

张家港保税区金港资产经营有限公司

2020 年公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

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

概述

编号：【新世纪债评(2020) 011013】

评级对象： 张家港保税区金港资产经营有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）

主体信用等级： AA⁺

评级展望： 稳定

债项信用等级： AA⁺

评级时间： 2020 年 6 月 29 日

计划发行： 不超过 30（含）亿元

本期发行： 不超过 7（含）亿元

发行目的： 偿还有息债务

5 年，附第 3 年末发行人调整

存续期限： 票面利率选择权和债券持

偿还方式： 每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付

人回售选择权

增级安排： 无

主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司数据：				
货币资金	5.73	4.40	4.43	4.08
刚性债务	57.53	63.82	67.98	67.85
所有者权益	68.54	83.31	82.94	82.62
经营性现金净流入量	-18.42	-3.69	-8.36	-2.41
合并数据及指标：				
总资产	429.96	462.01	490.66	504.13
总负债	289.39	304.07	327.57	340.50
刚性债务	264.83	278.77	300.54	311.17
所有者权益	140.58	157.94	163.09	163.63
营业收入	21.60	33.09	32.44	5.02
净利润	0.92	4.13	5.14	0.71
经营性现金净流入量	-26.13	-23.80	0.57	-3.01
EBITDA	5.92	10.71	11.15	—
资产负债率[%]	67.31	65.81	66.76	67.54
长短期债务比[%]	205.55	161.91	249.76	206.50
营业利润率[%]	5.75	13.20	18.21	16.54
短期刚性债务现金覆盖率[%]	69.35	37.60	66.00	55.45
营业收入现金率[%]	101.29	131.69	135.05	117.45
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-12.56	-11.90	0.44	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.46	0.65	0.74	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.04	0.04	—

注：发行人数据根据金港资产经审计的 2017-2019 及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

谢宝宇 xby@shxsj.com

郭羽佳 wyj@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势：

- 外部经营环境良好。张家港保税区是全国唯一的内河港型保税区和县域口岸保税区，享受众多优惠政策。近年来张保区（含金港镇）经济持续增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
- 上级支持力度较大。金港资产是张保区（含金港镇）开发建设和国有资产运营的核心主体，在项目、资金、管理等方面可持续得到张保区管委会的积极支持。
- 码头仓储运营稳定。金港资产自有码头和储罐资源在同行业内居于领先地位，码头仓储运营稳定，可为公司提供较为稳定的现金流。

主要风险：

- 有息债务加大。金港资产承担了较多基础设施建设任务，刚性债务不断扩大，财务杠杆已处于偏高水平。公司后续还有大规模资本性支出规划，债务负担将进一步加重。
- 化工品贸易业务风险。金港资产化工品贸易业务承担了较大的价格波动风险，相关业务经营效益不佳。
- 对补贴依赖大。金港资产主业盈利偏弱，依靠政府补助收入维持利润，资产获利水平较低。
- 对外担保风险。金港资产存在一定对外担保，面临或有损失风险。
- 诉讼风险。金港资产下属长江国际涉及多起未决诉讼，涉案金额较大，同时长江国际多个银行账户、资金被冻结，多项资产被查封，对其生产经营和资产流动性造成一定负面影响。因

判决结果存在较大不确定性，公司存在较大的诉讼风险，持续关注案件审理进展及其对公司生产经营及财务质量造成的影响。

- 管控能力有待提高。金港资产下属子公司行业跨度较大，本部对主要子公司投融资和业务运作等重大事项的监督管理机制尚需完善。

➤ 未来展望

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

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



张家港保税区金港资产经营有限公司

2020 年公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

张家港保税区金港资产经营有限公司（简称“金港资产”、“该公司”或“公司”）成立于 2002 年 12 月，初始注册资本为 1.50 亿元，由张家港保税区管理委员会（简称“张保区管委会”或“管委会”）全额出资组建。后经多次货币增资，截至 2020 年 3 月末，公司注册资本为 58.50 亿元，仍由保税区管委会全资持股。

该公司是张家港保税区（含金港镇）¹基础设施建设和国有资产运营的核心主体，承担了区镇基础设施建设任务，同时开展码头仓储、贸易业务，并控股有上市公司张家港保税科技（集团）股份公司²（证券代码 600794，简称“保税科技”）。

2. 债项概况

(1) 债券条款

根据中国证券监督管理委员会证监许可[2020]78 号文，该公司获准面向合格投资者公开发行总额不超过 30（含）亿元的公司债券。本次债券拟采取分期发行模式，计划首期发行不超过 7（含）亿元，期限为 5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权，募集资金用途为偿还有息债务。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	张家港保税区金港资产经营有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）
总发行规模:	不超过 30（含）亿元人民币
本期发行规模:	不超过 7（含）亿元人民币
本期债券期限:	5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行

¹ 张家港保税区（简称“张保区”）和金港镇实施“区镇合一”的管理体制改革，下文张保区仅指 4.1 平方公里的保税区、张保区（含金港镇）指代 147 平方公里的管辖范围。

² 截至 2020 年 3 月末，该公司本部对保税科技的持股比例为 35.68%（均未用于质押）。

偿还方式:	单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付 一期支付
增级安排:	无

资料来源：金港资产

(2) 募集资金用途

基础设施建设通常具有资金占用量较大的特点，该公司通过外部融资补充资金缺口。截至 2020 年 3 月末，公司短期借款 16.56 亿元、长期借款 134.68 亿元（含一年内到期的长期借款 29.76 亿元）、应付超短期融资券 10.00 亿元、应付债券 108.30 亿元（含一年内到期的应付债券 10.70 亿元）。公司拟将募集资金优先用于偿还“17 金港 01”³回售本金，剩余部分用于偿还银行借款。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压

³ “17 金港 01”待偿本金为 7 亿元，于 2017 年 7 月 17 日发行，期限为 3+2 年，发行票面利率 5.75%。

力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

（2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，

且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。

2017 年至 2018 年上半年，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，受此影响，城投企业可能出现短期的业绩波动，但其在逆周期调节及社会维稳中的作用有望加强。同时也需关注到，平台资质分化仍将持续，近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力。

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

2017 年 5 月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2019 年末，我国城镇化率为 60.60%，与国外发达国家的 70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域，是我国城镇化建设的重要力量。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号），对地方政府性债务进行清理和甄别。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策

环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有保障。

从具体政策环境来看，2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017 年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4 月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），加强融资平台公司融资管理。5 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6 月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。2018 年 3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

2018 年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。2018 年 7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10 月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），对 7 月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。此外，支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法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。2019 年 3 月，《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务，不能搞“半拉子”工程。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目

配套融资工作的通知》，提出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。

2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，疫情的扩散及相关防控措施的施行易对经济造成阶段性冲击。虽然目前国内疫情防控已取得明显成效，但我国仍面临境外输入病例风险，必要的疫情防控仍将持续。受此影响，部分城投企业短期内经营业绩或有所波动。但为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其将承担的逆周期调节作用将显得尤为重要，核心城投企业的发展前景仍然稳固。与此同时，城投企业资质分化仍将持续。由于产业调整、减税减费等造成财政收入增长承压，以及防疫等基本支出需求增加，政府给予城投企业基建的直接资金支持或将放缓，对城投自身的流动性及融资能力提出更高要求。近两年城投企业到期债务仍处于较高规模，部分企业面临集中偿付压力。

我国乙二醇较高的对外依存度对该公司以乙二醇为主的仓储业务提供了支撑；但随着国内煤制乙二醇技术改进产生进口替代，可能对乙二醇仓储需求造成不利影响。新冠肺炎疫情爆发后，乙二醇下游纺织服装需求缩减，相关货物仓储面临业务拓展压力。

液体化工仓储业是专门提供液体化工仓储服务的第三方仓储物流行业，其发展与液体化工行业景气度及物流外包趋势密切相关。

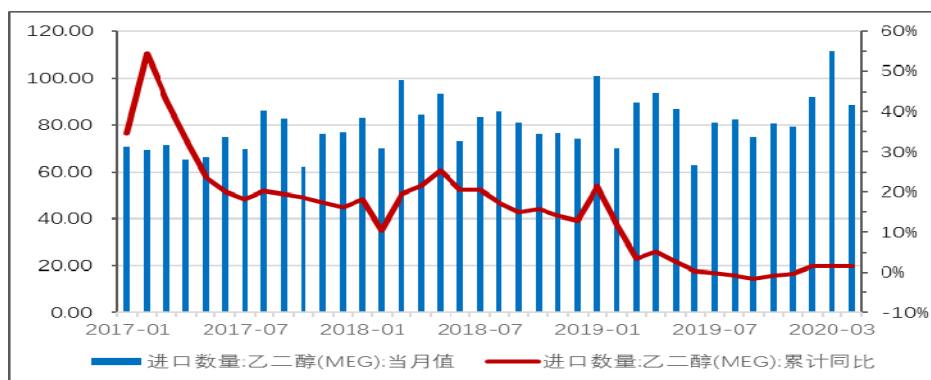
受液体化工行业区域差异的影响，液体化工仓储业存在一定的地区差异性。我国三大石油化工产区——环渤海地区、长三角地区和东南沿海地区，液体化工仓储货品分别以无机及苯类、醇类与芳烃、醇类与苯为主。其中长三角地区以化纤为主的石油化工产业链突出地位决定了该地区对醇类——特别是乙二醇存在较大的液体化工仓储物流需求。

该公司主要仓储货品为乙二醇。乙二醇作为液体化工原料，可被广泛应用于聚酯涤纶、聚酯树脂、PET、合成纤维、吸湿剂、增塑剂、醇酸树脂及乙二醛等多种化工产品的生产，其中用于聚酯生产的比例达 80% 以上。我国是世界上重要的聚酯生产国，约占全球总产量的 60%。近年来国内消费稳步增长和结构不断升级，对聚酯、尤其是差异化功能产品的需求持续上。聚酯产量于 2017 年突破 4000 万吨，2018-2019 年分别为 4560 万吨和 5005 万吨。我国聚酯产量的提升支撑了乙二醇的需求。

受资源禀赋限制，相比于中东和美国通过天然气提取乙二醇原料乙烯，我国以石脑油作为原料提取乙烯的生产成本较高，因此主要通过进口乙二醇满足国内需求。2017-2019 年我国乙二醇进口量分别为 871.62 万吨、980.00 万吨和 994.70 万吨，进口依存度分别为 59.32%、58.59% 和 59.40%。从替代品来看，出于战略考虑并结合煤炭资源丰富的能源结构特点，近年来我国大力推广煤制乙二醇路线，乙二醇产能由 2017 年的 837 万吨快速增至 2019 年的 1078 万吨，

年复合增长率为 13.49%；但受限于生产技术不成熟，煤制乙二醇产量仍难以形成突破，2017-2019 年我国乙二醇产量分别为 618.3 万吨、720.6 万吨和 765 万吨。未来，随着国内乙二醇特别是煤制乙二醇生产技术的突破和规划产能的增加，可能会逐渐降低国内乙二醇需求的进口依赖，或对中国乙二醇进口贸易及以乙二醇为主的保税区货品仓储需求造成不利影响。

图表 2. 2017 年以来全国乙二醇进口量及同比情况



资料来源: wind

随着物流业对我国经济发展的重要性不断提升，政府亦提高了物流业发展的重视程度，相继颁布了《物流业发展中长期规划（2014-2020 年）》、《关于交通运输推进物流业健康发展的指导意见》、《关于加快实施现代物流重大工程的通知》和《关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》等多个文件，对现代物流体系的建立、物流运转效率的提升以及物流成本的控制等多方面进行指导及完善。此外，由于石化物流行业涉及危化品仓储，我国已对其建立了严格的监管制度，并不断加强危化品物流安全体系和应急处理机制建设。总体看，我国物流产业的发展获得了较多的政策支持。

目前，我国液体化工仓储业已经形成了因码头港口等自然条件割裂形成的区域竞争格局和因仓储品种差异形成的细分市场竞争格局。液体化工产品以长江流域为重要进口通道之一，主要聚集在张家港及周边地区。该公司所处的张保区（含金港镇）是目前我国液化产品的主要集散地之一，液体化工产品进口量居全国前列，子公司张保科技经过多年的发展，现已成为华东地区龙头液化仓储企业之一，2019 年乙二醇进口量占全国总进口量的 33%左右。乙二醇月平均库存量占华东地区乙二醇月均库存量的 65%左右，占张家港本地总库存 95%左右。其他品种如二甘醇进口量占全国总进口量的 28%左右，甲醇等品种业务量也稳中有升。

