

淮安红日交通投资发展有限公司

2021 年度跟踪评级报告

项目负责人：徐晓东 xdxu@ccxi.com.cn

项目组成员：张嘉远 jyzhang@ccxi.com.cn

刘冠如 grliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2021 年 06 月 29 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。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 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。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 2110号

淮安红日交通投资发展有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“19 红日债/19 红日债”的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十九日

评级观点：中诚信国际维持淮安红日交通投资发展有限公司（以下简称“公司”或“红日交投”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“19 红日债/19 红日债”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了涟水县经济实力稳步增长、持续的政府支持等方面对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到工程与建筑业务资金沉淀量大、短期偿付压力加大、应收类账款对资金占用明显及备用流动性弱等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

红日交投（合并口径）	2018	2019	2020
总资产（亿元）	110.83	132.63	135.34
所有者权益合计（亿元）	64.84	66.54	67.16
总负债（亿元）	45.99	66.09	68.18
总债务（亿元）	40.30	60.55	64.45
营业总收入（亿元）	8.83	9.19	8.43
经营性业务利润（亿元）	2.05	1.74	1.50
净利润（亿元）	2.06	1.70	1.50
EBITDA（亿元）	2.39	2.54	2.40
经营活动净现金流（亿元）	5.50	-16.36	-1.28
收现比(X)	1.05	0.08	0.76
营业毛利率(%)	8.56	8.16	6.65
应收类款项/总资产(%)	27.11	30.33	35.97
资产负债率(%)	41.49	49.83	50.37
总资本化比率(%)	38.33	47.64	48.97
总债务/EBITDA(X)	16.89	23.81	26.91
EBITDA 利息倍数(X)	0.73	0.74	0.57

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告财务报表整理；2、中诚信国际分析时将公司计入“长期应付款”中的有息债务调整至长期债务。

正面

■ **涟水县经济实力稳步增长。**2020 年涟水县食品饮料、纺织服装等主导产业发展态势良好，当年实现地区生产总值 554.05 亿元，同比增长 3.30%，稳步增长的区域经济实力为公司发展提供了良好的外部环境。

■ **持续的政府支持。**作为涟水县重要的交通基础设施建设及运营主体，公司在财政补助等方面能够持续获得政府支持。2020 年公司获得财政补贴收入 1.91 亿元。

关注

同行业比较

涟水县基础设施投融资企业 2020 年主要指标对比表

公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	总债务 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
红日交投	135.34	67.16	50.37	64.45	8.43	1.50	-1.28
安东控股	322.74	138.38	57.12	95.53	58.62	14.38	16.77

注：“安东控股”为“江苏安东控股集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
19 红日债/19 红日债	AA	AA	2020/06/24	14.90	14.90	2019/5/6~2026/5/6

注：本次债券设置本金提前偿还条款，在存续期的第 3、4、5、6、7 年末逐年分别按照债券发行总额 20%、20%、20%、20%和 20%的比例偿还债券本金，当期利息随本金一起支付，年度付息款项自付息日起不另计利息，到期兑付款项自兑付日起不另计利息。

■ **工程与建筑业务资金沉淀量大，未来资金投入和平衡情况值得关注。**截至 2020 年末，公司在建的 3 个工程与建筑项目已投入 40.04 亿元，累计确认收入 9.42 亿元，收入结算和回款周期较长，造成资金沉淀量大，加之在建项目后续仍存在较大投资需求，整体资金平衡压力大。另外，公司自建安置房项目后续销售进度及实际回款情况需予以关注。

■ **短期偿付压力加大。**2020 年末，公司总债务规模增至 64.45 亿元，其中短期债务占总债务比重从上年的 16.24% 增长至 29.07%，货币资金/短期债务由 0.55 降至 0.18，面临一定即期偿付压力。

■ **公司应收类账款对资金占用明显，需关注后续回款情况。**截至 2020 年末，公司应收账款和其他应收款合计为 48.68 亿元，主要为应收项目回款及与关联方和区域内国有企业往来款，占当期总资产比重为 35.97%，且暂未有明确的偿还安排，需关注后续回款情况。

■ **备用流动性弱。**截至 2020 年末，公司获得授信总额 36.61 亿元，无剩余可使用授信额度，备用流动性不足。

评级展望

中诚信国际认为，淮安红日交通投资发展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。**地方经济实力显著增强；公司获得优质资产注入，资产质量显著提升，或资本实力显著增强等。

