



2020年江苏海安商贸物流集团有限公司 公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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



2020年江苏海安商贸物流集团有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA+	AA+
评级日期	2021-06-29	2020-06-08

债券概况

债券简称：20海安债

债券剩余规模：7.00 亿元

债券到期日期：2027-08-17

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的 20% 偿还本金

增信方式：保证担保

担保主体：海安市城建开发投资集团有限公司

联系方式

项目负责人：范俊根
fanjg@cspengyuan.com

项目组成员：顾春霞
guchx@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 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”）及其 2020 年 8 月 17 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司未来收入较有保障，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，面临较大的资金压力和偿债压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司未来收入较有保障，将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	116.93	112.43	84.35
所有者权益	56.43	55.23	54.21
总债务	56.05	47.30	45.90
资产负债率	51.74%	50.87%	35.73%
现金短期债务比	0.71	0.49	0.40
营业收入	13.90	13.78	13.59
其他收益	0.99	0.91	0.30
利润总额	1.31	1.11	1.13
销售毛利率	6.07%	4.15%	8.40%
EBITDA	1.73	1.14	1.21
EBITDA 利息保障倍数	0.95	0.88	1.49
经营活动现金流净额	-0.03	-0.60	3.60
收现比	0.81	1.21	0.94

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **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，2020 年海安市经济保持增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- **公司未来收入较有保障。**截至 2020 年末，公司在建、拟建工程代建和土地整理项目及待结转收入的成本规模较大，公司未来收入较有保障。
- **公司获得的外部支持力度仍较大。**2020 年公司收到物流园区管委会拨付的财政补贴 0.99 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、应收款项和存货构成，其中货币资金受限比例高，应收款项回收时间存在不确定性，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。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2020 年末，公司主要在建、拟建项目尚需投资规模较大，未来随着在建、拟建项目的陆续投入，公司面临较大的资金压力。
- **公司面临较大的偿债压力。**公司总债务规模增长较快且短期债务占比较高，面临较大的偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保总额为 10.58 亿元，占同期末所有者权益的 18.75%，被担保对象主要为地方国有企业，但均未设置反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年8月17日发行7年期7.00亿元公司债券，募集资金原计划用于凤山码头仓储配套工程项目、海安商贸物流园冷链物流中心工程项目及补充营运资金。截至2021年6月17日，本期债券在华夏银行海安支行的募集资金专项账户余额为1.70万元，截至2021年5月7日，在温州银行上海杨浦支行的募集资金专项账户余额为2.00亿元，截至2020年12月31日，在江苏银行海安支行的募集资金专项账户余额为7,634.21万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变化，截至2021年5月31日，公司注册资本和实收资本均为155,000万元，控股股东仍为江苏瑞海投资控股集团有限公司，持股比例为100%，实际控制人仍为海安市国有资产管理中心。公司股权结构参见附录二。2020年公司合并范围未发生变化，2020年末公司合并范围子公司具体情况参见附录四。

2021年6月，原监事会成员仇存江、王存宝、杭雪莲和何月红按照海安市编办要求不再担任公司监事，现由江苏瑞海投资控股集团有限公司委派孙兴春和朱小雅为公司监事。

四、运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受疫情冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。

消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降 3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长 1.9%，其中出口增长 4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

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。2021 年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在 3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020 年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长 0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计 2021 年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020 年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021 年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020 年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自 2 月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3 月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020 年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3 月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23 号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长

背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

（二）区域经济环境

2020 年海安市经济实力进一步增强，固定资产投资增速有所提升，工业经济发展势头良好

2020 年海安市经济实力进一步增强，全年实现地区生产总值 1,221.63 亿元，按可比价格计算，同比增长 5.8%，其中第一产业增加值为 71.90 亿元，同比增长 2.6%；第二产业增加值为 642.42 亿元，同比增长 6.2%，第三产业增加值为 507.31 亿元，同比增长 5.8%，三次产业结构由上年的 5.8:53.9:40.3 调整为 5.9:52.6:41.5，第三产业增加值比重有所提升。按常住人口计算，2020 年海安市人均生产总值 141,270 元，是全国人均 GDP 的 1.95 倍，地方经济发展水平较高。

