

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2020】232号

连云港祥云投资有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司“19连祥投债/19祥云债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，同时维持“19连祥投债/19祥云债”信用等级为AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司  
二〇二〇年六月二十二日



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与连云港祥云投资有限公司（以下简称“该公司”）构成委托评级关系外，东方金诚、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，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东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。



东方金诚国际信用评估有限公司  
2020年6月22日

# 连云港祥云投资有限公司主体及 “19 连祥投债/19 祥云债” 2020 年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA-/稳定	2020/6/22	AA-/稳定	齐剑初	庞文静 王傲雪

债项信用			评级模型							
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	1.基础评分模型							
19 连祥投债/19 祥云债	AA+	AA+	一级	二级指标	权重	得分	一级	二级指标	权重	得分
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。			地区综合实力	区域层级	20.00%	11.20	企业经营与财务实力	资产总额	36.00%	14.40
				GDP 总量	32.00%	21.12		净资产总额	36.00%	21.60
				GDP 增速	4.00%	1.60		资产负债率	9.00%	9.00
				人均 GDP	4.00%	2.64		全部债务资本化比率	9.00%	9.00
				一般公共预算收入	32.00%	21.12		补助收入/利润总额	5.00%	3.00
				一般公共预算收入增速	4.00%	1.60		(实收资本+资本公积)/资产总额	5.00%	3.00
				上级补助收入	4.00%	2.64				

连云港祥云投资有限公司是由江苏灌云经济开发区管理委员会于 2007 年 6 月出资组建的有限责任公司。跟踪期内，公司继续负责江苏灌云经济开发区内基础设施建设及土地开发整理等业务。截至 2019 年末，公司注册资本和实收资本均为人民币 8.00 亿元，江苏灌云经济开发区管理委员会持股比例为 99.48%，为公司实际控制人。

2.二维矩阵映射										3.评级调整因素		
维度		地区综合实力									基础模型参考等级	AA
		1 档	2 档	3 档	4 档	5 档	6 档	7 档	8 档	9 档		
企业经营与财务实力	1 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA-	评级调整因素	-1
	2 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	AA	AA-	AA-		
	3 档	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA-	AA-		
	4 档	AAA	AA+	AA+	AA+	AA	AA	AA-	AA-	A+		
	5 档	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+		
	6 档	AA+	AA	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+		
	7 档	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+		
	8 档	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+		
	9 档	AA-	AA-	AA-	A+	A+	A+	A+	A+	A+		
基础模型参考等级										AA		
注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。												

## 评级观点

东方金诚认为，跟踪期内，公司业务仍具有较强的区域专营性，继续得到实际控制人及相关各方的有力支持，重庆进出口担保对本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有很强的增信作用。同时，东方金诚也关注到，公司资产流动性仍较差且面临一定的短期偿债压力，公司现金流状况不佳，对民营企业的担保面临一定代偿风险。综合分析，东方金诚维持公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定；维持“19 连祥投债/19 祥云债”的信用等级为 AA+。

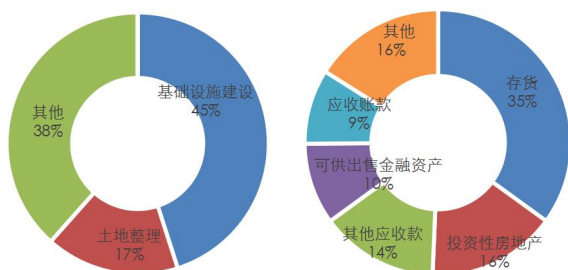
## 同业对比

项目	连云港祥云投资有限公司	桃源县经济开发区开发投资有限公司	安徽当涂经济开发区建设投资有限公司	盘锦市双台子区经济开发投资有限公司
地区	灌云县	桃源县	当涂县	双台子区
GDP (亿元)	359.0	407.5	385.8	158.5
GDP 增速 (%)	6.4	9.7	8.2	7.3
人均 GDP (元)	-	-	80625	-
一般公共预算收入 (亿元)	22.59	13.83	32.10	6.90
一般公共预算支出 (亿元)	62.75	72.09	48.00	10.70
资产总额 (亿元)	60.31	171.13	48.28	155.61
所有者权益	36.15	91.25	29.41	74.15
营业收入 (亿元)	5.55	11.77	7.49	12.16
利润总额	1.07	1.93	0.84	1.46
资产负债率 (%)	40.06	46.68	60.92	52.35
全部债务资本化比率 (%)	34.60	-	-	-

注：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AA- 的同行业企业，表中数据年份均为 2019 年。  
数据来源：东方金诚整理

## 主要指标及依据

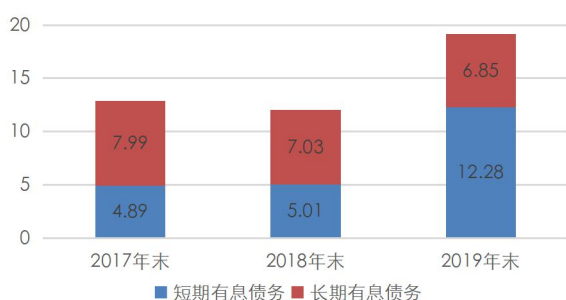
### 2019年公司营业收入构成 2019年末公司资产构成



### 公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2017年	2018年	2019年
资产规模	44.11	44.55	60.31
所有者权益	26.99	27.87	36.15
营业收入	7.05	5.06	5.55
利润总额	1.44	0.99	1.07
全部债务	12.89	12.04	19.13
资产负债率	38.81	37.44	40.06
全部债务资本化比率	32.32	30.16	34.60

