

江苏海安商贸物流集团有限公司

2020 年公司债券信用评级报告



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

信用评级报告声明

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

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

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

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

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



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】第 Z
【413】号 01

分析师

姓名：
顾春霞 杨培峰

电话：
021-51035670

邮箱：
guchx@cspengyuan.com

评级日期：
2020年6月8日

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

江苏海安商贸物流集团有限公司 2020 年公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行规模：7 亿元

债券期限：7 年

担保主体：海安市城建开发投资集团有限公司

债券偿还方式：每年付息一次，从第 3 个计息年度开始，每年年末按本期债券发行总额 20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还本金

发行主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

增信方式：保证担保

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”）对江苏海安商贸物流集团有限公司（以下简称“海安商贸”或“公司”）本次拟发行总额 7 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司外部运营环境较好，为其发展提供了良好基础，公司未来收入具有一定保障，且获得较大的外部支持，海安市城建开发投资集团有限公司（以下简称“海安城建”或“担保方”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，面临一定的资金压力和较大的偿债压力，且存在较大的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。海安市拥有国家火炬电梯设备、建材机械、锻压设备、磁性材料 4 大特色产业基地，江苏（海安）商贸物流产业开发园区（以下简称“商贸物流园区”）着力打造为长三角地区现代综合内陆港、区域物流枢纽、货物中转集散基地、信息金融服务中心。2017-2019 年，海安市分别实现地区生产总值 868.30 亿元、993.00 亿元和 1,133.21 亿元，按可比价格计算，同比增速分别为 8.2%、8.1%和 6.6%，区域经济保持增长，为公司发展提供了良好外部环境基础。
- 公司未来收入具有一定保障。截至 2019 年末，公司存货中工程代建和土地整理的

项目成本分别为 12.98 亿元和 6.97 亿元，随着已投项目成本的结转，公司未来收入具有一定保障。

- **公司获得较大的外部支持。**公司商贸物流园区内重要基础设施建设主体，在资金划拨和财政补贴方面获得较大的外部支持。资金划拨方面，2017 年，公司收到海安市财政局无偿拨付的土地出让返还资金 3.01 亿元，计入资本公积，一定程度增强了公司资本实力；财政补贴方面，2017-2019 年公司分别收到财政补贴 0.48 亿元、0.30 亿元和 0.91 亿元，有效提升了公司盈利水平。
- **海安城建提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性。**经中证鹏元评定，海安城建主体长期信用等级为 AA+，其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有效提升了本期债券的安全性。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**公司资产主要由货币资金和存货构成，2019 年末两者合计占资产总额的比重为 86.39%，其中货币资金受限比例为 81.60%，存货主要为工程施工、开发成本和待开发土地，工程施工和开发成本变现依赖于项目结算进度，土地资产难以集中变现且抵押占比较高，整体资产流动性较弱。
- **公司面临一定的资金压力。**截至 2019 年末，公司拟建项目（含工程代建和仓储配套）预计总投资合计 13.52 亿元，随着拟建项目的陆续投入，公司面临一定的资金压力。
- **公司有息负债规模增长较快且短期债务占比较高，公司面临较大的偿债压力。**截至 2019 年末，公司资产负债率为 50.87%，负债中有息债务规模为 25.82 亿元，较 2017 年末增长 40.97%，其中短期有息债务占比为 68.68%，公司有息债务规模增长较快且短期债务占比较高，公司面临较大的偿债压力。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额合计 15.09 亿元，占同期末所有者权益的 27.32%，被担保对象主要为地方国有企业，但均未设置反担保措施，公司存在较大的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,124,298.57	843,502.52	760,592.15
所有者权益	552,328.77	542,097.51	533,642.83
有息债务	258,223.46	174,220.00	183,181.00

资产负债率	50.87%	35.73%	29.84%
现金短期债务比	1.51	0.77	0.41
营业收入	137,766.58	135,854.16	109,207.67
其他收益	9,098.86	3,000.00	4,760.00
利润总额	11,051.18	11,256.66	13,712.66
综合毛利率	4.15%	8.40%	9.86%
EBITDA	13,863.22	12,124.13	14,584.05
EBITDA 利息保障倍数	0.88	1.49	1.32
经营活动现金流净额	-5,976.46	36,046.54	29,183.06
收现比	1.21	0.94	1.20

资料来源：公司2016-2018年三年连审审计报告、2019年审计报告，中证鹏元整理

担保方主要财务指标（单位：万元）

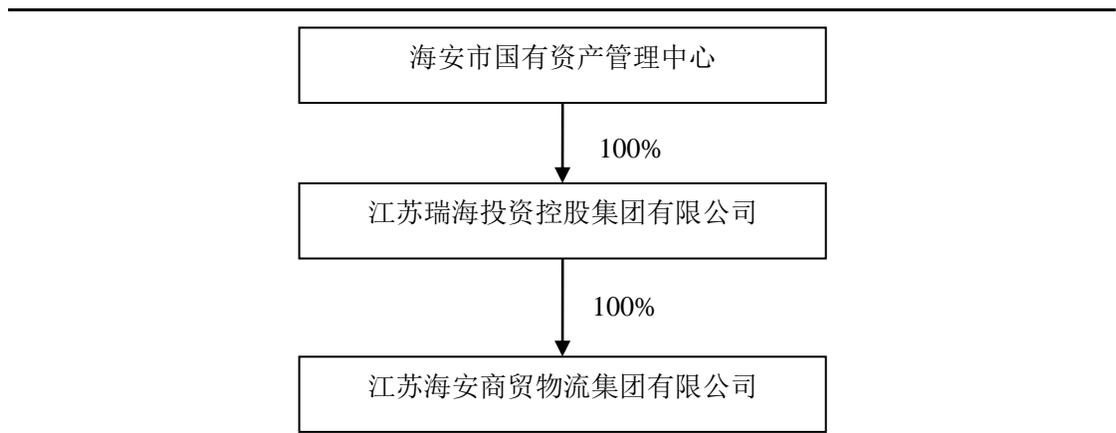
项目	2019年	2018年	2017年
总资产	5,544,014.01	4,884,202.44	4,650,823.21
所有者权益	1,930,229.45	1,918,134.42	1,800,171.87
资产负债率	65.18%	60.73%	61.29%
营业收入	125,996.56	105,079.65	81,184.45
净利润	27,889.04	26,135.81	23,138.27
经营活动现金流净额	441.56	-134,961.35	89,443.68