固定资产投资方面，2020 年海安市完成固定资产投资 536.88 亿元，同比增长 10.7%，较上年有所提升，2020 年海安市全年新开工亿元以上产业项目 127 个，其中 10 亿元以上重特大项目 42 个，固定资产投资仍是拉动经济增长的重要因素。分产业来看，2020 年海安市第一、二、三产业投资分别为 2.57 亿元、327.96 亿元和 206.38 亿元，同比增速分别为 155.1%、12.5%和 7.1%。工业方面，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，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。2020 年海安市实现工业应税销售 2,371.19 亿元，同比增长 11.8%，规模工业企业实现主营业务收入 1,448.05 亿元，同比增长 7.0%，实现利润 73.89 亿元，同比增长 34.5%。

消费方面，2020 年海安市实现社会消费品零售总额 356.06 亿元，同比增长 0.3%，增速较上年有所下滑。对外贸易方面，2020 年海安市实现进出口总额 175.53 亿元，同比增长 25.4%，增速较上年大幅提高，其中出口总额 135.57 亿元，同比增长 19.8%，进口总额 39.96 亿元，同比增长 48.9%。金融方面，2020 年海安市金融机构年末本外币存款、贷款余额分别为 1,838.92 亿元、1,411.23 亿元，同比增速分别为 14.5%、15.6%，金融机构人民币存、贷款继续增长，为区域内各产业的发展提供了较好的金融环境。

表1 海安市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,221.63	5.8%	1,133.21	6.6%
第一产业增加值	71.90	2.6%	66.13	3.2%
第二产业增加值	642.42	6.2%	611.01	7.2%
第三产业增加值	507.31	5.8%	456.07	6.2%
固定资产投资	536.88	10.7%	485.08	8.4%
社会消费品零售总额	356.06	0.3%	344.98	6.2%

进出口总额（亿元）	175.53	25.4%	139.40	14.0%
存款余额	1,838.92	14.5%	1,606.02	15.9%
贷款余额	1,411.23	15.6%	1,221.18	15.3%
人均 GDP（元）		141,270		131,197
人均 GDP/全国人均 GDP		1.95		1.85

资料来源：2019-2020 年海安市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020 年海安市实现一般公共预算收入 64.54 亿元，同比增长 3.0%，其中税收收入 53.55 亿元，占一般公共预算收入比重为 82.97%；实现政府性基金收入 150.33 亿元，同比增长 34.97%；同期一般公共预算支出 128.80 亿元，同比增长 9.7%。财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 50.11%。

五、经营与竞争

公司仍主要负责江苏（海安）商贸物流产业开发区（以下简称“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。受疫情影响，2020 年公司贸易销售业务收入较上年大幅下降，但当期公司通过将土地转让给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”）实现 6.02 亿元收入，使得营业收入较上年仍小幅增长。2020 年公司工程代建业务较上年小幅增长；土地整理业务较上年有所下降，主要系当期按照工程进度结算的项目工程量减少所致。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，另外贸易销售业务毛利率很低，2020 年贸易销售业务收入较上年出现较大幅度的下降，因此公司综合毛利率有所提升。

表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程代建	4.02	10.61%	3.90	10.70%
土地整理	1.26	7.41%	1.83	7.41%
贸易销售	2.56	0.01%	8.02	0.01%
其他业务收入	6.06	5.35%	0.03	67.57%
合计	13.90	6.07%	13.78	4.15%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020 年公司工程代建业务收入较上年小幅增长，在建、拟建工程代建项目及尚未结转收入的项目成本规模较大，未来业务收入较有保障，但随着在建、拟建项目的投入，公司面临较大的资金压力

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签订《工程项目委托代建合同》，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按成本加成 11.5%-12.0%进行结算。

2020 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二期和污水管网工程项目，实现工程代建业务收入 4.02 亿元，较 2019 年小幅增长。业务毛利率相比上年稳定，为 10.61%。

表3 2019-2020 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
2020 年	大宗物资中转集散中心一期南区基础设施	9,970.02	11,166.42
	园区基础设施一期工程	8,965.44	9,996.47
	铁路货场改扩建工程二期	14,195.76	15,899.26
	污水管网工程	2,783.28	3,117.27
	合计	35,914.50	40,179.42
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

