为洪健，该变动不会对公司日常管理、生产经营及偿债能力产生负面影响。截至2019年5月末，公司注册资本和实收资本均为12.00亿元，控股股东和实际控制人为连云港市连云区人民政府，持股比例100.00%。

2018年，公司主营业务范围新增海水养殖、海上捕捞和黄金制品销售业务，减少非学历职业技能培训业务，当年公司合并范围增加3家子公司，具体情况见下表。

表1 2018 合并范围新纳入子公司情况（单位：万元）

名称	注册资本	持股比例		设立方式
		直接	间接	
连云港凰窝生态旅游发展有限公司	4,000.00	-	51.00%	投资设立
连云港海发旅游商业发展有限公司	500.00	-	100.00%	投资设立
连云港海州湾全域旅游投资有限公司	81,000.00 万港币	-	100.00%	投资设立

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、加大基础设施建设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	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

	[2018]61号)		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

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

(二) 区域环境

2018年连云港市经济总量不断扩大,第三产业占比进一步提升

连云港市经济总量不断扩大,2018年全年全市地区生产总值2,771.70亿元,按可比价格计算同比增长4.7%,增速持续放缓。其中,第一产业增加值325.57亿元,增长2.6%;第二产业增加值1,207.39亿元,增长1.9%;第三产业增加值1,238.74亿元,增长8.2%,全市三次产业结构由2017年的11.9:44.7:43.4调整为11.7:43.6:44.7,第三产业占比进一步提升。2018年,连云港市人均地区生产总值61,332元,是全国人均GDP的94.88%。旅游产业是连云港市第三产业的重要组成部分,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,年末全市国家等级旅游景区总数达42家,实现旅游总收入531亿元,同比增长15.9%;接待国内游客3,805万人次,同比增长12.4%。

工业经济方面,2018年连云港市全年高新技术产业占规模以上工业比重达43.7%,比上年提高8.9个百分点。其中,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%。全市30强工业企业产值增长15.7%,高于全市平均水平24.6个百分点,拉动全市工业产值增长8.4个百分点。其中,镇鑫钢铁增速达59.7%,兴鑫钢铁、斯尔邦、虹港石化、润众制药等企业增速超过30%,销售过百亿企业达到7家。

固定资产投资是拉动连云港市经济增长的重要因素。2018年连云港市完成固定资产投资1,859.28亿元,增长6.7%;其中,工业投资1,073.92亿元,增长13.7%;房地产开发投资341.52亿元,增长24.2%;民间投资1,075.10亿元,增长14.1%。

2018年连云港市实现社会消费品零售总额1,121.31亿元,增长8.3%,其中,批发业实现零售额209.54亿元,增长60.5%;零售业实现零售额748.53亿元,下降2.3%;住宿业实现零售额31.22亿元,增长70.7%;餐饮业实现零售额132.02亿元,增长9.0%。2018年进出口

总额较快增长，全年完成进出口总额95.47亿美元，增长16.2%，居全省第三位，其中，进口总额53.88亿美元，增长25.4%；出口总额41.59亿美元，增长6.0%。

表3 2017-2018 年连云港市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	2,771.70	4.7%	2,640.31	7.4%
第一产业增加值	325.57	2.6%	313.42	2.7%
第二产业增加值	1,207.39	1.9%	1,179.86	7.2%
第三产业增加值	1,238.74	8.2%	1,147.03	8.9%
规模以上工业总产值	-	-	6,150.17	16.3%
规模以上工业增加值	-	-	1,350.41	8.4%
固定资产投资	1,859.28	6.7%	2,603.63	9.2%
社会消费品零售总额	1,121.31	8.3%	1,038.31	11.3%
进出口总额（亿美元）	95.47	16.2%	82.14	16.6%
存款余额	3,261.64	9.6%	2,976.98	16.5%
贷款余额	2,945.04	18.9%	2,476.09	18.3%
人均 GDP（元）	61,332.00		58,577.00	
人均 GDP/全国人均 GDP	94.88%		98.18%	