### 2017年~2019年末公司全部债务 (单位: 亿元)



### 经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2017年	2018年	2019年
地区	连云港市灌云县		
GDP 总量	366.4	375.0	359.0
GDP 增速	7.3	4.0	6.4
人均 GDP (元)	45405	46347	-
一般公共预算收入	20.57	22.33	22.59
一般公共预算收入增速	-	8.56	1.17
上级补助收入	35.64	37.18	39.14

## 优势

- 跟踪期内,公司继续从事江苏灌云经济开发区范围内基础设施建设和土地开发整理等业务,业务具有较强的区域专营性;
- 公司在资产划拨和财政补贴方面继续得到实际控制人及相关各方的有力支持;
- 重庆进出口融资担保有限公司对本期债券按期偿还本息提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保,仍具有很强的增信作用。

## 关注

- 公司资产中变现能力较弱的存货和其他应收款占比较大,资产流动性较差;
- 公司负债规模和全部债务规模大幅增长,面临一定的短期偿债压力;
- 经营及投资活动所需现金需依靠筹资活动现金流补充;
- 公司担保比率较高,对民营企业的担保面临一定的代偿风险。

## 评级展望

预计连云港市及灌云县经济将保持增长,公司的基础设施建设业务区域专营性较强,得到股东及相关各方的持续支持,评级展望为稳定。

## 评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》

## 历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA-/稳定	AA+ (19 连祥投债/19 祥云债)	2019/6/24	齐剑初 董攀伟	《城市基础设施建设企业信用评级方法 (2015 年)》	<a href="#">阅读原文</a>
AA-/稳定	AA+ (19 连祥投债/19 祥云债)	2018/6/25	高路 齐剑初 赵迪	《城市基础设施建设企业信用评级方法 (2015 年)》	<a href="#">阅读原文</a>

## 本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额（亿元）	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
19 连祥投债/19 祥云债	2019/6/24	4.50	2019/3/4~2026/3/4	连带责任保证	重庆进出口融资担保有限公司/AA+/稳定

## 跟踪评级说明

根据相关监管要求及 2019 年连云港祥云投资有限公司公司债券（以下简称“本期债券”或“19 连祥投债/19 祥云债”）的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）基于连云港祥云投资有限公司（以下简称“祥云投资”或“公司”）提供的相关经营、财务数据及公开资料，进行了本次定期跟踪评级。

## 主体概况

公司是由江苏灌云经济开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）于 2007 年 6 月出资组建的有限责任公司。截至 2019 年末，公司注册资本和实收资本仍均为人民币 8.00 亿元，其中经开区管委会持股比例为 99.48%，连云港顺腾农业发展有限公司（以下简称“顺腾农业”）持股比例为 0.52%，公司控股股东和实际控制人仍为经开区管委会，较 2018 年末无变化。

跟踪期内，公司是江苏灌云经济开发区（以下简称“灌云经开区”）内重要的基础设施建设主体，继续从事灌云经开区内的基础设施建设及土地开发整理等业务。

截至 2019 年末，公司纳入合并范围的子公司共有 1 家，为灌云县清源水务有限公司。2019 年 1 月，公司以 200 万元将连云港祥云人力资源有限公司股权转让给连云港中赛贸易有限公司，导致公司合并范围子公司减少 1 家。

## 债券本息兑付及募集资金使用情况

公司公开发行的“19 连祥投债/19 祥云债”为 4.5 亿元 7 年期付息式固定利率公司债券。该债券起息日为 2019 年 3 月 4 日，还本付息方式为每年付息一次。该债券存续期第 3 至第 7 年末分别按照债券发行总额 20%的比例偿还该债券本金。

重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“重庆进出口担保”）对本期债券按期偿还本息提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

截至本报告出具日，“19 连祥投债/19 祥云债”到期利息均已按期支付，尚未到偿还本金日。截至 2019 年末，“19 连祥投债/19 祥云债”募集资金使用情况详见下表。

图表 1 截至 2019 年末“19 连祥投债/19 祥云债”募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	募集资金已使用金额
灌云县中小企业园标准化厂房四期项目	27000.00	27000.00
补充营运资金	18000.00	18000.00
合计	45000.00	45000.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理



## 宏观经济和政策环境

### 一季度 GDP 同比首次出现负增长，海外疫情蔓延会制约二季度经济反弹

一季度必要的疫情防控措施对消费、投资及对外贸易活动造成严重冲击。3月以来国内疫情进入稳定控制阶段，复工复产加速，但在海外疫情急剧升温、国际金融市场剧烈动荡背景下，国内经济回升势头受到较大影响，一季度 GDP 同比出现有历史记录以来的首次负增长，降至-6.8%。二季度国内消费回补、投资加速态势会进一步明显，但欧美疫情仍处高发期，5月之后我国出口会出现更大幅度下滑，我们估计当季 GDP 同比增速仅将回升至3.0%左右。若全球疫情在上半年晚些时候得到基本控制，下半年国内宏观经济有望出现接近两位数的反弹，全年 GDP 增速将在3.5%左右。