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2021 年 3 月末，公司在建的工程代建项目计划投资金额合计 8.53 亿元，已投资金额合计 2.44 亿元，尚需投资 6.09 亿元。截至 2020 年末，工程代建业务尚有 12.28 亿元工程施工成本待结转收入，未来随着已投项目成本的结转，工程代建业务收入较有保障。但工程代建业务收入规模易受项目结算计划的影响，未来可能存在一定波动，并且随着项目的陆续投入，公司面临较大的资金压力。此外，截至 2021 年 3 月末，公司拟建的工程代建项目为中外运苏中物流中转基地项目，预计总投资为 5.00 亿元，公司面临较大的资金压力。

表4 截至 2021 年 3 月末公司主要在建及拟建的工程代建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目状态	计划投资	已投资	尚需投资
保税中心二期	在建	17,925.81	7,336.66	10,589.15
五坝花苑五期	在建	10,000.00	23.07	9,976.93
冷链物流中心工程项目	在建	57,362.59	17,028.88	40,333.71
小计	-	85,288.40	24,388.61	60,899.79
中外运苏中物流中转基地建设项目	拟建	50,000.00	0.00	50,000.00
小计	-	50,000.00	0.00	50,000.00
合计	-	135,288.40	24,388.61	110,899.79

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020 年公司土地整理业务收入较上年有所下降，在建土地整理项目及待结转收入的项目成本规模较大，未来该业务收入较有保障，但在建土地整理项目尚需投入较多资金，公司面临较大的资金压力

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，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。2020 年公司通过对物流园东扩区拆迁整理项目进行结算实现土地整理业务收入 1.26 亿元，较上年有所下降，主要系当年结算的项目工程量减少所致。2020 年土地整理业务毛利率为 7.41%，与上年持平。截至 2020 年末，公司主要在建的土地整理项目包括万顷良田征地拆迁整理、保障房项目征地拆迁整理、仓储项目征地拆迁整理及物流园东扩区拆迁整理等 4 个项目，计划总投资合计 69.00 亿元，尚需投资 56.55 亿元。公司待结转的土地整理业务开发成本为 9.59 亿元，未来土地整理业务收入较有保障，但需要注意的是，土地整理业务收入规模易受政府结计划的影响，未来可能存在一定波动，且未来随着在建项目的陆续投入，公司面临较大的资金压力。

表5 截至 2020 年末公司主要在建的土地整理项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	已投资	尚需投资
万顷良田征地拆迁整理	20.00	1.70	18.30
保障房项目征地拆迁整理	40.00	3.46	36.54
仓储项目征地拆迁整理	3.50	3.34	0.16
物流园东扩区拆迁整理	5.50	3.95	1.55
合计	69.00	12.45	56.55

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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，随着仓储配套项目的陆续投入，公司资金压力将有所加大

受疫情影响，2020 年公司贸易业务订单量出现下滑，贸易收入较上年大幅降低，为 2.56 亿元，毛利率仍处于很低的水平，无法有效提升公司盈利水平。此外，2020 年公司通过向物流园区管委会转让土地实现了 6.02 亿元收入。

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 2020 年末，公司仓储配套项目为本期债券募投项目凤山码头工程和冷链物流中心工程，预计总投资合计 10.52 亿元，其中使用本期债券资金 6.00 亿元，截至 2020 年末，凤山码头工程项目已投资 0.79 亿元，其中已投入募集资金 0.57 亿元，冷链物流中心工程已投资 1.47 亿元，其中已投入募集资金 1.00 亿元，未来随着仓储配套项目的建成运营，将对公司收入形成一定补充，但仓储配套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，且随着仓储配套项目的陆续投入，公司资金压力将有所加大。

公司在财政补贴方面获得较大的外部支持

公司作为商贸物流园区内重要基础设施建设主体，在财政补贴方面获得较大的外部支持。2020 年公司收到物流园区管委会拨付的财政补贴 0.99 亿元，有效提升了公司盈利水平。

六、财务分析

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 2019-2020 年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020 年公司合并范围无变化，截至 2020 年末，公司合并范围子公司情况见附录四。