资料来源：连云港市 2017-2018 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018 年连云港市全市一般公共预算收入 234.3 亿元，增长 9.1%，其中税收收入 187.45 亿元，占一般公共预算收入的比重为 80.00%；政府性基金收入 144.6 亿元，增长 2.5%；同期一般公共预算支出 419.3 亿元，同比增长 7.3%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 55.88%。

连云区经济较快增长，但增速有所放缓

连云区作为连云港市下辖区，经济实现稳定增长，根据《连云区 2018 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2019 年国民经济和社会发展计划草案的报告》，2018 年连云区地区生产总值预计完成 147 亿元，同比增长 4.9%，增速有所放缓，预计全区三次产业比重由 2017 年的 4.4:38.7:56.9 调整为 4.0: 36.7: 59.3，第三产业比重有所提升，按常住人口计算，2018 年连云区人均地区生产总值为 52,127.66 元，是全国人均地区生产总值的 80.64%。2018 年连云区工业经济总体向好，主导产业中，油脂科技、金属材料两大产业分别实现产值 43 亿元和 49 亿元，占全区规模以上工业产值的 83.6%；2018 年外贸进出口总额预计完成 19 亿美元，同比增长 20.0%；社会消费品零售总额预计完成 87.6 亿元，同比增长 8.8%。

表4 2017-2018 年连云区主要经济指标（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	147.0	4.9%	136.4	7.5%
规模以上工业总产值	-	-	108.0	20.0%
固定资产投资	170.0	10.0%	-	-
社会消费品零售总额	87.6	8.8%	80.7	11.5%
进出口总额（亿美元）	19.0	20.0%	15.0	30.0%
人均 GDP（元）	52,127.66		48,368.79	
人均 GDP/全国人均 GDP	80.64%		81.07%	

注：人均 GDP=地区生产总值/人口总数

资料来源：《连云区 2017 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2018 年国民经济和社会发展计划草案的报告》、《连云区 2018 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2019 年国民经济和社会发展计划草案的报告》

2018年连云区全区实现一般公共预算收入12.26亿元，同比增长19.65%，其中税收收入10.39亿元，占一般公共预算收入的比重为84.76%；实现政府性基金收入6.57亿元，同比增长45.61%。同期连云区一般公共预算支出11.27亿元，同比增长10.65%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为108.78%。

四、经营与竞争

公司作为连云港市东部城区最主要的城市基础设施投融资及建设主体和国有资产运营主体，主要经营业务包括基础设施的投融资建设、土地整治开发与转让、旅游开发与经营和安置房建设等。公司主营业务收入主要由工程代建、安置房销售、旅游收入、利息收入等构成。2018 年公司实现主营业务收入 8.80 亿元，较上年增长 9.90%，其中工程代建收入为 3.49 亿元，占公司主营业务收入比重为 39.66%，仍为公司最主要的来源；2018 年公司安置房销售收入为 2.79 亿元，较上年大幅增长 74.04%，主要系当年居民购房需求增加所致，安置房销售业务占公司主营业务收入的比重为 31.67%，是公司收入的重要来源之一；另有商品销售收入、旅游收入、利息收入、餐饮客房收入、担保费收入等业务收入作为主营业务收入的补充，2018 年公司商品销售业务实现收入 1.35 亿元，同比大幅增长，主要系当年新增不锈钢及不锈钢带的对外销售业务。毛利率方面，工程代建和安置房销售毛利率有所提升使主营业务毛利率升至 16.13%，较上年提升 0.32 个百分点，基本保持稳定。

表5 2017-2018 年公司主营业务收入结构及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
工程代建	34,901.78	13.61%	53,821.35	11.63%
安置房销售	27,866.44	19.13%	16,011.65	12.93%
旅游	8,496.51	38.85%	8,418.44	43.25%
利息收入	1,600.69	100.00%	1,167.95	100.00%
餐饮客房	1,333.61	-71.04%	439.71	-138.49%
服务费收入	100.26	52.23%	118.69	52.15%
商品销售	13,531.96	0.05%	90.20	66.65%
担保费收入	0.97	100.00%	4.27	100.00%
广告收入	52.46	-27.59%	-	-
租金收入	113.30	100.00%	-	-
合计	87,997.98	16.13%	80,072.26	15.81%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司工程代建收入有所下滑，目前在建项目较多，未来收入较有保障，但也加大了公司资金压力