### 财政政策担纲、宽信用发力，一揽子宏观政策力度明显加大

为应对疫情冲击，5月两会推出一揽子宏观政策，主要包括上调财政赤字率目标、扩大新增地方政府专项债规模及发行特别国债，以及继续实施降息降准和再贷款等，合计财政支持力度达到名义 GDP 的8.6%，已接近2008~2009年全球金融危机时期水平。下一步大幅减税降费、扩大基建支出、大规模发放招工及稳岗补贴，以及适度放松汽车及商品房限购等措施有望陆续落地。未来货币政策实施力度也会加大，降息降准将持续推进，M2和社融增速将显著高于上年水平（分别为8.7%和10.7%），我们估计年末两项指标有可能分别达到14.0%和15.0%左右。同时，在“房住不炒”原则下，央行将继续坚守不搞大水漫灌底线。

## 行业及区域环境

### 行业分析

#### 在“稳增长、防风险”主基调下，城投行业政策及再融资环境仍将保持相对宽松

2020年，在稳增长刚性显著增强背景下，宏观政策逆周期调节力度会明显加大，货币政策边际宽松方向不变，财政政策重点向提振基建投资方向倾斜。预计在“稳增长、防风险”主基调下，城投行业政策及再融资环境仍将保持相对宽松。

近年来，城投公司有息债务增速放缓，但规模仍然较大，且部分地区再融资环境有所恶化，预计2020年非标违约仍然频发，私募及公募债偶发违约的可能性继续增大，城投“信仰”迎来更大挑战。

#### 城投公司的业务转型不断推进，市场化程度持续提高

2020年，对地方政府隐性债务的监管将继续保持高压态势，通过地方债扩容带动地方政府融资“由暗转明”，将是控制债务增量的主要方式；而在化解存量债务方面，预计城投公司将在“以时间换空间”、平滑债务周期基础上，继续探索化债新模式。

在执行国家法律及符合政策需要的同时，城投公司还存在委托代建种类单一、公益性项目多、应收款项规模大、资产流动性弱等诸多问题，自身现状已不满足发展需要，预计2020年业

务转型的必要性将继续上升。城投公司将继续加快业务转型速度，经营性资产和收入随之不断增加，城投公司逐步由地方政府投融资平台转型为市场化的城市综合运营商或其他国有投资开发主体。

## 地区经济

### 连云港市

#### 2019年，连云港地区经济保持增长，增速有所提高，经济实力依然很强

2019年，连云港地区生产总值继续保持增长，增速较2018年有所提高，经济实力仍很强。从产业结构来看，二产、三产仍是连云港地区经济增长的主要动力。

图表2 2017年~2019年连云港市主要经济指标及对比情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	2640.3	7.4	2771.7	4.7	3139.3	6.0
人均地区生产总值（元）	58577	6.8	61332	4.5	69523	6.0
规模以上工业增加值	1350.4	8.4	-	-6.7	755.9	9.5
全社会固定资产投资	2603.6	9.2	1859.3	6.7	1986.4	6.8
社会消费品零售总额	1038.3	11.3	1121.3	8.3	1179.6	5.2
进出口总额	82.1	16.6	95.5	16.2	93.2	-2.4
港口货物吞吐量（亿吨）	2.3	3.2	2.4	3.2	2.4	3.7
三次产业结构	11.9: 44.7: 43.4		11.7: 43.6: 44.7		11.6: 43.4: 45.0	

数据来源：公开资料，东方金诚整理

2019年，连云港市主导产业恢复较快增长，战略性新兴产业向中高端发展，小微企业增长迅速。同期，连云港新增规上企业420家，六大主导行业完成产值2028.31亿元，同比增长9.7%，其中，规模以上工业战略性新兴产业产值增长9.3%，战略性新兴产业占全部规上工业产值比重为37.6%，恒瑞医药、豪森药业、正大天晴和康缘药业等四大药企跻身中国医药创新力前五强，太平洋石英高纯石英砂产能进入全球前3强，中复神鹰T1000超高强度碳纤维初步具备量产条件。同期，连云港市小微企业新发展79517户，新增资金总额466.1亿元，新增从业人员131209人。同期，2019年，连云港港口吞吐量保持增长。

2020年1~4月，连云港市规模以上工业累计完成增加值235.51亿元，同比增长0.1%，增速高于江苏省平均水平3.2个百分点，增速位次列江苏省第四位。

### 灌云县

#### 2019年，灌云县第二产业发展良好，地区经济实力依然较强

2019年，灌云县地区经济保持较快发展，地区经济实力依然较强。

灌云县第二产业发展良好。2019年，灌云县实现工业应税销售收入147.7亿元，同比增长30.3%；新能源、装备制造、健康食品行业应税销售收入分别增长103.5%、23.9%、8.7%，其中，紫燕食品全年应税销售收入突破20亿元。全县新增规模以上工业企业10家；新开工过5000



万元项目 49 个，新竣工过亿元项目 15 个，华能智慧能源产业园、振江轨道交通等项目继续推进，临海新材料、利民造纸、新立成毛绒等项目竣工投产。

图表 3 2017 年~2019 年灌云县主要经济指标及对比情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	366.4	7.3	375.0	4.0	359.0	6.4
人均地区生产总值（元）	45405	-	46347	-	-	-
工业增加值	124.5	8.7	119.5	-2.8	-	-
固定资产投资	339.6	24.8	210.1	20.1	236.0	12.4
社会消费品零售总额	133.1	11.4	143.5	8.1	150.8	5.1
进出口总额（亿美元）	2.1	-12.0	2.0	-0.9	-	-
三次产业结构	18.0: 44.3: 37.7		18.4: 42.4: 39.1			