资料来源：海安城建2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

海安商贸成立于2013年3月，初始注册资本为3.00亿元，由原海安县国有资产管理中心（以下简称“海安国资中心”）、南通市新沿海实业有限公司（以下简称“南通沿海实业”）、海安金三角服务业发展有限公司（以下简称“海安金三角”）和南通运通港务发展有限公司（以下简称“南通港务”）组建，持股比例分别为50.00%、16.67%、16.67%和16.67%，之后历经多次增资，2016年7月，公司注册资本增至107,000万元，2016年8月，南通港务将其持有的公司25%股权转让给海安国资中心，2016年11月，公司增加注册资本48,000万元，公司注册资本增至155,000万元，新增注册资本由海安国资中心全额认缴，同时南通沿海实业、海安金三角将其持有的公司股权全部转让给海安国资中心，股权变更后海安国资中心持有公司100%股权，2019年9月，公司控股股东由海安国资中心变更为江苏瑞海投资控股集团有限公司（以下简称“瑞海控股”）。截至2020年4月30日，公司注册资本和实收资本均为155,000万元，控股股东为瑞海控股，持股比例为100%，实际控制人为海安国资中心。

图 1 截至 2020 年 4 月末公司股权结构



资料来源：公司提供

公司作为商贸物流园区内重要的基础设施建设主体，主要从事商贸物流园区的基础设施建设和土地整理开发业务，此外还涉及贸易销售业务。截至2019年末，公司纳入合并范围子公司5家，具体情况如下表所示。

表1 截至 2019 年 12 月 31 日公司纳入合并范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
海安汇川商贸有限公司	5,000.00	80.00%	钢材、有色金属、机械设备、建筑材料、煤炭、木材、化工产品、棉花、粮食、饲料的批发和

			零售
江苏海安保税物流中心有限公司	8,000.00	100.00%	综合货运站(场)(仓储)；自营和代理各类商品的进出口业务等
江苏海安凤山港务有限公司	2,000.00	66.70%	港口机械设施、设备租赁；港口、航道、公路、桥梁、市政公用项目的投资；港口与航道工程施工总承包等
海安远瑞物流有限公司	3,000.00	100.00%	道路普通货物运输；普通货物仓储等
海安正宏建设工程有限公司	3,000.00	100.00%	市政公用工程施工总承包；公路工程施工总承包；铁路工程施工总承包等

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称：2020年海安商贸物流集团有限公司公司债券；

发行总额：7.00亿元；

债券期限和利率：本期债券期限为7年期固定利率债券；

还本付息方式：每年付息一次，从第3个计息年度开始，每年年末按本期债券发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还本金。

增信方式：海安城建为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额7.00亿元，其中1.80亿元用于凤山码头仓储配套工程项目，4.20亿元用于海安商贸物流园冷链物流中心工程项目，另外1.00亿元用于补充公司营运资金。具体情况如下：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）

项目名称	总投资额	拟使用募集资金额	占项目总投资额比例
凤山码头仓储配套工程项目	2.77	1.80	64.97%
海安商贸物流园冷链物流中心工程项目	7.75	4.20	54.20%
补充公司营运资金	-	1.00	-
总计	-	7.00	-

资料来源：公司提供

（一）凤山码头仓储配套工程

1、项目建设内容

凤山码头仓储配套工程（以下简称“凤山码头工程”）项目用地面积72,889平方米，总建筑面积为87,200.44平方米，其中标准仓库82,840.41平方米、综合办公楼4,360.02平方

米，机动车位260个。凤山码头工程总投资27,706.16万元，截至2019年末，凤山码头工程尚未开工。

2、项目审批情况

截至2019年末，凤山码头工程审批情况具体见下表：

表3 凤山码头工程审批情况

批复部门	批复文件	文号	出具时间
海安市行政审批局	《关于江苏海安商贸物流集团有限公司凤山码头仓储配套工程项目可行性研究报告的批复》	海行审（2018）0141号	2018.6.27
海安市行政审批局	《关于江苏海安商贸物流集团有限公司凤山码头仓储配套工程项目建议书批复》	海行审（2018）0131号	2018.5.11
海安市行政审批局	凤山码头仓储配套工程项目建设项目环境影响登记表	备案号：201832062100000189	2018.7.20
海安市行政审批局	凤山码头仓储配套工程项目固定资产项目节能承诺表	-	2018.6.5
海安县人民政府	土地证	苏海国用（2015）第X301280号	2015.8.4
南通市维护稳定工作领导小组办公室	《关于海安商贸物流园凤山码头仓储配套工程南通市社会稳定风险评估表》	地字第19141号	2018.6.29

资料来源：公司提供

3、项目收益预测

根据江苏汇诚投资咨询管理有限公司出具的《凤山码头仓储配套工程项目可行性研究报告》，该项目建设期为2年，运营期为8年。项目建成后，由公司自主经营，项目收入由物流仓储用房销售收入、综合办公楼租赁收入和配套停车场租赁收入构成，债券存续期内预计可实现净收入30,693.89万元。

（二）海安商贸物流园冷链物流中心工程

1、项目建设内容

海安商贸物流园冷链物流中心工程（以下简称“冷链中心工程”），项目用地面积152,000.76平方米，总建筑面积为174,800.87平方米，其中单层冷库9,767.20平方米、多层冷库116,903.91平方米、制冷机房1,994.93平方米、多用途加工车间13,328.55平方米、多用途低温仓库17,158.03平方米，综合办公楼15,648.26平方米，集卡停车位120个，机动车位350个。冷链中心工程预计总投资77,491.23万元，截至2019年末，冷链中心工程尚未开工。

2、项目审批情况

截至2019年末，冷链中心工程审批情况具体见下表：

表4 冷链中心工程审批情况

批复部门	批复文件	文号	出具时间
海安市行政审批局	《关于江苏海安商贸物流集团有限公司商贸物流园冷链物流中心建设项目可行性研究报告的批复》	海行审〔2018〕0142号	2018.6.27
海安市行政审批局	《关于江苏海安商贸物流集团有限公司商贸物流园冷链物流中心建设项目建议书批复》	海行审〔2018〕0132号	2018.5.11
海安市行政审批局	海安商贸物流园冷链物流中心工程建设项目环境影响登记表	备案号：201832062100000188	2018.7.20
海安市行政审批局	海安商贸物流园冷链物流中心工程建设项目固定资产项目节能承诺表	-	2018.6.5
海安市行政审批局	《关于海安商贸物流园冷链物流中心工程项目用地预审意见》	海行审〔2018〕0134号	2018.5.29
海安市行政审批局	《中华人民共和国建设用地规划许可证》	地字第18240号	2018.6.22
南通市维护稳定工作领导小组办公室	《关于海安商贸物流园冷链物流中心工程南通市社会稳定风险评估表》	-	2018.6.29