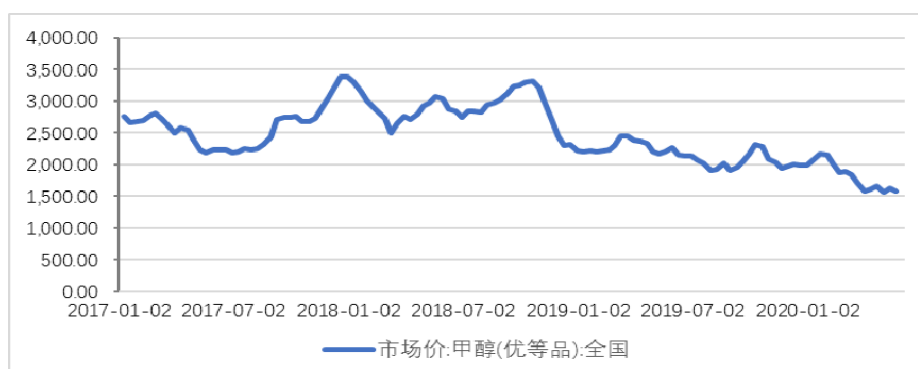
受新冠肺炎疫情影响，我国下游纺织服装行业复工延迟，聚酯库存压力加大，2020 年 2 月，我国聚酯产量为 284 万吨，同比下滑 14.46%；随着我国疫情形势改善，聚酯和纺织服装行业开工率逐步提升，聚酯也将逐步去库，但目前新冠肺炎疫情仍在全球蔓延，而我国纺织服装出口比例较高，疫情导致的外需下滑仍将对聚酯产量提升带来负面影响，且短期内难以改善，乙二醇需求恢复进程或将延长，乙二醇仓储行业面临业务拓展压力。

2019 年以来，甲醇和二甘醇价格宽幅震荡下行，相关货品贸易商经营压力加大，相关货品贸易商经营压力加大。

该公司贸易业务以经销甲醇和二甘醇等为主，经营状况与相关货品价格波动息息相关。

甲醇是一种重要的有机溶剂，广泛用于精细化工、染料工业、制药业等，下游产品包括甲醛、DMF、甲胺、合成橡胶、醋酸等。受上游原料价格、下游需求、国内外市场供给、人民币汇率等多重因素影响，2019 年我国甲醇价格剧烈波动。据国家统计局数据，甲醇（优等品）年内价格最高点出现在 3 月 10 日，报 2448.30 元/吨；之后一路下跌至年内低点，为 8 月 31 日的 1906.50 元/吨；再震荡上升至下半年高点，即 10 月 10 日的 2324.70 元/吨；截至 2019 年 12 月 31 日，国内甲醇（优等品）市场价报 1988.00 元/吨。全年甲醇（优等品）价格最大振幅 28.42%。2020 年以来，甲醇下游产业链走跌，加之新冠肺炎影响，国内甲醇（优等品）价格总体继续呈现弱势，5 月末报 1512.90 元/吨。

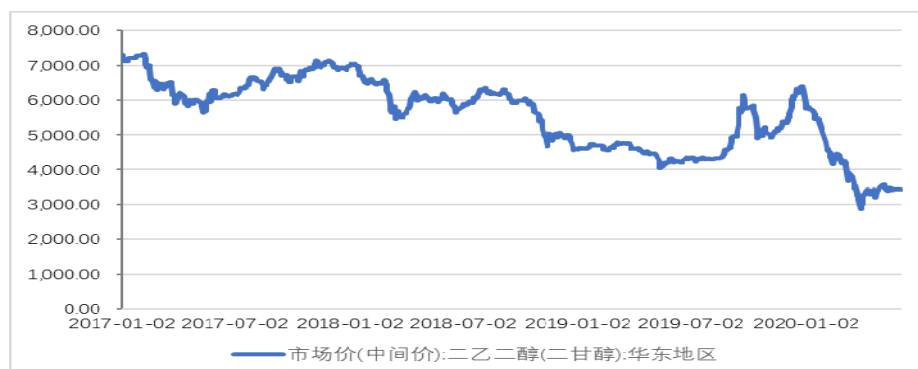
图表 3. 2017 年以来甲醇（优等品）价格走势情况 （单位：吨/元）



资料来源：wind

二甘醇是环氧乙烷制乙醇时的副产品，可被用作气体脱水剂和芳烃萃取溶剂。受累于中美经贸摩擦、环保严查导致部分中小型下游工厂淘汰，2019 年以来二甘醇价格继续呈下行态势。二甘醇华东地区中间价由 2019 年年初的 4595 元/吨下滑至 2019 年 5 月末的 3425 元/吨，跌幅达 25.46%。

图表 4. 2017 年以来二甘醇华东地区中间价格走势情况 （单位：吨/元）



资料来源：wind

在化工品产业链中，厂商地位相对强势，贸易企业一直处于微利的状态，并承担了较大的价格波动风险。

(3) 区域经济环境

张家港市地处长三角，具有较好的区位优势、港口资源和制造业基础，近年来凭借产业结构的优化升级，地方经济保持良好的发展态势。

张家港市为苏州市所辖县级市，位于长江下游南岸，东南与常熟相连，南与无锡相邻，西与江阴接壤，北与如皋、靖江隔江相望。全市总面积 998.48 平方千米，其中陆域面积 785.55 平方千米，水域面积 212.93 平方千米，下辖 8 个镇⁴，另设有 7 个功能区⁵。截至 2018 年，张家港市常住人口 126.06 万人，户籍人口 92.94 万人。

作为长三角城市群、扬子江城市群重要节点城市，张家港市借助周边发达的高速公路、铁路、水路及航空网，交通非常便捷。目前，沪通铁路、长江大桥、铁路客运站枢纽等工程有序推进，建设中的沪通、盐通张和南沿江三条铁路将在张家港形成“三铁交汇”。高铁站点项目的落户和重大配套设施的逐步完善，将为张家港市经济增长创造条件。

张家港市以其境内天然良港——张家港命名。张家港是首批对外开放的国家一类口岸，拥有 63.6 公里的沿江岸线、65 个万吨级以上泊位，2018 年完成口岸货物吞吐量 2.34 亿吨，其中外贸货物吞吐量 5463 万吨；集装箱吞吐量 103 万标箱。张家港市开放型经济较为活跃。2018 年全市新增注册外资 8.12 亿美元，实际利用外资 5.02 亿美元，“两区一园”⁶利用外资占比 86.7%。

张家港市经济总体保持增长态势，连续多年在全国百强县（市）社会经济综合发展指数排名中名列前三甲。2016-2018 年，张家港市分别完成地区生产总值 2317.24 亿元、2606.05 亿元和 2720.18 亿元，按可比价格计算，同比增速分别为 7.0%、7.3%和 6.7%。其中，2018 年全市第一产业增加值 30.63 亿元，减少 3.1%；第二产业增加值 1423.68 亿元，增长 3.3%；第三产业增加值 1265.87 亿元，增长 10.5%。三次产业比重由 2016 年的 1.4:52.4:46.2 调整为 2018 年的 1.1:52.4:46.5。按户籍人口计算，人均 GDP 为 29.27 万元；按常住人口计算，人均 GDP 为 21.60 万元。据初步测算⁷，2019 年张家港市实现地区生产总值 2850.00 亿元，同比增长 6.0%。

⁴ 杨舍镇、塘桥镇、金港镇、锦丰镇、乐余镇、凤凰镇、南丰镇、大新镇

⁵ 张家港市现代农业示范园、张保区、张家港经济技术开发区、张家港市市稻麦良种场、张家港市畜禽良种场、张家港市冶金工业园、双山岛旅游度假区，其中张家港保税区和张家港经济技术开发区是国家级开发区

⁶ 张保区、张家港经济技术开发区、张家港市冶金工业园

⁷ 截至本报告日，2019 年张家港市国民经济和社会发展统计公报未发布。

图表 5. 2016 年以来张家港市主要经济指标及增速

指 标	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	增幅 (%)	金额	增幅 (%)	金额	增幅 (%)	金额	增幅 (%)
地区生产总值 (亿元)	2317.24	7.0	2606.05	7.3	2720.18	6.7	2850.00	6.0
其中：第一产业增加值 (亿元)	31.34	0.5	31.20	-0.3	30.63	-3.1	—	—
第二产业增加值 (亿元)	1214.70	4.3	1365.64	5.3	1423.68	3.3	—	—
第三产业增加值 (亿元)	1071.72	10.5	1209.19	9.8	1265.87	10.5	—	—
规模以上工业总产值 (亿元)	4542.04	-1.5	4993.20	17.1	4790.59	5.9	4559.06	3.2
固定资产投资 (亿元)	724.77	-4.1	727.21	0.3	389.79	-12.1	—	12.5
社会消费品零售总额 (亿元)	535.16	8.1	581.46	8.7	605.87	6.4	639.62	5.6
进出口总额 (亿美元/亿元) *	274.17	-6.3	2179.26	20.5	364.67	13.5	343.61	-5.8
三次产业比例	1.4:52.4:46.2		1.2:52.4:46.4		1.1:52.4:46.5		—	

资料来源：2016-2018 年张家港市国民经济和社会发展统计公报、张家港市统计局

*：2017 年进出口总额数据单位为亿元，其余期间单位均为亿美元

上世纪 80 年代起，张家港市通过发展乡镇企业推动非农经济，涌现沙钢、永钢等冶金骨干企业，华芳、澳洋、东渡等纺织名牌企业，新美星、海陆重工、维达机械、海狮机械等机电领军企业，逐步形成了冶金、纺织、机电、化工和食品等五大工业支柱产业。2018 年上述行业产值分别占规模以上工业总产值的 44.57%、12.75%、15.83%、16.52 和 4.45%。除食品外，其余各支柱行业均具有周期性波动特征，尤其是第一大产业——冶金产值增速显著波动，导致张家港市规模以上工业总产值增速相应变化，2016-2018 年分别为 4.1%、17.1% 和 5.9%。2019 年，受化工行业整治以及冶金市场预期降低等影响，全市工业经济运行承压，规模以上工业总产值 4559.06 亿元，同口径略增 3.2%。

图表 6. 2016-2018 年张家港市主要规模以上工业产值 (单位：亿元，%)

指标	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
规模以上工业总产值 ⁸	5120.50	4.1	4993.20	17.1	4790.59	5.9
其中：冶金	2457.84	-5.5	2426.81	27.7	2135.31	3.5
纺织	752.71	-5.2	637.23	-3.3	610.59	3.2
机电	716.87	3.3	691.73	8.5	758.23	9.3
化工	721.99	6.5	781.87	20.3	791.42	9.8
食品	230.42	9.6	202.27	9.3	213.09	-5.0

资料来源：2016-2018 年张家港市国民经济和社会发展统计公报

近年来，张家港市出台了一系列鼓励企业科技创新的政策措施，积极优化升级工业经济，推动新兴产业发展。2016-2018 年全市规模以上新兴产业分别实现产值 2029.74 亿元、2285.00 亿元和 2273.94 亿元，占规上工业比重由 2016 年的 44.7% 上升至 2018 年的 47.5%。其中，2018 年新材料行业产值 1447.29

⁸ 2018 年，张家港市规模以上工业总产值绝对值下降，但同比增速呈仍正增长，主要是由于统计口径发生变化导致全市规模以上工业企业数量下降

亿元、新能源行业产值 291.69 亿元、高端装备行业产值 332.17 亿元、智能电网及再生利用行业产值 177.03 亿元。

依托较好的港口资源、区位优势以及制造业基础，张家港市进出口总额体量较大，但增速较易受外部环境波动影响，2016-2018 年进出口总额增速分别为-6.3%、20.5%和 13.5%。2018 年全市实现进出口总额 364.67 亿美元，其中出口总额 175.18 亿美元，同比增长 9.6%；进口总额 189.49 亿美元，同比增长 17.4%。从贸易方式看，附加值高的一般贸易进出口占进出口总值比重达 81%。从主要货品看，纺织原料及纺织制品增长 12.5%、矿产品增长 11.0%、金属及其制品增长 3.9%、植物产品增长 23.8%、化工产品增长 22.7%。2019 年，进出口总额同比下降 5.8%至 343.61 亿美元，主要系中美贸易摩擦所致。