■ **可能触发评级下调因素。**地方经济环境恶化；公司地位下降，股东及相关各方支持减弱；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化等。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

根据《淮安红日交通投资发展有限公司公司债券年度报告（2020年）》，截至2020年末，“19红日债/19红日债”募集的14.90亿元资金中，10.50亿元已全部投入到薛行循环经济产业园棚户区改造一期工程项目，4.40亿元已全部用于补充公司营运资金。公司按照监管约定使用募集资金，已履行相关内部审批手续。

截至2020年末，“19红日债/19红日债”募投项目薛行循环经济产业园棚户区改造一期工程总投资16.15亿元，已投资14.08亿元。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021年一季度，受上年同期低基数影响，GDP同比增速高达18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的GDP环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度GDP同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速

持续回升，内需修复态势不改，3月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心CPI略有上涨，大宗商品价格上涨影响下PPI出现上扬态势，但CPI上行基础总体较弱、PPI上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在2020年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经

委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处于持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020 年，涟水县区域经济和财政实力稳步增长，受刚性支出较大影响，财政平衡能力仍较弱

涟水县地处苏北腹地、淮河下游，县域面积 1,677.47 平方公里，下辖 4 个街道，12 个镇，1 个省级经济开发区。涟水县交通便捷、物流畅达，拥有“水陆空铁”兼备的立体交通网，其中涟水机场拥有 10 多条航线，盐河三级航道已经开通，一类航空口岸获国务院批准，连淮扬镇铁路涟水站已通车，实现与上海、苏南互联互通。

产业方面，2020 年涟水县食品饮料、纺织服装等主导产业产值突破百亿元，电子电气、机械装备等特色产业逐步发展壮大，5G、物联网、大健康等新兴产业也取得一定发展。当年涟水县首家主板上市企业今世缘营收规模超过 50 亿元，进入白酒上市企业前十，绵纶化纤、华源生态农业、从一家具、大量科技等区域内企业保持良好发展。2020 年，涟水县新引进投资超亿元项目 58 个，其中 10 亿元以上项目 8 个，新开工、新竣工投资超亿元项目 55 个

和 40 个，华为移动“数字涟水”等重大项目签约落地。

2020 年，涟水县经济总体保持了快速发展态势，当年实现地区生产总值 554.05 亿元，按可比价格计算增长 3.30%。涟水县第一产业增加值 71.95 亿元，同比增长 2.0%；第二产业增加值 228.54 亿元，同比增长 4.9%；第三产业增加值 253.56 亿元，同比增长 2.1%；三次产业结构由 12.34：41.98：45.68 调整至 13.0：41.2：45.8。

工业生产方面，2020 年涟水县规模以上工业企业总数达到 161 个，实现规模以上工业总产值 269.56 亿元，较上年增长 8.2%；规模以上工业增加值较上年增长 6.5%。2020 年涟水县完成规模以上固定资产投资 179.47 亿元，同比下降 35.8%，其中工业投资 96.97 亿元，同比下降 43.2%；2020 年涟水县实现社会消费品零售总额 204.84 亿元，同比增长 0.5%，是经济增长的重要支撑。

财政收入方面，2020 年涟水县一般公共预算收入 23.98 亿元，按可比价格计算增长 4.50%，其中税收收入占比 82.60%。政府性基金预算收入方面，2020 年涟水县政府性基金预算收入为 18.61 亿元，主要来自土地出让收入。

财政支出方面，2020 年涟水县一般公共预算支出为 73.06 亿元；政府性基金预算支出为 23.49 亿元。2020 年涟水县财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 38.82%，财政平衡能力较弱。

表 1：2018 年~2020 年涟水县财政收支情况（亿元）

项目	2018	2019	2020
一般公共预算收入	21.50	22.95	23.98
其中：税收收入	18.46	20.31	19.81
税收收入占比（%）	85.86	88.50	82.60
政府性基金预算收入	15.21	16.71	18.61
一般公共预算支出	62.99	71.30	73.06
政府性基金预算支出	17.53	20.74	23.49
财政平衡率（%）	34.13	32.19	38.82