资料来源：公司提供

3、项目收益预测

根据江苏汇诚投资咨询管理有限公司出具的《海安商贸物流园冷链物流中心工程可行性研究报告》，该项目建设期为2年，运营期为8年。项目建成后，由公司自主经营，项目营业收入来源主要为冷链物流仓库综合出租收入、综合办公楼租赁收入以及配套停车场租赁收入构成，债券存续期内预计可实现净收入83,387.89万元。

需要注意的是，本期债券募投项目未来尚需投资规模较大且建设周期较长，在建设过程中可能出现原材料、劳动力成本价格上涨以及其他不可抗拒的自然灾害等问题，导致募投项目实际投资超出预算、项目投资进度未达到预期等情况，募投项目能否如期完工存在一定不确定性。此外，仓库、办公楼、停车场的租售情况易受当地经济发展、市场需求波动等因素影响，募投项目未来收益具有一定的不确定性。

四、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

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革开放，扎实做好“六稳”工作，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行

保持平稳和持续健康发展。2017-2019 年，我国国内生产总值（GDP）从 82.08 万亿元增长至 99.09 万亿元，各年分别增长 6.8%、6.6%、6.1%。经济结构调整成效显著，新经济持续较快发展。近三年，战略性新兴产业增加值分别增长 11.0%、8.9%、8.4%，高于同期工业增加值增长率；战略性新兴产业营业收入分别增长 17.3%、14.6%、12.7%。

但是我国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，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大。当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，全球动荡源和风险点显著增多。2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，更加重了国内外经济风险。恐慌情绪、社会活动管制和收入下降广泛冲击居民消费；传统企业订单减少，制造业投资更加低迷；房企销售回款放缓加剧现金流压力，房地产开发投资意愿和能力下降。疫情在世界范围内蔓延形成对我国经济的第二次冲击，海外订单的减少和产业链停摆造成出口的下降，最终还会传导至内需。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。受此影响，近年财政支出增速高于财政收入增速。2020 年，在疫情影响下，财政政策将更加积极有为，财政赤字率预计将进一步升高。

基建投资可发挥“稳定器”作用，但近年并未明显发力。2018-2019 年，基础设施建设投资（不含电力）增速均为 3.8%，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，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、土储等领域，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。

2017 年至 2018 年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型；2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境有所改善

2017 年至 2018 年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，主要表现为加快剥离融

资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。2017年5月，财政部、发展改革委等六部委发布《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），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供各种形式的担保，并严禁地方政府利用PPP变相举债、承诺回收本金等行为。6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，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。2018年2月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度，严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2019年仍延续2018年下半年的政策定调，2019年3月政府工作报告中指出，要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），表明要切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务，禁止本级政府所属融资平台作为社会资本参与本级PPP项目。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。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

海安市拥有国家火炬电梯设备、建材机械、锻压设备、磁性材料4大特色产业基地，近年海安市经济保持稳定增长，固定资产投资增速有所下滑

海安市地处江苏省中南部，位于南通、盐城、泰州三大市交界处，是苏中水陆交通要冲，市内有通扬、通榆、栟茶三条运河，并贯通了江海高速、沿海高速新长铁路、宁启铁路、海洋铁路等。海安市总面积1,184平方公里，下辖10个区镇，含1个国家级开发区、1个省级高新区、1个省级商贸物流园和1个老坝港滨海新区。截至2019年末，海安市常住人口86.30万人。

海安市工业经济实力较强，目前已初步形成了时尚锦纶、现代纺织、新材料、装备制造四大主导产业和机器人、节能环保、新能源及新能源汽车（配件）、航天航空及智能装备四大新兴产业以及生物医药、农副产品精深加工等“4+4+N”的特色产业集群。海安市建有国家级工程技术研究中心1家，国家级企业技术中心2家，拥有企业研究院21家，先后建成国家火炬电梯设备、建材机械、锻压设备、磁性材料4大特色产业基地。

近年海安市经济保持稳定增长，2017-2019年，海安市分别实现地区生产总值868.30亿元、993.00亿元和1,133.21亿元，同比增速分别为8.2%、8.1%和6.6%。产业结构方面，2019年海安市第一、二、三产业增加值分别为66.13亿元、611.01亿元和456.07亿元，同比增速分别为3.2%、7.2%和6.2%，三次产业结构由2017年的6.8:47.5:45.7调整为2019年的5.8:53.9:40.3，第二产业产业增加值比重有所上升。按常住人口计算，2019年海安市人均生产总值131,197元，是全国人均GDP的1.85倍，地方经济发展水平较高。

工业方面，2019年海安市实现工业应税销售2,005.71亿元，同比增长16.7%，规模工业企业实现主营业务收入1,294.34亿元，同比增长4.4%，实现利润56.96亿元，同比增长16.6%。固定资产投资方面，2017-2019年海安市分别完成固定资产投资609.82亿元、447.40亿元和485.08亿元，同比增速分别为10.2%、8.6%和8.4%，增速有所下滑。2019年海安市全年新

开工亿元以上产业项目115个，其中10亿元以上重特大项目28个。从投资结构看，2019年海安市第一产业投资1.01亿元，同比增长481.6%；第二产业投资291.44亿元，同比增长7.9%；第三产业投资192.63亿元，同比增长8.8%。

消费方面，2019年海安市实现社会消费品零售总额344.98亿元，同比增长6.2%。对外贸易方面，2019年海安市实现进出口总额139.40亿元，同比增长14.0%。2019年海安市金融机构年末本外币存款、贷款余额分别为1,606.02亿元、1,221.18亿元，同比增速分别为15.9%、15.3%，金融机构人民币存、贷款持续增长，为区域内各产业的发展提供了较好的金融环境。

表 5 2017-2019 年海安市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,133.21	6.6%	993.00	8.1%	868.30	8.2%
第一产业增加值	66.13	3.2%	61.41	2.6%	58.83	2.6%
第二产业增加值	611.01	7.2%	467.40	8.2%	412.45	7.7%
第三产业增加值	456.07	6.2%	464.19	8.7%	397.02	9.7%
固定资产投资	485.08	8.4%	447.40	8.6%	609.82	10.2%
社会消费品零售总额	344.98	6.2%	324.93	9.7%	300.98	10.0%
进出口总额	139.40	14.0%	122.30	-3.9%	127.24	16.2%
存款余额	1,606.02	15.9%	1,386.21	0.5%	1,378.99	6.2%
贷款余额	1,221.18	15.3%	1,059.14	10.5%	958.22	19.8%
人均 GDP（元）	131,197		114,798		100,295	
人均 GDP/全国人均 GDP	1.85		1.78		1.68	