从 2013 年开始，公司与地方政府就相关基础设施建设签订回购协议，确认的收入规模为总回购价款，完工后确认收入，总回购价款为投资成本加成一定比率确定。2018 年公司工程代建收入模式未发生变化，工程代建收入为 3.49 亿元，较上年下滑 35.15%，该项业务占公司主营业务收入的比重为 39.66%，是公司收入的主要来源之一；工程代建业务受政府结算规划影响，未来仍存在波动性。

表6 2018 年公司工程回购明细（单位：万元）

项目名称	工程成本	回购价格
北固山大道	3,241.15	3,891.74
行政路	6,418.45	7,605.41
平山北路	7,187.12	8,249.07
海湾路、逐海路、搏海路支路八、支路九、海郡路等	374.74	434.70
海滨大道	8,258.43	9,519.79
连云新区抛填工程	483.46	560.82
大港路绿化景观工程	1,096.26	1,271.67
中山西路改造、绿化、亮化	684.76	794.32
亮化美化工程	433.34	502.67
经十五路大桥	528.36	560.91
新光路	1,381.66	1,510.67
合计	30,087.73	34,901.78

资料来源：公司提供

公司目前在建项目较多，截至 2019 年 3 月末，公司主要在建项目总投资 48.04 亿元，已投资金额 34.83 亿元，后期工程代建收入较有保障，未来持续性较好，同时未完工在建项目尚需投资 13.21 亿元，公司存在一定资金压力。

表7 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	总投资	已投资	尚需投资
板桥园区道路工程	4.00	3.50	0.50
太白涧生态园	1.50	1.30	0.20
宿城片区水利综合治理工程	3.18	3.00	0.18
连云游泳馆	1.20	1.10	0.10
连云地下管廊	2.50	1.20	1.30
海州湾物流园一期项目	2.40	1.80	0.60
洼港闸段海堤修复	1.30	1.00	0.30
连云港市海滨新区韩国商贸城	2.24	1.65	0.59
连云新城陆域及市政基础建设	14.08	14.00	0.08
墟沟林场观光园	1.20	0.98	0.22
新城商务公园	1.20	1.00	0.20
海滨公园改造	2.00	1.50	0.50
云台山国家森林公园生态保护建设项目一期	5.00	1.20	3.80
羊山岛项目	3.00	0.80	2.20
连云港东部城区道路提升改造工程	1.30	0.30	1.00
连云区城市防洪提升改造项目	1.94	0.50	1.44
合计	48.04	34.83	13.21

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018 年公司安置房销售收入大幅增长，目前存量房产可销售面积较大，未来还可确认的收入规模较大，但房产去库存压力依然较大

公司安置房业务主要由子公司连云港海润置业有限公司负责，安置房业务的运营模式为自建，用于建设安置房的土地由公司自行购置，建成后部分用于安置，根据与连云区财政局签订的代建协议，由区财政负责回购，回购比例预计为 70%-80%，2015 年以来按固定成本加成 12%比例结算，部分按照市场价格直接对外销售。2018 年公司安置房销售收入为 2.79 亿元，较 2017 年增长 74.04%，占 2018 年主营业务收入的比重为 31.67%，对收入的贡献度大幅提升。安置房收入提升主要系当年居民购房需求增加所致，2018 年公司安置房销售毛利率为 19.13%，较去年提升 6.20 个百分点，主要系房价提升所致。2018 年公司安置房销售来自于平山花园、海滨花园、板桥安置小区、连岛渔民安置新村、西墅花园等安置小区的存量房销售。

截至 2018 年底，公司存量安置房总投资共计 19.37 亿元，已全部完成建设，存量房累

计销售面积为 56.20 万平方米，若按建筑面积计算，剩余可销售面积为 39.29 万平方米，短期内房产销售收入较有保障，但房地产市场、政府回购进度及财政资金的拨付到位情况存在不确定性，房地产去库存压力依然较大。