资料来源：2018~2019 年数据来自决算草案，2020 年数据来自预算草案，中诚信国际整理

跟踪期内，公司在涟水县的地位和职能定位未发生

变化，营业总收入有所下滑

公司作为涟水县重要的基础设施建设和运营主体，主要承担了涟水县基础设施建设、棚户区改造项目，同时公司还开展商品房开发，长途、城乡公交和出租车客运等交通运输业务。2020年，公司营业总收入为8.43亿元，同比下降8.22%，主要系工程与建筑业务收入确认与结算具有周期性，当年确认收入规模下滑，以及受疫情影响，公司交通运输业务收入大幅下滑，使得当年营业总收入下滑。2020年公司房地产项目销售进入收尾阶段，收入规模很小；以广告和码头装卸业务为主的服务业收入稳定增长对公司营业收入形成一定补充。

表2：公司主要板块收入结构及占比（万元、%）

收入	2018	2019	2020
工程与建筑	78,444.53	81,835.07	77,180.10
交通运输	8,555.37	7,971.02	4,793.21
房地产开发	627.08	256.87	125.40
服务业	603.23	1,773.07	2,229.87
其他	60.57	66.84	19.13
合计	88,290.78	91,902.87	84,347.71
占比	2018	2019	2020
工程与建筑	88.85	89.05	91.50
交通运输	9.69	8.67	5.68
房地产开发	0.71	0.28	0.15
服务业	0.68	1.93	2.64
其他	0.07	0.07	0.02
合计	100.00	100.00	100.00

注：小数点差异由四舍五入导致。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司工程与建筑业务在建项目投资规模较大，资金

表3：截至2020年末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	已投资	已确认收入	已收到回款	2021年投资计划	2022年投资计划	2023年投资计划
代建工程：								
涟水县城西项目改造	2017~2021	13.50	11.98	-	-	1.52	-	-
安置房项目：								
涟水县2016年棚户区改造二期工程	2016-2023	26.19	13.98	9.42	6.00	5.60	5.20	1.40
薛行循环经济产业园棚户区改造一期工程	2016-2022	16.15	14.08	-	-	2.07	-	-
合计	-	55.84	40.04	9.42	6.00	9.19	5.20	1.40

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，截至2020年末，公司主要在建工程与建筑项目3个，计划总投资55.84亿元，已

沉淀量大，未来仍面临较大资本支出压力，自建安置房后续销售回款进度值得关注

公司工程与建筑业务主要由本部和子公司涟水县交通投资有限公司（以下简称“涟水交投”）负责，主要分为工程代建和安置房业务。公司以前年度承接涟水县部分市政和交通类基础设施项目，由于近年来涟水县交通建设规划主要以涟水高铁站及周边项目为重心，公司暂无在建交通基础设施建设项目，后续项目承接将根据城市规划进行。

2020年公司业务模式方面未有变化，工程代建项目的委托方系涟水县人民政府或涟水县交通运输局，前者的加成比例维持在10%，后者则为13%。公司安置房建设业务由本部负责，业务模式分为政府购买服务和自行销售两种方式，其中采用政府购买服务模式的安置房建设用地为通过政府划拨取得，自行销售模式的安置房建设用地为通过“招拍挂”方式取得。收入确认方面，在政府购买服务模式下，公司每年年末根据当年项目已投资额加成一定比例（约10%）结转收入。

2020年，公司工程与建筑业务实现收入7.72亿元，主要来自自己完工的自行销售安置房项目——涟水县棚户区改造一期工程项目收入结转。该项目实际总投资9.95亿元，可售面积26.86万平方米，于2019年开始交付，截至2020年末累计确认收入8.88亿元，后期项目销售进展情况需持续关注。

投资40.04亿元，已确认收入9.42亿元，已收到回款6.00亿元。涟水县城西项目改造为公司工程代建

项目，委托方为涟水县交通运输局，截至 2020 年末，已投资 11.98 亿元，尚需投资 1.52 亿元。

安置房项目方面，根据涟水县人民政府与公司签订的《涟水县人民政府与淮安红日交通投资发展总公司关于涟水县 2016 年棚户区改造二期工程项目购买服务协议》，涟水县 2016 年棚户区改造二期工程项目总投资 26.19 亿元，涟水县人民政府采购金额 28.80 亿元，在项目完工后的三年内按 50%、30%和 20%的比例支付。截至 2020 年末，该项目已投资 13.98 亿元，累计确认收入 9.42 亿元，实际收到回购款 6.00 亿元。