资产结构与质量

2020 年末公司资产总额有所增长，但整体资产流动性仍较弱

随着公司融资规模的增加，2020 年末公司资产总额较上年有所增长，公司资产仍以流动资产为主。

流动资产方面，2020 年末公司货币资金账面余额较上年末有所增长，主要系当年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 20.25 亿元，系用于质押的银行定期存单、银行承兑票据保证金和信用证保证金。货币资金流动性较差。公司应收账款主要为应收海安众合及物流园区管委会的结算款，此外还有少部分应收其他单位的销售款，2020 年末应收账款较上年末增加幅度较大，主要系当年新增应收物流园区管委会的土地转让款所致。其他应收款主要为应收其他单位的往来款，2020 年末公司其他应收款较上年末有所增加，应收前五大应收对象的金额合计占比 99.60%，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，且未来回收时间存在一定的不确定性，对公司营运资金形成较大占用。存货是公司最主要的资产，2020 年末公司存货账面价值较上年末有所下降，主要包括待开发土地 46.13 亿元，主要系出让的商业、居住、仓储及其他商服用地，工程施工成本 12.28 亿元以及土地拆迁及保障房开发成本 9.59 亿元，2020 年末公司已抵押的土地资产账面价值为 33.48 亿元，占存货中土地资产的 72.58%。

非流动资产方面，2020 年末公司固定资产账面余额较上年有所增长，主要系在建工程转入所致。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	28.09	24.02%	26.76	23.80%
应收账款	7.08	6.05%	4.39	3.90%
其他应收款	10.05	8.59%	8.35	7.42%
存货	67.99	58.15%	70.37	62.59%
流动资产合计	113.69	97.23%	109.94	97.79%
固定资产	1.16	0.99%	0.54	0.48%
非流动资产合计	3.24	2.77%	2.49	2.21%
资产总计	116.93	100.00%	112.43	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

整体来看，2020 年末公司资产总额有所增长，但资产主要由货币资金、应收款项和存货构成，其中货币资金受限比例为 72.10%，应收款项回收时间存在一定不确定性，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。

收入质量与盈利能力

2020 年公司营业收入较上年小幅增长，综合毛利率有所提高，公司盈利对政府补助存在较大依赖

受疫情影响，2020 年公司贸易销售收入大幅下降，工程代建业务收入小幅增长，土地整理业务收入有所下降，同时，公司当年实现土地转让收入 6.02 亿，综合影响下，2020 年公司营业收入较上年小幅增长。截至 2020 年末，公司在建、拟建工程代建及土地整理项目规模较大，且尚有较大规模的项目成本待结转收入，未来公司收入具有较有保障。毛利率方面，2020 年毛利率很低的贸易销售收入大幅下降，得益于此，2020 年的综合毛利率有所提高。业务回款方面，2020 年收现比为 0.81，较 2019 年有所下降，公司业务回款情况一般。2020 年公司政府补助占利润总额的比重为 75.57%，公司盈利对政府补助存在较大依赖。

表7 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年
营业收入	13.90	13.78
收现比	0.81	1.21
营业利润	1.32	1.11
其他收益	0.99	0.91
利润总额	1.31	1.11
销售毛利率	6.07%	4.15%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

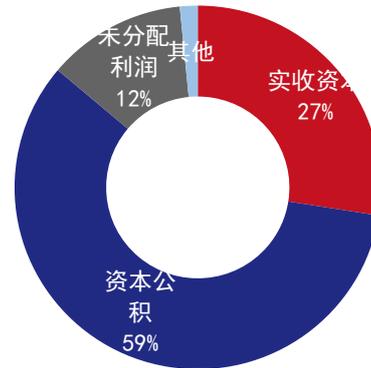
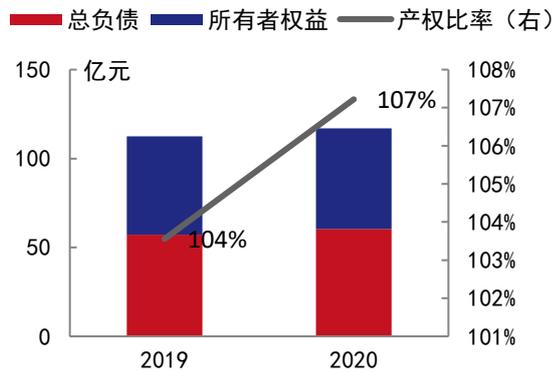
资本结构与偿债能力

公司总债务规模增长较快且短期债务占比较高，面临较大的偿债压力

随着公司融资规模的增加，2020 年末公司负债总额较上年末有所提高，所有者权益方面，得益于近年公司利润的积累，2020 年末所有者权益较上年末小幅增长。2020 年末公司产权比率为 107.22%，较 2019 年末小幅提高，公司所有者权益对负债的保障程度有一定下滑。