资料来源：海安市2017-2019年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年海安市实现公共财政收入62.66亿元，同比增长1.5%，其中税收收入52.64亿元，占公共财政收入比重为84.01%；同期海安市公共财政支出为117.41亿元，同比增长4.4%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为53.37%。

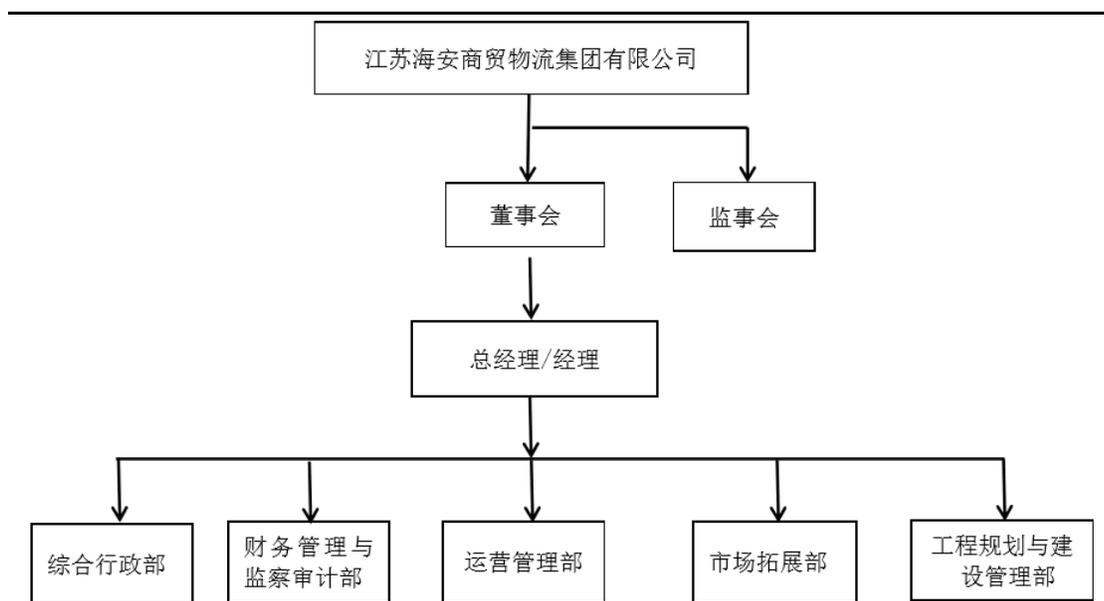
江苏（海安）商贸物流产业开发区位于城市北部的公铁水对外交通设施集中区域，总体定位为以服务于长三角一体化和沿海开发战略为宗旨，以连接沿海港口和内陆腹地为核心，着力打造长三角地区有影响力的现代综合内陆港、区域物流枢纽、货物中转集散基地、信息金融服务中心。根据不同的功能定位和区域分布，江苏（海安）商贸物流产业开发区规划建设五大中心板块，分别为大宗物资中转集散中心板块、生活消费品批发中心板块、工业生产资料供应中心板块、文化艺术品交易中心板块和东部全球家具采购中心板块，规划总用地面积达53.86平方公里。

五、公司治理与管理

根据《公司法》以及国家相关法律、法规和政策规定，公司制定了《公司章程》等规章制度，并建立了较为健全的法人治理机制。公司不设股东会，由股东依法行使决定公司经营方针和投资计划、委派和更换董事、监事及决定有关董事、监事的报酬事项，以及审议批准董事会的报告等职权。公司设董事会，成员为3人，由股东委派产生。董事任期三年，任期届满，可连选连任。董事会设董事长1人，由股东委派产生。董事会的职权主要包括向股东报告工作、执行股东的决议、审定公司的经营计划和投资方案、制定公司的年度财务预算方案、决算方案等。公司设经理，由董事会决定聘任或者解聘，经理对董事会负责，依法行使的职权包括主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟定公司内部管理机构设置方案等。公司设监事会，成员为5人，由股东委派，行使的职权包括检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或股东决定的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。

此外，公司结合自身的实际情况，建立了符合公司发展需要的内部管理机构，下设综合行政部、财务管理与监察审计部、运营管理部、市场拓展部和工程规划与建设管理部5个职能部门。公司组织结构如下图所示：

图 2 截至 2020 年 4 月末公司组织结构



资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司主要负责商贸物流园区内基础设施建设和土地整理开发，此外还涉及贸易销售业务，随着公司2018年新增贸易销售业务，近年公司营业收入持续增长，2019年公司实现营业收入13.78亿元。收入结构方面，近年工程代建业务收入总体有所下滑，2019年公司工程代建业务收入为3.90亿元，较2017年下降55.40%；土地整理业务呈小幅波动态势，2019年土地整理业务收入的1.83亿元；贸易销售业务增长较快，2019年公司实现贸易销售业务收入8.02亿元，同比增长261.88%。

毛利率方面，公司工程代建及土地整理业务均按投资额加成一定比例确认收入，工程代建及土地整理业务毛利率较为稳定，公司贸易销售业务毛利率很低，随着贸易销售业务收入快速增长，公司综合毛利率有所下滑，2019年公司综合毛利率为4.15%，较2017年下降5.71个百分点。

表 6 2017-2019 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程代建	39,035.70	10.70%	90,035.10	10.51%	87,515.24	10.00%
土地整理	18,304.71	7.41%	20,327.21	7.41%	20,191.19	7.41%
贸易销售	80,151.70	0.01%	22,148.86	0.01%	0.00	-
其他业务收入	274.47	67.57%	3,342.98	13.04%	1,501.24	0.02%
合计	137,766.58	4.15%	135,854.16	8.40%	109,207.67	9.86%

资料来源：公司提供

近年公司工程代建业务收入总体有所下滑，土地整理业务收入呈小幅波动态势，随着已投项目成本的结转，未来公司收入具有一定保障，但业务收入易受项目结计划的影响，未来可能存在一定波动，且随着拟建项目的投入，公司面临一定的资金压力