因供给侧改革和环境综合整治，近年来张家港市固定资产投资面临较大下行压力，2016-2018 年固定资产投资增速分别为-4.1%、0.3%和-12.1%。从投资领域看，近三年工业投资均呈负增长，分别同比下滑 1.1%、2.8%和 8.1%；服务业投资增速则低位徘徊。2019 年，工业投资（以工业技改投资为主）增速提升，带动全市固定资产投资同比增长 12.5%。

图表 7. 2016 年以来张家港市主要固定资产投资情况（单位：亿元，%）

	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年	
	完成投资	增速	完成投资	增速	完成投资	增速	完成投资	增速
工业	385.67	-1.1	374.79	-2.8	129.17	-8.1	—	24.0
服务业	339.09	-7.3	352.39	3.9	260.63	—	—	6.8

资料来源：2016-2018 年张家港市国民经济和社会发展统计公报、张家港市统计局

尽管张家港市房地产开发投资持续扩大，但房屋销售由于楼市调控政策而明显变化。2016 年全市商品房热销。2017 年 7 月，张家港市政府出台楼市收紧政策⁹，当年商品房仍供销两旺；调控效应在次年开始显现。2018 年全市商品房销售面积 280.75 万平方米，下降 3.9%，商品房销售额 363.60 亿元，增长 7.9%，销售面积和销售额增速分别较上年大幅减缓 50.5 个百分点和 68.6 个百分点。

图表 8. 2016-2018 年张家港市房屋建设、销售情况（单位：亿元，万平方米，%）

	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
房地产开发投资（亿元）	163.81	-0.2	204.39	24.8	211.70	3.6
商品房施工面积（万平方米）	1007.70	-2.52	1193.35	18.4	1168.92	-2.1
商品房竣工面积（万平方米）	179.61	35.64	212.13	18.1	87.06	-59.0
商品房销售面积（万平方米）	196.63	33.53	292.28	48.6	280.75	-3.9
商品房销售额（亿元）	180.39	40.14	318.31	76.5	363.60	7.9

资料来源：2016-2018 年张家港市国民经济和社会发展统计公报

⁹ 《张家港市人民政府办公室抄告单》（张政办抄[2017]8 号）提出了调整土地供应条件、加大住宅用地供应、实行限售政策等

根据《张家港市国民经济和社会发展“十三五”规划》，张家港市将围绕转型升级核心战略，提升有效投资和创新驱动，推动经济增长从要素投入向创新驱动转化，建设现代化港口城市。根据规划，“十三五”时期，张家港市地区生产总值年均增长7%左右，至2020年末服务业增加值占GDP比重达到50%左右，全社会研发支出占GDP比重达到3%。

张保区（含金港镇）位于张家港港口内，政策和区位优势突出，已吸引大批大型企业入驻，化工、粮油、机电、纺织、物流等产业集群效应明显。

张保区位于张家港市西北部的金港镇，地处长江“黄金水道”，水路交通便利，向内可覆盖华东地区及长江流域，向外可连接东亚及太平洋地区，是我国首家内河港型保税区和唯一的县域口岸保税区。

张保区于1992年10月经国务院批准设立。2008年，国务院批准张家港保税区和张家港保税区物流园区整合，升级成为张家港保税港区¹⁰。除园区整合外，2008年张家港市政府对张保区和金港镇实施“区镇合一”的管理体制改革，在规划建设、经济发展、组织人事、审批权限、财政结算¹¹和公共事务等六个方面实行统一管理。改革完成后，张保区管委会的管辖范围拓展到147平方公里。2018年末，张保区（含金港镇）下辖3个办事处、51个行政村、社区（村26个、社区25个），户籍人口18万。

张保区共有长江岸线5.5公里，万吨级码头19座，其中集装箱码头1座、化工码头10座，吞吐能力超过2000万吨。张保区是国内重要的化工品、木材、粮油和羊毛进出口分拨基地和贸易集散场所，也是长江流域最大的液体化工仓储基地。目前张保区建有液体化工储罐容积近100万立方米，年仓储能力达约500万吨。为提升产业承载力、实现片区联动发展，“区镇合一”管理体制改革后，金港镇内扬子江化工园、环保新材料产业园、再生资源示范基地、重型装备工业园、物流园区等若干园区成为张保区的配套功能区，构建了以张保区为核心的“一区多园”发展格局，形成较为完善的区域性综合保税运营模式，区域面积合计31.71平方公里¹²。

依托张保区及配套功能区等平台载体，张保区（含金港镇）积极发展临港制造业，累计批办企业4000余家，注册外资超70亿美元，外地资本超320亿元，引进陶氏、丰田、霍尼韦尔等30余家世界500强企业以及中粮、中集、中核等央企国企，并培育有6家本土上市公司，构筑起化工、纺织、粮油等特色产业集群。现代服务业方面，张保区（含金港镇）重点发展港口物流业，搭

¹⁰ 整合升级为保税港区后，张保区仍维持原名不变。

保税港区将港口的物流功能和保税区的优惠政策相结合，叠加保税区、出口加工区和保税物流区的优惠政策，是我国目前港口与陆地区域相融合的保税物流层次最高、政策最优惠、功能最齐全的监管区域，在形式上最接近自由贸易港。

¹¹ 张保区管委会对区、镇财政预决算统一管理，金港镇社会事业建设资金的不足部分，由张保区从市留存财政部分中划出一定数额弥补。

¹² 具体包括：张保区4.1平方公里、扬子江化工园1.51平方公里、再生资源示范基地1.87平方公里、环保新材料产业园11平方公里、重型装备工业园11.7平方公里、物流园区1.53平方公里。

建以化工、纺织、粮油、木材为主导的四大传统市场，培育了进口汽车、进口消费品两大新兴市场，六大物流市场年均交易总额近 6000 亿元（含电子交易额）。

城市建设方面，张保区（含金港镇）推进港产城融合发展，着力提升商务配套能力。近年来，在改造提升 10 平方公里老城区基础上，启动了规划面积 8.5 平方公里的滨江新城、7 平方公里的香山景区的开发建设。目前，滨江大厦、科文中心、居民小区、学校、集贸市场、商业中心等一批功能建筑陆续投用，香山景区开发深入推进，在获评国家 4A 级旅游景区的基础上，正在积极申报省级旅游度假区。此外，疏港高速建成通车、沿江城际铁路已开建动工；建成后，区镇对外交通格局优化提升，两小时车程覆盖沪、宁、杭等大中城市。

受支柱产业运行波动和贸易摩擦影响，2019 年张保区（含金港镇）部分经济指标增速出现回落。规模以上工业总产值 1190.12 亿元，增长 3.5%，增速较上年放缓 3.4 个百分点。进出口总额 153.25 亿元，下降 10.5%。全社会固定资产投资维持较大规模，2019 年完成投入 90.78 亿元，同比增长 14.5%，其中工业投入 50.86 亿元，增长 18.9%，服务业投入 39.92 亿元，增长 9.3%。外资引进继续增长，全年注册外资 7.08 亿元，增长 79.9%，利用外资 2.10 亿元，增长 19.8%。

图表 9. 2017-2019 年张家港保税区（含金港镇）经济指标

指 标	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	增幅（%）	金额	增幅（%）	金额	增幅（%）
地区生产总值（亿元）	708.70	7.5	744.13	6.9	—	—
其中：工业增加值（亿元）	337.19	5.5	353.03	3.8	—	—
服务业务增加值（亿元）	354.19	10.4	372.71	10.7	—	—
规模以上工业总产值（亿元）	1155.83	17.7	1224.87	6.9	1190.12	3.5
固定资产投资（亿元）	167.46	-0.1	79.30	-12.6	90.78	14.5
注册外资（万美元）	28682	106.5	39361	37.2	70823	79.9
进出口总额（亿美元/亿元）*	967.89	26.5	171.21	20.0	153.25	-10.5

资料来源：金港资产

*：2017 年进出口总额数据单位为亿元，2018-2019 年为亿美元

2017 年以来，张保区（含金港镇）土地市场呈先降后升。住宅用地成交对整体土地市场影响较大，其出让面积和交易均价受供地计划影响，年度间持续波动。综合作用下，2017-2019 年区镇土地成交总价分别为 20.17 亿元、10.43 亿元和 18.27 亿元。

图表 10. 2017-2019 年张保区（含金港镇）土地市场交易情况

	2017 年	2018 年	2019 年
土地出让总面积（亩）	1297.90	1605.77	1848.99
其中：工业用地出让面积（亩）	436.79	582.50	1372.21
商住用地出让面积（亩）	437.18	210.65	324.46
仓储用地出让面积（亩）	—	53.29	93.55
码头用地出让面积（亩）	423.92	759.33	39.61

	2017 年	2018 年	2019 年
教育用地出让面积（亩）	—	—	19.14
土地出让总价（亿元）	201733.00	104297.12	182696.03
其中：工业用地出让总价（万元）	13898.88	19149.86	46643.01
商住用地出让总价（万元）	175077.00	61038.00	128170.00
仓储用地出让面积（万元）	—	2113.68	2869.01
码头用地出让面积（万元）	12757.10	21995.58	1096.01
教育用地出让面积（万元）	—	—	3918.00
土地出让均价（万元/亩）	155.54	64.95	98.81
其中：工业用地出让单价（万元/亩）	31.82	32.88	33.99
商住用地出让单价（万元/亩）	400.47	289.76	395.03
仓储用地出让面积（万元/亩）	—	39.66	30.67
码头用地出让面积（万元/亩）	30.09	28.97	27.67
教育用地出让面积（万元/亩）	—	—	204.70

资料来源：金港资产

根据《张家港保税区（金港镇）国民经济与社会发展第十三个五年规划纲要》，“十三五”期间，张保区（金港镇）全面实施“区、港、城”发展战略，主攻“新材料、新装备、新能源”为主体的临港制造业，加快推进港口服务业转型，到 2020 年服务业增加值占 GDP 比重达到 53%。基础设施建设方面，重点拓展对外交通通道及优化地下管廊建设。

2. 业务运营

该公司主要承担张保区（含金港镇）基础设施投资建设任务，投资规模较大，开发周期长，回款进度缓慢，面临持续的资本性支出压力。同时，公司还管理部分市国有资产，通过码头仓储、贸易等业务获取经营性收益和现金流入。公司拥有一定码头和储罐资源，码头仓储业务稳定；化工品贸易业务面临了较大货品价格波动风险。

该公司作为张保区（含金港镇）市政基础设施投资建设和国有资产运营的载体，核心业务包括基础设施投资建设、码头仓储及贸易等。2017-2019 年，公司分别实现营业收入 21.60 亿元、33.09 亿元和 32.44 亿元，其中基础设施建设收入和码头仓储收入稳步增长；商品销售收入年度间波动明显。2020 年第一季度，公司各项业务均出现不同程度减少，营业收入同比下降 17.70%至 5.02 亿元。

2017-2019 年，该公司营业毛利分别为 3.64 亿元、3.53 亿元和 5.29 亿元。码头仓储毛利持续增大，为公司最主要利润来源，其毛利占比由 2017 年的 40.62%升至 2019 年的 59.90%；基础设施建设业务在主业利润中占有一定比重，2019 年贡献了 19.72%的毛利；商品销售盈利空间小，毛利占比一直不超过 10%。2020 年第一季度，营业毛利同比略降 1.79%至 1.07 亿元，毛利结构与历年相比差异不大。

图表 11. 2017 年以来公司营业收入构成及毛利情况（单位：万元、%）

营业收入构成	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
基础设施建设	87151.58	40.35	111523.58	33.70	112196.72	34.58	24062.26	47.96
码头仓储	36391.72	16.85	37860.10	11.44	55052.95	16.97	11356.70	22.64
商品销售	76200.11	35.28	165920.65	50.13	141524.72	43.62	10241.79	20.41
其他	16264.36	40.35	15645.27	33.70	15647.63	4.82	4510.05	8.99
合计	216007.77	100.00	330949.60	100.00	323185.93	100.00	50170.81	100.00