薛行循环经济产业园棚户区改造一期工程项目为公司“19 红日债/19 红日债”的募投项目，为自建项目。该项目总投资 16.15 亿元，总占地面积 760.10 亩，总建筑面积 53.20 万平方米，包含安置房 4,030 套，建设面积 41.56 万平方米；商业建筑面积 2.58 万平方米；配套物管、活动中心、幼儿园等建筑面积 1.11 万平方米，未来将通过安置房、商业和车位销售进行资金平衡，预计实现销售总收入 22.79 亿元，项目内部收益率 6.85%，投资回收期 5.74 年。截至 2020 年末，该项目已投金额 14.08 亿元，尚需投入 2.07 亿元

总体来看，公司工程与建筑业务每年确认收入规模较大，为公司营业收入重要来源。公司在建项目投资规模较大，收入结算和回款周期较长，造成资金沉淀量大，在建项目后续仍存在较大投资需求，且自建安置房项目后续销售进度及实际回款情况需予以关注。另外，中诚信国际亦将持续关注公司后续工程代建项目及安置房项目承接情况。

公司在手商品房项目已进入收尾阶段，收入规模小，目前无在建商品房开发项目，拟建项目尚在规划阶段，未来可持续性有待观察

公司商品房开发业务由本部负责运营。目前公司无在建商品房项目，2020 年确认商品房开发收入 125.40 万元，全部来自自己完工的锦绣华庭项目尾房销售收入。公司计划建设锦绣华庭二期项目，目前

尚处于前期规划阶段，需关注未来业务持续性情况。

2020 年受新冠疫情对出行的限制，以及高铁、私家车等分流影响，公司交通运输业务受到较大冲击，收入持续下滑且幅度较大，未来板块经营情况需关注

公司交通运输业务包括长途汽车客运业务、城乡公交客运业务和出租车客运业务。2020 年，公司实现交通运输业务收入 0.48 亿元，同比下降 39.87%，主要系 2020 年新冠疫情，居家隔离等导致出行人数减少，以及高铁涟水站通车、私家车等交通运输方式分流影响，收入持续下滑。收入占比方面，2020 年公司交通运输业务收入中省际、市际、县际长途汽车客运业务收入占比约 66.24%，城乡公交客运业务收入占比约 25.46%，出租车客运业务收入占比约 8.30%。

公司长途汽车客运业务由公司本部和子公司涟水县涟汽快客运输有限公司负责运营，承担涟水全县省际、市际、县际长途汽车客运业务，具体模式可以分为自营线路和出租线路两类，线路票价为国家物价局和江苏省交通厅指导价，公司可根据实际情况进行适当上下浮动。公司长途汽车客运业务将逐步转为全自营模式。

公司城乡公交客运业务由涟水县金榜汽车服务有限公司以及涟水县城城乡公交客运有限公司负责运营，运营线路包括涟水县到东、西和北三个方向的大部分乡镇，截至 2020 年末已实现涟水县到涟水县下乡镇政府所在地的全覆盖。城乡公交客运票价由国家物价局和江苏省交通厅制定，涟水县政府根据运营车辆类型、行驶里程和座位数向公司支付运营补贴。截至 2020 年末，公司城乡公交客运业务均采用自营模式。

公司出租车客运业务由涟水县大福城市出租客运有限公司负责运营。出租车价格由国家物价局和江苏省交通厅制定。截至 2020 年末，公司出租车客运业务均采取出租模式，每辆出租车每月租金

650 元。

截至 2020 年末，公司拥有各类运营车辆 291 辆，2020 年运送旅客达 532 万人次，行驶里程 2,367 公里。2020 年受疫情以及高铁通车影响，公司交通运输业务运送旅客人数有所下滑。

表 4：2018 年~2020 年公司交通运输业务运营情况

项目名称	2018	2019	2020
自营运营车辆（辆）	299	294	291
行驶里程（万公里）	2,441	2,368	2,367
运送旅客（万人次）	575	556	532