公司工程代建业务由本部负责，对于2017年以前项目，公司与海安市财政局¹签订《工程项目委托代建合同》，对商贸物流园区内基础设施工程、污水管网、港口、征地拆迁、安置房工程项目进行代建，所需资金由公司自筹。根据《工程项目委托代建合同》，公司根据自身资金情况和工程进度向海安市财政局申请投资结算，公司依据施工投资额加成11.5%-12.0%（根据项目设定）编制工程量清单，该清单的价格与工程量交付海安市财政局审核，审核通过后公司收取相应的代建费用，按照施工进度确认收入。

¹ 2018年5月14日江苏省人民政府在《省政府关于撤销海安县设立县级海安市的通知》（苏政发【2018】63号）中称，根据《民政部关于同意江苏省撤销海安县设立县级海安市的批复》（民函【2018】49号），经国务院批准同意，撤销海安县，设立县级海安市，2018年6月8日，海安正式撤县改市，协议签署主体海安县财政局正文中修改为海安市财政局。

2017年12月，根据海安市财政局会议纪要，为加快商贸物流园区建设，有效推进其投融资工作，将涉及到商贸物流园区内的建设结算资金、财政补助资金由海安市财政拨付至商贸物流园区财政局，商贸物流园区财政局按规定安排资金拨付。原由海安市财政局签订的相关代建协议、出具的相关结算及政府补助文件，自2018年度起由江苏海安商贸物流产业园管理委员会（以下简称“物流园区管委会”）签订或出具相关文件，海安市财政局不再与公司签订相关协议及文件。经物流园区管委会授权，公司与海安众合投资建设有限公司（以下简称“海安众合”）签订了《工程项目建设合同》，根据合同约定，公司负责实施商贸物流园区铁路货场改扩建工程、园区基础设施工程等工程项目建设，海安众合对公司建设项目进行结算

2017-2019年公司主要结算了大宗物资中转集散中心一期南区基础设施、园区基础设施一期工程、铁路货场改扩建工程一期和二期项目，分别实现工程代建业务收入8.75亿元、9.00亿元和3.90亿元，近年公司工程代建业务收入总体有所下滑。业务毛利率方面，近年公司工程代建业务毛利率较为稳定，2019年公司工程代建业务毛利率为10.70%。截至2019年末公司拟建的工程代建项目为海安保税物流中心二期工程建设项目，该项目预计总投资3.00亿元，此外，工程代建业务尚有12.98亿元工程施工成本待结转收入，未来随着拟建项目的投入及已投项目成本的结转，工程代建业务收入具有一定保障，但需要注意的是，工程代建业务收入规模易受项目结计划的影响，未来可能存在一定波动，此外，随着拟建项目的投入，公司面临一定的资金压力。

表 7 2017-2019 年公司工程代建业务收入明细情况（单位：万元）

年份	项目名称	结转成本	确认收入
2019 年	大宗物资中转集散中心一期南区基础设施	1,371.44	1,536.01
	铁路货场改扩建工程二期	24,140.50	27,037.36
	园区基础设施一期工程	9,346.30	10,462.32
	合计	34,858.24	39,035.70
2018 年	大宗物资中转集散中心一期南区基础设施	39,532.05	44,275.90
	园区基础设施一期工程	41,039.64	45,759.20
	合计	80,571.70	90,035.10
2017 年	大宗物资中转集散中心一期南区基础设施	39,440.23	44,173.06
	铁路货场改扩建工程一期	14,866.48	16,650.45
	园区基础设施一期工程	23,938.77	26,691.73
	合计	78,245.48	87,515.24

资料来源：公司提供

公司土地整理业务由本部负责，公司对商贸物流园区内规划的土地进行“四通一平”、

“拆迁安置”等工作，所需资金由公司自筹，待土地整理完，由物流园区管委会负责结算，按照合同约定的成本加成 8% 确认土地整理业务收入。近年公司土地整理业务收入呈小幅波动态势，2017-2019 年分别实现土地整理业务收入 2.02 亿元、2.03 亿元和 1.83 亿元，毛利率均为 7.41%。截至 2019 年末，公司存货中土地整理业务开发成本为 6.97 亿元，未来土地整理业务收入具有一定保障，但需要注意的是，土地整理业务收入规模易受政府结算计划的影响，未来可能存在一定波动。

公司贸易销售业务毛利率很低，无法有效提升公司盈利水平，随着仓储配套拟建项目的陆续投入，公司资金压力将有所加大

2018年公司开展有色金属、棉花棉纱等产品的贸易销售业务，贸易销售业务采购及销售周期较短，随着产品贸易量的增加，公司贸易销售收入快速增长，2019年公司实现贸易收入8.02亿元，同比增长261.88%，但公司贸易销售业务毛利率低，仅为0.01%，无法有效提升公司盈利水平。随着商贸物流园区铁路货场、码头泊位等基础设施的完善，公司计划为园区内企业提供物流仓储设施出租、办公场所出租等仓储配套服务，截至2019年末，公司仓储配套业务拟建项目为本期债券募投项目凤山码头工程和冷链中心工程，预计总投资合计10.52亿元，其中拟通过本期债券募集资金6.00亿元，未来随着仓储配套拟建项目的建成运营，将对公司收入形成一定补充，但需要注意的是，仓储配套拟建项目未来收入受宏观经济、市场需求波动等因素影响，存在一定的不确定性，且随着仓储配套拟建项目的陆续投入，公司资金压力将有所加大。

公司在资金划拨和财政补贴方面获得较大的外部支持

公司作为海安市商贸物流园区内重要基础设施建设主体，在资金划拨和财政补贴方面获得较大的外部支持。资金划拨方面，2017年，公司收到海安市财政局无偿拨付的土地出让返还资金3.01亿元，计入资本公积，一定程度上增强了公司资本实力；财政补贴方面，2017-2019年公司分别收到物流园区管委会拨付的财政补贴0.48亿元、0.30亿元和0.91亿元，有效提升了公司盈利水平。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）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2016-2018年三年连审审计报告及2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2017-2019年公司合并报表范围变化情况如下表所示。

表 8 2017-2019 年公司合并范围变化情况（单位：万元）
1、新纳入公司合并范围的子公司情况

时间	子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
2018 年	海安远瑞物流有限公司	100%	3,000	道路普通货物运输；普通货物仓储等	投资设立
	海安正宏建设工程有限公司	100%	3,000	市政公用工程施工总承包；公路工程施工总承包；铁路工程施工总承包等	投资设立
	海安佳保利商贸有限公司	100%	2,000	有色金属、塑料粒子、建筑材料、木材、家具、粮食、棉花、棉纱、煤炭、机械设备销售等	投资设立