表8 截至 2018 年底公司存量房明细（单位：平方米、万元）

项目名称	总投资 (亿元)	建筑面积	已完成建 筑面积	累计已销 售面积	剩余可销 售面积	2018 年确 认收入
平山花园	5.23	267,651	267,651	188,165	79,485	3,478.48
海滨花园	6.34	286,661	286,661	164,509	122,151	6,719.88
板桥安置小区	1.90	86,069	86,069	51,224	34,844	4,520.76
连岛渔民安置 新村	2.90	162,735	162,735	20,996	141,738	9,036.77
西墅花园	3.00	151,800	151,800	137,133	14,666	4,110.55
合计	19.37	954,916	954,916	562,027	392,884	27,866.44

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司商品销售、旅游收入、利息收入等为公司营业收入提供一定补充

公司商品销售业务由子公司连云港桥源贸易有限公司负责，2018 年共产生收入 13,531.96 万元，占当年主营业务收入的比重为 15.38%，该项业务收入同比大幅增长，主要系当年新增不锈钢及不锈钢带的对外销售业务所致；2018 年商品销售业务毛利率大幅下降，主要系由于刚进入市场，为风险防范采用固定收益模式，故毛利率被稀释。未来该项业务可能仍将保持较大规模，但盈利能力可能仍较弱。

公司旅游业务由全资子公司连岛旅游开发总公司与控股公司连云港云台山生态林业发展有限公司开发经营。连岛旅游目前参与开发的旅游资源主要为连岛旅游度假区（4A 级风景区），主要经营连岛浴场、游艇娱乐服务、旅游纪念品加工销售及海上旅游项目开发投资。云台山生态林业主要开发宿城风景区、北海观音胜境景区、法起寺、竹岛定海神针景区等，目前部分景区已经对外开放。2018 年，公司实现旅游收入 8,496.51 万元，同比增长 0.93%，较为稳定，其中连岛旅游实现收入 5,339.91 万元，云台山旅游实现收入 2,838.1 万元，老街实现收入 318.50 万元。

公司小额贷款业务由连云港市连云区金海洋农村小额贷款有限公司（以下简称“金海洋”）承担运营，该公司贷款主要发放对象为中小企业和农户，2018 年该项业务实现利息收入 1,600.69 万元。截至 2018 年底，金海洋注册资本 1.00 亿元，发放贷款金额为 11,009.00 万元，其中个人贷款 2,887.00 万元，企业贷款 8,122.00 万元，已有逾期贷款 463.00 万元，存在一定违约风险。

公司餐饮客房业务由连云港海发旅游商业发展有限公司负责，2018 年共产生收入 1,333.61 万元，其中餐饮收入 582.2 万元，客房收入 751.4 万元。

2018 年公司服务费业务主要是连云港海州湾物业服务有限公司和连云港海州湾物流有限公司产生的服务费收入，分别为 68.10 万元和 32.16 万元。公司担保费业务主要来源于子公司连云港金港融资担保有限公司（以下简称“金港担保”），截至 2018 年末，金港担保在保余额 500.00 万元。

2018 年公司继续获得外部支持力度大

2018 连云区财政局向公司拨入财政专项补助款 2.85 亿元，公司利润水平得到提升。

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江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年审计报告，2017 年数据均采用 2018 年审计报告期初数。2018 年公司合并报表范围新增子公司共 3 家，详见表 1。

资产结构与质量

2018 年公司资产规模持续增长，但整体资产流动性偏弱

2018 年公司资产规模稳定增长，截至 2018 年底，公司资产总计 334.21 亿元，同比增长 5.00%。公司资产仍以流动资产为主，2018 年末流动资产占总资产的比重为 66.30%。

