

2013 年江苏海州湾发展集团有限公司
公司债券 2020 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。



报告编号：

中鹏信评【2020】跟踪第
【397】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：4.5 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：
秦风明 张旻燏

电话：
021-51035670

邮箱：
qinfm@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元资
信评估股份有限公司城投
公司信用评级方法，该评
级方法已披露于中证鹏元
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 2020 年跟踪信用评级报告

本期债券信用等级
AA+
发行主体长期信用等级
AA
评级展望
稳定
评级日期
2020 年 06 月 28 日

本次跟踪评级结果

AA+

上次信用评级结果

AA+

AA

稳定

2019 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 2020 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 2019 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，公司继续获得较大的外部支持，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。连云港市具有海运、陆运相结合的区位优势，近年重点发展医药、新材料等战略性新兴产业，2019 年，连云港市地区生产总值 3,139.29 亿元，按可比价格计算同比增长 6.0%；连云区地区生产总值预计完成 157.0 亿元，同比增长 8.5%。
- 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。2019 年公司实现主营业务收入 10.42 亿元，较上年增长 18.47%。截至 2019 年末，公司存量安置房剩余可销售面积为 36.31 万平方米；主要在建项目总投资 52.10 亿元，已投资 37.13 亿元，未来工程代建和安置房销售收入较有保障。

- 公司继续获得较大的外部支持。2019年连云区财政局向公司拨入财政专项补助款3.16亿元，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2019年底公司存货中75.63%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，未来存在一定资金支出压力。**2019年公司经营活动现金流仅流入0.43亿元，收现比为0.46，资金回笼情况仍然较差；截至2019年末，公司主要在建项目总投资52.10亿元，尚需投资14.97亿元，后期面临一定资金支出压力。
- **公司有息债务规模持续增加，偿债压力较大。**截至2019年底，公司有息债务规模为144.28亿元，同比增长7.11%，年末占负债总额的比重为85.99%，现金短期债务比下降到0.27，EBITDA利息保障倍数下降为0.58，公司面临较大的本息偿还压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至2019年末，公司对外担保余额为7.93亿元，占年末所有者权益的比重为4.48%，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	2019年	2018年	2017年
总资产	3,450,260.24	3,342,115.67	3,182,995.52
所有者权益合计	1,772,444.09	1,754,544.54	1,732,715.11
有息债务	1,442,726.21	1,346,898.10	1,132,709.62
资产负债率	48.63%	47.50%	45.56%
现金短期债务比	0.27	0.57	0.77
营业收入	104,584.86	88,688.82	80,620.89
营业利润	24,751.03	24,067.47	22,628.55
其他收益	31,556.95	28,515.00	23,249.80
利润总额	24,617.10	23,784.24	22,495.72
综合毛利率	10.04%	16.59%	16.20%

EBITDA	52,104.51	49,262.33	48,656.18
EBITDA 利息保障倍数	0.58	0.68	0.65
经营活动现金流量净额	4,343.43	-145,865.36	-126,242.89
收现比	0.46	0.38	0.21

资料来源：公司 2017-2019 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2020年6月10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

跟踪期内，公司名称、实收资本和实际控制人未发生变化。截至2020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%。根据公司于2020年4月8日发布的公告，公司董事、监事发生变动，根据江苏省连云港市连云区人民政府股东决议，雷刚先生不再担任公司董事，刘苏女士不再担任监事会主席，周伦荣女士、张晓秋女士和倪敬叶先生不再担任公司监事，公司聘任王波生先生担任公司董事，李玉荣女士、闫振涛先生、陶园园女士、吕昱娴女士担任公司监事，其中李玉荣女士为监事会主席，吕昱娴女士担任公司职工监事一职。