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

时间	子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
2018 年	海安海信物流有限公司	80%	60,000	普通货物仓储服务；装卸搬运服务等	注销
2019 年	海安佳保利商贸有限公司	100%	2,000	有色金属、塑料粒子、建筑材料、木材、家具、粮食、棉花、棉纱、煤炭、机械设备销售等	股权转让

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

资产结构与质量

近年公司资产总额持续增长，资产结构稳定，以流动性资产为主，但实际整体资产流动性较弱

随着公司融资规模的增加，近年公司资产总额持续增长，2017-2019年末，公司资产总额分别为76.06亿元、84.35亿元和112.43亿元，复合增长率为21.58%。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2017-2019年末，公司流动资产占总资产的比重分别为98.20%、97.84%和97.79%。

流动资产方面，2019年末公司货币资金账面余额为26.76亿元，较上年末大幅增长，主要系公司融资规模增加所致，其中使用受限的货币资金账面余额为21.84亿元，主要为质押的定期存单、银行承兑汇票保证金和信用证保证金，公司货币资金受限占比较高，达81.60%。应收账款主要为应收的工程款和贸易款，2019年末公司应收账款账面价值为4.39亿元，均为一年以内的应收账款，其中应收海安众合3.31亿元、应收江苏沐云供应链管理有限公0.54亿元、应收海安佳保利商贸有限公司（以下简称“佳保利商贸”）0.54亿元，其中应收民营企业0.54亿元，系应收的贸易款，需关注应收账款的回收风险。

其他应收款主要为应收的往来款及保证金，2019年末公司其他应收款账面价值为8.35

亿元，前五大应收对象分别为海安众合、佳保利商贸、海安市自然资源局、海安市交通建设投资有限公司、海安县中小企业应急互助基金管理中心，合计应收8.12亿元。其他应收款应收对象主要为政府单位及下属企业，回收风险总体可控，但公司其他应收款规模较大且回收时间具有一定的不确定性，对公司营运资金形成较大占用。存货主要为待开发土地及项目投入的成本，近年公司存货规模逐年增长，2019年末公司存货账面价值为70.37亿元，主要为待开发土地50.42亿元（均为出让土地，土地用途主要为住宅、其他商服、商业等）、工程施工成本12.98亿元、开发产品6.97亿元，2019年末公司已抵押的土地资产账面价值为33.46亿元，占存货中土地资产的66.37%。

表 9 2017-2019 年末公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	267,632.61	23.80%	67,939.80	8.05%	32,296.11	4.25%
应收账款	43,866.51	3.90%	63,125.32	7.48%	45,400.85	5.97%
其他应收款	83,465.76	7.42%	63,086.71	7.48%	55,611.63	7.31%
存货	703,679.61	62.59%	630,526.84	74.75%	613,376.67	80.64%
流动资产合计	1,099,414.97	97.79%	825,267.02	97.84%	746,912.97	98.20%
在建工程	10,766.16	0.96%	8,433.12	1.00%	4,767.08	0.63%
非流动资产合计	24,883.60	2.21%	18,235.51	2.16%	13,679.17	1.80%
资产总计	1,124,298.57	100.00%	843,502.52	100.00%	760,592.15	100.00%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告、2019 年审计报告，中证鹏元整理

非流动资产方面，公司非流动资产主要为在建工程，在建工程系在建的物流产业园保税物流中心（B 型）工程，2019 年末公司在建工程账面价值为 1.08 亿元。截至 2019 年末，公司受限资产合计 58.57 亿元，占同期末资产总额的 52.09%，公司受限资产占比较高。

总体来看，近年来公司资产总额持续增长，但资产主要由货币资金和存货构成，其中货币资金受限比例为 81.60%，存货主要为工程施工、开发成本和待开发土地，工程施工和开发成本变现依赖于项目结算进度，土地资产难以集中变现且抵押占比较高，整体资产流动性较弱。

盈利能力

近年公司工程代建业务收入总体有所下滑，综合毛利率有所下滑，公司盈利对政府补助存在一定依赖

随着公司2018年新增贸易销售业务，近年公司营业收入持续增长，2017-2019年公司分别实现营业收入10.92亿元、13.59亿元和13.78亿元，收入结构方面，近年工程代建业务

收入总体有所下滑，土地整理业务呈小幅波动态势，截至2019年末公司尚有一定规模的项目成本待结转收入，未来公司收入具有一定保障。毛利率方面，公司工程代建及土地整理业务毛利率较为稳定，贸易销售业务毛利率很低，无法有效提升公司盈利水平，随着贸易销售业务收入快速增长，公司综合毛利率有所下滑，2019年公司综合毛利率为4.15%，较2017年下降5.71个百分点。

2017-2019年公司分别实现利润总额1.37亿元、1.23亿元和1.11亿元，收到的政府补助金额分别为0.48亿元、0.30亿元和0.91亿元，占利润总额的比重分别为34.71%、26.65%和82.33%，公司盈利对政府补助存在一定依赖。

表 10 2017-2019 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
营业收入	137,766.58	135,854.16	109,207.67
其他收益	9,098.86	3,000.00	4,760.00
营业利润	11,057.98	11,265.65	13,712.86
利润总额	11,051.18	11,256.66	13,712.66
综合毛利率	4.15%	8.40%	9.86%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告、2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流净额波动较大，随着拟建项目的持续投入，公司面临一定的资金压力

2017-2019年公司收现比分别为1.20、0.94和1.21，公司业务回款情况总体较好。除业务回款外，公司经营的其他现金流入主要为收到其他单位的往来款。公司经营活动现金流出主要为工程代建、土地整理、贸易等业务的支出及支付给其他单位的往来款，总体来看，2017-2019年，公司经营活动现金流净额分别为2.92亿元、3.60亿元和-0.60亿元，公司经营活动现金流净额波动较大，2019年公司经营活动现金流呈净流出状态主要系支付的往来款规模较大所致。

投资活动方面，近年公司投资活动现金流均呈净流出状态，2017-2019年公司投资活动净流出规模分别为0.60亿元、0.48亿元和0.29亿元，主要为购建固定资产等所支付的现金。

筹资活动方面，为满足公司经营活动资金的需求，公司主要通过银行借款等方式融资，收到其他与筹资活动有关的现金主要为票据贴现及票据保证金的现金流入，支付其他与筹资活动有关的现金主要为票据保证金及质押存单所支付的现金，2017-2019年公司筹资活