资料来源：公司提供

整体来看，公司拥有比较丰富的客运资产，但受疫情及交通方式多样化等影响，交通运输业务受到较大冲击，2020 年收入持续下滑且幅度较大，需关注该板块未来运营情况。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年~2020 年财务报告，财务数据均为审计报告期末数。公司财务报表均按照新会计准则编制。

跟踪期内，公司营业毛利率水平下滑，同时期间费用增长对利润形成进一步侵蚀，公司利润对政府补贴依赖程度较高

2020 年，受主要业务板块毛利率下滑影响，公司营业毛利率进一步下降至 6.65%，整体盈利能力较弱。分板块来看，公司工程与建筑（包括工程代建和安置房建设）业务采用成本加成模式，总体毛利率维持稳定；2020 年交通运输业务量大幅下降，维持运营成本较高，导致交通运输业务成本倒挂进一步加剧；公司房地产开发业务整体规模较小且处于尾盘销售阶段，毛利率波动幅度较大；公司业务发展较快，业务类型包括码头货物装卸、广告和人力资源服务，2020 年该板块毛利率大幅下降，主要系 2020 年受疫情影响，服务业务成本增加，收入规模增加较少所致。

表 5：公司主要板块毛利率情况（%）

	2018	2019	2020
工程与建筑	8.85	8.85	8.85
交通运输	4.67	-6.69	-28.26
房地产开发	14.26	60.81	34.12
服务业	12.52	32.37	3.36
其他	83.38	89.57	78.98
营业毛利率	8.56	8.16	6.65

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

期间费用方面，公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。管理费用主要为工资、折旧及办公和差旅费等。2020 年融资规模增加带动财务费用增长。公司期间费用为 0.94 亿元，期间费用率上升至 11.14%，期间费用对经营性业务利润的侵蚀有所加重。

公司利润总额基本来源于经营性业务利润，经营性业务利润主要为政府补助。2020 年公司补贴收入较上年小幅上升，但期间费用同比增加较多，导致当年经营性业务利润有所缩减。整体来看，公司利润对政府补贴依赖程度较高。

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020
管理费用	0.27	0.25	0.29
财务费用	0.11	0.58	0.65
期间费用合计	0.38	0.84	0.94
期间费用率(%)	4.26	9.14	11.14
经营性业务利润	2.05	1.74	1.50
其中：其他收益	1.70	1.84	1.91
利润总额	2.08	1.73	1.51

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司总资产规模稳定增长，但大量资产沉淀于存货和其他应收款，其中存货中土地资产占比较高，流动性较弱。此外，公司债务规模继续增长，短期债务占比增长较快，财务杠杆上升

跟踪期内，公司资产规模平稳增长，2020 年末总资产为 135.34 亿元，同比增长 2.05%。同期，公司实收资本保持稳定，资本公积较上年末小幅下滑至 49.17 亿元，系涟水县交通局将公司子公司涟水涟汽客运置业有限公司、涟水县捷达汽车客运有限公司、涟水县顺捷汽车维修有限公司、涟水馨悦物业有限公司股权无偿划转至涟水县交通局，减少资本公积 0.88 亿元。受益于未分配利润逐年累积，

2020 年末公司所有者权益增长至 67.16 亿元。

表 7：近年来公司资本结构情况（亿元）

	2018	2019	2020
实收资本	2.00	2.00	2.00
资本公积	50.05	50.05	49.17
未分配利润	11.99	13.52	14.90
所有者权益合计	64.84	66.54	67.16

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产构成方面，公司资产主要由流动资产构成，2020 年末流动资产占总资产的比重为 96.66%，主要由应收账款、其他应收款和存货构成。2020 年末，公司应收账款为 13.14 亿元，同比增长 17.84%，主要系项目回款滞后导致，主要对象为涟水县交通运输局工程款 13.03 亿元（占比 99.18%），账龄集中在 2 年以内。其他应收款主要系与关联方及当地国有企业的往来款，2020 年末同比增长 22.23%至 35.54 亿元，其中，应收控股股东涟水县交通控股集团有限公司 21.03 亿元，涟水县交通运输局 8.23 亿元，涟水机场物流有限公司 1.77 亿元，前五大应收对象金额合计占期末其他应收款的 91.69%，对资金形成较大占用，未来回收情况值得关注。同期末，公司存货为 78.58 亿元，主要包括开发成本 78.42 亿元，其中土地使用权 45.28 亿元，公司共有 31 宗土地，总面积 177.72 万平方米，主要为商住用地，均为出让地；截至 2020 年末，公司对外抵押的土地资产账面价值为 0.34 亿元。