2019年，公司合并范围增加6家子公司，详见下表。2020年3月，公司经营范围新增园林绿化工程施工。

表1 2019 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	
连云港自贸区连海供应链管理有限公司	5,000.00	100.00%	-	投资设立
连云港自贸区海润实业发展有限公司	5,000.00	100.00%	-	投资设立
连云港市紫菜协会	1,000.00	100.00%	-	投资设立
连云港东投全域旅游文化旅游有限公司	10,000.00	100.00%	-	投资设立
连云港新丝路旅行社有限公司	50.00	-	100.00%	投资设立
连云港市州智国际贸易有限公司	800.00 万美元	-	100.00%	投资设立

资料来源：公司 2019 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

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础

设施建设投资增速有望反弹

2019年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革开放扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019年全年国内生产总值（GDP）99.09万亿元，比上年增长6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长8.4%，高于同期工业增加值增速2.7个百分点；战略性新兴服务业企业营业收入比上年增长12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019年末爆发的COVID-19疫情，进一步加大了经济下行压力。2020年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一升高。

2019年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的2020年新增地方政府债务限额1.85万亿元，同比增长32.95%；其中专项债新增限额1.29万亿元，同比增长59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土地储备等领域，部分领域的最低资本金比例由25%调整为20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019年以来，在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的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019年以来，延续2018年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续推进，城投公司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，但严禁新增隐形债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019年3月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债

务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》(财金[2019]10号)，切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。5月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》(国发[2019]11号)，从提升开放型经济质量等5个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》(以下简称“《通知》”)，指出要合理保障必要的在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发COVID-19疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

(二) 区域环境

连云港是全国性综合交通枢纽城市，具有海运、陆运相结合的区位优势，2019年经济继续保持稳定增长，固定资产投资结构持续优化

连云港地处中国东部沿海地区，江苏省东北部，海州湾西岸，东濒黄海，西与徐州、宿迁相连，南部与淮安、盐城毗邻，北与山东日照、临沂相邻，下辖3个区、3个县，总面积7,615平方千米。连云港是新亚欧大陆桥东方桥头堡、全国性综合交通枢纽城市，具有海运、陆运相结合的优势。陇海、沿海两大国家干线铁路和同三、连霍两条中国南北、东西最长高速公路在连云港交汇。连云港是中国首批沿海开放城市、新亚欧大陆桥经济走廊首个节点城市、江苏“一带一路”战略支点城市、江苏沿海开发战略中心城市、长三角区域经济一体化城市、国家创新型试点城市、国家东中西区域合作示范区、中国重点海港城市、

上合组织出海基地、中国水晶之都，也是中国（江苏）自由贸易试验区的组成部分。

2019年连云港市经济继续保持稳定增长，经济实力进一步增强，2019年全市实现地区生产总值3,139.29亿元，同比增长6.0%。其中，第一产业增加值362.70亿元，增长3.6%；第二产业增加值1,363.15亿元，增长8.0%；第三产业增加值1,413.44亿元，增长4.7%，三次产业结构由2018年的11.7:43.6:44.7调整为11.6:43.4:45.0，人均地区生产总值69,523元，是全国人均生产总值的0.98倍。

2019年连云港市全市规模以上工业完成增加值755.90亿元，增长9.5%，增幅居全省设区市第一位。全市规模以上工业战略性新兴产业产值增长9.3%，高于全市平均水平，战略性新兴产业占全部规上工业产值比重为37.6%。2019年连云港市启动建设“中华药港”，一大批医药产业项目加速集聚，成功举办第三届国际医药技术大会，恒瑞、豪森、天晴、康缘四大药企跻身中国医药创新力前五强，恒瑞医药成为国内医药第一股，市值接近4,000亿元。新材料产业提质上量，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。精品钢基地扎实建设，亚新、镔鑫等冶炼企业规范运行，基本完成超低排放改造工程。

2019年连云港市固定资产投资1,986.39亿元，同比增长6.8%，其中工业投资1,216.21亿元，增长15.0%，投资结构持续优化。全市第一、二、三产业分别完成投资39.88亿元、1,214.63亿元、731.88亿元，三次产业占比结构为2.0:61.2:36.8。高新技术产业完成投资323.02亿元，增长15.3%，高新技术产业投资占全部投资额的比重16.3%，较上年提高1.2个百分点。

