

江苏海润城市发展集团有限公司
及其发行的 PR15 海门与 19 海城发
跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2021]101027】

评级对象： 江苏海润城市发展集团有限公司及其发行的 PR15 海门与 19 海城发

PR15 海门

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪： AA+/稳定/AAA/2021 年 6 月 30 日
前次跟踪： AA+/稳定/AAA/2020 年 6 月 29 日
首次评级： AA/稳定/AA+/2015 年 3 月 2 日

19 海城发

主体/展望/债项/评级时间

AA+/稳定/AAA/2021 年 6 月 30 日
AA+/稳定/AAA/2020 年 6 月 29 日
AA+/稳定/AAA/2018 年 8 月 14 日

主要财务数据

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
金额单位：人民币亿元			
发行人母公司数据：			
货币资金	20.69	37.87	60.29
刚性债务	111.36	167.23	202.20
所有者权益	158.23	200.09	208.46
经营性现金净流入量	-30.86	1.28	-1.85
发行人合并数据及指标：			
总资产	390.56	486.49	535.67
总负债	213.51	266.42	305.03
刚性债务	200.10	250.59	277.45
所有者权益	177.05	220.07	230.64
营业收入	19.57	21.45	22.69
净利润	2.39	2.63	3.26
经营性现金净流入量	-10.74	6.39	2.39
EBITDA	5.04	5.91	7.31
资产负债率[%]	54.67	54.76	56.94
长短期债务比[%]	196.81	110.57	123.01
营业利润率[%]	13.16	14.22	15.99
短期刚性债务现金覆盖率[%]	93.65	60.53	65.47
营业收入现金率[%]	131.85	96.11	128.52
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-5.95	0.13	-2.90
EBITDA/利息支出[倍]	0.43	0.50	0.58
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.03
PR15 海门担保方（中投保）数据：			
总资产	204.53	265.13	258.52
股东权益	101.27	106.67	116.42
期末担保余额	678.98	501.67	480.03
融资性担保放大倍数[倍]	4.25	3.24	3.67
19 海城发担保方（中合担保）数据：			
总资产	116.50	101.94	83.78
股东权益	83.60	80.79	73.05
期末担保余额	1004.98	837.04	626.28
担保责任放大倍数[倍]	9.54	8.28	7.01

注：发行人数据根据海润集团经审计的 2018-2020 年财务数据整理、计算。担保方数据根据中投保和中合担保经审计的 2018-2020 年财务数据以及相关期间业务数据整理、计算。

分析师

罗媛媛 lyy@shxsj.com
张 琪 zhangqi@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对江苏海润城市发展集团有限公司（简称海润集团、发行人、该公司或公司）及其发行的 PR15 海门与 19 海城发的跟踪评级反映了 2020 年以来海润集团在区域环境、政府支持等方面保持优势，同时也反映了公司在经营稳定性、回款、即期债务偿付及对外担保等方面继续面临压力。

主要优势：

- **外部环境良好。**2020 年 7 月，海门撤市设区。跟踪期内，海门区继续对接上海，推进产业转型，传统优势产业及新兴产业保持良好的发展态势；且随着北沿江高铁及南通新机场等重大交通基建项目持续推进，海门区区位优势将得以强化；良好的外部环境有利于海润集团的业务开展。
- **政府支持力度大。**海润集团作为海门区国资办统管的三大集团之一，2020 年持续在项目获取及资金拨付等方面获得政府支持。
- **担保增信。**中投保及中合担保分别为 PR15 海门与 19 海城发提供全额不可撤销的连带责任担保，可为上述债券的本息偿付提供一定保障。

主要风险：

- **业务运营稳定性一般。**海润集团土地出（转）让业务及房地产开发业务易受区域土地和房地产市场及政府相关政策调整的影响，业务稳定性一般。
- **资金回收风险。**海润集团与海门区国有企业之间的资金往来频繁，目前被占用款项规模已较大，资金回收存在不确定性。

- **即期债务偿付压力大。**海润集团依赖外部融资支持项目建设，已经集聚了较大规模的刚性债务，债务负担较重，且中短期到期债规模偏大，即期偿付压力大。
- **代偿风险。**跟踪期内，海润集团对外担保金额仍维持很大规模，担保对象众多且涉及行业广泛，公司存在一定代偿风险。