2020 年末，公司非流动资产为 4.52 亿元，主要由固定资产、在建工程和投资性房地产构成，在建工程系淮安港涟水港区涟水新港作业区二期项目，项目建成后将为公司码头装卸业务的发展提供进一步支撑。公司采用成本法对投资性房地产进行后续计量，主要系安置房配套商铺以及其他用于日后出租的房产，其中未办妥产权证书的投资性房地产 1.04 亿元，权证均正在办理中。

表 8：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020
货币资金	3.12	5.45	3.41
应收账款	2.68	11.15	13.14
其他应收款	27.36	29.08	35.54
存货	74.12	79.92	78.58

流动资产	107.28	128.97	130.83
固定资产	1.86	1.68	1.83
投资性房地产	1.12	1.09	1.06
在建工程	0.00	0.26	1.13
非流动资产	3.55	3.66	4.52
资产总计	110.83	132.63	135.34

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司负债以非流动负债为主，2020 年末占总负债比重为 67.05%，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。其中，长期借款规模较上年增长 88.46%至 23.84 亿元，借款利率在 5.09%~7.80%；应付债券减少 18.05 亿元至 28.01 亿元，系由于公司当年偿还私募债“17 红日 01”、“17 红日 02”和“17 红日 03”，合计 16.50 亿元，偿还“16 红日债”1.60 亿元；长期应付款系应付融资租赁款。同期末，公司流动负债为 22.46 亿元，主要由短期借款和一年内到期的非流动负债构成，其中短期借款为 7.96 亿元，主要为保证借款和质押借款；一年内到期的非流动负债为 10.78 亿元，随着即将到期的债务转入而大幅增长，包括一年内到期的长期借款 8.18 亿元、一年内到期的长期应付款 1.00 亿元和一年内到期的应付债券 1.60 亿元。

有息债务方面，2020 年末，公司总债务规模同比增长 6.4%至 64.45 亿元，短期债务和长期债务占比分别为 29.07%和 70.93%，以长期债务为主的债务结构符合项目建设周期长、资金投入量大、需要长期占用资金的主营业务模式；但随着债务逐年到期，公司短期债务比重逐年上升，2020 年末短期债务占总债务比重从上年的 16.24%增长至 29.07%。根据公司债务到期分布，2021 年公司到期债务本金为约 20 亿元，公司面临一定即期偿债压力。

表 9：近年来公司主要负债情况（亿元）

	2018	2019	2020
短期借款	1.85	2.89	7.96
一年内到期的非流动负债	2.24	6.34	10.78
流动负债合计	9.78	15.37	22.46
长期借款	13.40	12.65	23.84
应付债券	22.80	36.06	18.01
长期应付款	0.00	2.00	3.87
非流动负债合计	36.20	50.72	45.71
负债合计	45.99	66.09	68.18
短期债务	4.09	9.83	18.74

长期债务	36.20	50.72	45.71
总债务	40.30	60.55	64.45

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

财务杠杆方面，随着项目融资需求不断扩大，公司财务杠杆比率逐年上升。2020年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为50.37%和48.97%，分别较上年增加0.55和1.33个百分点。公司财务杠杆水平逐年增长，需关注后续财务杠杆控制情况。

公司经营活动净现金流净流出缺口缩小，EBITDA对债务本息的覆盖能力较弱，整体偿债指标偏弱

经营活动现金流方面，2020年公司业务回款情况有所改善，收现比由0.08提升至0.76，但受往来款流出规模较大影响，当年经营性现金流净流出1.28亿元。同期，公司对自营码头装卸工程项目的投资增加导致当年投资活动净现金流呈现净流出。2020年受公司偿债规模较大影响，公司筹资活动现金流呈净流出状态。