2019年连云港市实现社会消费品零售总额1,179.58亿元，同比增长5.2%。实现进出口总额93.2亿美元，下降2.4%；2019年末，金融机构本外币存款余额3,621.56亿元，比上年末增长11.0%；本外币贷款余额3,460.22亿元，增长17.5%。

2019年连云港市实现公共财政收入242.4亿元，同比增长3.5%；实现政府性基金收入192.7亿元，同比增长33.3%。

表2 连云港市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	3,139.29	6.0%	2,771.70	4.7%
第一产业增加值	362.70	3.6%	325.57	2.6%
第二产业增加值	1,363.15	8.0%	1,207.39	1.9%
第三产业增加值	1,413.44	4.7%	1,238.74	8.2%
规模以上工业增加值	755.90	9.5%	-	-
固定资产投资	1,986.39	6.8%	1,859.28	6.7%

社会消费品零售总额	1,179.58	5.2%	1,121.31	8.3%
进出口总额（亿美元）	93.2	-2.4%	95.47	16.2%
存款余额	3,621.56	11.0%	3,261.64	9.6%
贷款余额	3,460.22	17.5%	2,945.04	18.9%
人均 GDP（元）		69,523		61,332
人均 GDP/全国人均 GDP		0.98		0.95

资料来源：2018-2019年连云港市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年连云区经济较快增长，第二产业占比有所提升

连云区作为连云港市下辖区，2019年经济实现稳定增长，根据《连云区2019年国民经济和社会发展计划执行情况与2020年国民经济和社会发展计划草案的报告》，2019年连云区地区生产总值预计完成157.0亿元，同比增长8.5%，三次产业结构由上年的3.7:36.2:60.1调整为3.2:38.3:58.5，第二产业占比有所提升，2019年连云区人均GDP预计为10.5万元，约占全国人均GDP的148.11%，高于全国平均水平。

2019年预计规模工业增加值同比增长31%；工业应税销售收入188.4亿元，同比增长41.5%；工业增值税2.9亿元，同比增长10.8%。支柱产业发展态势良好，预计实现金属材料产业产值82.0亿元，同比增长74%；盐化油化产业产值55.0亿元，同比增长22.2%，两大产业产值占全区规模工业产值的88.4%。固定资产投资预计完成162.0亿元，同比下降9.4%（核电预计完成投资60亿元，同比下降33.0%，剔除核电投资，预计完成102亿元，同比增长12%）；其中，工业投资预计完成80.0亿元，同比下降26.6%（剔除核电投资，预计完成20亿元，同比增长5%）。2019年连云区社会消费品零售总额预计完成89.0亿元，同比增长6.7%；进出口总额预计完成20.0亿美元，与上年持平。此外，连云区旅游业发展稳定，2019年全年接待旅客1,450万人次，旅游综合收入突破160.0亿元，分别增长11.5%和14.3%。

表3 2018-2019年连云区主要经济指标（单位：亿元）

项目	2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	157.0	8.5%	145.65	4.9%
固定资产投资	162.0	-9.4%	179.88	10.0%
社会消费品零售总额	89.0	6.7%	86.75	8.3%
进出口总额（亿美元）	20.0	0.0%	20.5	22.3%
人均GDP（万元）		10.5		9.76
人均GDP/全国人均GDP		148.11%		150.91%

资料来源：《连云区2019年国民经济和社会发展计划执行情况与2020年国民经济和社会发展计划草案的报告》、2018年连云港市连云区国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年连云区全区实现一般公共预算收入13.8亿元，同比增长11.4%，其中税收收入

11.2亿元，占一般公共预算收入的比重为81.16%；实现政府性基金收入7.1亿元，同比增长8.5%。同期连云区一般公共预算支出13.1亿元，同比增长8.6%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为105.34%。