营业毛利构成	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
基础设施建设	10397.01	28.54	10256.84	29.03	10441.06	19.72	2094.43	19.52
码头仓储	14796.36	40.62	15672.73	44.35	31706.67	59.90	5802.48	54.09
商品销售	3398.07	9.33	517.49	1.46	1322.48	2.50	494.46	4.61
其他	7838.46	21.52	8890.18	25.16	9464.40	17.88	2336.80	21.78
合计	36429.90	100.00	35337.24	100.00	52935.61	100.00	10728.17	100.00

资料来源：金港资产

（1）基础设施建设业务

该公司基础设施业务包括土地开发以及道路、桥梁和管网等配套建设¹³，由下属子公司张家港保税区张保实业有限公司（以下简称“张保实业”）和张港市滨江新城投资发展有限公司（以下简称“滨江城投”）负责，其中张保实业负责保税区及配套园区的基础设施建设，滨江城投则承担了香山风景区和滨江新城的基建任务。各基建实施主体所负责的区域范围不同，但运营模式、资金平衡方式一致。具体而言，公司承接的基建任务均由张保区管委会委托公司开展，公司负责筹集项目资金，工程竣工并审计决算后，管委会按照确定金额及约定的时间进行回购，一般项目竣工决算后 5-12 年内完成回购，回购金额按照项目实际投资额加计 8%-10% 的收益。目前基础设施项目主要由张保区规划建设局组织建设，公司拨付建设资金，因此工程支出一般先在预付账款中核算，工程结算审核后再逐步转入至存货。

该公司承建的基础设施项目均系片区开发，涉及征地拆迁、道路改造、敷设供水管道、河道整治、绿化等工程，单个基建项目投资额普遍偏大，且工期较长。公司前期开发的物流园工程、化工园工程、再生园工程、环保新材料产业园工程、重工业装备基地园工程等已陆续完工并进入回购期。截至 2019 年末，上述 5 个基础设施项目累计投资 67.90 亿元，对应回购款 74.69 亿元，当期末公司累计收到回购款 48.24 亿元。除完工且实现回购的项目外，公司包括汽车物流园一期工程、路桥工程、水电配套管网设施工程等在内的

¹³ 由于该公司根据项目片区而非投建类型（市政配套建设或土地开发）计量建设成本，且管委会每年对项目片区进行收入确认，不细分土地开发收入或配套建设收入，故土地开发及市政配套建设收支统一在基础设施建设项下核算

已建成项目由于尚未进行竣工决算和回购，仍于存货科目核算，2019 年末账面价值合计超 30 亿元。

图表 12. 公司已完工并进入回购期基础设施主要项目情况（单位：亿元）

项目名称	开发主体	建设周期	总投资	回购期间	拟回购金额	已收到回购款	未来回购计划		
							2020 年	2021 年	2022 年
物流园工程	张保实业	2006.3-2007.5	10.50	2010-2019	11.55	11.55	0.00	0.00	0.00
化工园工程	张保实业	2002.12-2005.12	20.50	2009-2021	22.55	15.25	3.50	3.80	0.00
再生园工程	张保实业	2008.12-2012.12	9.42	2014-2021	10.36	8.36	1.00	1.00	0.00
环保新材料产业园工程	张保实业	2010.11-2013.10	6.98	2014-2019	7.68	7.68	1.00	0.00	0.00
重工业装备基地园工程	张保实业	2012.8-2014.12	20.50	2015-2023	22.55	5.40	2.80	2.70	4.50
总计	—	—	67.90	—	74.69	48.24	8.30	7.50	4.50

资料来源：金港资产（截至 2019 年末）

图表 13. 2017 年以来公司基础设施建设项目收入确认及回款情况（单位：亿元）

项目名称	实施主体	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
		收入确认	回笼资金	收入确认	回笼资金	收入确认	回笼资金	收入确认	回笼资金
物流园工程	张保实业	1.40	1.24	1.59	1.06	1.31	1.97	—	—
化工园工程	张保实业	2.00	1.77	2.33	1.56	2.41	3.64	1.15	0.98
再生园工程	张保实业	1.00	0.89	1.06	0.71	1.01	1.53	0.32	0.28
环保新材料产业园工程	张保实业	1.00	0.89	1.06	0.71	1.15	1.73	—	—
重工业装备基地园工程	张保实业	1.89	0.97	1.06	0.71	1.24	1.87	0.94	0.78
香山风景区	滨江城投	—	—	4.05	4.05	—	—	—	—
张家港滨江新城	滨江城投	1.42	1.42	—	—	4.11	4.11	—	—
合计	—	8.71	7.18	11.15	8.78	11.22	14.84	2.41	2.04

资料来源：金港资产

从在建、拟建的基础设施项目来看，该公司近年来重点开发推进了香山风景区、张家港滨江新城基础设施完善工程。截至 2019 年末，公司在建项目 2 个，计划总投资 180.00 亿元，已投入 159.00 亿元，计划 2020-2021 年分别投入 9.00 亿元和 4.00 亿元。另外，公司正在筹划安置房项目文昌小区（二期），计划投资额为 9.00 亿元，拟于 2020 年 11 月启动建设。

图表 14. 公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	开发主体	建设周期	计划总投资	已投资	计划投资额	
					2020 年	2021 年
香山风景区	滨江城投	2011.1-2021.9	86.00	78.00	4.00	2.00
张家港滨江新城	滨江城投	2011.1-2021.9	94.00	81.00	5.00	2.00
总计	—	—	180.00	159.00	9.00	4.00

资料来源：金港资产（截至 2019 年末）

图表 15. 公司拟建项目情况 （单位：万平方米、亿元）

项目名称	开发主体	建设周期	占地面积	建筑面积	计划投资额
文昌小区（二期）	滨江城投	2020.11-2023.12	5.12	19.75	9.00

资料来源：金港资产（截至 2019 年末）

从资金平衡角度看，2017-2019 年和 2020 年第一季度，该公司基础设施建设投资支出分别为 31.46 亿元、50.56 亿元、20.39 亿元和 3.00 亿元，同期分别获取管委会回款 7.18 亿元、16.30 亿元、18.34 亿元和 2.04 亿元¹⁴，尽管回款进度有所加快，但远无法覆盖建设支出；即使考虑到 2017 年以来公司累计获取管委会资本金注入 23.80 亿元，仍存在资金缺口合计 37.75 亿元，主要通过外部融资补足。总体而言，公司负责建设的基础设施项目较多，而回款周期长，项目开发资金垫付金额偏大，加之未来仍有一定项目建设计划，面临持续的投融资压力。

（2）码头仓储业务

该公司码头仓储业务的运营核心主体为子公司张家港保税区长江国际港务有限公司（简称“长江国际”，保税科技持股 90.74%）和张家港保税港区港务有限公司（简称“港区港务”），其中长江国际主营液体化工品仓储业务，港区港务侧重于散货仓储业务。2017-2019 年和 2020 年第一季度公司码头仓储业务分别实现收入 3.64 亿元、3.79 亿元、5.51 亿元和 1.14 亿元，其中液体化工品仓储收入约占 75%，散货仓储收入约占 25%。

图表 16. 公司码头仓储业务收入情况（单位：万元）

实施主体	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
长江国际	28757.52	28229.75	45033.51	7980.67
港区港务	7634.20	9630.35	10019.44	3376.03
合计	36391.72	37860.10	55052.95	11356.70

资料来源：金港资产

该公司目前拥有 506 米的长江岸线，自有 5 万吨级泊位（2#泊位）、3 万吨级泊位（1#泊位）各一个。储罐资源方面，公司通过收购码头后方其他液体化工品企业再进行储罐改造的方式扩大总罐容。2016 年 6 月，华泰化工罐区建成并投入使用，公司储罐容量增加 28.42 万立方米；扬州石化 4.8 万立方米储罐于 2019 年 3 月投入运营。2019 年末，公司自有储罐罐容为 110.79 万平方米，未有租用罐容。与保税区其他化工品仓储企业相比，公司拥有的储灌资源处于领先地位¹⁵，未来发行人将通过收购码头后方其他液体化工品企业再进行储罐改造的方式扩大总罐容。

¹⁴ 2017 年回款均冲抵应收账款；2018 年回款中：9.78 亿元作为回购款、6.52 亿元作为预收款项（在对应明细项目完成审计决算后结转至收入）；2019 年回款中，14.84 亿元作为回购款、3.50 亿元作为预收款项。

¹⁵ 根据公开资料，长江港务是张家港市最大的单体液体化工仓储企业，储罐容量约占张家港市场总量的 30%，领先竞争对手张家港孚宝仓储有限公司 4.5 万立方米左右、东华能源股份有限公司 30.5 万立方米左右。

该公司客户群体主要为江浙地区的贸易商。为降低市场波动风险，贸易商一方面更多采取期货交易，堆存需求有所下降，另外一方面改变交易策略，采用快进快出的营运方式，货品仓储时间缩短，导致公司 2017-2018 年仓储利用率不高。2019 年公司增加接货量，仓储利用率得以提升。2020 年第一季度，受新冠肺炎疫情冲击，贸易商积极性减弱，公司储罐利用率出现回落。

图表 17. 公司仓储资源及利用率情况

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
拥有长江岸线（米）	506	506	506	506
自有码头泊位	2	2	2	2
储罐罐容（万立方米）	105.99	105.99	110.79	110.79
利用率 ¹⁶	57.64	58.48	71.87	56.37

资料来源：金港资产

从货种情况来看，该公司码头仓储货种以乙二醇、二甘醇及甲醇等液体化工品为主，并辅以少量的金属矿石、农林牧渔业产品等固体散杂货。其中乙二醇一直为公司核心货物，近三年吞吐量复合增长率为 10.20%，主要是因为贸易商加快货物周转以及下游聚酯需求上升。此外，散杂货吞吐量稳步递增，由 2017 年的 165.37 万吨增长 2019 年的 218.98 万吨。

图表 18. 公司码头仓储主要货品吞吐量情况（单位：万吨、%）

货物品种	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比
乙二醇	306.36	57.51	365.08	63.14	372.07	58.13	102.12	60.75
二甘醇	24.05	4.51	29.72	5.14	22.73	3.55	7.66	4.56
甲醇	36.90	6.93	6.64	1.15	13.39	2.09	4.2	2.50
散杂货	165.37	31.05	176.74	30.57	218.98	34.21	49.95	29.72
合计	532.683	100.00	578.18	100.00	640.08	100.00	168.09	100.00

资料来源：金港资产

该公司货物仓储收费包括码头靠泊费、仓储费和装卸费等三项。2019 年 7 月起，公司调升码头靠泊费，并对乙二醇和甲醇的基础仓储收费进行上调。调整后，码头靠泊费根据货船吨位大小，按 30.00-45.00 元/吨不等收取；仓储费根据所存放化工品危险程度，30 天以内按 25.00-45.00 元/吨收取，超过 30 天的部分按 1.20-1.50 元/吨/天收取；装卸费根据装卸货物重量和类别，仍按 20.00-28.00 元/吨收取。货物仓储收费一般通过银行汇款方式结算，账期不超过 30 天，资金回笼情况较好。

¹⁶ 月储罐利用率=月初库存量/月初投用储罐总量（库容*密度），年储罐利用率即取 12 个月的平均值

图表 19. 公司码头仓储业务主要收费标准

序号	项目	收费标准	
		2016 年 10 月-2019 年 6 月	2019 年 7 月至今
1	码头靠泊费	22.00-35.00 元/吨	30.00-45.00 元/吨
2	仓储费	基础仓储费 8.00-38.00（元/吨/30 天以内）	基础仓储费 8.00-45.00（元/吨/30 天以内）
		超期仓储费 1.20-1.50（元/吨/天）	超期仓储费 1.20-1.50（元/吨/天）
3	装卸费	20.00-28.00 元/吨/天	20.00-28.00 元/吨/天

资料来源：金港资产

此外，为实现传统仓储物升级，该公司还自主研发了网上仓储智慧物流服务平台，2019 年末累计注册用户 1.66 万家，累计完成交割量 4.12 万吨。目前智慧物流平台根据客户类型不同，收取货权转移交割费 0.3 元-0.5 元/吨，2019 年实现收入约 5200 万元。