评级关注：

- 中合担保为 19 海城发提供全额不可撤销的连带责任担保，2021 年 6 月新世纪评级调整中合担保评级展望为负面。本评级机构将持续关注中合担保的经营和财务状况及对本期债券信用质量的影响。

➤ 未来展望

通过对海润集团及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA⁺ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



江苏海润城市发展集团有限公司

及其发行的 PR15 海门与 19 海城发

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2015 年海门市城市发展投资有限公司公司债券（简称“PR15 海门”）与 2019 年海门市城市发展集团有限公司公司债券（简称“19 海城发”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据海润集团提供的经审计的 2020 年财务报表及相关经营数据，对海润集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经国家发展和改革委员会发改财金[2015]466 号文件批准，该公司于 2015 年 4 月发行了 14 亿元人民币的 PR15 海门，期限为 7 年，票面利率为 6.22%。PR15 海门的还本付息条款为：每年付息一次，在债券存续期的第 3-7 年末每年按照债券发行总额 20% 的比例等额偿还债券本金。截至 2021 年 5 月末，PR15 海门募集资金已全部使用完毕，80% 债券本金已实现兑付，待偿还债券本金余额为 2.80 亿元。

经国家发展和改革委员会发改企业债券[2019]28 号文件批准，该公司于 2019 年 4 月发行了 14 亿元人民币的 19 海城发，期限为 7 年，票面利率为 5.20%。该债券的还本付息条款为：每年付息一次，在债券存续期的第 3-7 年末每年按照债券发行总额 20% 的比例等额偿还债券本金。截至 2021 年 5 月末，19 海城发募集资金全部使用完毕，待偿还债券本金余额为 14 亿元。

截至 2021 年 6 月 11 日，该公司发行的待偿还债券本金余额合计为 103.50 亿元，债券还本付息情况正常。

图表 1. 公司存续期债券情况

债项名称	发行金额（亿元）	期限（年）	票面利率（%）	发行时间	本息兑付情况
PR15 海门	14.00	7	6.22	2015-04-02	已兑付本金 11.20 亿元，按时付息
18 海门 04	8.50	5（3+2）	6.77	2018-11-05	未到期，按时付息
19 海城发	14.00	7	5.20	2019-03-29	未到期，按时付息
20 海门 01	10.20	5（3+2）	4.20	2020-03-17	未到期，按时付息
20 海门城发(疫情防控债)PPN001	10.00	3	3.98	2020-03-23	未到期，按时付息
20 海门 02	5.00	5（3+2）	3.90	2020-04-21	未到期，按时付息
20 海门城发 ABN001 优先 A2	0.84	1.6329	3.70	2020-08-25	未到期
20 海门城发 ABN001 优先 A3	0.95	2.6329	3.90	2020-08-25	未到期
20 海门城发 ABN001 优先 A4	0.92	3.6356	4.50	2020-08-25	未到期

债项名称	发行金额（亿元）	期限（年）	票面利率（%）	发行时间	本息兑付情况
20 海 门 城 发 ABN001 优先 A5	5.79	8.6384	4.50	2020-08-25	未到期
20 海 门 城 发 ABN001 次	0.50	8.6384	0.00	2020-08-25	未到期
20 海城 D2	9.20	1	3.98	2020-10-23	未到期
20 海润 03	5.00	5（3+2）	4.50	2020-10-28	未到期
20 海润 04	5.80	5（3+2）	4.68	2020-11-20	未到期
21 海城 D1	5.00	1	4.15	2021-01-27	未到期
21 海 润 城 发 MTN001	5.00	3	4.20	2021-03-25	未到期
21 海城 D2	5.00	1	3.65	2021-04-08	未到期
21 海润 01	5.00	5（3+2）	4.20	2021-04-16	未到期
21 海润 F1	4.00	5（3+2）	4.00	2021-05-21	未到期

资料来源：Wind

业务

1. 外部环境

（1）宏观环境

2021 年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021 年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

（2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，城投企业在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。2021 年，在政府抓实化解政府隐性债务风险、降杠

杆率的背景要求下，城投企业融资环境预计将有所收紧，期间平台资质分化仍将持续，债务率偏高地区的城投企业再融资压力可能加大。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。2020 年，我国持续推进新型城镇化和乡村振兴，城乡区域发展格局不断优化，年末城镇化率已超过 60%。根据 2021 年《政府工作报告》，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是“十四五”时期经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，加快农业转移人口市民化，常住人口城镇化率提高到 65%，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，该领域的建设及融资模式也正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域，是我国城镇化建设的重要力量。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号），对地方政府性债务进行清理和甄别。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有一定保障。