偿债能力方面，2020年公司债务规模增长导致EBITDA对总债务覆盖本息能力下降。同时，因经营性现金流仍为净流出态势，经营活动净现金流仍无法对债务本息提供保障。公司短期债务扩大，导致货币资金对短期债务的覆盖能力大幅下降。整体来看，公司主要偿债指标偏弱。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020
经营活动净现金流	5.50	-16.36	-1.28
投资活动净现金流	-1.53	-0.33	-0.68
筹资活动净现金流	-7.44	18.64	-1.40
经营净现金流/总债务	0.14	-0.27	-0.02
经营活动净现金流/利息支出	1.67	-4.77	-0.30
EBITDA	2.39	2.54	2.40
总债务/EBITDA	16.89	24.00	26.91
EBITDA 利息倍数	0.73	0.74	0.57
收现比	1.05	0.08	0.76
货币资金/短期债务	0.76	0.55	0.18

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司备用流动性不足，对外担保规模较大，面临一定代偿风险

受限资产方面，截至2020年末，公司使用权受到限制的资产规模共计2.04亿元，其中存货中用于抵押的土地使用权0.34亿元，货币资金中用于质押的定期存单和保证金1.70亿元，受限资产共计占总资产的比例为1.51%。

银行授信方面，截至2020年末，公司获得的银行授信总额为36.61亿元，额度已全部使用，备用流动性不足。

或有负债方面，截至2020年末，公司对外担保余额为20.26亿元，占当期净资产的30.17%，担保对象全部为当地国有企业和行政事业单位。其中，对淮安利民棚户区改造投资有限公司担保余额为6.06亿元，该公司控股股东和实际控制人系涟水县人民政府。总体来看，公司对外担保余额较高，仍存在一定代偿风险。

表 11：截至 2020 年末公司主要对外担保情况（亿元）

被担保人	担保金额
淮安利民棚户区改造投资有限公司	6.06
涟水县交通控股集团有限公司	5.60
涟水县融昌路桥投资发展有限公司	3.34
淮安清涟环保工程有限公司	1.99
涟水丙辰工程养护有限公司	0.80
涟水机场物流有限公司	0.79
淮安新港建设有限公司	0.50
淮安市红日航道工程有限公司	0.50
涟水畅达公路养护有限公司	0.50
涟水县安东农贸市场管理有限公司	0.17
合计	20.26

资料来源：中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》，截至2021年5月20日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。同时，根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

作为涟水县交通基础设施建设领域重要投融资和运营主体，公司能够持续获得地方政府的支持，具备一定的抗风险能力

公司在涟水县交通基础设施建设领域处于主

导地位，承担着涟水县城交通基础设施建设和运营的重要任务，得到了地方政府的有力支持。

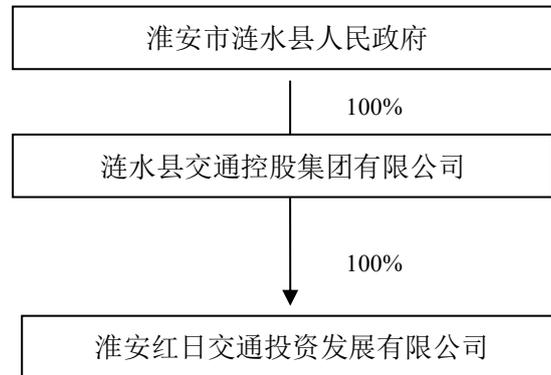
2020 年公司获得政府补贴资金共计 1.91 亿元，包括校车运营补贴 0.08 亿元、运营补贴款 1.76 亿元和稳定岗位补贴款 0.03 亿元等。

总体来看，公司能够持续获得政府支持，具备一定的抗风险能力。

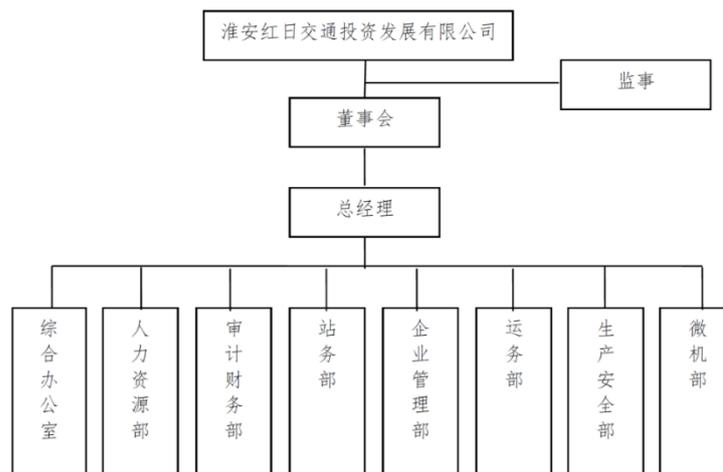
评级结论

综上所述，中诚信国际维持淮安红日交通投资发展有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“19 红日债/19 红日债”的债项信用等级为 **AA**。