（3）商品销售业务

该公司商品销售业务收入绝大部分来自于化工品贸易，其收入占比超过 95%，另有少量为自来水销售。公司利用自身仓储业务资源和保税区成熟的化工品交易所带来的信息资源优势，开展化工品贸易业务，主要由子公司保税科技下属全资子公司张家港扬子江保税贸易有限公司（简称“保税贸易”）负责运营，2017-2019 年保税贸易的贸易收入分别为 7.25 亿元、10.26 亿元、13.77 亿元。此外，原二级子公司江苏化工品交易中心有限公司（简称“化交中心”）于 2018 年大幅扩张贸易规模，当年实现收入 5.94 亿元，成为公司当年贸易增量的重要来源；因股权变更，2019 年起公司丧失对化交中心的控制权，后者收入不再纳入公司合并范围¹⁷，贸易规模出现减少。2020 年第一季度，大部分企业复工复产延后，相关市场需求不振，加之公司为控制风险，主动收缩业务规模，贸易收入同比大幅下降 31.96%至 1.02 亿元。

该公司化工品贸易以自营为主，具体包括两种运作模式，一种是公司根据下游客户的货品要求、报价等寻找上游供货商，即“以销定购”，从中赚取差价获得收益；另一种是当大宗商品价格下跌到某一低点，公司预期其价格未来将出现反弹，按市场价格进口货物并储存在仓库中，待市场价格回升后再寻找下游客户销售，利用市场波动赚取收益，但需要承担较大的价格波动风险。公司对上下游均采用 90 天远期信用证方式结算，营运资金压力主要取决于货品周转速度¹⁸。

近年来，该公司化工品贸易业务收入规模持续扩大，贸易品种根据市场走

¹⁷ 2018 年 12 月 29 日，该公司将持有化交中心的 30%股权作价 6482.21 万元转让给张家港保税区金盛投资发展有限公司（与公司无股权关系），之后化交中心的股权结构调整为：张家港保税港区港务有限公司（公司全资控股）、张家港保税区金盛投资发展有限公司、江苏飞翔化工股份有限公司分别持股 40%、30%、30%，公司丧失对化交中心的控制权，不再纳入合并范围（上述股东均未将江苏化工品交易中心有限公司纳入合并范围）。

化交中心主要从事增值电信业务和货品进出口，2017-2018 年营业收入分别为 2023.59 万元和 5.97 亿元（含乙二醇贸易收入 1.68 亿元、二甘醇贸易收入 3.53 亿元）。

¹⁸ 保税贸易 2019 年存货周转率为 12.57 次，运营效率较高。

势有所调整，2017 年以甲醇为主、辅以二甘醇，2018 年加大二甘醇购销并快速收缩甲醇贸易，2019 年则重点开展乙二醇贸易、其余货品均快速减少。受货品价格剧烈波动影响，公司化工品贸易盈利欠佳，2019 年实现毛利 245.6 万元，仅为 2017 年的 10.19%；2020 年第一季度回升至 509.01 万元，主要是由于赚取市场波动的自营贸易缩减。

图表 20. 2017 年以来公司化工品贸易业务构成情况（单位：亿元、%）

业务类型	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
精对苯二甲酸	1.32	18.15	—	—	—	—	—	—
乙二醇	0.08	1.14	2.63	16.37	10.27	74.58	0.34	36.17
甲醇	4.41	60.91	1.29	8.03	0.65	4.72	0.23	24.47
二甘醇	1.32	18.16	11.33	70.50	2.70	19.61	0.17	18.09
其他	0.12	1.64	0.95	5.10	0.15	1.09	0.21	22.34
合计	7.25	100.00	16.20	100.00	13.77	100.00	0.94	100.00

资料来源：金港资产

（4）其他

该公司其他业务包括资产租赁、物业管理、景区服务、餐饮客房等，经营规模较小，对整体业绩和财务影响不大。

为促进张保区招商引资，并扩充自身经营性现金流，该公司开发建设了滨江大厦、进口汽车物流中心等项目。预期收益方面，根据进口汽车物流中心的可行性研究报告，项目建成后自持运营并获取综合性服务收入，静态投资回收期为 9.78 年；滨江大厦项目未编制可行性研究报告，预期收益不确定，目前主要向张保区内贸易、物流类企业招租。

图表 21. 近年来公司重点开发自营项目（单位：万元、万平方米）

项目名称	开发主体	总投资	占地面积	建筑面积	建设内容	建设周期	2019 年租赁收入
滨江大厦	滨江城投	95000	4.68	15.20	办公用房	2013.10-2016.12	693.56
进口汽车物流中心	江苏港通投资发展有限公司	29000	10.40	6.50	整车仓储及配套用房	2015.5-2018.12	281.8
合计	—	124000	15.08	21.70	—	—	975.36

资料来源：金港资产（截至 2019 年末）

管理

该公司为张保区管委会直属企业，建立了较为完善的法人治理结构。公司本部主要履行投资管理职能，具体的生产运营主要在下属子公司，主要子公司在业务运营和投融资方面具有较强的独立性。

1. 产权关系与公司治理

(1) 产权关系

该公司是张保区管委会直属企业，张保区管委会是公司唯一股东和实际控制人。公司产权状况详见附录一。

(2) 公司治理

该公司为国有独资企业，不设股东会，由张保区管委会授权张家港保税区国有资产管理办公室（以下简称“国资办”）行使股东职权。根据《公司法》及《公司章程》的要求，公司设立董事会、监事会及在董事会领导下的经营管理层。公司董事会由 3 名成员组成，包括董事长 1 名，职工代表董事 1 名，董事会成员全部由国资办任免；公司监事会成员由 5 人组成，职工代表监事 3 名，由职工代表大会选举产生后，报国资办备案。非职工董事、非职工监事由国资办任命。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或者解聘，主持公司的经营管理工作。

(3) 主要关联方及关联交易

2019 年末，该公司对关联方提供担保合计 4.15 亿元，存在一定的或有损失风险。此外，公司还有一定的关联资金往来，年末应收关联方款项合计 2.96 亿元。

图表 22. 公司关联担保情况（单位：万元）

被担保方	与公司关系	担保金额	担保期限
江苏化工品交易中心有限公司	联营企业	8800.00	2017.05.16-2020.04.20
张家港港新重装码头港务有限公司	联营企业	10000.00	2019.06.18-2020.06.18
张家港中远海运金港化工物流有限公司	联营企业	5775.00	2019.01.25-2032.01.25
张家港保税区长源热电有限公司	联营企业	2900.00	2019.06.28-2022.06.13
张家港保税区长源热电有限公司	联营企业	3000.00	2019.12.12-2020.12.11
张家港保税区长源热电有限公司	联营企业	4000.00	2019.06.23-2020.06.21
张家港保税区长源热电有限公司	联营企业	1000.00	2019.11.19-2020.11.17
张家港保税区长源热电有限公司	联营企业	2500.00	2019.11.20-2020.11.19
张家港保税区长源热电有限公司	联营企业	1750.00	2019.12.06-2020.12.04
张家港保税区长源热电有限公司	联营企业	1750.00	2019.12.17-2020.12.12
合计	—	41475.00	—

资料来源：金港资产（截至 2019 年末）

图表 23. 公司关联应收款项（单位：万元）

关联方	与公司关系	款项性质	账面余额
张家港保税区开发总公司	同一控制方	其他应收款	7638.42
江苏化工品交易中心有限公司	联营企业	其他应收款	14200.00
张家港保通汽车检测有限公司	联营企业	其他应收款	290.00

关联方	与公司关系	款项性质	账面余额
张家港港新重装码头港务有限公司	参股公司	其他应收款	2554.29

资料来源：金港资产（截至 2019 年末）

2. 运营管理

（1）管理架构及模式

公司本部实际并无经营活动，主要履行管理职能，在总经理下设资产经营管理部、财务部、办公室等 3 个部门，组织架构较为精简；各子公司则按实际需要再设立具体的经营职能部门。

公司本部部门分工较为明确，资产经营管理部协调处理公司的投资企业及存量资产管理工作；财务部负责公司的会计核算、财务管理及公司融资、偿债机制的建立等工作；办公室负责各部门及子公司之间的协调，贯彻落实各项政策以及各项后勤工作。

（2）管理制度及水平

公司不断建立健全内部控制体系，包括对外投资管理制度、融资决策制度、财务管理制度、对外担保制度、关联交易管理制度、子公司管理制度等。

在对外投资方面，该公司的投资事项须经管委会批准，并遵循投资、受益和监管相统一的原则；在财务管理方面，公司制定了一套财务管理制度，规范业务运行中的财务核算工作，控制项目实施过程中的资金风险；在对外担保方面，公司担保行为需经总经理审核后报管委会核准。

对于非上市子公司管理，该公司本部对其管控重点主要体现于经营决策，非上市子公司在具体业务操作、资金管理方面具有一定的独立性，本部适时给予其资金支持¹⁹。上市子公司方面，公司依照相关法律法规，主要通过股东大会行使股东权力，在董事会派驻董事参与保税科技重大事项决策，在监事会派驻监事进行经营监督，不直接参与保税科技日常运营。

（3）过往债务履约及其他行为记录

根据该公司提供的本部 2020 年 6 月 17 日《企业信用报告》、张保实业 2020 年 6 月 19 日《企业信用报告》、滨江城投 2020 年 6 月 17 日《企业信用报告》、保税科技 2020 年 4 月 9 日《企业信用报告》，公司本部、张保实业、滨江城投、保税科技信用记录正常，未结清贷款中无银行借款逾期、欠息情况。根据 2020 年 6 月 18 日国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息查询结果，公司本部、张保实业、滨江城投、保税科技均无不良记录；长江国际存在多起民事纠纷。

¹⁹ 下属子公司向张保区管委会提出申请，管委会核准后，本部向子公司拆出资金，参照本部融资成本计息。

3. 发展战略

“十三五”期间，公司以服务区镇经济发展，创新协调发展方式，优化产业结构，发挥国有资本调控引导职能，实现国有资产保值增值为主要任务，进一步巩固资产经营与管理优势，进一步强化特色业务与项目运作优势，进一步突出投资运营与股权经营优势，使公司成为政府调控国有经济的重要工具，成为区镇新一轮发展战略的助推器。

根据经营计划，公司重点任务主要包括以下几方面：一、促进国有经济布局优化，将国有资本集中到基础设施、码头物流、高新技术产业等行业，优化整合港口岸线资源，充分挖掘港口码头潜力；二、拓宽公司授权经营国有资产范围，盘活区属国有未处置和闲置国有资产；三、打造融投资和资本营运平台，进一步发挥融资桥梁作用，适时扩充国有资本，满足区镇融资贷款担保需求。

财务

该公司持续获得政府现金注入，资本实力有所提升。随着在建项目推进，公司主要通过外部融资弥补资金缺口，负债规模持续增大。公司预付款项、存货等主要资产变现能力较弱，不过货币资金存量尚可，能够对即期债务偿付提供缓冲。公司主业盈利状况不佳，财政补贴对利润贡献较大。

1. 公司财务质量

江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017 年至 2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》及其补充规定，并于 2017 年起执行《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会[2017]30 号）、《企业会计准则第 16 号——政府补助》（财会[2017]15 号）和《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》（财会[2017]13 号），于 2018 年起执行《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），于 2019 年起执行《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2019]6 号）。

近三年，该公司合并范围未有重大变动，核心业务仍集中于张保实业、滨江城投、保税科技及其下属子公司。截至 2020 年 3 月末，公司纳入合并报表的子公司共有 28 家，包括 7 家二级子公司、12 家三级子公司和 9 家四级子公司。

图表 24. 公司 2017 年以来合并报表范围变化情况 （单位：万元、%）

年份	企业名称	变动情况	注册资本	持股比例	主营业务
2017 年	张家港保税区港安项目管理有限公司	投资设立	5000.00	100.00	基础设施建设，汽车零配件销售等
	江苏化交银锐信息服务有限公司	注销	1000.00	—	商务咨询，企业管理咨询