从具体政策环境来看，2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017 年至 2018 年上半年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。2018 年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。2018 年 7 月，国务院常务会议确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施，指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10 月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），进一步明确提出要对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风

险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。2019年3月，《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务，不能搞“半拉子”工程。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。目前我国疫情防控已取得明显成效，经济增长处于稳步恢复中，同时化解政府隐性债务工作持续重点推进。2020年12月，中央经济工作会议指出2021年要“抓实化解政府隐性债务风险工作”；2021年3月，国务院常务会议明确要求“保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”。在政府抓实化解政府隐性债务风险、降杠杆率的背景要求下，2021年城投企业融资环境预计将有所收紧，对城投新增债务的管控力度将较上年有所加强，期间平台资质分化仍将持续。近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力，债务率偏高地区的城投企业再融资压力可能加大。

（3）区域经济环境

跟踪期内，海门区继续对接上海，推进产业转型，传统优势产业及新兴产业保持良好的发展态势，地方经济保持增长，但受新冠疫情影响，经济增速有所放缓。此外，由于北沿江高铁、南通新机场等重大交通基建项目持续推进，将拉近海门区与长三角重点城市的时空距离，区位优势得到强化。

海门区原为江苏省南通市下辖县级市，2020年7月经国务院（国函〔2020〕79号）批复同意，撤销县级海门市，设立南通市海门区，以原海门市的行政区域为海门区行政区域。海门区位于江苏省东南部，东濒黄海，南倚长江，地处中国沿江、沿海两大开放带的交汇点，与上海比邻而居、地缘相近、语言相通，是长三角北翼联通上海的桥头堡，其中海永镇位于崇明岛，与上海的崇明区接壤。海门区下辖3个街道9个镇，全区土地面积1149平方公里，截至2020年11月1日常住人口99.18万人，城镇化率为66.7%。交通方面，宁启铁路、沪陕高速（G40）、沿海高速（G328）、扬启高速（S28）、沿海高等级公路穿境而过，崇海大桥列入国家公路网规划；从上海经过海门至南京方向的北沿江高铁计划于2021年12月开工建设；此外，南通新机场已选址海门区和通州区，计划于“十四五”期间开工建设，根据《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》，南通新机场建成后将成为上海国际航空枢纽重要组成部分，与上海虹桥机场、浦东机场共同组成上海航空主枢纽。

跟踪期内，海门区继续对接服务上海，推进供给侧改革，扶持传统优势产业及新兴产业发展，地方经济保持增长；但受新冠疫情影响，海门区经济增速有所放缓。2020年海门区实现地区生产总值1442.57亿元，增长5.5%，增速较上年下降0.9个百分点。其中第一产业增加值68.73亿元，同比增长2.5%；第二产业增加值710.13亿元，同比

增长 4.7%；第三产业增加值 663.71 亿元，同比增长 6.8%；三次产业结构由上年 4.7:51.5:43.8 调整为 4.8:49.2:46.0。

图表 2. 近年来海门区国民经济和社会发展主要指标

指 标	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	增幅(%)	金额	增幅(%)	金额	增幅(%)
地区生产总值(亿元)	1249.00	8.0	1352.37	6.4	1442.57	5.5
规模以上工业增加值(亿元)	--	10.3	--	7.6	--	6.9
固定资产投资(亿元)	450.43	8.4	--	7.4	--	10.4
社会消费品零售总额(亿元)	399.36	9.0	423.72	6.1	433.18	0.5
进出口总额(亿元)	202.20	-41.5	194.19	-4.0	253.44	30.6

资料来源：海门区国民经济和社会发展的统计公报

跟踪期内，海门区着力培育企业创新能力，工业转型升级持续深化。全年全区高新技术企业净增 46 家、总数达 237 家；入选省重点研发项目 3 个，大中型企业和规模以上高新技术企业研发机构建有率超过 98%；全社会研发投入占比达 2.7%，万人有效发明专利拥有量达 41 件；新增省级研发机构 5 家、省级众创空间 2 家；新增国家顶尖人才 3 名、省“双创”人才 26 名。同时，纺织和建筑作为海门区传统支柱产业，是地方经济发展的重要支撑。其中位于海门工业园区内的叠石桥国际家纺城是国内最大的家纺专业市场，叠石桥家纺床品在全国的市场占有率超过 40%；2020 年海门区完成建筑业总产值 2187 亿元，同比增长 7.4%，同年末全区拥有资质以上建筑业企业 505 家，包括特级资质建筑企业 4 家，一级资质建筑企业 54 家，二级资质建筑企业 125 家。