图 1 公司资本结构

图 2 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

从公司负债结构来看，公司负债以流动负债为主。流动负债方面，2020 年末公司短期借款规模同比有一定增长，主要包括抵押借款 6.78 亿元、保证借款 6.41 亿元。应付票据规模有一定下降，主要包括银行承兑汇票 12.12 亿元、商业承兑汇票 3.96 亿元和信用证 3.22 亿元；2020 年末公司应付账款包括应付采购款 0.05 亿元和工程款 0.05 亿元，应付账款余额较上年末大幅下降，主要系公司应付采购款减少所致。2020 年末公司其他应付款主要为应付海安城市动迁改造有限公司的暂借款及其他单位的往来款、押金，2020 年末其他应付款账面余额较上年有所下降，前五大应付对象应付金额占其他应付款总额的 97.23%，主要应付对象主要为政府部门和地方国有企业，偿还期限具有一定弹性。2020 年末公司一年内到期的非流动负债较上年末小幅下降，包括即将到期的长期借款 1.56 亿元和长期应付款 1.59 亿元。

非流动负债方面，2020 年末公司长期借款规模略有下降，2020 年公司发行了“20 海安债”，发行总额为 7.00 亿元。公司长期应付款主要系委托借款及应付融资租赁款，2020 年末公司长期应付款账面余额较上年末有所增长，主要系当年应付融资租赁款大幅增长所致。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	14.57	24.08%	12.03	21.03%
应付票据	19.30	31.89%	21.48	37.56%
应付账款	0.10	0.16%	1.66	2.89%
其他应付款	3.43	5.66%	4.80	8.39%
一年内到期的非流动负债	3.16	5.22%	5.70	9.97%
流动负债合计	44.47	73.50%	49.11	85.86%
长期借款	5.52	9.13%	5.58	9.76%
应付债券	6.94	11.47%	0.00	0.00%
长期应付款	3.57	5.90%	2.50	4.38%

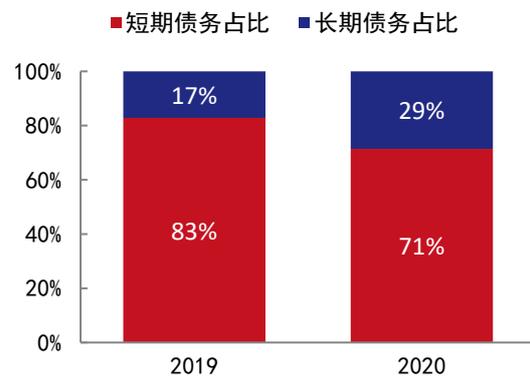
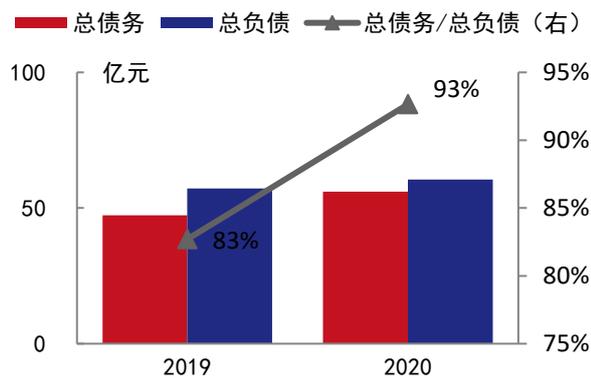
非流动负债合计	16.03	26.50%	8.09	14.14%
负债合计	60.50	100.00%	57.20	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2020 年末，公司总债务规模为 56.05 亿元，同比增长 18.50%，占负债总额的 93%，从债务结构来看，公司短期债务占总债务的比例为 71%，相较于 2019 年末占比有所降低，但仍较高。但总体来看，公司总债务规模增长较快且短期债务占比较高，面临较大的偿债压力。

图 3 公司债务占负债比重

图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，2020 年末，公司资产负债率为 51.74%，较 2019 年末小幅提升。现金短期债务比为 0.71，较 2019 年末有较大提升，但货币资金受限规模较大，对短期债务的保障程度一般。2020 年公司 EBITDA 利息保障倍数为 0.95，较 2019 年末有所提升，公司盈利水平对利息的保障程度仍一般。