四、经营与竞争

公司作为连云港市连云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。2019年公司实现主营业务收入10.42亿元，较上年增长18.47%，其中工程代建收入为4.65亿元，占公司主营业务收入比重为44.57%，仍为公司最主要的收入来源；安置房销售收入为2.43亿元，较上年下滑12.82%，主要系当年居民购房需求小幅下滑所致，安置房销售业务占公司主营业务收入的比重为23.30%，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，2019年公司商品销售业务实现收入2.15亿元，同比增长59.24%，主要系不锈钢及不锈钢带的对外销售保持较大规模以及当年新增部分化肥尿素销售业务。毛利率方面，2019年公司主营业务综合毛利率为9.98%，较上年下滑6.15个百分点主要系工程代建业务、安置房销售业务毛利率均出现下滑以及商品销售业务毛利率较低所致。

表4 2018-2019年公司主营业务收入结构及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
工程代建	46,468.84	11.42%	34,901.78	13.61%
安置房销售	24,293.79	14.01%	27,866.44	19.13%
旅游	8,153.41	17.56%	8,496.51	38.85%
利息收入	1,375.19	100.00%	1,600.69	100.00%
餐饮客房	1,788.57	-72.68%	1,333.61	-71.04%
服务费收入	34.90	83.74%	100.26	52.23%
商品销售	21,548.77	0.88%	13,531.96	0.05%
担保费收入	2.43	100.00%	0.97	100.00%
广告收入	32.50	-20.15%	52.46	-27.59%
租金收入	550.46	-5.20%	113.30	100.00%
合计	104,248.86	9.98%	87,997.98	16.13%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

2019年公司工程代建收入有所增长，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

2013 年起,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,完工后按投资成本加成一定比例确认收入。2019 年公司工程代建收入模式未发生变化,工程项目按成本加成 16% 确认收入,工程代建收入为 4.65 亿元,同比增长 33.14%,该项业务占公司主营业务收入的比重为 44.57%,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。2019 年公司工程代建业务毛利率较上年下滑 2.18 个百分点,主要系工程回购中包含部分拆迁管理费,其毛利率相对工程代建业务较低。

表5 2019 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
瀚海路、法检区间路	1,820.31	2,111.56
东哨路	108.1	125.40
东哨西墅片区环境综合整治开发	838.12	972.22
台北盐场送水渠	960.54	1,114.23
连云新区供电、供水工程	2,366.14	2,744.72
连云新城滨水居住区、丰惠广场办公室	1,201.92	1,394.22
月牙园绿化景观	366.85	425.55
院前陇海立交	1,0281.2	11,926.20
海棠路、观海路、云宿路等	1,002.75	1,163.19
中华西路改造	4,487.93	5,206.00
拆迁管理费	17,725.48	19,285.56
合计	41,159.34	46,468.85

资料来源: 公司提供

公司目前在建项目较多,截至 2019 年末,公司主要在建项目总投资 52.10 亿元,已投资金额 37.13 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 14.97 亿元,公司存在一定资金支出压力。

表6 截至 2019 年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	3.70	0.30
太白涧生态园	1.50	1.40	0.10
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
连云港地下管廊	2.50	1.20	1.30
海州湾物流园一期项目	2.40	2.00	0.40
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	5.00	2.00	3.00
云台山国家森林公园生态保护建设项目一期	5.00	1.80	3.20
羊山岛项目	3.00	1.00	2.00
连云港东部城区道路提升改造工程	1.30	0.50	0.80
连云区城市防洪提升改造项目	3.00	0.80	2.20
合计	52.10	37.13	14.97

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019 年公司安置房销售收入有所下滑，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。2019 年公司安置房销售收入为 2.43 亿元，同比下滑 12.82%，占 2019 年主营业务收入的比重为 23.30%，是公司主营业务的重要组成部分。2019 年公司安置房销售毛利率为 14.01%，较上年下滑 5.12 个百分点，主要系 2019 年未销售毛利率较高的门面房所致。2019 年公司安置房销售仍来自于平山花园、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 2019 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 59.18 万平方米，若按建筑面积计算，剩余可销售面积为 36.31 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7 截至 2019 年底公司存量房明细（单位：平方米、万元）