年份	企业名称	变动情况	注册资本	持股比例	主营业务
2018 年	上海银锐商务咨询有限公司	退出	100.00	—	商务咨询，企业管理咨询
	张家港保税区国际汽车城有限公司	股权转让	33000.00	40.00	汽车及零配件、汽车用品、纺织品等
	江苏化工品交易中心有限公司	股权转让	50000.00	40.00	化工原料及产品购销等
	中科院大连化学物理研究所张家港产业技术研究院有限公司	股权稀释	—	21.00	化工产品（非危险化学品）、化工新材料、化工设备等
	张家港保税区科技创业发展有限公司	股权转让	10000.00	—	对科技企业投资、管理、收益等
	张家港市金海港投资开发有限公司	股权转让	25000.00	—	城乡一体化建设；园林绿化服务等
2019 年	张家港保税区国际汽车城有限公司	股权收购	33000.00	51.00	汽车及零配件、汽车用品、纺织品等
	张家港保税科技集团电子商务有限公司	投资设立	3000.00	100.00	电子商务服务
	张保同辉融资租赁（天津）有限公司	投资设立	2700 万美元	66.00	融资租赁
	张家港保税物流园区扬子江化学品运输有限公司	注销	—	—	—
	张家港保税区资源再生利用服务有限公司	注销	—	—	—

资料来源：金港资产

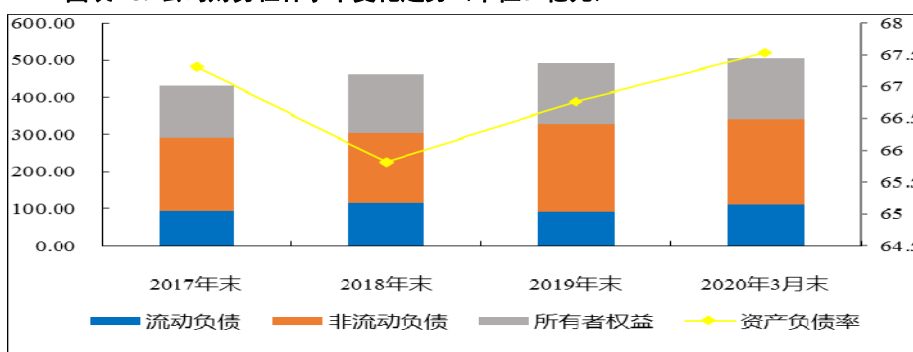
2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

A. 债务结构

该公司码头仓储业务经营稳定，可产生持续的现金流入，化工品贸易资金缺口不大，但基础设施建设的推进加大了公司融资需求，公司债务规模快速扩大，资产负债率持续处于偏高水平，2017-2019 年末负债总额分别为 289.39 亿元、304.07 亿元和 327.57 亿元，财务杠杆均超过 65%。

图表 25. 公司财务杠杆水平变化趋势（单位：亿元）



资料来源：金港资产

刚性债务是该公司负债主要构成和增量来源。2017-2019 年末公司刚性债务余额分别为 264.83 亿元、278.77 亿元和 300.54 亿元，占负债总额的比重一直在 90%以上。2019 年末刚性债务包括短期借款 16.94 亿元、短期融资券 10 亿元（计入其他流动负债）、一年内到期的非流动负债 28.27 亿元（含一年内到期的长期借款 20.65 亿元、一年内到期的应付债券 5.69 亿元、一年内到期的长期应付款 1.93 亿元）、长期借款 102.19 亿元、应付债券 100.20 亿元、转贷

款 23.64 亿元、基金借款 3.10 亿元、融资租赁款 4.57 亿元（后三者计入长期应付款）。公司偏重于中长期融资，中长期刚性债务与刚性债务之比分别为 73.18%、67.31%和 77.70%。

除刚性债务外，该公司预收款项和其他应付款金额相对偏大，分别占 2019 年末负债总额的 4.58%和 2.94%。预收款项快速增大，由 2017 年末的 4645.58 万元增至 2019 年末的 15.00 亿元，主要是收到管委会用以支持香山风景区、滨江新城的拨款（2019 年末为 11.60 亿元），在对应明细项目完成成本决算后结转至收入。其他应付款主要形成于与张保区下属机关单位之间的往来款（不计息、无明确偿付期限），2017-2019 年末分别为 10.73 亿元、11.75 亿元和 9.62 亿元，其中 2019 年末债权人主要包括：张家港市金港城市投资发展有限公司 4.47 亿元、张家港市金海港投资开发有限公司 3.40 亿元。此外，应付账款随基建工程款支付而迅速下降，2019 年末为 1.41 亿元，不足 2017 年末的 15%。

2020 年 3 月末，由于基础设施项目建设持续投入，该公司负债总额和刚性债务分别增至 311.17 亿元和 340.50 亿元，财务杠杆较年初上升 0.78 个百分点至 67.54%。根据发展规划，公司未来三年内将有约 30 亿元的项目建设支出计划，预计债务负担将继续加重。

B. 刚性债务

银行借款是该公司主要的融资方式，2017-2019 年末分别为 145.82 亿元、154.34 亿元和 139.77 亿元。从借款主体看，银行借款集中于非上市子公司，2019 年末滨江城投和张保实业在借余额分别为 63.01 亿元和 58.57 亿元，保税科技借款余额仅 4.28 亿元。从借款方式看，2019 年末保证借款 99.37 亿元，担保方主要为合并范围内互保；质押借款 30.81 亿元，质押物为张家港保税区基础设施完善工程项目贷应收款；抵押借款 6.37 亿元，以土地抵押为主。从借款利率看，公司融资成本不高，年利率大部分在 4.90%-6.00%区间。公司的中长期借款期限以 3-5 年为主，均设定有分期付款协定，设定有分期付款协定，偿还时间主要集中于 2021-2023 年。2020 年第一季度，公司短期借款无明显变化，净融入长期借款 2.73 亿元，另新增 9.11 亿元长期借款将于一年内到期，3 月末银行借款增长至 151.24 亿元。

图表 26. 2017-2019 年末公司金融机构借款（不含融资租赁）情况（单位：亿元）

	2017 年末			2018 年末			2019 年末		
	短期借款	一年内到期的长期借款	长期借款	短期借款	一年内到期的长期借款	长期借款	短期借款	一年内到期的长期借款	长期借款
信用借款	—	0.00	—	6.80	—	3.23	-	1.78	1.45
保证借款	14.88	23.61	85.82	11.91	43.77	49.99	16.13	16.01	67.23
抵押借款	—	0.55	3.48	0.95	0.66	6.89	-	0.46	5.91
质押借款	1.92	—	15.57	0.15	—	30.00	0.81	2.40	27.60
合计	16.80	24.16	104.87	19.81	44.42	90.11	16.94	20.65	102.19

资料来源：金港资产

该公司还利用直接债务融资工具筹措资金，债券发行主体集中在本部和张

保实业。2017-2019 年和 2020 年 1-5 月，公司陆续发行了 3 期中期票据、6 期非公开公司债券、3 期超短期融资券、4 期债权融资计划、1 期 ABS（5 档优先），发行规模合计 99.5 亿元；同时按期兑付 5 亿元。截至 2020 年 5 月末，公司待偿债券本金余额为 115.9 亿元，绝大部分为中长期债务融资工具，期限以 3 年、5（3+2）年为主。需注意到，随着中票发行额度使用完毕，2018 年以来公司新增大量非公开发行公司债券和非标准化产品，票面利率相对其他债务融资工具偏高。

图表 27. 公司存续期内债券概况（单位：亿元、年、%）

发行主体	债券名称	发行金额	期限	发行利率	发行时间	债券余额	债券类型	备注
本部	16 金港债	5.70	5（3+2）	4.70	2016.4.25	5.70	非公开公司债	未发生回售，票面利率上调至 5.40%
本部	17 金港 01	7.00	5（3+2）	5.75	2017.7.17	7.00	非公开公司债	—
本部	17 金港 02	10.00	5（3+2）	5.80	2017.11.8	10.00	非公开公司债	—
本部	18 金港债	3.00	3	6.00	2018.1.4	3.00	非公开公司债	—
本部	19 金港 01	10.00	5（3+2）	5.40	2019.1.11	10.00	非公开公司债	—
本部	19 金港 02	5.00	5（3+2）	5.09	2019.3.7	5.00	非公开公司债	—
本部	19 金港 03	5.00	5.00	4.37	2019.9.6	5.00	非公开公司债	—
本部	19 金港 SCP001	5.00	0.74	3.80	2019.6.19	5.00	超短期融资券	—
保税科技	15 张保税 MTN001	3.50	5	4.8	2015.10.29	3.50	中期票据	—
张保实业	13 张保债	11.00	7	7.1	2013.8.23	2.20	企业债	于第 3 至第 7 个计息年度末偿还本期债券发行总额的 20%
张保实业	16 张保实业 MTN001	5.00	5	4.37	2016.2.2	5.00	中期票据	—
张保实业	16 张保实业 MTN002	5.00	5	3.82	2016.10.27	5.00	中期票据	—
张保实业	17 张保实业 MTN001	10.00	5	5.48	2017.2.28	10.00	中期票据	—
张保实业	17 张保实业 MTN002	5.00	5（3+2）	6.44	2017.12.21	5.00	中期票据	—
张保实业	18 张保实业 MTN001	10.00	5	6.55	2018.3.2	10.00	中期票据	—
张保实业	19 苏张保实业 ZR001	8.00	3	6.8	2019.1.24	8.00	债权融资计划	—
本部	江苏银行 2018 年第一期债权融资计划	1.50	3	6.8	2018.3.2	1.50	债权融资计划	—
本部	宁波银行 2018 年第二期债权融资计划	2.00	5	6.5	2018.9.7	2.00	债权融资计划	—
本部	光大银行 2019 年债权融资计划第一期	8.00	3	6.8	2019.1.24	8	债权融资计划	—
本部	宁波银行 2019 年债权融资计划第一期	3.00	5	6.5	2019.1.8	3.00	债权融资计划	—
本部	宁波银行 2019 年债权融资计划第二期	5.00	5	6.5	2019.3.8	5.00	债权融资计划	—
本部	20 金港 SCP001	5.00	0.74	4.10	2020.2.25	5.00	超短期融资券	—
本部	张保 01	2.00	1	3.38	2020.3.27	2.00	ABS	—
本部	张保 02	2.20	2	3.58	2020.3.27	2.20	ABS	—
本部	张保 03	2.50	3	4.10	2020.3.27	2.50	ABS	—
本部	张保 04	2.60	4	4.10	2020.3.27	2.60	ABS	—

发行主体	债券名称	发行金额	期限	发行利率	发行时间	债券余额	债券类型	备注
本部	张保 05	2.70	5	4.10	2020.3.27	2.70	ABS	—

资料来源：金港资产（截至 2020 年 5 月末）

此外，该公司还以转贷款、基金借款和融资租赁款等形式融入资金。为支持滨江新城棚户区改造，国家开发银行股份有限公司通过张家港市金海港投资开发有限公司向公司发放 4 笔借款，放款日在 2017 年 8 月-2018 年 2 月之间，期限为 22 年，均为信用借款，年利率均为 4.9%²⁰。基金借款方面，2015 年 8 月公司获取国家开发基金借款 4.10 亿元用于进口汽车物流中心建设，本部提供信用保证担保，年利率为 1.2%，借款期限为 15 年，附提前赎回条款²¹。融资租赁款包括：2014 年 3 月从光大金融租赁股份有限公司借入 1.08 亿元、2018 年 11 月从永赢金融租赁有限公司借入 5000 万元，两笔借款合同利率分别为 5.76%/年和 4%/年，期限均为 60 个月，均由张保实业提供信用保证担保。

C. 或有负债

截至 2020 年 3 月末，该公司对外担保余额 17.80 亿元，相当于所有者权益的 10.88%。除关联担保外，期末公司还为非关联方提供担保 12.25 亿元。公司担保对象全部是张保区下属国有企业，区域集中度较高，且担保余额规模相对较大，存在一定的或有损失风险。

图表 28. 公司对非关联担保情况（单位：万元）

担保方名称	被担保方名称	担保金额	担保期限
本部	张家港市金海港投资开发有限公司	50000.00	2019.12.03-2021.11.13
张保实业	张家港市江南花园酒店	1500.00	2019.07.10-2020.07.10
	张家港市金海港投资开发有限公司	24000.00	2018.06.15-2021.06.15
	张家港市金港城市投资发展有限公司	15000.00	2019.12.25-2022.12.24
滨江城投	张家港市金海港投资开发有限公司	10000.00	2018.08.26-2022.08.26
	张家港市金海港投资开发有限公司	7000.00	2019.12.30-2020.12.26
	张家港市金港镇万倾良田生态农业投资发展有限公司	10000.00	2019.06.28-2022.06.28
	张家港市金港城市投资发展有限公司	5000.00	2019.08.26-2020.08.26
合计	—	122500.00	—