表9 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	275,966.86	8.26%	276,604.28	8.69%
应收账款	146,374.17	4.38%	172,856.81	5.43%
预付款项	81,608.46	2.44%	86,486.38	2.72%
其他应收款	541,295.48	16.20%	384,582.46	12.08%
存货	1,116,415.58	33.40%	1,094,608.56	34.39%
流动资产合计	2,215,837.33	66.30%	2,073,421.13	65.14%
可供出售金融资产	31,095.19	0.93%	31,863.99	1.00%
固定资产	49,063.54	1.47%	48,574.87	1.53%
在建工程	151,712.58	4.54%	116,936.53	3.67%
其他非流动资产	887,279.80	26.55%	905,764.80	28.46%
非流动资产合计	1,126,278.35	33.70%	1,109,574.39	34.86%
资产总计	3,342,115.67	100.00%	3,182,995.52	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、预付账款、应收账款、其他应收款和存货构成。2018 年底，公司货币资金规模为 27.60 亿元，银行存款期末余额中用于借款质押的存单余额为 1.64 亿元，货币资金中其他货币资金为 17.21 亿元，主要包括 14.59 亿元银行承兑汇票保证金、2.55 亿元保函保证金和 687.71 万元担保保证金，货币资金受限比例为 68.32%。2018 年底，公司应收账款账面价值为 14.64 亿元，较上年减少 15.32%，主要系收回部分连云区财政局应收款项所致，年末主要应收对象仍为连云区财政局，占应收账款余额的比重为 93.61%，账龄集中在 2 年以内，应收账款整体回收风险较小，但回收时间存在不确定性。预付账款主要系预付项目施工单位的工程款，为公司的项目资金投入，因尚未结算，未转入开发成本，2018 年末余额为 8.16 亿元。2018 年末，公司其他应收款账面价值 54.13 亿元，同比增长 40.75%，前五大其他应收对象为连云区财政局、连云区房屋征收局、连云港连岛海上游艇俱乐部、连云港市连岛建筑安装工程公司和江苏连润投资有限公司，合计占其他应收款比重为 82.18%，其他应收对象主要系政府部门及地方国有企业，回收风险相对较小，但规模增长较快，对公司资金形成较大占用。截至 2018 年底，公司存货账面价值总计为 111.64 亿元，同比增长 1.99%，占总资产的比重为 33.40%，主要包括开发成本 59.40 亿元和待开发土地 51.97 亿元，开发成本主要为公司承担市政项目建设和安置房建设所形成的成本，待开发土地较上年有所减少主要系部分土地随安置房回购结转收入所致。截至 2018 年底，公司待开发土地账面价值 39.01 亿元的土地被抵押，土地抵押比率为 75.07%，抵押受限比率较高。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、固定资产、在建工程和其他非流动资产构成。2018 年末公司可供出售金融资产余额 3.11 亿元，2018 年公司持有的可供出售金融资产取得的现金红利为 224.90 万元，主要来自于江苏金创信用再担保股份有限公司和连云港东方农村商业银行股份有限公司。2018 年末，公司固定资产规模为 4.91 亿元，较上年增长 1.01%，主要是新购置房屋建筑物、机器设备、运输设备和电子设备等所致。2018 年末在建工程账面价值为 15.17 亿元，同比增长 29.74%，主要系公司综合服务区、云台山停车场工程、环岛路工程、连云老街工程等项目陆续推进、投资额增加所致，公司在建工程建成后一般自行运营。2018 年公司其他非流动资产 88.73 亿元，主要为 2016 年连云区人民政府对公司注入的国有海域使用权，2018 年海域使用权账面价值同比减少 2.04%，系当期摊销所致。

总体来看，公司资产以存货、应收款项和其他非流动资产为主，其他应收款规模较大且增长较快，回收时间存在不确定性，对公司资金形成较大占用，存货中土地抵押比率较

高，公司整体资产流动性偏弱。

盈利能力

公司主营业务收入稳定增长，其他收益对利润总额贡献较大

公司作为连云港市东部城区最主要的城市基础设施投融资及建设主体和国有资产运营主体，主要经营业务包括基础设施的投融资建设、土地整治开发与转让、旅游开发与经营和安置房建设等。公司主营业务收入主要由工程代建、安置房销售、旅游收入、利息收入等构成。2018 年公司实现主营业务收入 8.80 亿元，较上年增长 9.90%，其中工程代建收入为 3.49 亿元，占公司主营业务收入比重为 39.66%，为公司主要收入来源；安置房销售收入为 2.79 亿元，同比增长 74.04%，占公司主营业务收入的 31.67%，是公司收入的重要来源之一；商品销售业务收入 1.35 亿元，同比大幅增长，2018 年占公司主营业务收入的比重为 15.38%，截至 2018 年末，存量安置房剩余可销售面积为 39.29 万平方米；截至 2019 年 3 月末，公司主要在建项目已投资 34.83 亿元，未来工程代建和安置房销售收入较有保障，可持续性较好。毛利率方面，工程代建和安置房销售毛利率小幅上升，使主营业务毛利率升至 16.13%，较上年提升 0.32 个百分点。

