

2020 年江苏瀛洲发展集团有限公司 公司债券（第一期）信用评级报告

项目负责人：徐晓东 xdxu@ccxi.com.cn

项目组成员：刘春天 ctliu@ccxi.com.cn

刘冠如 grliu@ccxi.com.cn

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2020 年 11 月 16 日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]1471D 号

江苏瀛洲发展集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“2020 年江苏瀛洲发展集团有限公司公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年十一月十六日

发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的	担保人
江苏瀛洲发展集团有限公司	6.5 亿元	7 年	每年付息一次，在本期债券存续期的第 3、第 4、第 5、第 6、第 7 个计息年度末分别偿付本金的 20%、20%、20%、20%、20%，最后 5 年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付	4.80 亿元用于瀛洲幸福里工程项目，1.70 亿元用于补充营运资金	江苏省信用再担保集团有限公司

评级观点：中诚信国际评定江苏瀛洲发展集团有限公司（以下简称“瀛洲发展”或“公司”）主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“2020 年江苏瀛洲发展集团有限公司公司债券（第一期）”的债项信用等级为 **AAA**；该信用等级充分考虑了江苏再担保的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本期债券按时还本付息的保障作用。中诚信国际肯定了海州区较强的区域经济、有力的政府支持等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司在建及拟建项目较多，面临一定投资压力、资产流动性较弱、债务负担较重及备用流动性不足等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

瀛洲发展（合并口径）	2017	2018	2019	2020.H1
总资产（亿元）	102.06	122.98	166.85	182.37
所有者权益合计（亿元）	40.89	42.69	56.53	56.95
总负债（亿元）	61.17	80.29	110.32	125.42
总债务（亿元）	53.88	71.19	104.03	118.86
营业总收入（亿元）	4.75	5.42	6.45	3.44
经营性业务利润（亿元）	1.29	1.77	1.47	0.64
净利润（亿元）	0.94	1.07	1.02	0.52
EBITDA（亿元）	1.51	1.68	1.67	0.92
经营活动净现金流（亿元）	1.08	-18.49	-21.11	4.86
收现比(X)	1.76	1.12	0.78	0.82
营业毛利率(%)	16.05	18.44	18.57	18.72
应收类款项/总资产(%)	18.19	16.67	18.08	18.01
资产负债率(%)	59.93	65.29	66.12	68.77
总资本化比率(%)	56.86	62.51	64.79	67.61
总债务/EBITDA(X)	35.71	42.43	62.23	64.27
EBITDA 利息倍数(X)	0.47	0.62	0.30	0.25*

江苏再担保（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（百万元）	12,224.43	14,392.97	17,216.78
担保损失准备金（百万元）	1,475.43	1,709.93	1,956.30
所有者权益（百万元）	7,173.24	7,526.69	10,452.17
在保余额（百万元）	103,664.00	121,572.00	123,043.00
净利润（百万元）	319.26	378.43	480.68
平均资本回报率(%)	4.51	5.15	5.35
累计代偿率(%)	0.07	0.03	0.03

注：1、中诚信国际根据公司 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年半年度未经审计的财务报表整理；2、带*指标已经年化处理。

正面

- **海州区较强的区域经济。**2014 年原新浦区与海州区合并成为新的海州区，两区合并以来经济持续增长，2019 年海州区地区生产总值为 387.70 亿元，同比增长 6.5%，较强的区域经济为公司业务发展提供了良好的外部环境。
- **有力的政府支持。**公司作为海州区内重要的基建及安置房建

同行业比较

同区域基础设施投融资企业 2019 年主要指标对比表（亿元、%）							
公司名称	总资产	所有者权益	资产负债率	总债务	营业总收入	净利润	经营活动净现金流
江苏海州发展集团有限公司	422.21	139.89	66.87	223.46	16.51	5.32	-24.30
江苏金灌投资发展集团有限公司	250.94	149.81	40.30	76.95	10.12	1.85	0.16
江苏瀛洲发展集团有限公司	166.85	56.53	66.12	104.03	6.45	1.02	-21.11
连云港恒驰实业有限公司	134.80	74.00	45.10	47.17	9.20	1.53	-2.33

资料来源：中诚信国际整理

设主体，承担了区内重大项目建设及城市基础设施建设任务，得到海州区人民政府在政策、资金等方面的大力支持。

■ **有效的偿债保障措施。**江苏再担保系江苏省政府直属的省级担保平台，在业务运营及资金来源等方面能得到江苏省政府的大力支持。公司本期债券由江苏再担保对其提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保措施增强了对本期债券还本付息的保障。

关注

■ **在建及拟建项目较多，面临一定的投资压力。**截至 2019 年末，公司基础设施建设及安置房业务在建及拟建项目尚需投入约 50 亿元，2020~2022 年分别需投入约 17 亿元、17 亿元和 13 亿元，面临一定的投资压力。

■ **资产流动性较弱，面临资金压力。**由于项目建设具有周期性，结算及回款款项到位相对滞后，造成公司资金占用严重，资产流动性较弱。

■ **债务规模较大，短债压力较重。**项目持续推进带来的资金需求增加，导致公司近年对外部融资的依赖持续加大，有息债务规模逐年大幅走高，截至 2020 年 6 月末公司总债务为 118.86 亿元，其中短期债务 50.75 亿元，公司债务规模较大，尤其短期偿债的压力需关注。

■ **备有流动性不足。**截至 2020 年 6 月末，公司获得的银行授信总额为 65.74 亿元，尚未使用额度为 4.50 亿元，备用流动性不足。

评级展望

中诚信国际认为，江苏瀛洲发展集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**海州区经济实力显著增强；公司资本实力显著扩充，盈利大幅增长且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**地方经济环境严重恶化；公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱等；重要子公司股权划出或公司财务指标出现明显恶化；再融资环境恶化导致流动性压力大幅上升等。

发行主体概况

瀛州发展成立于 2005 年，初始注册资本 2,650 万元，由原连云港市新浦区人民政府出资设立，系新浦区主要的基建开发主体。2014 年新浦区与海州区两区合并，新浦区建制撤销，公司成为连云港市海州区人民政府下辖的全资子公司。2018 年 11 月，根据《关于国有平台公司整合工作的会议纪要》（区长办公会议纪要第 35 号）文件，海州区人民政府同意将公司整体划入江苏海州发展集团有限公司（以下简称“海州发展”），不改变公司原经营范围和内部管理架构，不影响其财务状况和偿债能力。海州发展股东为连云港市人民政府，系原海州区的建设主体，两区合并后，海州区拟将其打造成区内最大的基础设施建设主体，原区内其他平台均纳入

海州发展名下。2019 年 6 月 10 日，公司完成工商变更登记，股东由海州区人民政府变更为海州发展。2019 年 12 月，海州发展对公司货币增资 10 亿元，其中 5 亿元计入实收资本，5 亿元计入资本公积。截至 2020 年 6 月末，公司注册资本和实收资本均为 20 亿元，海州发展是公司的唯一股东，连云港市人民政府为公司实际控制人。

股东方变更后，公司的经营范围及主要业务并未发生变化，仍主要负责原新浦区内的基建开发，经营业务包括土地整理、基础设施建设、安置房建设等。截至 2019 年末，公司纳入合并报表范围的子公司包括 27 个一级子公司、5 个二级子公司和 1 个三级子公司。