资料来源：金港资产（截至 2020 年 3 月末）

根据该公司 2019 年审计报告，子公司长江国际因“被伪造公司印章案”涉及 4 笔诉讼，分别为新兴际华诉讼案、中交海洋诉讼案、天津临港诉讼案和山东高速诉讼案等，合计涉诉金额 11.90 亿元。目前，“长江国际被伪造公司印章案”已立案。

因上述四起案件中原告均提出财产保全申请。截至 2019 年末，长江国际

²⁰ 自借款起始日期 3 年的宽限期，满 3 年后，开始半年一次偿还本金，平均每半年偿还 1/24* 本金。

²¹ 2017 年 12 月、2020 年 12 月、2023 年 12 月、2026 年 12 月、2029 年 12 月分别赎回本金 0.50 亿元、0.50 亿元、0.80 亿元、1.00 亿元和 1.30 亿元。

冻结资金 1.34 亿元；5 项房产及 7 宗土地被轮番查封，5 项查封固定资产账面净值 889.45 万元，7 项查封无形资产账面净值 8223.32 万元；长江国际被冻结资产合计为 2.61 亿元；同时，因账户资金冻结，目前长江国际对外支付结算受限，流动资金由保税科技拨付支持，对长江国际的业务开展和资金流动性均造成一定负面影响。

根据该公司反馈信息，案件发生以来，公司积极向主要客户解释说明，为支持长江国际仓储业务的发展，增加客户对长江国际的信心，公司也为长江国际仓储业务提供一般保证责任担保。未来公司将继续跟进上述案件查办进展，全力维护自身的合法权益。

总体来看，“长江国际被伪造公司印章案”涉诉金额较大，被冻结资产规模相对较大，该公司存在较大的诉讼风险，需密切关注上述案件的审理进展、资金冻结及资产查封对公司生产经营及财务质量造成的影响。

图表 29. 截至 2020 年 3 月末重大未决诉讼情况

序号	案件原被告	案号	审理法院	涉案金额	裁判结果及案件状态
1	原告：新兴际华国际贸易有限公司 被告：长江国际	(2019)鄂 72 民初 1421 号	武汉海事法院	48052.83 万元	武汉海事法院经审查认为，申请人新兴际华的财产保全申请符合法律规定，裁定如下：查封、扣押、冻结长江国际价值 48052.83 万元的财产。该案件尚在一审过程中，因为案件需委托第三方进行相关证据的司法鉴定等，目前暂时休庭。
2	原告：中交海洋建设开发有限公司 被告：长江国际	(2019)津 03 民初 272 号	天津市第三中级人民法院	52699.45 万元	天津市第三中级人民法院经审查认为，申请人中交海洋的财产保全申请符合法律规定，裁定如下：冻结被申请人长江国际名下的银行存款 52699.45 万元或查封、扣押其相当于同等价值的财产。该案件目前没有进入到实体审理阶段。
3	原告：天津临港国际商贸有限公司 被告：长江国际	(2019)鄂 72 民初 1491 号	武汉海事法院	10034.80 万元	武汉海事法院经审查认为，申请人天津临港国际商贸有限公司的财产保全申请符合法律规定，裁定如下：查封、扣押、冻结被申请人长江国际名下的银行存款 10034.80 万元或同等价值的其他财产。该案件目前没有进入到实体审理阶段。
4	原告：山东高速海南发展有限公司 被告：长江国际	(2019)苏 05 民初 447 号	苏州市中级人民法院	8197.37 万元	苏州中院认为，申请人山东高速海南发展有限公司的财产保全申请符合法律规定，裁定如下：冻结被申请人长江国际名下的银行存款 8197.37 万元或查封、冻结其相应价值的其他财产。目前该案件尚未开庭审理。

资料来源：金港资产

(2) 现金流分析

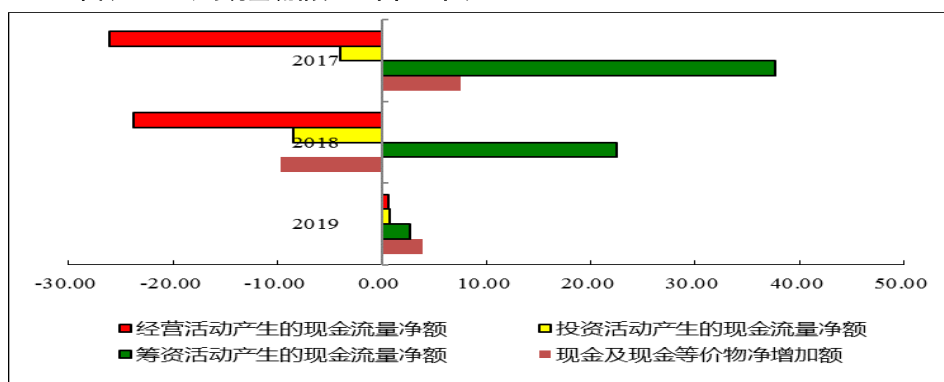
该公司化工品贸易业务货款结算通畅；码头仓储业务收入按月结算，款项回收有一定保障；受益于基础设施项目资金回笼规模上升，公司主业收现好转，2017-2019 年营业收入现金率分别为 101.29%、131.69%和 135.05%。但由于项目建设支出持续偏大，公司销售商品、提供劳务收到的现金一直无法覆盖购买商品、接受劳务支付的现金以及职工工资及税费现金支出，近三年收支净额分别为-15.25 亿元、-32.16 亿元和-8.19 亿元。公司因政府补贴以及频繁的资金往来形成了大额其他与经营活动有关的现金，2017-2019 年收支相抵后分别实现净额-10.93 亿元、8.32 亿元和 8.67 亿元。在多重因素共同作用下，2017-2019 年公司经营活动产生的现金净流量分别为-26.13 亿元、-23.80 亿元和 5732.83 万元。2020 年第一季度，基础设施项目建设造成经营活动现金仍呈净流出状态，流量净额为-3.01 亿元。

该公司根据经营需求进行自营项目建设和仓储类资产购置，2017-2019 年

“购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金”分别为 1.61 亿元、6.06 亿元和 2.91 亿元。除项目投建外，公司投资活动现金还反应了理财产品申赎和少量股权投资，收支相抵规模不大。三年间投资性现金流量净额分别为-3.96 亿元、-8.53 亿元和 6933.94 万元。2020 年第一季度，公司由于购入结构性存款，投资环节现金净流出 2.29 亿元。

该公司依靠筹资满足经营及投资现金需求。2017-2019 年吸收投资收到的现金分别为 7.20 亿元、16.80 亿元和 957.01 万元，其中 2017-2018 年分别获取管委会实缴资本 7.00 亿元和 16.80 亿元。近三年债务性融资取得的现金净额²²分别为 27.70 亿元、13.66 亿元和 18.03 亿元，债务融资规模持续大幅减少与非筹资性现金流状况和管委会拨付有关。2017-2019 年，公司筹资活动现金净流量分别为 37.64 亿元、22.55 亿元和 2.71 亿元。2020 年第一季度，有息债券发行使得公司筹资活动产生现金净流入 3.40 亿元。

图表 30. 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：金港资产

该公司部分建设项目已完工，利息支出不再资本化，列入财务费用的利息支出在 2.90 亿元至 4.15 亿元之间波动；此外利润总额随经营收益持续增长，成为带动 EBITDA 扩大的重要因素。2017-2019 年，公司 EBITDA 分别为 5.92 亿元、10.71 亿元和 11.15 亿元，对利息支出和债务保障程度趋于提升。

图表 31. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2017 年	2018 年	2019 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.46	0.65	0.74
EBITDA/刚性债务(倍)	0.02	0.04	0.04
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	-29.98	-22.58	0.55
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	-10.90	-8.76	0.20
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	-34.52	-30.67	1.21
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	-12.56	-11.90	0.44

资料来源：金港资产

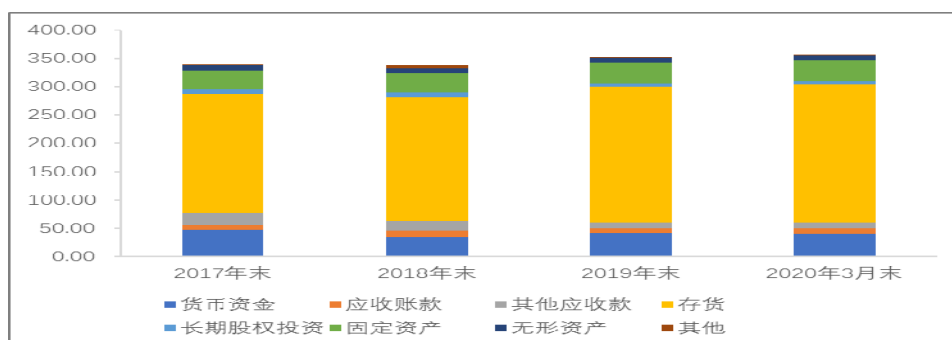
²² 债务性融资取得的现金净额=取得借款收到的现金+发行债券收到的现金-偿还债务支付的现金

(3) 资产质量分析

2017年以来，张保区管委会累计对该公司认缴资本金16.80亿元，公司所有者权益由2017年末的140.58亿元增至2019年末的163.09亿元。2019年末所有者权益构成中，58.50亿元实收资本、65.67亿元资本公积、22.46亿元未分配利润、少数股东权益15.28亿元，其余为盈余公积和其他综合收益。公司实收资本均为货币资金；资本公积包括58.25亿元管委会现金划入、5.14亿元实物资产²³以及股权投资准备1.96亿元²⁴。

2017-2019年末，该公司资产总额分别为429.96亿元、462.01亿元和490.66亿元，主要分布在货币资金、预付款项、存货和固定资产，分别占2019年末资产总额的8.53%、26.03%、48.88%和7.36%。

图表 32. 2017 年以来公司资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：金港资产

该公司货币资金存量较为充裕，2017-2019年末扣除受限货币资金后的可用货币资金余额分别为39.91亿元、30.79亿元和34.14亿元，可对短期刚性债务偿付提供缓冲。预付款项2017-2019年末分别为74.09亿元、114.51亿元和127.71亿元，主要为公司预付给金港镇财政所的基建工程款，相关款项款在对对应项目完工结算后将逐步结转开发成本。公司根据管委会下达的建设任务支付工程款，但开发项目任务量大、涉及面广，造成预付款项规模较大且账龄偏长，2019年末账龄1年以内、1-2年、2-3年、3年以上的占比分别为15.01%、21.83%、19.91%和43.25%。随着基础设施建设持续推进，公司存货逐年增长，2017-2019年末分别为210.02亿元、219.17亿元和239.82亿元。2019年末存货主要包括：41.94亿元张家港滨江新城、46.15亿元香山风景区、25.71亿元汽车物流园一期工程、19.30亿元张家港保税区基础设施完善工程、13.49亿元重工业装备基地园工程、13.31亿元环境整治工程等。固定资产相对平稳，2017-2019年分别为32.13亿元、35.10亿元和36.12亿元。

2020年3月末，该公司资产总额为504.13亿元。项目投建使得货币资金略降至40.92亿元；随着基础设施项目投入增加及推进，预付款项和存货分别增加至131.57亿元和244.87亿元；其余资产未发生重大变化。

²³ 主要为商业物业、土地等

²⁴ 除净利润以外，引起权益法核算的被投资单位发生净资产增减的事项

(4) 流动性/短期因素

2019 年末，该公司流动比率为 461.97%；扣除规模较大的预付款项及存货后，速动比率为 69.55%。年末，公司可动用货币资金 35.72 亿元，能对即期债务偿付提供一定缓冲²⁵。

图表 33. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	386.75	347.24	461.97	399.71
现金比率 (%)	52.01	29.52	47.23	40.97
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	69.35	37.60	66.00	55.45