跟踪期内，海门区保持较大力度的固定资产投资。2020 年海门区固定资产投资较上年增长 10.4%。工业投资方面，全年全区新签约超 20 亿元产业项目 29 个，新开工超 10 亿元项目 30 个，包括千亿级中天绿色精品钢项目，新竣工亿元以上项目 49 个。交通投资方面，G345 东延一期、G228 三星段建成通车；绕城高速海门段、疏港铁路开工建设；江海路快速化改造加快推进，洋吕铁路征迁工作持续推进；开通直达沪宁杭动车组 7 班、南通主城公交线路 6 条。

跟踪期内，在北沿江高铁前期工作持续推进以及南通新机场选址海门区和通州区的背景下，海门区房地产市场景气度持续提升。2020 年全区商品房销售面积 177.40 万平方米，较上年增长 20.5%，其中住宅销售面积 184.34 万平方米，增长 115.5%；强劲的购房需求带动房地产开放投资持续增长，2020 年全区房地产开发投资 158.29 亿元，同比增长 61.3%，增速较上年提升了 15.3 个百分点。同年全区商品房施工面积 922.99 万平方米，增长 35.9%，其中，住宅施工面积 755.16 万平方米，增长 33.3%；全区商品房竣工面积 184.34 万平方米，增长 115.5%，其中，住宅竣工面积 160.68 万平方米，增长 188.1%。

跟踪期内，在中天绿色精品钢等项目启动影响下，海门区工业用地成交面积激增，同时住宅用地受房地产市场景气度持续提升等因素影响，成交面积增长较快，从而带动全区土地成交总价大幅增长。具体来看，2020 年海门区土地成交总面积为 852.22 万平方米，较上年增长 139.41%；受价格较高的住宅用地成交面积占比下降影响，土地成交均价有所下降，土地成交均价为 1830.96 元/平方米，较上年下降 28.48%；土地成交总

价为 156.04 亿元，较上年增长 71.23%。

图表 3. 近年来海门区土地市场交易情况

	2018 年	2019 年	2020 年
土地成交总面积（万平方米）	568.41	355.97	852.22
其中：工业用地成交面积（万平方米）	362.07	218.05	703.19
住宅用地成交面积（万平方米）	134.19	60.86	124.40
商业/办公用地成交面积（万平方米）	61.48	69.06	4.72
其他用地成交面积（万平方米）	10.68	8.01	19.91
土地成交总价（亿元）	86.42	91.13	156.04
其中：工业用地成交总价（亿元）	8.58	6.27	16.91
住宅用地成交总价（亿元）	41.34	46.20	136.64
商业/办公用地成交总价（亿元）	35.75	38.23	1.25
其他用地成交总价（亿元）	0.76	0.42	1.24
土地成交均价（元/平方米）	1520.41	2559.95	1830.96
其中：工业用地成交均价（元/平方米）	236.91	287.73	240.46
住宅用地成交均价（元/平方米）	3080.73	7591.67	10983.97
商业/办公用地成交均价（元/平方米）	5815.15	5536.08	2639.26
其他用地成交均价（元/平方米）	707.95	525.71	621.95

资料来源：中指数据

2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍是海门区主要的土地一级开发和市政项目的投资主体。2020 年主要由于保障房项目持续销售、新人民医院出租收入增加以及工程建设项目结算进度加快，公司营业收入规模有所提升；后续，随着保障房建设职能的弱化及其他业务的开展，公司业绩预计会出现一定波动。公司以土地整理、市政工程、保障房和商业地产为主的项目投资规模较大，中短期内存在一定的投融资压力。

跟踪期内，该公司仍是海门区主要的土地一级开发和市政项目的投资主体，并承担了城区及部分乡镇的供水及污水处理等相关职能，同时积极拓展商品贸易业务；由于上级政府对保障房建设进行统筹管理¹，公司主要对原有保障房项目进行续建并销售，同时商业房产项目持续推进。