小区名称	总投资	建筑面积	累计销售面积	剩余可销售面积	2019 年销售收入
平山花园	52,300.00	267,651.00	191,729.02	75,921.98	3,079.14
海滨花园	63,400.00	286,661.00	171,773.21	114,887.79	5,883.48
板桥安置小区	19,000.00	86,069.00	56,866.58	29,202.43	3,977.75
连岛渔民安置新村	29,000.00	162,735.00	30,031.94	132,703.06	8,005.17
西墅花园	30,000.00	151,800.00	141,371.79	10,428.21	3,348.25

合计	193,700.00	954,916.00	591,772.54	363,143.47	24,293.79
----	------------	------------	------------	------------	-----------

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，2019年共产生收入21,548.77万元，占当年主营业务收入的比重为20.67%，同比大幅增长59.24%，主要系当年不锈钢及不锈钢带的对外销售业务保持较大规模以及2019年11月公司新增部分化肥尿素销售所致，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（以下简称“连岛旅游”）与控股公司连云港云台山生态林业发展有限公司（以下简称“云台山旅游”）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。2019年，公司实现旅游收入8,153.41万元，同比减少4.04%，其中连岛旅游实现收入6,523.00万元，云台山旅游实现收入1,498.91万元，老街实现收入131.50万元。

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，2019年该项业务实现利息收入1,375.19万元。截至2019年底，金海洋发放贷款金额为11,226.44万元，其中个人贷款1,991.44万元，企业贷款9,235.00万元，已有逾期贷款3,485.44万元，均有抵押物担保，但仍存在一定违约风险。

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，2019年共产生收入1,788.57万元，其中餐饮收入980.15万元，客房收入808.41万元。

2019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21.3万元和13.6万元。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2019年末，金港担保在保余额500.00万元。

2019年公司继续获得一定外部支持

2019连云港市财政局向公司拨入财政专项补助款3.16亿元，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 2018-2019 年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019 年公司合并报表范围新增子公司共 6 家，详见表 1。

资产结构与质量

2019 年公司资产规模继续稳定增长，但整体资产流动性偏弱

2019 年公司资产规模继续稳定增长，年末公司资产总计 345.03 亿元，同比增长 3.24%。公司资产仍以流动资产为主，2019 年末流动资产占总资产的比重为 66.10%。

表8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	182,316.09	5.28%	275,966.86	8.26%
应收账款	203,156.42	5.89%	146,374.17	4.38%
预付款项	58,841.30	1.71%	81,608.46	2.44%
其他应收款	709,375.64	20.56%	541,295.48	16.20%
存货	1,101,816.82	31.93%	1,116,415.58	33.40%
流动资产合计	2,280,638.97	66.10%	2,215,837.33	66.30%
可供出售金融资产	36,736.88	1.06%	31,095.19	0.93%
固定资产	72,681.53	2.11%	49,063.54	1.47%
在建工程	167,744.54	4.86%	151,712.58	4.54%
其他非流动资产	868,794.81	25.18%	887,279.80	26.55%
非流动资产合计	1,169,621.27	33.90%	1,126,278.35	33.70%
资产总计	3,450,260.24	100.00%	3,342,115.67	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年末，公司货币资金规模为 18.23 亿元，其中受限资金主要为质押存单以及各类保证金，合计 13.04 亿元，货币资金受限比例达 71.52%。2019 年末公司应收账款账面价值 20.32 亿元，主要系应收连云港市连云区财政局的款项，合计占比 98.40%，整体账龄偏长，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，2019 年末账面价值 5.88 亿元。2019 年末公司其他应收款账面价值 70.94 亿元，同比增长 31.05%，主要系与政府单位往来款规模增长所致，年末前五大其他应收对象包括连云区财政局、连云区房屋征收局、连云港连岛海上游艇俱乐部、连云港苏马湾旅游开发有限公司和连云港市连岛建筑安装工程公司，合计占比 84.32%，其他应收对象主要系地方政府单位及国有企业，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。2019 年末公司存货余额 110.18 亿元，