数据来源：公开资料，东方金诚整理

第三产业方面，灌云县 2019 年实现服务业增加值 156.6 亿元，同比增长 6.4%。2019 年末金融机构存、贷款余额分别为 335.3 亿元和 270.9 亿元，同比分别增长 4.8%和 11.0%。

## 财政状况

### 连云港市

#### 2019 年，连云港市一般公共预算收支规模较大且保持增长，财政实力仍很强

2019 年，连云港市一般公共预算收入 242.4 亿元，同比增长 3.5%；政府性基金收入 192.7 亿元，同比增长 33.3%，政府性基金收入易受土地出让计划和房地产市场波动影响，未来存在一定的不确定性。

2019 年，连云港市一般公共预算支出 465.7 亿元，同比增长 11.0%。同期，连云港市政府性基金支出 229.1 亿元，同比增长 15.1%。

2019 年末，连云港市地方政府债务中一般债务余额为 210.4 亿元，专项债务余额为 320.3 亿元。

### 灌云县

#### 2019 年，灌云县一般公共预算收入保持增长，财政实力仍较强

2019 年，灌云县一般公共预算收入继续保持增长。同期，灌云县税收收入同比增长 1.97%。2019 年，灌云县政府性基金收入有所下降，此项收入受房地产政策及土地出让情况影响较大，未来仍存在一定不确定性。

2019 年，灌云县一般公共预算支出同比增长 10.93%，刚性支出同比增长 13.31%，政府性基金支出同比增长 4.55%。2019 年，灌云县财政自给率为 35.99%，较 2018 年下降 3.47 个百分点。

截至 2019 年末，灌云县地方政府债务余额为 54.22 亿元。

图表4 2017年~2019年灌云县财政收入、支出情况（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年
一般公共预算收入	20.57	22.33	22.59
其中：税收收入	14.31	16.42	16.75
非税收入	6.25	5.90	5.84
政府性基金收入	32.60	36.84	28.57
上级补助收入	35.64	37.18	39.14
<b>财政收入</b>	<b>88.81</b>	<b>96.34</b>	<b>90.30</b>
一般公共预算支出	54.85	56.57	62.75
其中：刚性支出	27.32	31.25	32.68
政府性基金支出	35.52	44.34	52.31
上解上级支出	6.22	6.72	7.00
<b>财政支出</b>	<b>96.58</b>	<b>107.63</b>	<b>122.07</b>

资料来源：公开资料，东方金诚整理

## 业务运营

### 经营概况

2019年，公司营业收入有所增长，仍主要来源于基础设施建设业务

2019年，公司营业收入有所增长，仍主要来源于基础设施建设业务。同期，公司其他业务收入仍主要来自厂房租金、税费等，大幅增加系公司出售房产所致。同期，公司毛利率有所下降，公司其他业务中出售的房产未实现毛利润。

图表5 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

类别	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>营业收入合计</b>	<b>7.05</b>	<b>100.00</b>	<b>5.06</b>	<b>100.00</b>	<b>5.55</b>	<b>100.00</b>
基础设施建设	5.61	79.56	3.66	72.45	2.50	45.06
土地整理	1.31	18.64	0.92	18.15	0.91	16.49
其他	0.13	1.79	0.48	9.40	2.13	38.45
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
	合计					
<b>合计</b>	<b>1.15</b>	<b>16.25</b>	<b>1.04</b>	<b>20.65</b>	<b>0.75</b>	<b>13.45</b>
基础设施建设	0.94	16.67	0.61	16.67	0.35	14.17
土地整理	0.12	9.09	0.08	9.09	0.08	8.85
其他	0.09	72.31	0.35	73.61	0.31	14.59

数据来源：公司审计报告，东方金诚整理

### 基础设施建设

跟踪期内，公司继续从事灌云经开区内的基础设施建设，业务仍具有较强的区域专营性

受经开区管委会委托，公司继续从事灌云经开区道路、水务管网、绿化等基础设施建设，业务仍具有较强的区域专营性。跟踪期内，公司基础设施建设业务模式未发生变化，仍为项目建成后委托方按项目审定成本加成一定代建管理费与公司结算。

截至 2019 年末，公司开发成本合计 11.28 亿元，工程施工 4.66 亿元，公司未提供计划总投资和累计完成投资情况。根据公司 2019 年度审计报告，部分项目计划总投资及累计完成投资情况详见图表 6。

图表 6 截至 2019 年末公司部分在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计已完成投资	尚需投资
幸福大道改造南延工程	4.22	1.22	3.00
江苏灌云经济开发区产业大道（浙江路）改造工程	1.60	0.55	1.05
江苏灌云经济开发区实验学校项目	0.98	0.22	0.76
合计	6.80	1.99	4.81

资料来源：审计报告，东方金诚整理

## 土地整理

2019 年，公司土地整理收入略有下降，在开发土地规模较小且本项收入易受灌云经开区规划调整和房地产市场波动等因素影响，仍存在一定的不确定性

跟踪期内，公司受经开区管委会委托，继续对搬迁企业腾出的土地进行开发整理，该业务模式未发生变化，仍为待整理完成的土地出让后，出让收入补偿公司土地购买及整理成本，净收益部分由公司与经开区管委会按各 50% 的比例分成。2019 年，公司土地整理收入略有下降。