资料来源：金港资产

截至 2019 年末，该公司受限资产总额为 20.83 亿元。其中货币资金中，1.34 亿元由于子公司长江国际涉及诉讼，被法院查封；6.35 亿元为保证金而受限。由于部分银行借款以项目贷款形式获取，使得部分建设用地抵押受限，包括固定资产和无形资产分别为 11.46 亿元和 8223.34 元²⁶。此外，公司还存在质押借款，质押物为回购协议项下的应收账款，涉及金额 69.34 亿元，由于系对未来收益权的质押，故未体现在资产负债表。

图表 34. 公司受限资产情况（单位：万元）

名称	受限金额	受限金额占该科目的比例 (%)	受限原因
货币资金	76904.06	18.38	信用证保证金 冻结资金
其他流动资产	8500.00	40.37	结构性存款质押
固定资产	114623.21	31.73	借款抵押
无形资产	8223.34	9.01	借款抵押
合计	208250.61	—	—

资料来源：金港资产（截至 2019 年末）

3. 公司盈利能力

2017-2019 年，该公司综合毛利率分别为 16.87%、10.68%和 16.32%。从具体业务来看，由于张保区管委会以相对固定比例成本加成的方式与公司结算，基础设施建设业务毛利率相对稳定，2017-2019 年分别为 11.93%、9.20%和 9.31%；码头仓储毛利率一直偏高，近三年分别为 40.66%、41.40%和 57.59%，其中 2019 年上升主要是由于基础仓储费提价；因货品价格大幅波动导致贸易利差持续增减，近三年商品销售毛利率分别为 4.46%、0.31%和 0.93%。

²⁵ 从具体偿债主体看，2019 年末上市子公司保税科技在持可动用未受限现金量 3.33 亿元，可对 3.96 亿元短期刚性债务提供有效保障；其余短期刚性债务（65.06 亿元）主要由本部及其他子公司负责偿付，相关主体的资金周转压力高于保税科技。

²⁶ 其中包括长江国际 0.09 亿元固定资产及 0.82 亿元无形资产因涉及诉讼被法院查封而受限。

图表 35. 2017 年以来公司营业毛利率情况（单位：%）

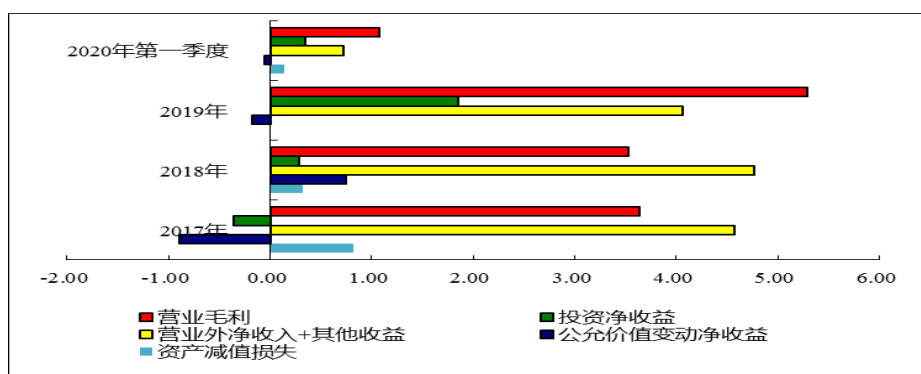
业务	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
基础设施建设	11.93	9.20	9.31	8.70
码头仓储	40.66	41.40	57.59	51.09
商品销售	4.46	0.31	0.93	4.83
其他	48.19	56.82	60.48	51.81
合计	16.87	10.68	16.32	21.38

资料来源：金港资产

该公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，2017-2019 年期间费用分别为 4.70 亿元、5.24 亿元和 5.34 亿元，期间费用率分别为 21.76%、15.83% 和 16.45%。公司日常经营支出增加，管理费用不断扩大，由 2017 年的 2.03 亿元增至 2019 年的 2.57 亿元。财务费用 2017-2019 年分别为 2.47 亿元、2.89 亿元和 2.66 亿元，因债务规模和融资成本变化而有所增减。目前公司利息支出仍主要资本化处理，2017-2019 年资本化利息支出分别为 10.06 亿元、12.30 亿元和 11.80 亿元。

该公司主业盈利偏弱，2017-2019 年经营收益²⁷分别为-2.14 亿元、-2.23 亿元和-2477.30 万元。投资收益、公允价值变动收益和资产减值损失大幅波动，财政补贴是公司利润的重要来源。投资收益、公允价值变动收益和资产减值损失大部分形成于保税科技开展的证券投资；2017 年上述三项之合分别为-4406.74 万元，主要是由于合营企业经营亏损以及所持证券浮亏所致；2018 年和 2019 年此三项之合分别为 1.35 亿元、1.68 亿元，主要形成于套保平仓收益、处置苏州高新以及转让化工品交易中心股权。2017-2019 年，公司财政补贴收入分别为 5.18 亿元、4.94 亿元和 4.28 亿元²⁸，鉴于目前承担了大量的张保区基础设施建设任务，政府补助预计可持续。得益于较大力度的政府补助，2017-2019 年公司分别实现净利润 9169.51 万元、4.13 亿元和 5.14 亿元。

图表 36. 2017 年以来公司收益贡献构成情况（单位：万元）



资料来源：金港资产

²⁷ 经营收益=营业利润-其他经营收益

²⁸ 2017 年计入其他收益和营业外收入分别为 4.66 亿元和 5232.10 万元；2018 年计入其他收益和营业外收入分别为 4.74 亿元和 2037.74 万元；2019 年计入其他收益和营业外收入分别为 4.22 亿元和 620.54 万元。

2020 年第一季度, 该公司实现营业毛利 1.07 亿元, 较上年同期下降 1.79%, 当期获得政府补贴收入 7405 万元; 扣除期间费用和税金后, 净利润为 7132.32 万元。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司主要负责张保区(含金港镇)内基础设施投资建设, 并开展仓储码头、化工品贸易业务, 营业收入维持一定规模。目前公司债务期限结构尚属合理, 且持有一定规模的货币资金, 即期偿付压力可控。

2. 外部支持因素

该公司作为张保区(含金港镇)内基础设施建设和国有资产运营的核心主体, 持续受到张保区管委会的支持, 2017-2019 年共获得资本金注入 16.80 亿元、补贴收入 14.42 亿元。公司旗下拥有上市公司保税科技, 具有一定的资本市场融资能力。此外, 公司融资渠道通畅, 获得多家股份制银行授信额度, 截至 2019 年末, 公司银行授信合计 211.06 亿元, 尚未使用授信额度 40.33 亿元。

本期债券偿付保障分析

作为张保区(含金港镇)内基础设施建设和国有资产运营的核心主体, 该公司在区域内国资体系中地位突出, 可持续得到张保区管委会的积极支持。公司目前持有一定货币资金和未使用授信额度, 资金周转能力尚可, 为债务偿付提供缓冲。

评级结论

该公司主要承担张保区(含金港镇)基础设施投资建设任务, 投资规模较大, 开发周期长, 回款进度缓慢, 面临持续的资本性支出压力。同时, 公司还管理部分市国有资产, 通过码头仓储、贸易等业务获取经营性收益和现金流入。公司拥有一定码头和储罐资源, 码头仓储业务稳定; 化工品贸易业务面临较大货品价格波动风险。

该公司持续获得政府现金注入, 资本实力有所提升。随着在建项目推进, 公司主要通过外部融资弥补资金缺口, 负债规模持续增大。公司预付款项、存货等主要资产变现能力较弱, 不过货币资金存量尚可, 能够对即期债务偿付提供缓冲。公司主业盈利状况不佳, 财政补贴对利润贡献较大。

跟踪评级安排

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

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于每年 6 月 30 日前出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

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

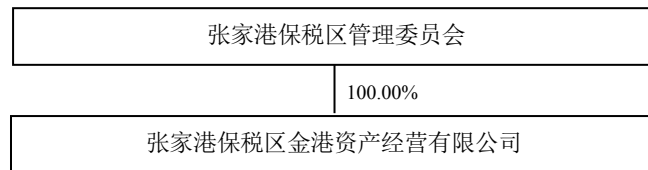
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

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

附录一：

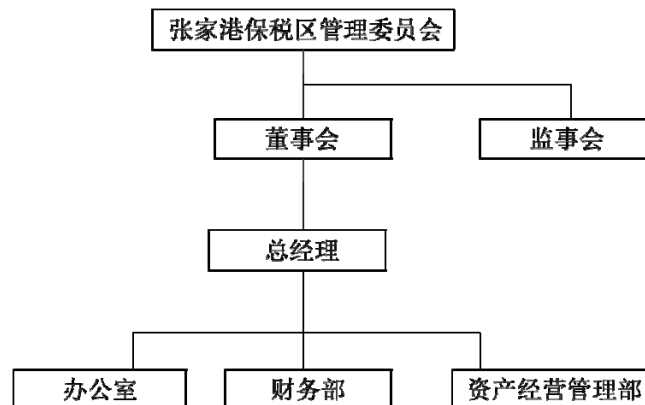
公司股权结构图



注：根据金港公司提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据金港资产提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2019 年（末）主要财务数据					备注
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净 流入量 (亿元)	
张家港保税区金港资产经营有限公司	金港资产	本部	投资、资本运作与管理，基础设施 建设开发，房屋租赁	67.98	82.94	0.01	-0.70	-8.36	单体报表
张家港保税区张保实业有限公司	张保实业	100.00	基础设施建设开发，土地批租，参 与区内项目投资	108.25	103.27	7.50	3.29	2.33	合并口径
张家港市滨江新城投资发展有限公司	滨江公司	76.53	基础设施建设开发，项目投资，资 产经营	58.57	53.89	5.07	1.77	—	合并口径
张家港保税港区港务有限公司	港区港务	65.23	在港区内提供货物装卸、仓储、物 流服务	64.28	53.89	5.07	1.77	—	单体报表
张家港保税科技（集团）股份有限公司	保税科技	34.75	港口码头、保税物流项目的投资； 其他实业投资	3.97	22.42	18.77	1.72	2.19	合并口径
张家港扬子江保税贸易有限公司	保税贸易	三级子公 司	化工品代理业务、贸易业务	0.44	2.94	13.94	0.23	1.40	单体报表

注：1、根据金港资产提供资料整理；2、张家港市滨江新城投资发展有限公司、张家港保税港区港务有限公司未编制现金流量表

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
资产总额 [亿元]	429.96	462.01	490.66	504.13
货币资金 [亿元]	47.10	33.97	41.83	40.92
刚性债务[亿元]	264.83	278.77	300.54	311.17
所有者权益 [亿元]	140.58	157.94	163.09	163.63
营业收入[亿元]	21.60	33.09	32.44	5.02
净利润 [亿元]	0.92	4.13	5.14	0.71
EBITDA[亿元]	5.92	10.71	11.15	—
经营性现金净流入量[亿元]	-26.13	-23.80	0.57	-3.01
投资性现金净流入量[亿元]	-3.96	-8.53	0.69	-2.29
资产负债率[%]	67.31	65.81	66.76	67.54
长短期债务比[%]	205.55	161.91	249.76	206.50
权益资本与刚性债务比率[%]	53.08	56.65	54.27	52.59
流动比率[%]	386.75	347.24	461.97	399.71
速动比率[%]	86.78	59.82	69.55	60.86
现金比率[%]	52.01	29.52	47.23	40.97
短期刚性债务现金覆盖率[%]	69.35	37.60	66.00	55.45
利息保障倍数[倍]	0.31	0.52	0.60	—
有形净值债务率[%]	222.72	204.07	213.34	221.16
担保比率[%]	18.01	4.62	68.81	10.88
毛利率[%]	16.87	10.68	16.32	21.38
营业利润率[%]	5.75	13.20	18.21	16.54
总资产报酬率[%]	1.01	1.92	1.87	—
净资产收益率[%]	0.66	2.77	3.20	0.44
净资产收益率*[%]	2.26	2.94	2.81	0.35
营业收入现金率[%]	101.29	131.69	135.05	117.45
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-29.98	-22.58	0.55	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-9.89	-8.02	0.20	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-34.52	-30.67	1.21	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-11.39	-10.90	0.44	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.46	0.65	0.74	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.04	0.04	—

注：表中数据依据金港资产经审计的 2017-2019 年度及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计－期末存货余额－期末预付账款余额－期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计－期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1－报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投资级	AAA 级 债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级 债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级 债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级 债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级 债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级 债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级 债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级 不能偿还债券本息。

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

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。