2018 年公司实现营业利润 2.41 亿元，同比增长 6.36%。2018 年公司其他收益和利润总额分别为 2.85 亿元和 2.38 亿元，其他收益主要为财政专项补助款，其他收益对利润总额贡献较大。

表10 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项 目	2018 年	2017 年
营业收入	88,688.82	80,620.89
营业利润	24,067.47	22,628.55
其他收益	28,515.00	23,249.80
利润总额	23,784.24	22,495.72
主营业务毛利率	16.13%	15.81%
综合毛利率	16.59%	16.20%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流持续大额净流出，整体表现较差；未来资金支出需求较大，面临一定的资金压力

经营活动现金流入方面，2018 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 3.40 亿元，

收现比为 0.38，较上年有所改善，但收现情况依然较差；近年公司经营活动现金流持续净流出，由于同期代建项目的建设等业务投入保持较大规模，且与相关业务单位之间的往来款净流出规模增长，2018 年公司经营活动现金大额净流出 14.59 亿元，经营活动现金流情况整体表现较差。

2018 年公司投资活动主要系在建工程云台山停车场工程、综合服务区、环岛路工程等项目的投资建设，公司投资活动现金净流出 2.99 亿元。

筹资活动产生的现金流方面，2018 年公司主要通过银行借款、发行债券等方式进行融资，使筹资活动现金净流入 17.80 亿元。近年，公司经营活动及投资活动现金持续净流出，产生的资金缺口主要依靠筹资活动解决。截至 2019 年 3 月末，公司整体在建项目较大，主要在建项目尚需投资 13.21 亿元，面临一定的资金压力。

表11 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.38	0.21
销售商品、提供劳务收到的现金	34,045.70	16,911.52
收到的其他与经营活动有关的现金	83,662.76	182,322.44
经营活动现金流入小计	117,708.46	199,233.96
购买商品、接受劳务支付的现金	42,794.56	61,149.80
支付的其他与经营活动有关的现金	210,721.39	256,580.53
经营活动现金流出小计	263,573.82	325,476.84
经营活动产生的现金流量净额	-145,865.36	-126,242.89
投资活动产生的现金流量净额	-29,910.13	-36,632.81
筹资活动产生的现金流量净额	178,005.78	96,720.67
现金及现金等价物净增加额	1,905.50	-66,612.89

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

公司有息债务规模持续增长，面临较大的偿债压力

随着融资规模不断增加，公司负债规模整体呈上升趋势，截至 2018 年底，公司负债规模为 158.76 亿元，同比增长 9.47%；年末公司所有者权益增长 1.26%，产权比率升至 90.48%，公司净资产对负债的保障程度进一步减弱。

表12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	1,587,571.13	1,450,280.41
所有者权益	1,754,544.54	1,732,715.11

产权比率	90.48%	83.70%
------	--------	--------

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

从负债构成来看，公司流动负债主要由短期借款、应付票据、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2018 年末短期借款余额为 11.73 亿元，同比减少 13.47%，短期借款主要包括 5.40 亿元保证借款、5.89 亿元抵押借款、0.20 亿元质押借款和 0.24 亿元信用借款。2018 年末应付票据余额为 16.09 亿元，主要为 16.07 亿元银行承兑汇票。公司应付账款主要为应付工程款，年末余额 2.94 亿元；预收账款主要为预收的房屋销售款，年末余额 1.63 亿元。2018 年末其他应付款账面价值 15.19 亿元，较上年大幅减少 40.17%，主要为应付江苏云港发展股份有限公司及其他政府单位和地方国有企业的往来款。2018 年末公司一年内到期的非流动负债为 21.67 亿元，包括一年内到期的长期借款 14.20 亿元、应付本期债券本金 1.00 亿元和一年内到期的长期应付款 6.46 亿元。