截至 2019 年末，公司存货科目中待开发土地合计 0.57 亿元，规模较小，公司未来土地开发整理收入的实现仍具有一定的不确定性。

## 外部支持

跟踪期内，公司作为灌云经开区内重要的基础设施建设主体，继续在资产划拨和财政补贴方面得到实际控制人及相关各方的有力支持

除公司外，灌云县另有城投类国有企业 2 家，分别为江苏筑富实业投资有限公司和连云港恒驰实业有限公司。其中，江苏筑富实业投资有限公司作为灌云县最大的国有平台，承担着灌云县基础设施建设、农村土地整理、水利基础设施建设等重要职能；连云港恒驰实业有限公司作为灌云县基础设施建设平台公司，主要承担灌云县保障性住房建设等业务。跟踪期内，公司作为灌云经开区内重要的基础设施建设主体，继续在资产划拨和财政补贴方面得到实际控制人及相关各方的大力支持。

资产划拨方面，2019 年，公司获得灌云经开区管委会划拨的货币资金合计 2.82 亿元；获得灌云经开区管委会划拨的入账价值 3.49 亿元房产。

财政补贴方面，2019 年，公司获得财政补贴 0.81 亿元。

考虑到公司将继续在灌云经开区基础设施建设和土地开发整理领域中发挥重要作用，预计公司将继续得到实际控制人及相关各方的有力支持。

## 企业管理

### 产权结构

截至 2019 年末，公司注册资本和实收资本均为 8.00 亿元人民币；经开区管委会持股比例 99.48%，顺腾农业持股比例为 0.52%；公司实际控制人仍为经开区管委会。

跟踪期内，公司治理结构和组织架构均未发生重大变化。

## 财务分析

### 财务质量

公司提供了 2019 年合并财务报表。中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019 年合并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。跟踪期内，公司审计机构由亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）更换为中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）。

截至 2019 年末，公司合并范围子公司为 1 家，较 2018 年末减少 1 家。

### 资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，仍以流动资产为主，资产中变现能力较弱的存货和其他应收款占比较大，资产流动性仍较差

2019 年末，公司资产总额有所增长，其中流动资产占资产总额的比例为 71.8%，仍是公司资产主要组成部分。

图表 7 2017 年~2019 年末公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
资产总额	44.11	44.55	60.31
流动资产	35.94	36.12	43.31
其中：货币资金	1.92	2.34	4.37
其他应收款	6.25	9.44	8.63
存货	21.66	18.92	21.11
非流动资产	8.17	8.43	17.00
其中：投资性房地产	4.36	4.40	9.45

资料来源：审计报告，东方金诚整理

公司流动资产仍主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

公司存货仍主要由基础设施建设成本和土地开发整理投资构成，变现能力较弱。2019 年末，公司存货增长系公司项目建设所致。公司其他应收款仍主要为应收政府部门和其他单位的往来款。2019 年末，公司其他应收款 8.63 亿元，同比增长 50.94%；公司其他应收款前五名对象分别为连云港灌祥水电安装有限公司、灌云中祥建筑工程有限公司、连云港中赛贸易有限公司、灌云建云建筑工程有限公司和灌云县云海高新技术创业园有限公司，合计应收款项为 5.85 亿元，占总额的 66.95%，集中度较高。

公司非流动资产规模较小，仍以投资性房地产为主。2019 年末，公司投资性房地产增长，

系公司收到灌云经开区管委会无偿划拨的房产所致。

2019年末，公司受限资产账面价值11.11亿元，占公司资产总额的比重为18.4%，其中包括货币资金3.81亿元、存货0.16亿元、投资性房地产5.88亿元和固定资产1.27亿元。

### 资本结构

跟踪期内，受股东及相关方划拨资产影响，公司所有者权益规模持续增长

2019年末，受股东及相关方划拨货币及房产等资产影响，公司资本公积有所提高；未分配利润有所增长。受上述因素影响，同期末，公司所有者权益持续增长。

图表8 2017年~2019年末公司所有者权益情况（单位：亿元）

项目	2017年末	2018年末	2019年末
实收资本	8.00	8.00	8.00
资本公积	15.63	15.63	21.94
未分配利润	3.02	3.81	4.70
<b>所有者权益合计</b>	<b>26.99</b>	<b>27.87</b>	<b>36.15</b>

资料来源：审计报告，东方金诚整理

跟踪期内，公司负债规模和全部债务规模大幅增长，面临一定的短期偿债压力

2019年末，公司负债规模同比增长44.8%，其中，流动负债同比增长76.7%，占当期公司负债总额的69.6%，仍为公司负债的主要组成部分。

图表9 2017年~2019年末公司负债及有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2017年末	2018年末	2019年末
<b>流动负债</b>	<b>9.00</b>	<b>9.52</b>	<b>16.81</b>
其中：短期借款	1.65	0.79	2.43
应付票据	2.33	2.70	3.99
其他应付款	3.17	3.53	3.54
一年内到期的非流动负债	0.91	1.52	4.52
其他流动负债	-	-	1.28
<b>非流动负债</b>	<b>8.12</b>	<b>7.17</b>	<b>7.34</b>
其中：长期借款	3.60	2.97	1.86
应付债券	3.00	3.00	4.50
长期应付款	1.40	1.06	0.49
<b>负债总额</b>	<b>17.12</b>	<b>16.68</b>	<b>24.16</b>
全部债务	12.89	12.04	19.13
其中：短期有息债务	4.89	5.01	12.28
<b>全部债务资本化比率</b>	<b>32.32</b>	<b>30.16</b>	<b>34.60</b>
<b>资产负债率</b>	<b>38.81</b>	<b>37.44</b>	<b>40.06</b>