表 1：截至 2019 年末公司主要子公司情况（%、万元）

全称	简称	职能	持股比例	注册资本
连云港瀛洲集团建设有限公司	瀛洲建设	房产开发、房屋租赁	100.00	25,000
连云港滨河置业有限公司	滨河置业	安置房建设	95.00	10,000
连云港瀛洲地产有限公司	瀛洲地产	安置房建设	100.00	3,000
连云港清源物业服务有限公司	清源物业	物业服务、房屋租赁	100.00	2,000
连云港润洲投资有限公司	润洲投资	基础设施建设	100.00	2,000

注：润洲投资于 2020 年 6 月 24 日完成工商变更登记，唯一股东变更为连云港海州工业投资集团有限公司。

资料来源：公司提供

本期债券概况

发行条款

本期债券发行规模为 6.5 亿元，债券期限为 7 年，每年付息一次，同时设置本金提前偿付条款，在本期债券存续期的第 3、第 4、第 5、第 6、第 7 个计息年度末分别偿付本金的 20%、20%、20%、20%、20%，最后 5 年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付。

担保方式

本期债券由江苏再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

募集资金用途

本期债券募集资金 6.50 亿元，其中 4.80 亿元用于瀛洲幸福里工程项目，1.70 亿元用于补充营运资金。

表 2：本期债券募集资金使用计划（亿元、%）

资金用途	项目总投资额	募集资金使用额度	占募集资金总额比例
瀛洲幸福里工程项目	11.08	4.80	73.85
补充营运资金	-	1.70	26.15
合计	11.08	6.50	100.00

资料来源：公司提供

宏观经济和政策环境

宏观经济：2020 年前三季度，中国经济经历了因疫情冲击大幅下滑并逐步修复的过程。随着疫情得到有效控制，三季度经济进一步复苏，市场性因素修复加快，GDP 当季同比达到 4.9%，带动前三季度 GDP 同比增长 0.7%，由负转正。短期内中国经济修复势头仍将延续，但经济运行中结构性失衡问题仍存，金融风险对宏观政策的制约仍在。

三季度，在国内疫情防控措施得力的背景下，经济进一步修复。从生产侧来看，工业生产保持快速增长势头，8~9 月当月同比连续两月超过上年同

期；随着居民消费信心的改善，服务业生产恢复加快。从需求侧来看，中国率先复工复产背景下出口错峰增长，成为需求侧最大的亮点；在基建、房地产等政策性投资继续回升同时，制造业投资改善幅度加大，但仍处于负增长态势；此外，社零额虽然当月同比增速转正，但累计同比仍位于低位，消费仍处于缓慢修复过程，疫情有效控制下服务消费的复苏值得期待。综合来看，二季度经济修复主要是行政性复工复产政策支持下政策性因素的改善，三季度以来市场性因素修复明显加快，经济复苏结构更加均衡，但目前市场性因素复苏依然偏弱，政策性因素受制于刺激性政策的逐步退出改善的动力有所弱化，或给后续经济复苏带来一定的压力。从价格水平来看，极端天气影响的消退和“猪周期”走弱 CPI 回落，国内需求改善 PPI 降幅收窄，通胀通缩压力均可控。

宏观风险：虽然中国经济持续平稳修复、整体改善，但经济运行中仍面临多重风险和挑战。从外部环境来看，疫情仍全球蔓延，全球经济与贸易低迷，同时中美博弈持续，疫情冲击与大国博弈双重不确定性并存，尤其需警惕“去中国化的全球化”。从国内经济运行来看，经济结构性失衡仍存，对经济修复的拖累依然存在。这种失衡主要体现在以下几个方面：供需结构失衡，需求恢复慢于供给；不同所有制的恢复程度失衡，国有投资恢复快而民间投资持续疲弱；不同规模企业失衡，大企业恢复快于中小企业；实体经济与金融业发展失衡，实体经济下滑，金融体系扩张。此外，金融风险仍处于高位。一方面，受疫情冲击影响企业经营情况弱化，信用风险仍持续释放，金融机构资产质量恶化隐忧仍存；另一方面，政策稳增长导致宏观杠杆率再度攀升，债务风险有所加大，地方政府收支不平衡压力较大背景下地方政府债务风险面临攀升压力，高债务风险对宏观政策的制约持续存在。

宏观政策：随着经济平稳修复，宏观政策有望保持连续性与稳定性，货币政策将延续稳健灵活基调，更加注重精准导向；财政政策更加积极，随着

专项债资金的落地，专项债对基建投资的带动作用有望进一步显现。值得一提的是，面对内外形势新变化，中央多次重要会议均强调构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，中国经济中长期发展顶层设计进一步加强。在以内循环为主的新发展格局下，国内产业链、供应链堵点有望进一步打通，为短期经济复苏和中长期经济增长提供新动力。

宏观展望：当前中国经济仍处于平稳修复过程。虽然随着对冲疫情政策的逐步退出政策性因素的修复将趋缓，市场性因素完全复原尚需时日，但市场性因素复苏空间和可持续性更高，且内循环背景下经济堵点的疏通有望为经济增长提供新的支撑，经济复苏势头有望延续。考虑到低基数影响，明年一季度或有望出现疫后 GDP 增长高峰，后续增长或有放缓，逐步向潜在经济增速回归。

中诚信国际认为，得益于中国强有力的疫情防控和逆周期宏观调控政策的发力，2020 年中国经济有望成为疫情之下引领全球经济复苏的主导力量，2021 年经济修复态势仍将持续，逐步回归常态化增长水平，但仍需警惕疫情反复可能导致的“黑天鹅”事件。从中长期来看，中国市场潜力巨大，“内循环”下国内供应链、产业链运行将更为顺畅，中国经济中长期增长韧性持续存在。

区域经济环境

近年来连云港市区域经济和财政实力均呈上升趋势，产业结构不断优化，但财政平衡能力一般

连云港市是江苏省省辖市，是中国首批 14 个沿海开放城市之一。连云港市地处中国大陆东部沿海，长江三角洲北翼，江苏省东北部，下辖 3 个市辖区、3 个县级行政区，分别为海州区、连云区、赣榆区、灌南县、东海县和灌云县。截至 2019 年末，全市户籍人口 534.4 万人，常住人口城镇化率 63.6%，较上年提高 1.0 个百分点；全年全体居民人均可支配收入为 28,094 元，增长 8.6%。

从经济指标来看，近年来连云港市经济总量不

断扩大。2017年~2019年连云港市地区生产总值分别为2,640.31亿元、2,771.70亿元和3,139.29亿元，分别同比增长7.4%、4.7%和6.0%。其中，2019年连云港市第一产业增加值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%。产业结构继续优化，2019年全市三次产业结构由上年的11.7:43.6:44.7调整为11.6:43.4:45.0。2019年，连云港市人均GDP达到69,523元，增长6.0%。

2017年~2019年，连云港市固定资产投资分别为2,603.63亿元、1,859.28亿元和1,986.39亿元。其中，2019年工业投资完成1,216.21亿元，增长15.0%，增幅居全省第一位；高新技术产业完成投资323.02亿元，增长15.3%；民间投资完成1,240.70亿元，增长15.4%。2020年1~6月，连云港市实现地区生产总值1,417.09亿元，同比下降2.06%，主要受当期疫情影响。