动现金流净额分别为-0.80亿元、-0.54亿元和1.29亿元。需要关注的是，截至2019年末，公司拟建项目（含工程代建和仓储配套）预计总投资合计13.52亿元，随着拟建项目的陆续投入，公司面临一定的资金压力。

表 11 2017-2019 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
收现比	1.21	0.94	1.20
销售商品、提供劳务收到的现金	166,219.23	128,079.25	130,842.09
收到的其他与经营活动有关的现金	233,817.73	50,007.44	32,596.08
经营活动现金流入小计	400,036.96	178,086.69	163,438.17
购买商品、接受劳务支付的现金	195,574.53	111,580.37	118,434.52
支付的其他与经营活动有关的现金	209,505.66	29,337.02	15,274.64
经营活动现金流出小计	406,013.42	142,040.14	134,255.11
经营活动产生的现金流量净额	-5,976.46	36,046.54	29,183.06
投资活动产生的现金流量净额	-2,888.08	-4,842.04	-5,934.87
筹资活动产生的现金流量净额	12,927.34	-5,410.82	-7,995.91
现金及现金等价物净增加额	4,062.81	25,793.69	15,252.29

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告、2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模增长较快且短期债务占比较高，公司面临较大的偿债压力

随着公司融资规模的增加，公司负债规模逐年增长，2019年末公司负债总额为57.20亿元，较2017年末增长了152.03%。2019年末，公司所有者权益为55.23亿元，较2017年末小幅提高。产权比率方面，近年公司产权比率持续提升，2019年末公司产权比率为103.56%，较2017年末提高了61.03个百分点，公司所有者权益对负债的保障程度有所下滑。

表 12 2017-2019 年末公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年	2017 年
负债总额	571,969.80	301,405.01	226,949.32
所有者权益	552,328.77	542,097.51	533,642.83
产权比率	103.56%	55.60%	42.53%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告、2019 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，2017-2019年末公司流动负债占负债总额的比重分别为54.05%、71.54%和85.86%，流动负债占比有所提高，主要系短期借款及应付票据规模增加所致。

流动负债方面，截至2019年末公司短期借款账面余额为12.03亿元，包括抵押借款6.25

亿元、保证借款5.68亿元、质押借款0.10亿元；近年公司应付票据账面余额大幅增长，2019年末应付票据账面余额为21.48亿元，包括应付银行承兑汇票16.68亿元和信用证4.80亿元；2019年末公司应付账款账面余额为1.66亿元，主要为应付的采购款；应交税费账面余额为3.44亿元，主要为应付的增值税和企业所得税；公司其他应付款主要为应付的往来款，近年来其他应付款规模总体有所提高，2019年末其他应付款账面余额为4.80亿元。2019年末公司一年内到期的非流动负债账面余额为5.70亿元，包括一年内到期的长期借款4.58亿元及长期应付款1.13亿元。

表 13 2017-2019 年末公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	120,300.00	21.03%	53,349.00	17.70%	59,250.00	26.11%
应付票据	214,806.46	37.56%	81,750.00	27.12%	10,400.00	4.58%
应付账款	16,553.60	2.89%	6,050.01	2.01%	1,042.02	0.46%
应交税费	34,360.12	6.01%	29,835.59	9.90%	20,082.03	8.85%
其他应付款	47,967.43	8.39%	9,452.25	3.14%	12,244.27	5.40%
一年内到期的非流动负债	57,046.46	9.97%	35,100.00	11.65%	19,650.00	8.66%
流动负债合计	491,092.79	85.86%	215,634.01	71.54%	122,668.32	54.05%
长期借款	55,829.00	9.76%	74,771.00	24.81%	87,281.00	38.46%
长期应付款	25,048.00	4.38%	11,000.00	3.65%	17,000.00	7.49%
非流动负债合计	80,877.00	14.14%	85,771.00	28.46%	104,281.00	45.95%
负债合计	571,969.80	100.00%	301,405.01	100.00%	226,949.32	100.00%
有息债务	258,223.46	45.15%	174,220.00	57.80%	183,181.00	80.71%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告、2019 年审计报告，中证鹏元整理

非流动负债方面，公司长期借款包括抵押借款 5.32 亿元、保证借款 4.84 亿元，其中 4.58 亿元即将到期计入一年内到期的非流动负债，2019 年末长期借款账面余额为 5.58 亿元。长期应付款账面余额为 2.50 亿元，主要为应付的融资租赁款和委托借款。

截至 2019 年末，公司有息债务规模为 25.82 亿元，较 2017 年末增长 40.97%，占负债总额的比重为 45.15%，从有息债务结构来看，公司短期、长期有息债务规模分别为 17.73 亿元和 8.09 亿元，占有息债务的比重分别为 68.68% 和 31.32%。总体来看，公司有息债务规模增长较快且短期债务占比较高，公司面临较大的偿债压力。

偿债指标方面，随着公司融资规模的增加，公司资产负债率总体有所提高，截至 2019 年末公司资产负债率为 50.87%，较 2017 年末提高了 21.03 个百分点。2019 年末，公司现金短期债务比为 1.51，需要注意的是，公司货币资金受限占比达 81.60%，货币资金对短期债务的实际保障程度较账面更弱。随着公司有息债务规模增长，公司 EBITDA 利息保障倍数

有所下滑，2019年公司EBITDA利息保障倍数为0.88，公司盈利水平对利息的保障程度较弱。

表 14 2017-2019 年公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年	2017 年
资产负债率	50.87%	35.73%	29.84%
现金短期债务比	1.51	0.77	0.41
EBITDA 利息保障倍数	0.88	1.49	1.32
有息债务/EBITDA	18.63	14.37	12.56

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告、2019 年审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

募投项目收益是本期债券还本付息资金的主要来源。根据项目可研报告，在债券存续期内，凤山码头工程及冷链中心工程预计分别可实现净收入30,693.89万元和83,387.89万元，合计114,081.78万元，募投项目收益将作为偿还本期债券的主要资金来源。但我们也关注到，本期债券募投项目未来尚需投资规模较大且建设周期较长，在建设过程中可能出现原材料、劳动力成本价格上涨以及其他不可抗拒的自然灾害等问题，导致募投项目实际投资超出预算、项目投资进度未达到预期等情况，募投项目能否如期完工存在一定不确定性。此外，仓库、办公楼、停车场的租售情况易受当地经济发展、市场需求波动等因素影响，募投项目未来收益具有一定的不确定性。