资料来源：审计报告，东方金诚整理

公司流动负债包括短期借款、应付票据、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债等。2019年末，一年内到期的非流动负债增长，系公司3.00亿元“17祥云债”列入本科目所致。公司已于2020年5月兑付“17祥云债”全部本息。同期末，其他流动负债为公司



发行的定融计划；公司其他应付款前五名分别为江苏筑富实业投资有限公司、连云港恒驰实业有限公司、江苏中容投资有限公司、浙江江河建设有限公司和连云港瑞普森照明科技有限公司，公司应付上述单位合计 2.99 亿元，占当期公司其他应付款的 91.24%。

跟踪期内，公司非流动负债小幅增长，仍以长期借款、应付债券和长期应付款为主。其中，应付债券为“19 连祥投债/19 祥云债”。公司长期应付款仍为融资租赁借款。

2019 年末，公司全部债务规模大幅提高，其中短期有息债务同比增长 145.08%，面临一定的短期偿债压力。

#### 跟踪期内，公司担保比率较高，对民营企业的担保面临一定的代偿风险

或有负债方面，截至 2019 年末，公司对外担保金额 13.07 亿元，担保比率 36.15%。公司担保对象主要为灌云经开区国有单位和民营企业，其中对民营企业提供的担保金额合计 4950 万元。公司担保比率较高，对民营企业的担保面临一定的代偿风险。

图表 10 2019 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保金额	单位性质
灌云畅茂农业开发有限公司	1000.00	全资国有
灌云建云建筑工程有限公司	2000.00	全资国有
灌云县三星食品有限公司	2000.00	民营
灌云县云海高新技术创业园有限公司	3900.00	全资国有
灌云中祥建筑工程有限公司	4000.00	全资国有
江苏科伦多食品配料有限公司	950.00	民营
连云港超迈实业有限公司	2000.00	全资国有
连云港灌祥水电安装有限公司	9000.00	全资国有
连云港金江机械制造有限公司	1000.00	全资国有
连云港镭平服装有限公司	1000.00	民营
连云港耀科铝业有限公司	1000.00	民营
连云港云飞建设工程有限公司	91849.60	全资国有
连云港壮志实业有限公司	11000.00	全资国有
合计	130699.60	-

数据来源：审计报告，东方金诚整理

#### 盈利能力

##### 跟踪期内，公司营业收入小幅增长但营业利润率有所下降，盈利能力仍较弱

跟踪期内，公司营业收入小幅上涨但营业利润率小幅下降，财政补贴占利润总额的比例为 75.76%；同期，公司总资产收益率和净资产收益率仍处于较低水平，盈利能力仍较弱。

图表 11 2017 年~2019 年公司盈利情况 (单位: 亿元、%)

科目	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	7.05	5.06	5.55
营业利润率	14.76	14.40	11.00
利润总额	1.44	0.99	1.07
其中: 财政补贴	0.70	0.58	0.81
净利润	1.17	0.88	1.01
总资本收益率	3.61	2.94	3.27
净资产收益率	4.34	3.15	2.79

数据来源: 审计报告, 东方金诚整理

## 现金流

跟踪期内, 公司经营性现金流转为净流出, 经营及投资活动所需现金需依靠筹资活动现金流补充

2019 年, 随着项目建设支出加大, 公司经营活动现金流入转为净流出。同期, 公司对外股权投资增加, 导致投资性现金净流出规模大幅提高, 公司经营及投资活动所需现金需依靠筹资活动现金流补充。

图表 12 2017 年~2019 年公司现金流情况 (单位: 亿元)

科目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入	25.98	13.61	15.75
现金收入比 (%)	70.2	115.2	91.7
经营活动现金流出	31.72	10.88	17.74
<b>经营性净现金流</b>	<b>-5.74</b>	<b>2.73</b>	<b>-1.98</b>
投资活动现金流入	-	-	0.02
投资活动现金流出	0.47	0.28	5.33
<b>投资性净现金流</b>	<b>-0.47</b>	<b>-0.28</b>	<b>-5.31</b>
筹资活动现金流入	13.24	4.67	11.90
筹资活动现金流出	7.30	7.08	4.67
<b>筹资性净现金流</b>	<b>5.94</b>	<b>-2.41</b>	<b>7.23</b>

数据来源: 审计报告, 东方金诚整理

## 偿债能力

公司作为灌云县重要的基础设施建设主体, 业务具有较强的区域专营性, 得到了实际控制人及相关各方提供的有力支持, 公司综合偿债能力仍然较强

跟踪期内, 公司流动比率、速动比率均有所下降, 现金比率仍维持较低水平, 公司资产中流动性较差的存货和其他应收款占比仍较高, 流动资产对流动负债的保障能力一般。从长期偿债能力来看, 公司长期债务率有所下降, EBITDA 对全部债务的覆盖程度有所提高, 但仍处于较低水平。