随着区域经济的不断增强，连云港市财政实力逐年提高。2017年~2019年，连云港市一般公共预算收入分别为214.85亿元、234.31亿元和242.44亿元，其中税收收入分别为159.37亿元、187.45亿元和191.36亿元，税收收入占比分别为74.18%、80.00%和78.94%，财政收入来源较为稳定。

政府性基金收入方面，2017年~2019年，连云港市分别实现政府性基金收入141.09亿元、144.57亿元和192.66亿元，逐年增长，主要为国有土地使用权出让收入。

表 3：2017 年~2019 年连云港市财政收支情况（亿元）

项目	2017	2018	2019
一般公共预算收入	214.85	234.31	242.44
其中：税收收入	159.37	187.45	191.36
非税收收入	55.48	46.86	51.07
政府性基金收入	141.09	144.57	192.66
一般公共预算支出	390.56	419.26	465.68
政府性基金支出	164.27	199.42	229.07
财政平衡率	55.01%	55.89%	52.05%

注：财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%

资料来源：连云港市财政决算报告

财政支出方面，2017年~2019年连云港市一般公共预算支出分别为390.56亿元、419.26亿元和

465.68亿元，主要投向教育、一般公共服务、社会保障和就业、农林水等。

2020年1~6月，连云港市实现一般公共预算收入125.70亿元，同比下降7.4%；一般公共预算支出240.90亿元，同比增长12.1%。

财政平衡率方面，2017年~2019年和2020年1~6月，连云港市财政平衡率分别为55.01%、55.89%、52.05%和52.20%，财政平衡能力一般。

凭借良好的地理位置，海州区区域经济增长，为公司营造了良好的发展环境

连云港市海州区位于连云港市西南部，南与灌云县接壤，北与赣榆区相连，东临连云区，西以蔷薇河为界与东海县相望。海州区地形以平原为主，约占总面积的80%。海州区河流纵横交错，水陆交通便利，中国四大磷矿之一的锦屏磷矿位于境内。2014年连云港市部分行政区划调整，原新浦（行政区域面积410余平方公里）、海州（行政区域面积280余平方公里）两区合并，全区行政区域面积701平方公里，下辖13个街道，4个镇，86个行政村，104个社区。

2017年~2019年，海州区分别实现地区生产总值348.21亿元、364.04亿元和387.70¹亿元，按可比价分别同比增长7.5%、5.3%和6.5%。

财政实力方面，2017年~2019年海州区一般公共预算收入分别为31.41亿元、34.79亿元和36.90亿元，其中税收收入分别为29.31亿元、32.76亿元和31.17亿元，税收收入占比分别为93.31%、94.16%和84.47%，占比较高。

2017年~2019年，海州区一般公共预算支出分别为32.56亿元、34.44亿元和38.59亿元，主要投向教育、城乡社区、一般公共服务支出、社会保障和就业等；同期财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）分别为96.47%、101.02%和95.62%，财政平衡能力较强。

2020年1~6月，海州区一般公共预算收入为

¹ 2019年海州区地区生产总值及增速数据来自于2020年连云港市海州区人民政府工作报告。

19.21 亿元，一般公共预算支出为 21.59 亿元，财政平衡率为 88.98%。

表 4：2017 年~2019 年海州区财政收支情况（亿元）

项目	2017	2018	2019
一般公共预算收入	31.41	34.79	36.90
其中：税收收入	29.31	32.76	31.17
非税收入	2.10	2.03	5.73
一般公共预算支出	32.56	34.44	38.59
财政平衡率	96.47%	101.02%	95.62%

资料来源：海州区财政决算报告

业务运营

公司业务主要涵盖项目建设（包括基础设施建设和土地整理）、安置房销售和房屋租赁等，范围集中在原新浦区域内，其中项目建设及安置房建设均具有周期性，导致公司收入结构有所变化。2017 年~2019 年，公司分别实现营业总收入 4.75 亿元、5.42 亿元和 6.45 亿元，其中项目建设业务收入分别为 4.66 亿元、5.19 亿元和 3.24 亿元，占营业总收入的比重分别为 97.98%、95.75%和 50.20%，是公司收入的主要来源；安置房销售业务自 2019 年陆续进行收入确认，成为公司又一收入来源。

2020 年 1~6 月，公司实现营业总收入 3.44 亿元，同比增长 14.23%，其中项目建设业务收入为 3.25 亿元，收入占比达到 94.39%，当期安置房销售业务收入较少，为 0.08 亿元。

表 5：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.H1
项目建设业务	4.66	5.19	3.24	3.25
安置房销售	-	-	2.84	0.08
租赁业务	0.09	0.23	0.37	0.12
其他	0.005	0.004	0.0003	0.002
合计	4.75	5.42	6.45	3.44

表 6：2017 年~2019 年公司已完结代建项目（亿元）

项目名称	总投资	报告期内已确认收入	截至 2019 年末已收到回购款	建设期限
连云港 204 国道新浦连接线工程（郁州路）	12.75	5.99	5.99	2014-2017
第一人民医院	2.82	3.37	3.37	2015-2018
智慧物流园	2.12	2.19	2.19	2014-2017
浦南中学	1.15	1.37	0.15	2017-2018
合计	18.84	12.92	11.70	--

资料来源：公司提供

从在建项目情况看，截至 2019 年末，公司主

占比	2017	2018	2019	2020.H1
项目建设业务	97.98	95.75	50.20	94.39
安置房销售	-	-	44.01	2.19
租赁业务	1.92	4.18	5.78	3.36
其他	0.10	0.07	0.01	0.06
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

注：其他业务板块收入包括广告费及停车费收入

资料来源：公司提供

公司承担了区内大量的建设任务，项目承接上较有保障，但由于项目建设及结算具有周期性，近年收入确认出现波动。此外，公司已完工项目的回款、在拟建项目的资金投入及回收情况等均有待关注

公司项目建设业务主要包括土地整理及基础设施建设，由公司本部及子公司润洲投资负责，主要采用委托代建模式运营。海州区人民政府、连云港神农现代农业发展有限公司（海州区人民政府全资子公司，以下简称“神农发展”）与公司签订三方委托代建协议，其中海州区人民政府为授权人，神农发展为委托人，公司为代建管理人。根据委托代建协议，神农发展以公司每年实际完成项目投资额加成 15%或 20%与公司结算，项目完工验收后，根据审计结果调整实际结算金额。2017 年~2019 年，公司已完工的基础设施项目共 4 个，其中 204 国道新浦连接线工程、第一人民医院、浦南中学 3 个项目均系公司本部承接，采取上述代建模式；而智慧物流园项目系由子公司润洲投资负责，委托人系海州发展，双方签署了委托代建合同，海州发展以投资额加成 15%与润洲投资进行结算。截至 2019 年末，公司上述 4 个项目总投资为 18.84 亿元，可实现收入约 22.50 亿元；已确认收入 12.92 亿元，已收到回款 11.70 亿元，收入确认进度相对滞后。

要在建基础设施建设项目 14 个，包括了基础设施

建设、棚户区土地整理等，均与神农发展签署了代建协议，按成本加成方式进行结算。截至 2019 年末，公司在建项目计划总投资 69.20 亿元，未来尚需投资 10.56 亿元，拟完工周期集中于 2020~2021 年。