表 9 公司偿债能力指标

项目	2020 年	2019 年
资产负债率	51.74%	50.87%
现金短期债务比	0.71	0.49
EBITDA 利息保障倍数	0.95	0.88

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

(一) 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2018 年 1 月 1 日至报告查询日（公司本部：2021 年 6 月 18 日、重要子公司海安汇川商贸有限公司：2021 年 4 月 8 日），公司本部及重要子公司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；公司本部及重要子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 2020 年末，公司对外担保总额为 10.58 亿元，占同期末所有者权益的 18.75%，被担保对象主要为地方国有企业，但均未设置反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

表10 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保到期日
南通运通港务发展有限公司	0.95	2021/4/29
	2.00	2021/10/12
	0.35	2023/1/30
	0.35	2025/1/30
	0.31	2024/7/30
	0.21	2022/7/30
海安众合投资建设有限公司	0.14	2025/7/30
	0.14	2021/1/30
	0.10	2021/1/30
	0.04	2023/7/30
	2.92	2021/7/17
	0.70	2021/9/24
海安市园林绿化有限公司	0.70	2021/9/24
	0.67	2021/3/30
海安市水务集团城市污水处理有限公司	0.50	2021/3/31
江苏惠海旅游发展有限公司	0.50	2021/3/30
合计	10.58	--

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

海安城建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 2020 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。2020 年海安城建实现主营业务收入 13.62 亿元，主营业务毛利率为 12.62%。

表11 担保方主营业务收入及毛利率构成（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施建设	18,350.68	4.18%	8,270.01	4.45%
土地整理开发	74,802.60	15.00%	79,368.42	15.00%
担保业务	-	-	625.53	74.40%
园林绿化	4,004.69	20.32%	4,889.51	19.18%
路灯维护	717.95	58.35%	161.68	85.47%
安全保护	7,439.21	33.11%	7,303.60	31.02%
商品销售	22,794.04	0.25%	17,162.71	0.42%
检测鉴证	1,451.62	99.84%	974.28	100.00%
粮食购销	5,841.68	0.69%	5,719.09	-6.43%
其他	796.33	-4.45%	27.21	21.15%
合计	136,198.80	12.62%	124,502.02	13.47%

资料来源：海安城建 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2020 年 12 月 31 日，海安城建资产总额为 558.63 亿元，所有者权益为 204.47 亿元，资产负债率为 63.40%；2020 年度，海安城建实现营业收入 13.79 亿元，利润总额 3.21 亿元，经营活动现金流净额-19.66 亿元。

表12 担保方主要财务指标（单位：亿元）

项目	2020年	2019年
总资产	558.63	554.40
所有者权益	204.47	193.02
总债务	-	169.00
资产负债率	63.40%	65.18%
现金短期债务比	-	0.93
营业收入	13.79	12.60
其他收益	2.38	2.35
利润总额	3.21	2.79
销售毛利率	12.65%	13.54%
EBITDA	-	3.01
EBITDA 利息保障倍数	-	0.22
经营活动现金流净额	-19.66	0.04
收现比	-	1.00

资料来源：海安城建 2019-2020 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、结论

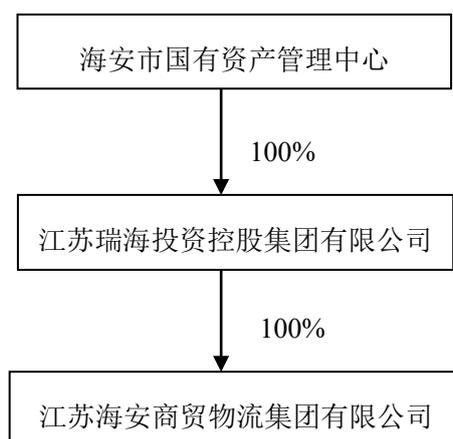
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为 AA+。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（单位：亿元）