图表 13 公司偿债能力主要指标（单位：%）

项目	2017 年（末）	2018 年（末）	2019 年（末）
流动比率	399.48	379.66	257.60
速动比率	158.75	180.79	132.08
现金比率	21.30	24.62	25.97
经营现金流动负债比	-63.83	28.68	-11.80
长期债务资本化比率	22.85	20.13	15.92
EBITDA 利息倍数（倍）	2.50	1.60	1.85
全部债务/EBITDA（倍）	7.23	8.91	10.03

资料来源：审计报告，东方金诚整理

考虑到公司作为灌云经开区内重要的基础设施建设主体，业务具有较强的区域专营性，得到了实际控制人及相关各方提供的有力支持，公司综合偿债能力仍然较强。

## 同业对比

同业对比选取了信用债市场上存续主体信用级别为 AA- 的区县级城市开发建设主体，对 2019 年度地区经济财政主要指标以及企业财务数据进行对比。与行业对比组企业相比，公司所在地区的资产负债率水平最低，经济财政总量、资产规模、所有者权益和净利润等排名中等，营业收入排名最低。

图表 14 同业对比情况（单位：亿元、%）

指 标	祥云投资	桃源县经济开发区 开发投资有限公司	安徽当涂经济开发区建 设投资有限责任公司	盘锦市双台子区经济 开发投资有限公司
地区	灌云县	桃源县	当涂县	双台子区
GDP	359.0	407.5	385.8	158.5
GDP 增速	6.4	9.7	8.2	7.3
人均 GDP（元）	-	-	80625	-
一般公共预算收入	22.59	13.83	32.10	6.90
一般公共预算支出	62.75	72.09	48.00	10.70
资产总额	60.31	171.13	48.28	155.61
所有者权益	36.15	91.25	29.41	74.15
营业收入	5.55	11.77	7.49	12.16
利润总额	1.07	1.93	0.84	1.46
资产负债率	40.06	46.68	60.92	52.35
全部债务资本化比率	34.60	-	-	-

注：对比组选取了信用债市场上存续主体信用级别为 AA- 的同行业企业，表中数据年份均为 2019 年。

数据来源：公司审计报告、Wind 资讯、统计公报等公开资料，东方金诚整理

## 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版），截至 2020 年 5 月 13 日，公司本部已结清贷款中有 4 笔关注类贷款，未结清贷款信息中无不良及关注类贷款记录。截至本报告出具日，公司发行的“17 祥云债”已按期偿付全部本金及利息；“19 连祥投债/19 祥云债”尚未到本金兑付日，已到期利息均按期支付。

## 抗风险能力

基于对连云港市及灌云县地区经济财政实力、股东及相关各方对公司各项支持以及公司业务区域专营地位、自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力较强。

## 增信措施

**重庆进出口担保综合财务实力很强，为本期债券的到期兑付提供的全额不可撤销的连带责任保证担保仍具有很强的增信作用**

重庆进出口担保成立于2009年1月15日，是由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“渝富集团”）和中国进出口银行（以下简称“进出口银行”）按6:4比例出资设立的国有担保公司，初始注册资本10亿元。经2010年8月股东同比例增资以及2014年以来四次未分配利润转增股本后，截至2019年末，公司实收资本增加至30亿元。

重庆进出口担保以经营各类融资性担保业务为主业，兼营诉讼保全担保、履约担保等非融资性担保业务，并以自有资金在监管许可范围内进行投资。担保业务方面，公司在重点开展债券担保业务的基础上，成立金融科技部，专职拓展基于互联网技术的融资担保业务。2019年以来，公司推出“司机贷”、“企业白条”等线上普惠产品，为小微企业提供绿色、高效、便捷的金融服务。截至2019年末，公司为小微及农户提供担保的担保余额为0.84亿元。小贷业务方面，公司创新“3+N”产融小贷模式，通过和参股公司信和小贷合作，低成本、低风险地服务于产业链上的中小企业，以支持中小微企业融资。投资业务方面，公司设立投资业务部，负责公司资金运用、投保联动等工作的开展。同时，公司依托全资子公司信惠投资，发展股权投资业务。截至2019年末，信惠投资总资产规模为1.22亿元，其中投资资产规模为1.01亿元。

东方金诚认为，重庆市经济实力很强，政府对担保行业发展支持力度大，为重庆进出口担保业务开展营造了良好的外部环境；公司两大股东为重庆渝富控股集团有限公司和中国进出口银行，股东背景较好，为业务发展提供一定支持；受益于投资结构调整，公司货币资金等高流动资产大幅增长，流动性充足；随着担保赔偿准备金计提比例的调升，公司准备金计提较为充足，风险抵补能力较强。

同时，东方金诚关注到，重庆进出口担保融资担保业务客户以中西部地区城投企业为主，大额担保项目占比较高；随着民营制造业经营风险的上升和债券担保项目解保金额的减少，重庆进出口担保当期代偿率或将反弹；重庆进出口担保融资性担保放大倍数处于高位，对其未来业务开展形成一定的制约。

综合分析，东方金诚评定重庆进出口担保的主体信用等级为AA+，评级展望为稳定。重庆进出口担保为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保具有很强的增信作用。