表 7：截至 2019 年末公司在建项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	已投资
万达广场地块土地整理	2017-2020	3.51	3.16
新海路	2017-2020	3.48	2.81
东河新城工程	2017-2020	6.04	4.97
玉带河工程	2017-2020	4.04	3.95
南小区棚户区土地整理工程	2018-2021	13.00	12.39
南极北路棚户区土地整理工程	2018-2021	6.00	4.47
建设西路棚户区土地整理工程	2018-2020	6.00	5.08
铁路新村棚户区土地整理工程	2018-2020	3.65	2.84
东天池棚户区土地整理工程	2019-2020	12.50	10.70
社区服务中心	2017-2020	2.35	2.31
海州二营巷	2019-2021	3.50	2.05
商业中心	2017-2020	2.00	1.52
新浦二桥	2017-2020	1.50	0.96
福利中心	2017-2020	1.63	1.43
合计	--	69.20	58.64

资料来源：公司提供

同期末，公司拟建的项目 5 个，主要包括滨河新城基础设施建设项目、邻里便民服务中心及创赢商业街项目等，计划总投资 10.30 亿元，拟完工周期集中于 2020~2021 年，拟建项目均尚未签署相关委托代建协议。

表 8：截至 2019 年末公司拟建基础设施项目情况（年、亿元）

项目名称	建设周期	总投资	投资计划	
			2020	2021
邻里便民服务中心、创赢商业街	2	2.84	1.60	1.24
海州区雨污水分流改造工程	1	1.10	1.10	-
人民路立面改造	1	1.20	1.20	-
滨河新城基础设施	2	3.50	2.00	1.50
特色街区改造	2	1.66	1.00	0.66
合计	-	10.30	6.90	3.40

资料来源：公司提供

中诚信国际认为，公司在海州区较为重要的平台地位为其项目承接提供了一定的保障，该业务整

体进展较为顺利，但 2019 年因部分建设项目进度未达到竣工结算状态，当年收入确认规模有所减少，收入稳定性有待提升。此外，公司代建项目整体结算期较长，回款相对滞后，加之在拟建项目的推进使公司面临一定投融资压力。中诚信国际将持续关注公司该业务的资金情况。

随着公司安置房项目的逐步完工及交付，该业务预期可对收入形成一定支撑，但整体回款情况一般，同时在建及拟建项目投资规模相对较大，面临一定的投资压力

公司安置房业务主要通过子公司瀛洲地产、滨河置业来经营。公司安置房建设采用自建模式，即先通过“招拍挂”形式取得开发用地，并缴纳土地出让金，建成后由当地政府向拆迁居民支付拆迁补偿款，用于定向购买安置房。公司获得安置房销售回款。公司在保持自身盈利的基础上给予小幅价格优惠，安置户按照自愿原则购买公司建成的安置房，剩余部分作为商品房对外正常销售。

截至 2019 年末，公司完工安置房为樱花小区一期和梧桐里小区一期安置房两个项目，合计建筑面积 14.48 万平方米，总投资共计 4.20 亿元，其中缴纳的土地出让金均为 0.54 亿元，扣除必要规费后已全部返还至公司。从销售情况来看，公司已售房源客户均为安置户，樱花小区一期项目销售进度约 90%，其中住宅销售均价为 3,500 元/平方米，商业配套销售均价为 5,000 元/平方米，实现销售合同金额约 1.65 亿元，截至 2019 年末取得预收款约 1.10 亿元，尚未交房，故未有收入确认；梧桐里小区一期销售进度约 90%，其中住宅销售均价为 4,100 元/平方米，商业配套销售均价为 8,000 元/平方米，实现销售合同金额约 3.30 亿元，2019 年实现了部分交房，公司当年确认收入 2.84 亿元，年末预收款约 0.14 亿元。上述两个项目销售情况良好，合计实现合同销售金额 4.95 亿元，但盈利空间及回款情况一般。

表 9：截至 2019 年末公司已完工安置房项目情况

(万平方米、亿元)

项目名称	建设面积	总投资	已投资	实现合同销售金额	确认收入金额	进展情况
樱花小区一期	6.26	1.50	1.50	1.65	-	完工, 已售约 90%, 尚未交房
梧桐里小区一期	8.22	2.70	2.70	3.30	2.84	完工, 已售约 90%, 已部分交房
合计	14.48	4.20	4.20	4.95	2.84	-

资料来源：公司提供

截至 2019 年末, 公司在建安置房项目为梧桐里小区二期、幸福里小区和瀛洲安康里, 合计建筑面积 39.17 万平方米, 计划总投资合计 19.40 亿元 (含土地出让金 9.38 亿元), 截至 2019 年末已投资 10.22 亿元, 计划于 2022~2023 年开启预售。

表 10：截至 2019 年末公司在建安置房项目情况

(万平方米、亿元)

项目名称	建设面积	总投资	已投资	进展情况
梧桐里小区二期	12.74	3.50	2.20	在建, 预计 2021 年完工
幸福里小区	19.41	11.08	5.87	在建, 预计 2022 年完工
瀛洲安康里	7.02	4.82	2.15	在建, 预计 2023 年完工
合计	39.17	19.40	10.22	-

资料来源：公司提供

截至 2019 年末, 公司拟建的安置房项目为瀛洲滨河里, 总建筑面积 17.31 万平方米, 可安置居民 1,079 户, 计划总投资 12.00 亿元, 预计于 2021

年开工, 建设周期 3 年, 2021 年~2023 年分别计划投资 4.50 亿元、4.50 亿元和 3.00 亿元, 资金来源为自筹。公司在建及拟建安置房项目投资规模较大, 面临一定的投资压力。

中诚信国际认为, 公司的安置房业务模式较为清晰, 部分土地出让金返还的安排等亦体现了政府对该业务的支持, 但在建及拟建项目后续的资金投入依然较大, 项目实际的开发进度、销售情况以及资金回笼等均需持续关注。

随着公司租赁物业及租赁面积的增加, 租金收入呈现较快的上升趋势, 但房屋租赁权属值得关注

公司租赁业务涉及资产主要为海州区人民政府交由公司代为管理的部分政府性资产和自建项目房产等, 包括商铺、办公用房等。其中自建房产主要系连云港市海州区人民政府的统一规划下由公司自筹资金投资建设, 建设完成后由公司进行实际运营, 但因历史遗留原因, 大部分资产暂未完成办理产权登记, 因此该部分资产未在公司账面中体现。截至 2019 年末, 租赁物业中仅二巷营、社区服务中心及建设局大楼等资产的产权归公司所有。

公司与承租方租赁协议签订周期多为 1-2 年, 租金收取频率为每年收取一次, 商铺租金约为 12 元/平方米/天, 便民服务中心、社区服务中心及建设局大楼等机关单位用楼租金合计为 1,000 万元/年。2017 年~2019 年公司租赁收入分别为 0.09 亿元、0.23 亿元和 0.37 亿元。随着公司租赁物业及租赁面积的增加, 租金收入呈现较快的上升趋势。

表 11：截至 2019 年末公司租赁物业运营情况 (万平方米、万元)

项目名称	总可租赁面积	出租率	2019 年租金收入	权属情况
昌旺停车场	0.13	100%	3.40	无证
民主路停车场	0.26	100%	33.13	无证
瀛洲大厦	1.2	100%	644.34	有证, 非自有, 正在办理过户
老区政府大楼	0.99	100%	245.14	有证, 非自有
民主路老街	1.5	60%	169.94	无证
盐河巷老街	0.81	85%	473.71	无证
二营巷	0.29	55%	31.00	有证
民主路小学	0.23	100%	8.00	有证, 非自有, 改造成仓库出租
浦西小学	0.16	100%	6.10	有证, 非自有, 改造成仓库出租
便民服务中心	0.67	100%	242.24	有证, 非自有