财务数据	2020年	2019年	2018年
货币资金	28.09	26.76	6.79
存货	67.99	70.37	63.05
流动资产合计	113.69	109.94	82.53
非流动资产合计	3.24	2.49	1.82
资产总计	116.93	112.43	84.35
短期借款	14.57	12.03	5.33
应付票据	19.30	21.48	0.00
一年内到期的非流动负债	3.16	5.70	3.51
流动负债合计	44.47	49.11	21.56
长期借款	5.52	5.58	7.48
应付债券	6.94	0.00	0.00
长期应付款	3.57	2.50	0.00
非流动负债合计	16.03	8.09	8.58
负债合计	60.50	57.20	30.14
总债务	56.05	47.30	45.90
所有者权益	56.43	55.23	54.21
营业收入	13.90	13.78	13.59
营业利润	1.32	1.11	1.13
其他收益	0.99	0.91	0.30
利润总额	1.31	1.11	1.13
经营活动产生的现金流量净额	-0.03	-0.60	3.60
投资活动产生的现金流量净额	-0.59	-0.29	-0.48
筹资活动产生的现金流量净额	3.53	1.29	-0.54
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	6.07%	4.15%	8.40%
收现比	0.81	1.21	0.94
资产负债率	51.74%	50.87%	35.73%
现金短期债务比	0.71	0.49	0.40
EBITDA（亿元）	1.73	1.14	1.21
EBITDA 利息保障倍数	0.95	0.88	1.49

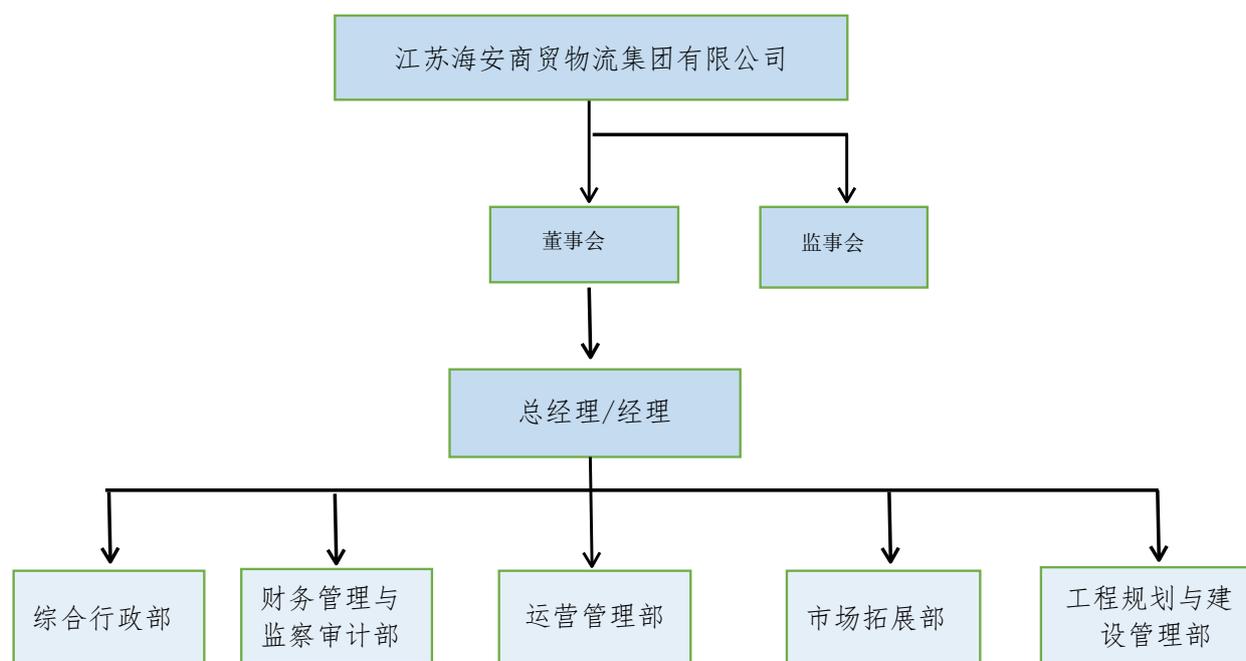
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 5 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 5 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2020 年 12 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

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	0.90	88.89%	棉花、棉纱、有色金属销售等
江苏海安凤山港务有限公司	0.20	66.70%	港口机械设施、设备租赁;道路普通货物运输等
江苏海安保税物流中心有限公司	0.80	100.00%	综合货运站（场）（仓储）；自营和代理各类商品及技术的进出口业务等
海安远瑞物流有限公司	0.30	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	0.30	100.00%	市政公用工程施工总承包;公路工程施工总承包等

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 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。