主要包括开发成本和待开发土地，规模分别为 58.63 亿元和 51.29 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。年末存货中账面价值 38.79 亿元的待开发土地被抵押，土地资产抵押比率为 75.63%，抵押受限比率较高。

2019 年末，公司可供出售金融资产同比增长 18.14%，主要系当年新增对珠海云洲智能科技有限公司的投资 0.50 亿元所致，本期现金红利合计 338.21 万元，来自于连云港东方农村商业银行股份有限公司和江苏金创信用再担保股份有限公司。2019 年末公司固定资产 7.27 亿元，同比增长 48.14%，主要系购置房屋建筑物所致。年末在建工程账面价值 16.77 亿元，同比增长 10.57%，主要系云台山景区工程、连岛景区工程、环岛路工程、连云港老街工程等项目的持续投入所致。公司其他非流动资产主要为 2016 年连云区人民政府对公司注入的国有海域使用权，2019 年末账面价值 86.88 亿元，同比减少 2.08%，系摊销所致。

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

公司主营业务收入持续增长，但盈利对其他收益依赖较大

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。公司主营业务收入仍主要由工程代建、安置房销售、旅游收入、利息收入等构成。2019 年公司实现主营业务收入 10.42 亿元，同比增长 18.47%，主要系工程代建业务及商品销售业务的增长所致。毛利率方面，2019 年公司主营业务毛利率为 9.98%，较上年大幅下滑 6.15 个百分点，主要系主要系工程代建业务、安置房销售业务毛利率均出现下滑以及商品销售业务毛利率较低所致。

2019 年公司实现利润总额 2.46 亿元，同比增长 3.50%。2019 年公司其他收益为 3.16 亿元，其他收益主要为财政专项补助款，其占利润总额的比重为 128.19%，公司盈利对其他收益依赖较大。

表9 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	104,584.86	88,688.82

主营业务收入	104,248.86	87,997.98
营业利润	24,751.03	24,067.47
其他收益	31,556.95	28,515.00
利润总额	24,617.10	23,784.24
主营业务毛利率	9.98%	16.13%
综合毛利率	10.04%	16.59%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流整体表现较差；未来资金支出需求较大，面临一定的资金支出压力

2019 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 4.78 亿元，收现比为 0.46，较上年有所改善，但资金回笼情况仍然较差；2019 年由于公司往来款流出规模大幅减少，经营活动现金流净流入 0.43 亿元，净流入规模较小，经营活动现金流情况整体表现较差。

投资活动方面，投资活动现金流入主要系收回银行短期理财产品，投资活动现金流出主要系当期长期股权投资以及固定资产和在建工程的持续投入，2019 年投资活动现金流净流出 1.70 亿元。筹资活动方面，2019 年公司主要通过银行借款、融资租赁以及发行债券等方式进行融资，但由于当年偿还债务支付现金规模较大，2019 年公司筹资活动现金净流出 2.28 亿元。截至 2019 年末，公司整体在建项目较大，主要在建项目尚需投资 14.97 亿元，面临一定的资金支出压力。

表10 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.46	0.38
销售商品、提供劳务收到的现金	47,792.93	34,045.70
收到的其他与经营活动有关的现金	86,575.86	83,662.76
经营活动现金流入小计	134,368.80	117,708.46
购买商品、接受劳务支付的现金	39,966.29	42,794.56
支付的其他与经营活动有关的现金	79,130.94	210,721.39
经营活动现金流出小计	130,025.37	263,573.82
经营活动产生的现金流量净额	4,343.43	-145,865.36
投资活动产生的现金流量净额	-17,003.44	-29,910.13
筹资活动产生的现金流量净额	-22,791.13	178,005.78
现金及现金等价物净增加额	-35,504.40	1,905.50