社区服务中心	1.42	100%	509.25	有证
行政审批中心	1.61	100%	500.00	无证
建设局大楼	0.63	100%	248.52	有证
无物管小区（47个）	-	-	381.49	-
月牙岛	-	-	231.98	正在办理权属证明
合计	9.9	-	3,728.24	-

注：此处租金收入中含停车费、广告费及物业费
 资料来源：公司提供

2019年10月，公司与江苏金海置业有限公司签订了购买位于连云港市高新区花果山大道22号“金融新天地A座1-21层房屋”的协议。该处房屋总面积3.45万平方米，购买金额2.99亿元，计划作为办公用房对外出租。截至2020年6月末，该房屋尚在装修中，合计共投入3.02亿元（含认购款2.99亿元），预计尚需投入资金0.70亿元，拟于2021年5月投入使用，未来年租金约0.20亿元。

除上述业务外，公司还自主建设了月牙岛湿地公园项目，计划打造成为休闲度假区，以宜居颐养为主题的全域旅游场所，公司自主对外运营。截至2019年末该项目处于在建状态，拟总投资5.00亿元，2016年12月开工，已投资3.50亿元，计划2021年3月完工，同年4月开园试营业。该项目位于主城区西部，东至东引河，西至蔷薇河，南至富安闸，北至310国道，总规划面积5.5平方公里，其中陆地面积4.5平方公里。新浦大道将月牙岛分为南北两部分，其中南岛2.4平方公里，北岛2.1平方公里。北岛重点打造开放式生态休闲风景区，南岛重点打造大型互动式旅游项目。经过长期培育，未来预计运营收入可实现约1,500万元/年，将进一步充实公司现有业务结构；截至2019年末仅有临时摊位租金收入，规模较小。

整体来看，公司承担了海州区内大量的基础设施及安置房建设任务，项目承接较有保障，但项目建设资金沉淀较多，回款情况一般，且后续投资规模也相对较大，资金压力有待关注。此外，中诚信国际也将持续跟踪公司租赁物业的权属情况。

战略规划及管理

公司定位明确，战略制定符合自身的发展规划，同

时法人治理结构完善，内部控制制度和体系较为健全

作为海州区重要的基础设施建设主体，公司改革目标为整合区内现有各类资源，通过投资、重组、转让、租赁及收购兼并等手段优化产业结构，组建基础设施建设、市政配套服务、产业引导、园区开发等开发载体；加快形成广告业、城市基础设施建设和房地产开发等具有盈利能力的主营业务等措施，成为连云港市国有资产运营的重要载体、基础设施建设的重要平台，城区运营的主要力量。未来，公司将积极配合海州区人民政府的统筹规划，在市政府及区政府的统一部署下，通过有效整合海州区国有经营性资产，有步骤地扩展公司经营性业务，充分发挥自身资源优势和市场化运作能力，不断完善公司作为重大基础设施运营主体以及建设平台职能。

公司依据相关法律法规及企业自身的需求建立了基本的法人治理结构。公司不设股东会。公司设董事会，由5名董事组成，董事由股东委派，董事会设董事长1名，由股东任免产生。公司设监事会，设由5名监事构成，监事由股东委派，监事会主席由监事会选举产生，其中职工监事2名，由职工代表大会选举产生。公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘，总经理对董事会负责。

公司根据自身定位、业务特点及业务需要，设立了融资部、财务部、工程部、项目办等职能部门，各部门分别制订了部门职责和岗位职责。同时，公司在财务管理、投融资管理、对外担保等方面制定了较为完善的内部控制制度，以加强风险控制管理，确保公司正常运营。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见 2017 年~2019 年审计报告和未经审计的 2020 年半年度财务报表。本报告中所用财务数据均为各期报表期末数。

盈利能力

公司营收规模保持扩张，营业毛利率逐年提升，但 2019 年期间费用扩张，对盈利的侵蚀程度较重。近年来公司利润总额呈现一定波动，利润对政府补助的依赖程度较大

2017 年~2019 年，公司分别实现营业总收入 4.75 亿元、5.42 亿元和 6.45 亿元，收入来源主要为项目建设收入、安置房销售和房屋租赁等。2019 年，公司因部分建设项目进度未达到竣工结算状态，基础设施建设板块收入规模有所减少，近三年该板块收入呈现一定波动；随着安置房项目的逐步完工及交付，2019 年房屋销售收入对整体营收规模形成较大支撑；租赁业务收入呈现逐年递增的趋势。2020 年 1~6 月，公司实现营业总收入 3.44 亿元，同比增长 14.23%，主要来源于项目建设业务，当期收入为 3.25 亿元。整体来看，公司营业总收入规模保持增长。

毛利率方面，公司项目建设业务成本加成比例固定在 15%或 20%，近年来毛利率较为稳定；同时随着租赁收入占比的提升，一定程度提高了综合营业毛利率水平。2017 年~2019 年和 2020 年 1~6 月，公司营业毛利率分别为 16.05%、18.44%、18.57% 和 18.72%。

表 12：近年来公司主要板块毛利率构成（%）

项目	2017	2018	2019	2020.H1
项目建设业务	14.38	15.43	15.26	16.05
安置房销售	-	-	12.64	12.64
租赁业务	100.00	86.03	92.39	100.00
其他	81.27	100.00	100.00	-113.84
营业毛利率	16.05	18.44	18.57	18.72

资料来源：公司提供

期间费用方面，公司期间费用主要为管理费

用，随着职工薪酬增长，同时 2019 年管理物业小区维修及改造支出增加，近三年管理费用逐年扩张；公司将大部分利息资本化处理，费用化利息支出规模较小，同时因银行存款产生的利息收入大于利息支出，2018 年~2019 年财务费用均为负。整体来看，公司期间费用对盈利侵蚀整体呈上升趋势，费用管控能力有待提高。

公司利润总额主要来自经营性业务利润，2017~2019 年和 2020 年 1~6 月经营性业务利润分别为 1.29 亿元、1.77 亿元、1.47 亿元和 0.64 亿元，以政府补贴为主的其他收益占比较高，2019 年和 2020 年 1~6 月其他收益规模占比分别为 68.03%和 62.50%。总体而言，公司自身盈利能力较弱，利润对政府补助的依赖较大。

表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.H1
销售费用	0.08	0.02	0.16	0.005
管理费用	0.24	0.27	0.55	0.22
财务费用	0.04	-0.003	-0.07	0.17
期间费用合计	0.36	0.28	0.64	0.39
期间费用率(%)	7.60	5.21	9.89	11.39
经营性业务利润	1.29	1.77	1.47	0.64
其中：其他收益	1.00	1.10	1.00	0.40
利润总额	1.38	1.55	1.42	0.63
EBITDA 利润率(%)	31.75	30.95	25.91	26.87
总资产收益率(%)	1.58	1.44	1.10	1.03