该公司营业收入主要来源于保障房销售业务、商品销售业务、工程建设及管理业务和土地整理业务，2020 年分别占营业收入的 29.01%、27.70%、16.68%和 9.32%。此外，公司另有自来水销售、污水处理、租赁等业务，对营业收入形成一定补充。2020 年以来主要由于保障房项目持续销售、新人民医院出租收入增加以及工程建设项目结算进度加快，当年公司营业收入较上年增长 5.75%至 22.69 亿元。2020 年，公司综合毛利率为 16.93%，较上年提升 2.41 个百分点，主要系租赁业务盈利能力提升所致。

¹ 根据海门区政府规划，区本级保障房项目将由江苏海鸿投资控股集团有限公司（简称“海鸿集团”）统筹建设。

图表 4. 近年来公司营业收入构成及毛利率情况

业务类型	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
营业收入	19.57	100.00	21.45	100.00	22.69	100.00
土地整理与出让	2.33	11.91	3.02	14.06	2.12	9.32
保障房销售	6.62	33.81	5.47	25.48	6.58	29.01
工程建设与管理	3.51	17.92	3.20	14.90	3.78	16.68
自来水销售	1.17	5.97	1.17	5.45	1.24	5.47
污水处理	0.24	1.23	0.30	1.39	0.32	1.41
商品销售	4.97	25.40	7.49	34.92	6.29	27.70
租赁	0.43	2.22	0.42	1.96	1.92	8.48
其他	0.30	1.55	0.40	1.84	0.44	1.92
毛利率	15.78		14.52		16.93	
土地整理与出让	69.09		60.00		50.00	
保障房销售	8.70		6.16		6.20	
工程建设与管理	10.43		10.43		11.54	
自来水销售	25.52		20.59		23.00	
污水处理	-60.15		-62.06		-56.91	
商品销售	0.09		1.27		2.36	
租赁	48.46		47.47		72.32	
其他	55.94		72.33		67.93	

资料来源：海润集团

(1) 土地整理及转让业务

跟踪期内，该公司持续推进海门区的土地一级开发，业务模式未有变更。公司根据政府规划，通过自筹资金对海门区范围的计划储备用地组织前期开发，地块开发完成后交由土储中心验收，土储中心按照公司建设过程中支付的总成本和土地整理收益²支付公司委托建设价款。公司土地整理成本包括拆迁补偿款、土地整理建设费用及相关税费等。2020 年公司实施拆迁项目 16 个，拆迁面积为 45.21 万平方米，较上年变动不大；投入资金 7.36 亿元，较上年下降 36.99%。2020 年，公司移交土地面积为 2.92 万平方米，结转土地成本 1.06 亿元，确认土地整理收入 2.12 亿元，并于当年收到全部资金。截至 2020 年末，公司已完工及在整理土地累计投入 40.48 亿元。

图表 5. 近年来公司土地一级开发情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
实施拆迁项目数量 (个)	9	17	16
拆迁面积 (万平方米)	29.56	45.50	45.21
开发成本 (亿元)	7.93	11.68	7.36

资料来源：海润集团

土地转让业务方面，该公司有大规模土地资产，可通过土地二级市场转让收回投资，实现土地增值并获取资金。公司一般根据土地开发进度、资金需求情况和土地市场状况

² 土地整理收益根据项目建设周期、工程难度以及总投金额确定，原则上不低于项目总成本的 20%，特殊项目的整理收益双方另行商定。

开展土地转让业务，因此有一定的波动性。2020 年公司无土地转让，但受政府土地规划影响，公司持有的部分土地资产被海门区政府收储，该些土地资产账面价值为 29.32 亿元，收储总价款 34.91 亿元，截至 2020 年末海门区政府已支付 8.00 亿元。截至 2020 年末，公司拥有土地资产 29 宗，以商业用地为主，面积合计 198.70 万平方米，账面价值 57.86 亿元，其中有 43.50 亿元已向银行等金融机构抵押。

总体来看，该公司已完成整理土地及持有土地资产规模较大，未来随着相关地块的陆续移交及转让，公司资金压力或将得到一定缓解，但公司土地整理及转让业务易受国家和当地政策影响，需持续关注。