表13 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	117,298.00	7.39%	135,560.00	9.35%
应付票据	160,900.01	10.13%	154,353.42	10.64%
应付账款	29,412.56	1.85%	24,112.65	1.66%
预收账款	16,343.66	1.03%	16,538.52	1.14%
其他应付款	151,876.81	9.57%	253,829.09	17.50%
一年内到期的非流动负债	216,651.87	13.65%	77,002.05	5.31%
流动负债合计	693,446.12	43.68%	662,910.52	45.71%
长期借款	236,900.00	14.92%	300,513.80	20.72%
应付债券	448,500.00	28.25%	368,500.00	25.41%
长期应付款	186,434.22	11.74%	117,538.52	8.10%
非流动负债合计	894,125.01	56.32%	787,369.89	54.29%
负债合计	1,587,571.13	100.00%	1,450,280.41	100.00%
其中：有息负债	1,346,898.10	84.84%	1,132,709.62	78.10%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2018 年底，公司长期借款规模为 23.69 亿元，包括抵押借款 16.58 亿元、保证借款 6.15 亿元和质押借款 0.96 亿元；应付债券年末余额 44.85 亿元，详见下表。2018 年，公司长期应付款主要为融资租赁款，年末余额为 18.64 亿元；年末公司其他非流动负债余额 2.16 亿元，为非公开定向融资工具。

表14 截至 2018 年末公司应付债券情况（单位：万元）

项目	发行金额	票面利率	到期日	债券余额
13 苏海发债	100,000.00	5.37%	2023-03-29	60,000.00
15 海州湾 PPN001	108,500.00	7.80%	2020-07-21	108,500.00
16 海州湾 PPN001	120,000.00	5.50%	2021-07-29	120,000.00
海发集团私募债	40,000.00	7.00%	2020-08-29	40,000.00
18 苏海州湾 ZR001	30,000.00	7.20%	2021-01-05	30,000.00
18 苏海发债 01	90,000.00	5.18%	2025-12-13	90,000.00

资料来源：2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2018 年底，公司有息债务规模为 134.69 亿元，同比增长 18.91%，其中，短期有息债务规模为 49.48 亿元，同比增长 34.87%，长期有息债务规模为 85.20 亿元，同比增长 11.26%，有息债务规模的上升使公司面临较大的本息偿付压力。

截至 2018 年底，公司资产负债率为 47.50%，较 2017 年提升 1.94 个百分点；流动比率和速动比率分别为 3.20 和 1.59，但流动资产中应收款项和存货占比较大，应收款项回收时间不确定，存货中土地资产抵押比率较高，变现能力欠佳，流动资产对流动负债的保障能力较弱。2018 年公司 EBITDA 规模为 4.93 亿元，EBITDA 利息保障倍数为 0.68，整体盈利水平对利息支付的保障能力有所提升，但仍然维持在较低水平。

表15 公司近两年偿债能力指标

项目	2018 年	2017 年
流动比率	3.20	3.13
速动比率	1.59	1.48
资产负债率	47.50%	45.56%
EBITDA（万元）	49,262.33	48,656.18
EBITDA 利息保障倍数	0.68	0.65
有息债务/EBITDA	27.34	23.28

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

中国银行股份有限公司连云港分行为本期债券提供流动性支持增强了本期债券的安全性

本期债券采用银行流动性支持方式增信。根据公司与中国银行股份有限公司连云港分行签署的《战略合作协议》，双方约定：本期债券存续期内，当公司对本期债券付息和本金兑付发生流动性不足时，中国银行股份有限公司连云港分行承诺在付息或兑付首日前 30 个工作日给予公司不超过本期债券偿还金额的流动性支持（具体金额依据每一期偿债本息

缺口为准)，该流动性支持仅限于为本期债券偿付本息，以解决公司本期债券本息偿付临时资金流动性不足的问题。该流动性支持贷款仅用于为本期债券偿付本息，以解决公司本期债券本息偿付困难。