注：2020 年半年度总资产收益率指标经年化处理

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

由于项目的不断投入，公司资产规模和负债规模均呈增长趋势，但资产流动性相对较弱，财务杠杆水平不断提升，考虑到在建拟建项目仍尚需较多投入，未来杠杆比率或将进一步提高

随着各业务项目的推进，公司总资产规模逐年扩大，总资产规模由 2017 年末 102.06 亿元增至 2019 年末 166.85 亿元，2020 年 6 月末进一步增加至 182.37 亿元。所有者权益方面，得益于政府注资和经营积累，公司所有者权益逐年增长，2017 年~2019 年末所有者权益合计分别为 40.89 亿元、42.69 亿元和 56.53 亿元。2019 年 12 月股东海州发展对公司

增资 10.00 亿元，其中 5 亿元用于增加注册资本，5.00 亿元用于增加资本公积，2019 年末公司实收资本由上年末 15.00 亿元增至 20.00 亿元；2017 年~2019 年末，公司资本公积分别为 20.96 亿元、21.89 亿元和 30.02 亿元，其中 2018 年末资本公积较 2017 年末增加 0.92 亿元，主要系收到海州区财政局拨款 0.90 亿元，海州区人民政府将连云港盐河企业资产管理有限公司股权无偿划转至公司增加资本公积 0.02 亿元；2019 年末资本公积的增加来源于收到海州区财政局拨款 3.13 亿元及股东海州发展的货币增资款 5 亿元，截至当年末资本公积中资本性投入为 28.84 亿元，股权划转金额为 0.88 亿元。截至 2020 年 6 月末，公司实收资本和资本公积较上年末无变动，期末所有者权益总额为 56.95 亿元。

财务杠杆方面，受益于增资及利润留存，公司自有资本实力不断增强，但公司资金长期被大规模占用，融资规模的扩大使得财务杠杆水平不断提升，2017 年~2019 年末和 2020 年 6 月末资产负债率分别为 59.93%、65.29%、66.12%和 68.77%；同期末总资本化率分别为 56.86%、62.51%、64.79%和 67.61%。考虑到公司在建和拟建项目尚需较多投入，未来财务杠杆或将进一步提升。

表 14：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.6
货币资金	25.33	31.01	40.93	47.01
其他应收款	16.38	18.05	28.79	31.06
存货	47.30	68.38	93.16	98.16
其他流动资产	9.95	2.00	0.12	0.13
在建工程	0.00	0.00	0.00	3.02
其他非流动资产	0.02	0.00	1.50	0.00

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产结构方面，2017 年~2019 年末和 2020 年 6 月末，公司流动资产占资产总额的比重分别为 99.14%、99.12%、98.53%和 97.83%，主要包括货币资金、其他应收款和存货等。其中，公司存货主要为安置房、基础设施建设投入以及土地资产。近年来公司存货规模逐年增长，2019 年末存货占总资产比例为 56.67%，其中基建及土地整理、安置房建造成本等开发成本合计 75.12 亿元；土地成本 17.97

亿元，全部通过招拍挂方式取得土地，以成本法入账，其中用于抵押的土地账面价值为 4.38 亿元。2020 年 6 月末，公司存货规模增至 98.16 亿元，其中开发成本 80.12 亿元，土地成本 17.97 亿元（抵押土地账面价值 4.38 亿元）。公司货币资金规模逐年增加，2019 年末货币资金账面余额 40.93 亿元，包括银行存款和其他货币资金，占比分别为 73.54%和 26.46%，其他货币资金主要为开具银行承兑汇票而存入银行的保证金存款以及质押借款，使用受限。2020 年 6 月末，公司货币资金 47.01 亿元，其中其他货币资金 19.61 亿元。公司其他应收款主要系与海州区人民政府部门和国有企业之间的往来款。截至 2019 年末，公司其他应收款余额 28.79 亿元，其中前五名欠款对象金额合计 26.09 亿元，款项性质均为非经营性款项，合计占期末其他应收款余额的比重为 89.09%，应收对象集中，其中账龄在一年以上的占比 36.49%。截至 2020 年 6 月末，公司其他应收款余额 31.06 亿元，其中前五名欠款对象金额合计 29.79 亿元，占比为 95.91%，前四大对象较上年末无变动。整体来看，公司其他应收款规模较大，且回收期限不明确，降低了资产流动性。此外，公司其他流动资产近年呈下降趋势，2017 年末主要是对海州区其他国有企业的短期资金拆借；2018 年以来，公司收回拆借资金，其他流动资产全部为银行理财产品。

表 15：2020 年 6 月末公司前五大其他应收款情况（亿元、%）

单位名称	金额	比重	账龄	款项性质
连云港神农现代农业发展有限公司	10.56	33.47	1 年以内	往来款
连云港丰谷农业开发有限公司	7.83	24.81	1 年以内	往来款
海州区财政局	6.00	19.02	3 年以内	往来款
连云港环竣市政有限公司	2.73	8.65	3 年以内	往来款
浦南开发区管委会	2.68	8.48	2 年以内	往来款
合计	29.79	93.43	-	-

资料来源：根据公司提供财务报告整理

非流动资产主要系公司购买的“金融新天地 A 座 1-21 层房屋”，2019 年末其他非流动资产 1.50 亿元系预付款；截至 2020 年 6 月，在建工程余额

3.02 亿元。

表 16: 近年来公司主要负债及债务情况 (亿元)

	2017	2018	2019	2020.6
短期借款	12.91	11.13	15.99	18.65
应付票据	9.13	6.29	5.99	13.96
一年内到期的非流动负债	6.20	11.78	16.88	18.14
长期借款	17.71	35.64	54.71	57.65
应付债券	7.93	6.35	10.45	10.46
短期债务	28.25	29.19	38.87	50.75
长期债务	25.64	41.99	65.16	68.11
总债务	53.88	71.19	104.03	118.86

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

从负债结构来看, 近年来, 公司调整债务结构, 非流动负债占比整体提高, 2017 年~2019 年末和 2020 年 6 月末, 非流动负债占总负债的比重分别为 42.08%、52.62%、59.07%和 54.31%。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。随着长期借款和应付债券到期期限的临近以及 2020 年起增加银行承兑汇票用于支付工程款, 公司面临的即期偿债压力有所加大。2019 年末和 2020 年 6 月末, 公司流动负债总额分别为 45.16 亿元和 57.30 亿元, 主要由短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债构成。

有息债务方面, 2017 年~2019 年末和 2020 年 6 月末, 公司总债务分别为 53.88 亿元、71.19 亿元、104.03 亿元和 118.86 亿元, 逐年增长。债务期限结构方面, 同期末公司短期债务/总债务分别为 52.42%、41.01%、37.36%和 42.69%。

中诚信国际认为, 近年公司不断优化债务结构, 以长期债务为主的债务期限结构符合公司业务资金占用周期长的特点, 但资产流动性较弱, 短期偿债压力依然较大。

现金流及偿债能力

公司自身经营活动净现金流较差, 主要依靠对外筹资, 同时有息债务规模较大, 获现能力不足, 偿债指标表现较弱

2017 年~2019 年, 公司经营活动产生的现金流量净额分别为 1.08 亿元、-18.49 亿元和 -21.11 亿元,

2018 年以来工程建设项目投入较大致使近两年经营性现金流呈现净流出状态, 且逐年增加。同时, 由于项目资金回笼滞后, 公司主业的获现能力下滑, 2019 年收现比仅为 0.78 倍。2020 年 1~6 月, 公司以往来款和财政补贴等为主的其他与经营活动有关的现金收支实现净流入, 当期经营活动净现金流为 4.86 亿元。2017 年~2019 年, 公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -3.69 亿元、7.73 亿元和 1.99 亿元, 2019 年公司收到其他与投资活动有关的现金中理财产品到期回收下降较多, 致使当年投资性活动净现金流规模减少。2020 年 1~6 月, 公司装修了在建工程“金融新天地 A 座”, 使得当期投资活动净现金流呈现净流出。公司经营活动和投资活动现金缺口主要靠筹资活动弥补, 近三年筹资活动净现金流持续净流入, 分别为 6.50 亿元、17.38 亿元和 29.86 亿元。2020 年 1~6 月, 公司债务到期偿还规模较大, 当期筹资活动现金净流出 5.96 亿元。随着后续项目建设资金的持续投入, 未来公司仍将承担较大的筹资压力。