(2) 工程建设业务

跟踪期内，该公司仍是海门区主要的市政基础设施建设运营主体，负责全区范围内的市政项目投建，业务模式较上年无变化，仍以委托代建模式开展项目建设。跟踪期内，该项业务运营主体仍为子公司海门市开源城镇化建设投资有限公司（简称“开源公司”）和南通市永信工程管理有限公司（简称“永信公司”），业主单位包括海门区政府、海门市拓日建设发展有限公司（简称“拓日建设”）及海门市恒达水利建设有限公司（简称“恒达水利”）。

近年来该公司主要完成了弘睿中学、海门市开发区第二小学、政法大楼、市科技馆、公共卫生中心等多项市政项目的建设，上述项目实际总投资 9.66 亿元，截至 2020 年末，已回笼资金 4.02 亿元。公司工程建设业务收入规模易受业主单位结算进度影响，2020 年确认收入 3.78 亿元，较上年增长 18.32%，同年业务毛利率为 11.54%，较上年提升 1.10 个百分点。

该公司目前主要在建项目包括东洲仁恒学校、城区黑臭水体治理工程、海门中学综合楼等，项目计划总投资 15.65 亿元，截至 2020 年末累计已完成投资 5.81 亿元。同年末，公司拟建项目主要有分散农户生活污水治理工程、灵甸闸改造项目和青龙港生态绿地项目，预计总投资 5.34 亿元。

图表 6. 截至 2020 年末公司主要在建及拟建城市基础设施项目一览表（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已完成投资	建设周期（年-年）
在建项目：			
东洲仁恒学校	4.56	3.88	2019-2021
城区黑臭水体治理工程	4.50	0.0043	2019-2021
海门中学综合楼	2.10	0.71	2019-2021
青龙港综合整治工程	1.23	0.09	2020-2023
日新河南段综合整治工程	0.60	0.25	2019-2021
十八匡河综合整治工程（一期）	0.59	0.11	2020-2021
市政排水管网改造工程	0.50	0.12	2019-2021
圩角河城区段（海门河-东洲河）县级河道疏浚工程	0.40	0.0003	2020-2022
圩角河东区域排水整治工程	0.36	0.12	2019-2021
海门市江堤临江段抛石应急工程	0.30	0.25	2019-2021
王浩至正余污水主管网工程	0.26	0.16	2019-2021

项目名称	计划总投资	已完成投资	建设周期（年-年）
上海路东延污水应急管网工程	0.25	0.11	2019-2021
在建项目小计	15.65	5.81	--
拟建项目：			
分散农户生活污水治理工程	3.59	--	2021
灵甸闸改造项目	0.40	--	2021-2022
青龙港生态绿地项目	1.35	--	2021-2022
拟建项目小计	5.34	--	--
合计	20.99	5.81	--

资料来源：海润集团

（3）房地产开发

跟踪期内，该公司保障房业务仍主要由公司本部及海门市沪海房地产发展公司（简称“沪海房地产”）负责，业务模式未有调整。公司根据《海门市城市房屋拆迁补偿安置实施细则》（海政发〔2006〕65号）等规定，以及海门区政府下达的保障房建设任务和具体规划开展保障性住房建设，并根据相关规定和海门区土地资产储备中心制定的拆迁项目安置实施方案开展销售工作，对动迁的居民实施定向房屋安置。

近年来该公司陆续完成了嘉陵江北一区二期拆迁安置房、汇智园小区、绿茵家园拆迁安置房、绿茵河畔拆迁安置房等保障房项目的建设，可供销售建筑面积 141.80 万平方米，累计投入资金 43.19 亿元。截至 2020 年末，公司已完工保障房项目已销售面积 97.80 万平方米，累计销售金额 28.34 亿元，受安置进度影响资金回笼较慢。2020 年，公司确认保障房销售收入 6.58 亿元，毛利率为 6.20%，由于保障房销售价格受政策性定价限制，盈利空间较弱。