附一：淮安红日交通投资发展有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



子公司名称	持股比例
涟水县交通投资有限公司	100.00%
涟水县红日港务有限公司	63.24%
涟水县顺捷汽车维修有限公司	97.50%
涟水华夏广告传媒有限公司	100.00%
涟水县大福城市出租客运有限公司	100.00%
涟水县金榜汽车服务有限公司	100.00%
涟水县城乡公交客运有限公司	100.00%
涟水县涟汽快客运输有限公司	100.00%
涟水县通缘置业有限公司	100.00%
涟水县交通置业有限公司	100.00%
涟水县安达公交客运有限公司	100.00%
涟水交通旅行社有限公司	80.00%
涟水县红日汽车客运有限公司	100.00%
涟水县恒誉达商贸有限公司	100.00%
涟水县信拓汽车租赁有限公司	100.00%



资料来源：公司提供

附二：淮安红日交通投资发展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）	2018	2019	2020
货币资金	31,158.87	54,514.55	34,088.83
应收账款	26,829.35	111,489.41	131,383.18
其他应收款	273,597.93	290,755.80	355,390.77
存货	741,182.07	799,233.27	785,787.87
长期投资	4,613.00	4,613.00	4,013.00
在建工程	--	2,627.10	11,302.72
总资产	1,108,279.63	1,326,271.34	1,353,431.20
其他应付款	49,519.35	45,152.71	25,314.73
短期债务	40,947.29	98,315.16	187,398.52
长期债务	362,041.50	512,068.40	457,144.88
总债务	402,988.79	610,383.56	644,543.41
总负债	459,870.08	660,879.14	681,790.19
费用化利息支出	1,159.52	5,955.93	6,683.52
资本化利息支出	31,695.70	28,351.85	35,320.78
实收资本	20,000.00	20,000.00	20,000.00
少数股东权益	2,165.39	2,051.97	1,713.75
所有者权益合计	648,409.55	665,392.20	671,641.01
营业总收入	88,290.78	91,902.87	84,347.71
经营性业务利润	20,533.48	17,378.16	15,026.79
净利润	20,562.60	16,982.66	15,049.23
EBIT	21,947.72	23,247.57	21,804.49
EBITDA	23,863.77	25,428.65	23,951.89
销售商品、提供劳务收到的现金	93,067.44	7,239.37	64,453.31
收到其他与经营活动有关的现金	28,300.16	83,178.61	437,523.82
购买商品、接受劳务支付的现金	51,661.77	135,807.84	58,508.81
支付其他与经营活动有关的现金	9,827.69	113,173.21	450,095.80
吸收投资收到的现金	--	--	0.00
资本支出	3,237.50	3,319.93	6,691.96
经营活动产生现金净流量	54,999.10	-163,565.52	-12,772.66
投资活动产生现金净流量	-15,328.67	-3,319.93	-6,761.27
筹资活动产生现金净流量	-74,446.22	186,376.69	-14,028.15
财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率(%)	8.56	8.16	6.65
期间费用率(%)	4.26	9.14	11.14
应收类款项/总资产(%)	27.11	30.33	35.97
收现比(X)	1.05	0.08	0.76
总资产收益率(%)	1.89	1.91	1.63
资产负债率(%)	41.49	49.83	50.37
总资本化比率(%)	38.33	47.84	48.97
短期债务/总债务(%)	10.16	16.11	29.07
FFO/总债务(X)	0.06	0.04	0.04
FFO 利息倍数(X)	0.72	0.73	0.57
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	1.67	-4.77	-0.30
总债务/EBITDA(X)	16.89	24.00	26.91
EBITDA/短期债务(X)	0.58	0.26	0.13
货币资金/短期债务(X)	0.76	0.55	0.18
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.73	0.74	0.57

注：中诚信国际分析时将公司计入“长期应付款”中的有息债务调整至长期债务

附三：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+租赁负债+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”。

附四：信用等级符号及定义

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。