从偿债能力指标来看, 随着公司债务规模的上升, EBITDA 对总债务的覆盖能力持续下降, EBITDA 仍不能覆盖利息支出。近两年公司经营活动净现金流持续净流出, 无法对债务偿还形成有效保障, 同时货币资金中受限资产比重较大, 对短期债务的保障程度有限。整体来看, 公司偿债能力指标表现较弱。

表 17: 近年来公司现金流及偿债指标情况 (亿元、X)

	2017	2018	2019	2020.H1
经营活动净现金流	1.08	-18.49	-21.11	4.86
投资活动净现金流	-3.69	7.73	1.99	-1.59
筹资活动净现金流	6.50	17.38	29.86	-5.96
收现比	1.76	1.12	0.78	0.82
总债务	53.88	71.19	104.03	118.86
EBITDA	1.51	1.68	1.67	0.92
经营活动净现金流/利息支出	0.33	-6.80	-3.81	1.30
总债务/EBITDA	35.71	42.43	62.23	64.27
EBITDA 利息倍数	0.47	0.62	0.30	0.25
货币资金/短期债务	0.90	1.06	1.05	0.93

注: 2020 年半年度总债务/EBITDA 指标经年化处理

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

银行授信方面, 截至 2020 年 6 月末, 公司获

得的授信总额 65.74 亿元，尚未使用额度为 4.50 亿元，备用流动性不足。

受限资产方面，截至 2020 年 6 月末，公司受限资产合计 24.23 亿元，占总资产的比重为 13.29%，其中，使用受限的货币资金为 19.52 亿元，用于银行承兑汇票保证金及质押贷款；存货中用于抵押的土地使用权账面价值为 4.38 亿元；固定资产用于抵押的账面价值为 0.33 亿元。

到期债务方面，公司 2020 年~2023 年及以后到期债务分别为 32.87 亿元、15.59 亿元、16.82 亿元和 32.76 亿元，面临集中偿付压力。

表 18：截至 2019 年末公司到期债务分布情况（亿元）

	2020	2021	2022	2023 及以后
到期金额	32.87	15.59	16.82	32.76

注：表中到期债务不含应付票据

资料来源：公司提供

对外担保方面，截至 2020 年 6 月末，公司对外担保余额为 6.83 亿元，对外担保余额占期末所有者权益合计的比重为 11.98%，被担保对象均为海州区内其他国有企业，或有负债风险需关注。

表 19：截至 2020 年 6 月末公司主要对外担保情况（亿元）

被担保人	担保余额
连云港成荫绿化工程有限公司	0.30
连云港丰谷农业开发有限公司	2.86
连云港璟竣市政有限公司	0.40
连云港开源投资有限公司	0.53
连云港神农现代农业发展有限公司	2.74
合计	6.83

资料来源：公司提供

截至 2020 年 6 月末，公司不存在对其持续经营产生重大不利影响的重大未决诉讼或仲裁事项。

过往债务履约情况：根据公司提供的本部《企业信用报告》，截至 2020 年 8 月 20 日，公司本部全部尚未到期的贷款五级分类均为正常，不存在未结清不良信贷信息；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。

外部支持

公司作为海州区重要的基建主体，能够获得一定的政府支持，具有一定的抗风险能力

公司作为海州区重要的土地整理及基础设施建设主体，自成立以来获得了政府在资产注入和财政补贴等方面的支持。

资产注入方面，2017 年，海州区财政局拨款 0.28 亿元、海州区人民政府将 5 家公司股权无偿划转至公司，资本公积合计增加 0.94 亿元；2018 年，公司收到海州区财政局拨款 0.90 亿元，计入资本公积。2019 年，公司收到控股股东海州发展注资 10 亿元，其中 5 亿元计入实收资本，5 亿元计入资本公积。

财政补贴方面，2017 年~2019 年和 2020 年 1~6 月，公司分别获得计入其他收益的财政补贴 1.00 亿元、1.10 亿元、1.00 亿元和 0.40 亿元。

担保实力

江苏再担保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保为公司本期债券按时还本付息提供了保障

公司本期债券由江苏再担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

江苏再担保成立于 2009 年 12 月，初始注册资本 30 亿元，是由江苏省人民政府、江苏省国有资产监督管理委员会、江苏乾明投资有限公司、波司登股份有限公司和江苏雨润食品产业集团共同出资组建的国有控股企业。2017 年 1 月，江苏再担保名称由“江苏省信用再担保有限公司”变更为“江苏省信用再担保集团有限公司”。近年来，江苏省各级政府不断对江苏再担保进行增资，在历经多次增资和股权转让后，截至 2020 年 3 月末，江苏再担保注册资本及实收资本增至 75.63 亿元。

在业务方面，江苏再担保按照“政策性导向、市场化运作、公司化管理”的原则，实施规范化管理、市场化运作，切实为江苏省中小企业的发展提供服务和支撑，致力于更好地服务江苏省地方经济发展。江苏再担保及其子公司主要业务为直接担保、再担保、融资租赁、小额贷款、资产管理及投资等业务。截至 2019 年末，江苏再担保总资产为

172.17 亿元，所有者权益合计为 104.52 亿元。

作为江苏省政府直属的省级担保平台，江苏再担保在业务运营、资金来源等方面得到省政府的大力支持，其开展的担保、再担保业务对于促进江苏省经济和金融发展具有重要意义和作用。中诚信国际认为，江苏省政府具有很强的意愿和能力在有必要时对江苏再担保给予支持。

综合上述，中诚信国际评定江苏再担保的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。江苏再担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能够对本期债券的到期偿付提供有力保障。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定江苏瀛洲发展集团有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“2020 年江苏瀛洲发展集团有限公司公司债券（第一期）”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于 2020 年江苏瀛洲发展集团有限公司 公司债券（第一期）的跟踪评级安排

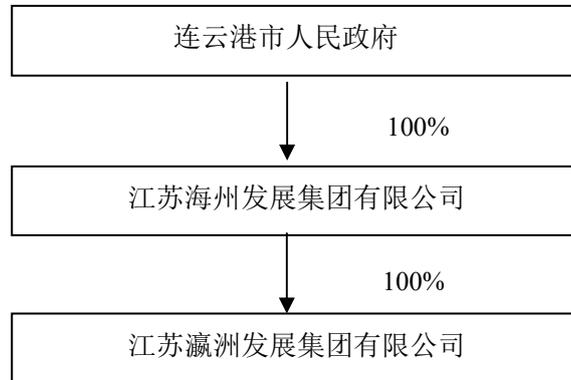
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期公司债券的存续期内对本期公司债券每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在本期债券的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 11 月 16 日