资料来源：公司 2018-2019 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，盈利对利息支付的保障能力仍然较弱，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 2019 年底，公司负债规模为 167.78 亿元，同比增长 5.68%；年末公司所有者权益增长 1.02%，产权比率升至 94.66%，公司净资产对负债的保障程度进一步减弱。

表11 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	1,677,816.15	1,587,571.13
所有者权益	1,772,444.09	1,754,544.54
产权比率	94.66%	90.48%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年末，短期借款余额为 18.85 亿元，同比大幅增长 60.69%，短期借款主要由保证借款、抵押借款和质押借款构成；年末应付票据余额为 14.98 亿元，均为银行承兑汇票；公司应付账款主要为应付工程款，年末余额 2.56 亿元；预收账款主要为预收的房屋销售款，年末余额 2.45 亿元。2019 年末其他应付款账面价值 17.15 亿元，同比增长 12.91%，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。2019 年末公司一年内到期的非流动负债为 34.85 亿元，包括一年内到期的长期借款 9.06 亿元、一年内到期的应付债券 16.35 亿元、一年内到期的长期应付款 8.36 亿元和一年内到期的其他非流动负债 1.08 亿元。年末其他流动负债中包含 0.40 亿元中小企业私募债券。

表12 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	188,483.00	11.23%	117,298.00	7.39%
应付票据	149,832.09	8.93%	160,900.01	10.13%
应付账款	25,580.41	1.52%	29,412.56	1.85%
预收账款	24,533.48	1.46%	16,343.66	1.03%
其他应付款	171,482.44	10.22%	151,876.81	9.57%
一年内到期的非流动负债	348,501.07	20.77%	216,651.87	13.65%
其他流动负债	4,589.24	0.27%	589.24	0.04%
流动负债合计	913,508.89	54.45%	693,446.12	43.68%
长期借款	190,250.00	11.34%	236,900.00	14.92%
应付债券	418,000.00	24.91%	448,500.00	28.25%
长期应付款	120,654.05	7.19%	186,434.22	11.74%
其他非流动负债	34,600.00	2.06%	21,648.00	1.36%
非流动负债合计	764,307.27	45.55%	894,125.01	56.32%

负债合计	1,677,816.15	100.00%	1,587,571.13	100.00%
其中：有息负债	1,442,726.21	85.99%	1,346,898.10	84.84%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年末，公司长期借款规模为 19.03 亿元，包括抵押借款 11.97 亿元、保证借款 2.79 亿元和质押借款 4.27 亿元；应付债券年末余额 41.80 亿元，详见下表。2019 年，公司长期应付款主要为 10.91 亿元融资租赁款；年末公司其他非流动负债余额 3.46 亿元，为非公开定向融资工具。

表13 截至 2019 年末公司应付债券情况（单位：万元）

项目	发行金额	债券期限	到期日	债券余额
13 苏海发债	100,000.00	10 年	2023-03-29	45,000.00
16 海州湾 PPN001	120,000.00	5 年	2021-07-29	120,000.00
18 苏海州湾 ZR001	30,000.00	3 年	2021-01-05	30,000.00
18 苏海发债 01	90,000.00	7 年	2025-12-13	90,000.00
19 苏海发债 01	33,000.00	7 年	2026-02-15	33,000.00
19 海州湾 PN001	30,000.00	5 年	2024-01-26	30,000.00
19 海州湾 PN002	20,000.00	3 年	2022-02-26	20,000.00
19 海州湾 PN003	50,000.00	5 年	2024-12-13	50,000.00