## 结论

东方金诚认为，跟踪期内，公司继续从事灌云经开区内基础设施建设和土地开发整理等业务，业务具有较强的区域专营性；公司在资产划拨和财政补贴方面继续得到实际控制人及相关各方的有力支持；重庆进出口担保对本期债券按期偿还本息提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，仍具有很强的增信作用。

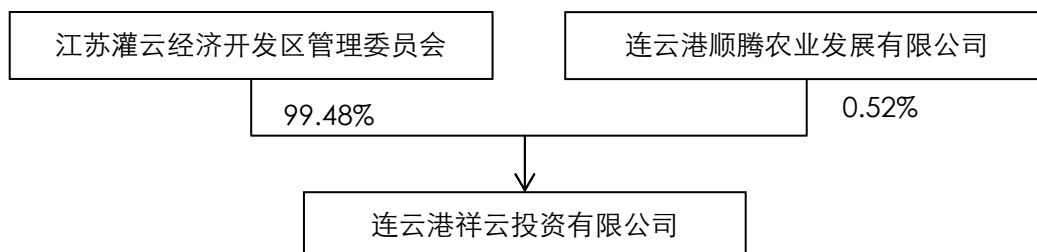
同时，东方金诚也关注到，公司资产中变现能力较弱的存货和其他应收款占比较大，资产流动性较差；公司负债规模和全部债务规模大幅增长，面临一定的短期偿债压力；经营及投资活动所需现金需依靠筹资活动现金流补充；公司担保比率较高，对民营企业的担保面临一定的代偿风险。

综合分析，东方金诚维持公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定；维持“19 连祥投债/19 祥云债”的信用等级为 AA+。

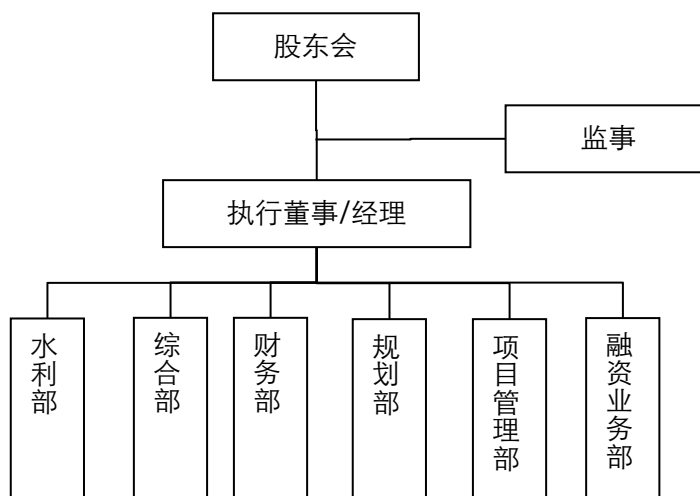


附件一：截至 2019 年末公司股权结构和组织架构图

股权结构图



组织架构图



## 附件二：公司主要财务数据及指标

项目名称	2017 年	2018 年	2019 年
<b>主要财务数据（单位：亿元）</b>			
资产总额	44.11	44.55	60.31
其中：存货	21.66	18.92	21.11
投资性房地产	4.36	4.40	9.45
其他应收款	6.25	9.44	8.63
应收账款	5.38	4.91	5.48
负债总额	17.12	16.68	24.16
其中：其他应付款	72.20	139.14	148.36
一年内到期的非流动负债	0.91	1.52	4.52
应付债券	3.00	3.00	4.50
应付票据	2.33	2.70	3.99
其他应付款	3.17	3.53	3.54
短期借款	1.65	0.79	2.43
全部债务	12.89	12.04	19.13
其中：短期有息债务	4.89	5.01	12.28
所有者权益	26.99	27.87	36.15
营业收入	7.05	5.06	5.55
利润总额	1.44	0.99	1.07
经营活动产生的现金流量净额	-5.74	2.73	-1.98
投资活动产生的现金流量净额	-0.47	-0.28	-5.31
筹资活动产生的现金流量净额	5.94	-2.41	7.23
<b>主要财务指标</b>			
营业利润率（%）	14.76	14.40	11.00
总资本收益率（%）	3.61	2.94	3.27
净资产收益率（%）	4.34	3.15	2.79
现金收入比（%）	70.19	115.23	91.71
资产负债率（%）	38.81	37.44	40.06
长期债务资本化比率（%）	22.85	20.13	15.92
全部债务资本化比率（%）	32.32	30.16	34.60
流动比率（%）	399.48	379.66	257.60
速动比率（%）	158.75	180.79	132.08
现金比率（%）	21.30	24.62	25.97
经营现金流动负债比（%）	-63.83	28.68	-11.80
EBITDA 利息倍数（倍）	2.50	1.60	1.85
全部债务/EBITDA（倍）	7.23	8.91	10.03

### 附件三：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金收入比 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金比率 (%)	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
经营现金流动负债比 (%)	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销  
 长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务  
 短期有息债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务  
 全部债务=长期有息债务+短期有息债务  
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

#### 附件四：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	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，有较高违约风险
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 级和 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。

## 跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“2019年连云港祥云投资有限公司公司债券”的存续期内密切关注连云港祥云投资有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动。

跟踪评级期间，东方金诚将向连云港祥云投资有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，连云港祥云投资有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如连云港祥云投资有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将根据监管要求披露和向相关部门报送。



东方金诚国际信用评估有限公司  
2020年6月22日



## 权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。