附一：江苏瀛洲发展集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附二：江苏瀛洲发展集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.H1
货币资金	253,262.37	310,116.01	409,251.46	470,109.03
应收账款	21,864.84	24,494.15	13,681.70	17,916.46
其他应收款	163,758.59	180,501.77	287,942.48	310,606.74
存货	473,026.20	683,841.77	931,631.75	981,564.49
长期投资	1,000.00	1,000.00	1,000.00	1,000.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	30,174.29
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产	1,020,556.05	1,229,813.71	1,668,497.01	1,823,700.58
其他应付款	14,124.85	15,706.17	14,129.98	17,560.60
短期债务	282,454.55	291,949.68	388,684.00	507,455.15
长期债务	256,380.47	419,941.42	651,592.24	681,134.83
总债务	538,835.02	711,891.09	1,040,276.24	1,188,589.99
总负债	611,664.36	802,945.42	1,103,154.35	1,254,182.47
费用化利息支出	868.91	619.65	1,757.07	2,655.76
资本化利息支出	31,553.54	26,588.26	53,611.47	34,780.09
实收资本	150,000.00	150,000.00	200,000.00	200,000.00
少数股东权益	484.87	486.89	443.38	3,439.24
所有者权益合计	408,891.69	426,868.29	565,342.66	569,518.11
营业总收入	47,528.00	54,208.53	64,525.38	34,412.92
经营性业务利润	12,885.93	17,666.03	14,713.47	6,422.28
投资收益	0.00	176.60	333.57	0.00
净利润	9,423.54	10,731.79	10,174.37	5,175.45
EBIT	14,696.97	16,151.34	15,991.84	8,967.71
EBITDA	15,088.31	16,777.87	16,716.36	9,246.13
销售商品、提供劳务收到的现金	83,725.57	60,804.75	50,228.21	28,299.06
收到其他与经营活动有关的现金	11,451.96	14,668.26	12,577.33	68,947.28
购买商品、接受劳务支付的现金	76,930.24	225,148.36	245,775.16	46,458.62
支付其他与经营活动有关的现金	4,666.73	32,493.23	25,572.44	1,705.48
吸收投资收到的现金	2,849.15	9,000.00	131,300.00	0.00
资本支出	3,885.75	2,335.51	426.82	15,921.46
经营活动产生现金净流量	10,808.58	-184,889.06	-211,056.42	48,571.00
投资活动产生现金净流量	-36,895.75	77,336.09	19,916.76	-15,921.46
筹资活动产生现金净流量	65,048.41	173,847.91	298,586.20	-59,604.05

财务指标	2017	2018	2019	2020.H1
营业毛利率(%)	16.05	18.44	18.57	18.72
期间费用率(%)	7.60	5.21	9.89	11.39
应收类款项/总资产(%)	18.19	16.67	18.08	18.01
收现比(%)	1.76	1.12	0.78	0.82
总资产收益率(%)	1.58	1.44	1.10	1.03*
资产负债率(%)	59.93	65.29	66.12	68.77
总资本化比率(%)	56.86	62.51	64.79	67.61
短期债务/总债务(%)	52.42	41.01	37.36	42.69
FFO/总债务(X)	0.02	0.02	0.01	0.08
FFO 利息倍数(X)	0.30	0.50	0.23	1.30
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.33	-6.80	-3.81	1.30
总债务/EBITDA(X)	35.71	42.43	62.23	64.27*
EBITDA/短期债务(X)	0.05	0.06	0.04	0.04*
货币资金/短期债务(X)	0.90	1.06	1.05	0.93
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.47	0.62	0.30	0.25

注：1、2020 年半年度财务报表未经审计；2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益，其他应付款包含应付利息和应付股利；3、带*指标已经年化处理。

附三：江苏省信用再担保集团有限公司主要财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（金额单位：百万元）	2017	2018	2019
资产			
货币资金	2,377.31	3,766.03	5,275.14
存出担保保证金	0.00	0.00	0.00
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	20.00	20.00	20.01
可供出售金融资产	1,429.55	1,782.92	1,980.49
持有至到期投资	0.00	0.00	250.00
长期股权投资	35.26	42.79	43.05
资产合计	12,224.43	14,392.97	17,216.78
负债及所有者权益			
担保损失准备金合计	1,475.43	1,709.93	1,956.30
实收资本	5,734.21	6,307.63	7,513.10
所有者权益合计	7,173.24	7,526.69	10,452.17
利润表摘要			
担保业务收入	552.30	656.81	1,024.61
担保赔偿准备金支出	(253.90)	(251.83)	(211.82)
提取未到期责任准备	(50.08)	(56.97)	(197.30)
利息净收入	--	398.30	414.87
投资收益	74.70	55.72	92.15
业务及管理费用	(241.81)	(282.49)	(350.11)
税金及附加	(6.52)	(6.94)	(13.97)
税前利润	441.10	503.90	639.89
净利润	319.26	378.43	480.68
担保组合			
在保余额	103,664.00	121,572.00	123,043.00
在保责任余额	62,394.00	47,660.00	66,472.00
财务指标	2017	2018	2019
年增长率(%)			
总资产	12.69	17.74	19.62
担保损失准备金合计	17.48	15.89	14.41
所有者权益	2.68	4.93	38.87
担保业务收入	18.97	18.92	56.00
业务及管理费用	24.71	16.82	23.94
税前利润	17.75	14.24	26.99
净利润	12.27	18.53	27.02
在保余额	12.53	17.28	1.21
盈利能力(%)			
平均资产回报率	2.77	2.84	3.04
平均资本回报率	4.51	5.15	5.35
担保项目质量(%)			
累计代偿率	0.07	0.03	0.03
担保损失准备金/在保责任余额	2.36	3.59	3.03
最大单一客户在保余额/核心资本	25.47	23.79	17.39
最大十家客户在保余额/核心资本	194.87	181.98	130.22
资本充足性(%)			
净资产（百万元）	7,173.24	7,526.69	10,452.17
核心资本（百万元）	7,851.28	8,407.66	11,501.34
净资产放大倍数（X）	8.70	6.33	6.17
核心资本放大倍数（X）	7.95	5.67	5.61
流动性(%)			
高流动性资产/总资产	19.45	26.17	30.64
高流动性资产/在保责任余额	3.81	7.90	8.18

附四：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《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)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附五：担保方基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
盈利能力	业务及管理费用	销售费用+管理费用
	平均资本回报率	净利润/[(当期末所有者权益总额+上期末所有者权益总额)/2]
	平均资产回报率	净利润/[(当期末资产总额+上期末资产总额)/2]
资产质量	累计代偿率	累计代偿额/累计解除担保额
	担保损失准备金	未到期责任准备金+担保赔偿准备金
流动性	高流动性资产	货币资金+交易性金融资产中的高流动性部分+以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产中高流动性部分
资本充足性	核心资本	所有者权益+担保损失准备金-长期股权投资-按成本计量的可供出售权益工具
	核心资本担保放大倍数	在保责任余额/核心资本

附六：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

担保公司	含义
AAA	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较大。
B	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力对良好经济环境的依赖程度较高，违约风险很大。
CCC	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极大。
CC	受评担保公司在破产或重组时获得的保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能履行代偿义务及偿还其他债务。

注：1、除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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；2、此评级符号与中诚信国际授予其他固定收益证券发行主体的评级符号一致，具有可比性。