七、其他事项分析

（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4月25日），公司本部不存在其他未结清不良类信贷记录，2016年8月21日公司存在一笔欠息记录，欠息金额575,360.00元，于2016年8月22日还清，根据恒丰银行股份有限公司连云港分行提供的说明，此笔欠息系因银行周末系统关闭，未自动扣款形成，此外，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无其他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，公司对外担保金额为16.78亿元，占年末所有者权益的比重为9.56%，被担保方大多为国有企业，但均无反担保措施，存在一定或有负债风险。

表16 截至2018年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	被担保单位性质	担保总额
江苏云港投资发展有限公司	地方国企	75,000.00
江苏新海连发展集团有限公司	地方国企	71,500.00
连云港市连云区连岛企业公司	地方国企	12,000.00
科邦石化（连云港）有限公司	民营企业	2,000.00
连云港连岛海上游艇俱乐部	地方国企	2,000.00
连云港市连云区连岛企业公司	地方国企	2,000.00
连云港连岛海上游艇俱乐部	地方国企	1,000.00
连云港苏马湾旅游开发有限公司	地方国企	900.00
连云港深喜嘉瑞宝投资经营管理有限公司	民营企业	900.00
江苏隆瑞建设工程有限公司	民营企业	500.00
合计		167,800.00

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

八、评级结论

2018年外部环境较好，为公司发展提供了良好基础；公司主营业务收入稳定增长，工

程代建业务和安置房销售业务未来持续性较好；公司获得外部支持力度大；由中国银行股份有限公司连云港分行提供的银行流动性支持增强了本期债券的安全性。

同时中证鹏元也关注到，公司资产主要由存货、应收款项和其他非流动资产中的海域使用权等构成，土地资产抵押比率较高，土地资产与海域使用权变现较为困难，其他应收款大幅增长，占用公司营运资金，公司整体资产流动性偏弱；公司经营活动现金流表现较差，存在一定资金压力；有息债务规模持续增加，偿债压力加大，对外担保金额较大，存在一定或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA+，维持发行主体长期信用等级为AA，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	275,966.86	276,604.28	166,853.40
其他应收款	541,295.48	384,582.46	249,996.12
存货	1,116,415.58	1,094,608.56	1,078,689.25
其他非流动资产	887,279.80	905,764.80	962,510.08
资产总计	3,342,115.67	3,182,995.52	2,838,735.16
短期借款	117,298.00	135,560.00	152,750.00
应付票据	160,900.01	154,353.42	58,001.00
一年内到期的非流动负债	216,651.87	77,002.05	166,748.00
长期借款	236,900.00	300,513.80	108,404.00
应付债券	448,500.00	368,500.00	338,500.00
长期应付款	186,434.22	117,538.52	26,048.30
负债合计	1,587,571.13	1,450,280.41	1,084,552.82
有息债务	1,346,898.10	1,132,709.62	845,314.30
所有者权益	1,754,544.54	1,732,715.11	1,754,182.34
营业收入	88,688.82	80,620.89	73,320.07
营业利润	24,067.47	22,628.55	-934.37
其他收益	28,515.00	23,249.80	-
营业外收入	12.88	99.39	20,295.13
净利润	22,987.46	21,780.13	19,029.02
经营活动产生的现金流量净额	-145,865.36	-126,242.89	-11,542.83
投资活动产生的现金流量净额	-29,910.13	-36,632.81	-39,315.32
筹资活动产生的现金流量净额	178,005.78	96,720.67	145,754.87
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	16.59%	16.20%	14.02%
收现比	0.38	0.21	0.16
产权比率	90.48%	83.70%	61.83%
资产负债率	47.50%	45.56%	38.21%
流动比率	3.20	3.13	2.79
速动比率	1.59	1.48	1.02
EBITDA（万元）	49,262.33	48,656.18	23,231.62
EBITDA 利息保障倍数	0.68	0.65	0.43
有息债务/EBITDA	27.34	23.28	36.39

资料来源：公司 2016 年和 2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 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	EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金
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+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款（融资租赁款）+其他非流动负债

附录三 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。