资料来源：2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年底，公司有息债务规模为 144.28 亿元，同比增长 7.11%，其中，短期有息债务规模为 69.08 亿元，包括短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债和其他流动负债中的中小企业私募债；长期有息债务规模为 75.19 亿元，包括长期借款、应付债券、融资租赁款和定向私募债，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 2019 年底，公司资产负债率为 48.63%，较 2018 年提升 1.13 个百分点；现金短期债务比降至 0.27，现金类资产对短期债务的覆盖程度大幅减弱。2019 年公司 EBITDA 规模为 5.21 亿元，EBITDA 利息保障倍数为 0.58，有息债务与 EBITDA 比值基本保持稳定，但公司整体盈利对利息支付的保障能力仍然较弱。

表14 公司近两年偿债能力指标

项目	2019 年	2018 年
资产负债率	48.63%	47.50%
现金短期债务比	0.27	0.57
EBITDA（万元）	52,104.51	49,262.32
EBITDA 利息保障倍数	0.58	0.68
有息债务/EBITDA	27.69	27.34

资料来源：公司 2018-2019 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2017年1月1日至报告查询日（2020年5月22日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；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2019年末，公司对外担保金额为7.93亿元，占年末所有者权益的比重为4.48%，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15 截至2019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
江苏新海连发展集团有限公司	地方国有企业	32,500.00
连云港连岛海上游艇俱乐部	地方国有企业	22,845.51
连云港苏马湾旅游开发有限公司	地方国有企业	8,000.00
连云港市连云区连岛企业公司	地方国有企业	2,000.00
连云港恒泰污水处理有限公司	地方国有企业	14,000.00
合计	-	79,345.51

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

八、评级结论

2019年连云港市及连云区经济持续发展，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；公司继续获得一定外部支持；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，偿债压力加大以及对外担保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）	2019年	2018年	2017年
货币资金	182,316.09	275,966.86	276,604.28
应收票据	1,037.28	4,250.01	4,977.00
应收账款	203,156.42	146,374.17	172,856.81
其他应收款	709,375.64	541,295.48	384,582.46
存货	1,101,816.82	1,116,415.58	1,094,608.56
其他非流动资产	24,095.43	887,279.80	905,764.80
固定资产	72,681.53	49,063.54	48,574.87
在建工程	167,744.54	151,712.58	116,936.53
资产总计	3,450,260.24	3,342,115.67	3,182,995.52
短期借款	188,483.00	117,298.00	135,560.00
应付票据	149,832.09	160,900.01	154,353.42
一年内到期的非流动负债	348,501.07	216,651.87	77,002.05
长期借款	190,250.00	236,900.00	300,513.80
应付债券	418,000.00	448,500.00	368,500.00
长期应付款	120,654.05	186,434.22	117,538.52
其他非流动负债	34,600.00	21,648.00	0.00
负债合计	1,677,816.15	1,587,571.13	1,450,280.41
有息债务	1,442,726.21	1,346,898.10	1,132,709.62
所有者权益	1,772,444.09	1,754,544.54	1,732,715.11
营业收入	104,584.86	88,688.82	80,620.89
营业利润	24,751.03	24,067.47	22,628.55
其他收益	31,556.95	28,515.00	23,249.80
净利润	23,866.88	22,987.46	21,780.13
经营活动产生的现金流量净额	4,343.43	-145,865.36	-126,242.89
投资活动产生的现金流量净额	-17,003.44	-29,910.13	-36,632.81
筹资活动产生的现金流量净额	-22,791.13	178,005.78	96,720.67
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	10.04%	16.59%	16.20%
收现比	0.46	0.38	0.21
产权比率	94.66%	90.48%	83.70%
资产负债率	48.63%	47.50%	45.56%
现金短期债务比	0.27	0.57	0.77
EBITDA（万元）	52,104.51	49,262.33	48,656.18
EBITDA 利息保障倍数	0.58	0.68	0.65
有息债务/EBITDA	27.69	27.34	23.28

资料来源：公司 2017-2019 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	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
产权比率	负债总额/所有者权益×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
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/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
现金类资产	货币资金+应收票据
有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务+其他流动负债中的有息债务 长期借款+应付债券+长期应付款中的融资租赁款+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。