图表 7. 截至 2020 年末公司主要已完工保障房项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	实际总投资	可售建筑面积	已销售面积	销售金额	完工时间
嘉陵江北一区二期拆迁安置房	2.37	6.52	5.40	1.65	2014 年
汇智园小区	3.53	11.64	9.88	3.77	2016 年
绿茵家园拆迁安置房	4.30	10.63	6.88	2.16	2016 年
绿茵河畔拆迁安置房	1.50	4.93	3.50	1.03	2016 年
滨江工贸易配套拆迁安置房	1.20	4.39	3.93	1.15	2016 年
嘉陵江北二区南侧地块拆迁安置房	3.25	10.13	8.16	2.27	2015 年
浦西小区地块拆迁安置房	4.96	14.54	12.26	4.66	2016 年
浦江小区地块拆迁安置房南侧	2.67	12.48	10.33	2.50	2015 年
东海新村拆迁安置房	7.70	23.91	13.52	2.59	2019 年
绿茵水岸 1、2 期拆迁安置房	0.81	6.95	2.00	0.29	2019 年
福海嘉园拆迁安置房	2.05	8.55	6.39	1.52	2018 年
尚贤新村拆迁安置房	8.85	27.13	15.55	4.75	2019 年

项目名称	实际总投资	可售建筑面积	已销售面积	销售金额	完工时间
合计	43.19	141.80	97.80	28.34	--

资料来源：海润集团

目前，该公司仍有大桥新村拆迁安置房、立新小区 7、8 期拆迁安置房、崇秀新村二期拆迁安置房和定海新村一期拆迁安置房共计 4 个保障房项目处于建设阶段，计划总投资 15.85 亿元，截至 2020 年末已投资 10.41 亿元。同年末，公司无拟建的安置房项目。

图表 8. 截至 2020 年末公司在建保障房项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	建设周期	计划总投资	已投资
大桥新村拆迁安置房	22.40	2018-2021	9.00	6.69
立新小区 7、8 期拆迁安置房	8.17	2018-2021	2.20	2.04
崇秀新村二期拆迁安置房	10.00	2019-2021	3.00	1.10
定海新村一期拆迁安置房	5.50	2019-2021	1.65	0.58
合计	46.07	--	15.85	10.41

资料来源：海润集团

除了存量项目外，今后海门区保障房项目建设由海润集团统筹负责，该公司保障房建设需求或将逐步减少。近年来公司拓展了商业地产开发项目，跟踪期内，公司持续推进文化中心、体育中心、长海商务大厦、秀泽园和长三角药物创新中心等项目的投资建设。公司通过招拍挂程序获取土地，自筹资金建设，建设完成后主要通过租售等方式获得项目回报。上述项目建筑面积 35.12 万平方米，计划总投资 33.50 亿元，截至 2020 年末已投资 9.17 亿元。其中，秀泽园项目为商业住宅，位于海门秀山路南、江海路西侧，项目总占地面积 3.10 万平方米，总建筑面积 6.70 万平方米，计划总投资为 7.00 亿元，已于 2019 年开工，建设周期为 3 年，截至 2020 年末已投资 4.74 亿元；该项目已于 2020 年 6 月开始预售，截至 2020 年末已销售住宅面积 4.50 万平方米，实现销售额 7.90 亿元，待售面积 0.26 万平方米。公司暂无拟建商业地产项目。总体来看，公司商业地产项目投资规模较大，部分项目已经开始对外销售并实现了资金回笼，但未来租售情况存在一定不确定性。

图表 9. 截至 2020 年末公司在建商业地产项目情况（单位：万平方米，亿元）

项目名称	计划总投资额	已投资额	建筑面积	建设周期（年-年）
文化中心	5.70	0.58	5.80	2019-2021
体育中心	6.50	1.12	6.00	2019-2021
长海商务大厦	4.30	1.68	4.62	2019-2021
秀泽园	7.00	4.74	6.70	2019-2022
长三角药物创新中心	10.00	1.15	12.00	2020-2022
合计	33.50	9.17	35.12	--

资料来源：海润集团

（4）商品贸易业务

跟踪期内，该公司商品贸易业务仍主要由子公司南通市卓璟贸易有限公司（简称“卓

璟贸易”)负责。公司贸易业务品种主要包括钢材、模板、木方、盘螺、砂石料等建筑材料,主要经营模式为以销定采;结算方面,公司遵循现款现货的原则,主要采用现金或银票进行货款结算。公司上下游客户以南通市境内为主,多为建筑施工及贸易企业,上游供货商主要包括海门市疆海建筑材料有限公司、沿海西本供应链南通有限公司、海门市硕美奇贸易有限公司、海门市富强物流有限公司、海门市乾麦建材有限公司等,2020年度前五大供应商采购占比为 65.73%;下游客户主要包括海门市久豪建材有限公司、海门市国通建筑材料有限公司、海门市乾麦建材有限公司、江苏南通三建集团股份有限公司(简称“南通三建”)、海门市沪邦建筑材料有限公司等,2020 年度前五大客户销售占比为 76.99%,公司上下游客户集中度较高。主要受疫情影响,区域内建筑工程项目部分停工,进度迟缓,下游客户对建筑材料需求减少影响,2020 年公司商品贸易收入较上年下降 16.09%至 6.29 亿元;公司贸易业务利润主要来自购销差价,目前盈利空间有限,2020 年毛利率为 2.36%。