公司日常经营形成的收入和现金流入是本期债券还本付息的重要来源。2017-2019年，公司分别实现营业收入10.92亿元、13.59亿元和13.78亿元，分别实现利润总额1.37亿元、1.13亿元和1.11亿元，截至2019年末，公司尚有19.95亿元的项目成本计入存货未结转收入，未来公司收入具有一定保障，能为本期债券的按时还本付息提供一定的保障。但值得关注的是，公司业务收入易受项目结计划的影响，未来可能存在一定波动。

此外，资产变现是本期债券还本付息资金的有益补充。截至2019年末，公司存货中土地资产账面价值为50.42亿元，其中尚未抵押的土地账面价值合计16.95亿元。如果本期债券因遇到不可预知因素而出现偿债困难，公司可变现所拥有的土地资产以偿还债务。但是，土地资产价值易受土地一级市场影响而产生较大波动，且集中处置可能因政策因素存在一定的难度。

（二）本期债券保障措施分析

海安城建为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性

本期债券由海安城建提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保期间为债券存续期及债券到期日起二年。

海安城建作为海安市主要的城市及基础设施建设经营主体之一，主要负责海安市土地开发和城市道路、桥梁、绿化造园、路灯亮化、景点维护、供排水管网等城市基础设施的投资建设、日常运营和管理等业务，同时还涉及中小企业担保业务。截至2019年末，海安城建注册资本和实收资本均为180,098.35万元，控股股东和实际控制人为海安市政府国有资产监督管理委员会。2019年海安城建实现主营业务收入12.45亿元，主营业务毛利率为13.47%。

表 15 海安城建主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
土地开发	79,368.42	15.00%	79,203.42	15.00%	67,966.36	15.00%
基础设施建设	8,270.00	4.45%	6,321.38	6.36%	10,953.87	6.36%
担保业务	625.52	74.40%	1,522.37	93.97%	1,339.05	92.46%
商品销售	17,162.71	0.42%	0.00	-	0.00	-
园林绿化	4,889.51	19.18%	3,210.68	17.22%	0.00	-
安全保护	7,303.60	31.02%	5,897.06	29.43%	0.00	-
粮食购销	5,719.09	-6.43%	6,688.00	1.26%	0.00	-
检测鉴证	974.28	100.00%	738.25	100.00%	0.00	-
路灯维护	161.68	85.47%	88.81	54.88%	0.00	-
其他业务	27.21	21.17%	54.96	38.37%	0.00	-
合计	124,502.02	13.47%	103,724.92	16.29%	80,259.28	15.11%

资料来源：海安城建 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年12月31日，海安城建资产总额为554.40亿元，所有者权益为193.02亿元，资产负债率为65.18%；2019年度，海安城建实现营业收入12.60亿元，利润总额2.79亿元，经营活动现金流净额0.04亿元。

表 16 海安城建主要财务指标：（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	5,544,014.01	4,884,202.44	4,650,823.21

所有者权益	1,930,229.45	1,918,134.42	1,800,171.87
有息债务	-	1,578,913.33	1,578,913.33
资产负债率	65.18%	60.73%	61.29%
流动比率	2.07	2.47	2.79
营业收入	125,996.56	105,079.65	81,184.45
其他收益	23,539.27	23,982.02	21,647.65
营业利润	29,689.81	29,066.13	26,995.69
利润总额	27,926.65	28,630.29	25,891.37
综合毛利率	13.54%	16.40%	15.16%
EBITDA	30,123.27	30,517.43	26,682.14
EBITDA 利息保障倍数	0.22	0.19	0.28
经营活动现金流净额	441.56	-134,961.35	89,443.68

注：EBITDA 利息保障倍数=EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金。

资料来源：海安城建 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，海安城建主体长期信用等级为AA+，其对本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性。

九、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20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，公司对外担保金额合计15.09亿元，占同期末所有者权益的27.32%，被担保对象主要为地方国有企业，且均未设置反担保措施，公司存在较大的或有负债风险。

表 17 截至 2019 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日
海安众合投资建设有限公司	30,000.00	2021/11/26
海安众合投资建设有限公司	28,000.00	2025/07/31
南通运通港务发展有限公司	20,000.00	2022/12/10
海安众合投资建设有限公司	7,500.00	2021/12/26
海安众合投资建设有限公司	7,000.00	2020/9/23

海安利泰水务投资发展有限公司	25,482.57	2021/11/18
海安众合投资建设有限公司	7,500.00	2020/12/12
海安利泰水务投资发展有限公司	6,390.34	2021/11/18
海安众合投资建设有限公司	3,000.00	2020/11/5
海安众合投资建设有限公司	3,000.00	2020/11/5
海安众合投资建设有限公司	3,000.00	2020/11/8
海安众合投资建设有限公司	3,000.00	2020/11/8
海安众合投资建设有限公司	7,000.00	2020/9/23
合计	150,872.91	

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

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	267,632.61	67,939.80	32,296.11
存货	703,679.61	630,526.84	613,376.67
总资产	1,124,298.57	843,502.52	760,592.15
短期借款	120,300.00	53,349.00	59,250.00
应付票据	214,806.46	81,750.00	10,400.00
一年内到期的非流动负债	57,046.46	35,100.00	19,650.00
长期借款	55,829.00	74,771.00	87,281.00
长期应付款	25,048.00	11,000.00	17,000.00
总负债	571,969.80	301,405.01	226,949.32
有息债务	258,223.46	174,220.00	183,181.00
所有者权益	552,328.77	542,097.51	533,642.83
营业收入	137,766.58	135,854.16	109,207.67
其他收益	9,098.86	3,000.00	4,760.00
营业利润	11,057.98	11,265.65	13,712.86
利润总额	11,051.18	11,256.66	13,712.66
经营活动产生的现金流量净额	-5,976.46	36,046.54	29,183.06
投资活动产生的现金流量净额	-2,888.08	-4,842.04	-5,934.87
筹资活动产生的现金流量净额	12,927.34	-5,410.82	-7,995.91
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	4.15%	8.40%	9.86%
收现比	1.21	0.94	1.20
产权比率	103.56%	55.60%	42.53%
资产负债率	50.87%	35.73%	29.84%
现金短期债务比	1.51	0.77	0.41
EBITDA（万元）	13,863.22	12,124.13	14,584.05
EBITDA 利息保障倍数	0.88	1.49	1.32
有息债务/EBITDA	18.63	14.37	12.56

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告、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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	货币资金
有息债务	$\text{短期借款} + 1 \text{年内到期的长期有息债务} + \text{长期借款} + \text{长期应付款}$

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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。