图表 10. 2020 年公司贸易业务主要客户及供应商明细(单位: %)

客户名称	2020 年 销售占比	供应商名称	2020 年 采购占比
海门市久豪建材有限公司	22.83	海门市疆海建筑材料有限公司	18.00
海门市国通建筑材料有限公司	18.1	沿海西本供应链南通有限公司	17.88
海门市乾麦建材有限公司	15.75	海门市硕美奇贸易有限公司	13.32
江苏南通三建集团股份有限公司	10.55	海门市富强物流有限公司	8.53
海门市沪邦建筑材料有限公司	9.76	海门市乾麦建材有限公司	8.01
合计	76.99	合计	65.73

资料来源:海润集团

(5) 水务业务

该公司水务业务涉及自来水销售、污水处理及自来水管道的安装等。目前公司自来水供水能力为 16 万吨/日,供水区域已覆盖海门城区和周边的大部分乡镇,跟踪期内,海门水价未有调整。随着管网长度和供水量的增加,2020 年公司自来水销售业务实现收入 1.24 亿元,较上年增长 6.25%;毛利率为 23.00%,较上年提升 2.42 个百分点,处于较好水平。

图表 11. 公司供水业务经营情况

指标	2018 年	2019 年	2020 年
管网长度(公里)	1276	1353	1438
供水能力(万 m ³ /日)	16	16	16
供水总量(万 m ³)	7562	8074	8873
售水总量(万 m ³)	6951	7131	7517
供水产销差率(%)	8	12	15
用户数(万户)	16.08	16.63	18.29

资料来源:海润集团

该公司污水处理业务仍由南通市海门东洲水处理有限公司负责,公司污水处理区域已覆盖海门城区和海门工业园区、海门经济技术开发区等部分区镇,服务面积约占海门

区总面积的 50%。2020 年，公司污水处理业务实现收入 0.72 亿元（其中体现营业收入 0.32 亿元，补贴收入 0.40 亿元），较上年增长 3.15%。

图表 12. 公司污水处理业务经营情况

指标	2018 年	2019 年	2020 年
污水处理能力（万吨/年）	4380	4380	4380
实际污水处理量（万吨）	3886.84	3637.17	4304.23
污水处理价格（元/吨）	1.00-1.90	1.00-1.90	1.00-1.90
污水处理率（%）	96	96	98

资料来源：海润集团

（6）其他业务

该公司租赁收入主要来自新人民医院、文峰广场、时代超市、富丽大厦和百货大楼等物业资产。截至 2020 年末公司可供出租物业面积 30.58 万平方米，已出租面积 25.23 万平方米。其中新人民医院总建筑面积 20.48 万平方米，2019 年 10 月公司将该部分物业资产全部出租给海门区人民政府，租赁期限 10 年；受此影响，2020 年公司实现租赁收入 1.92 亿元，较上年增长 358.57%，同年租赁业务毛利率为 72.32%，较上年上升 24.86 个百分点。除上述业务外，公司还有少量文旅、咨询服务等业务，2020 年实现收入 0.44 亿元，对公司影响有限。

管理

跟踪期内，该公司名称和股东名称变更；公司产权状况、法人治理结构保持稳定，组织架构和经营管理制度未发生重大变化。

跟踪期内，随着海门撤市设区，该公司股东更名为“南通市海门区人民政府国有资产监督管理办公室”（简称“海门区国资办”），同时公司更名为现名。公司产权状况、法人治理结构保持稳定，组织架构和经营管理制度未发生重大变化。

关联交易方面，2020 年该公司向关联企业销售商品及提供服务合计 0.30 亿元，系委托海门区国资办管理公司自有物业实现的收入。截至 2020 年末，公司被关联方占用资金 3.12 亿元，主要是参股的海门市金信融资担保有限公司以及南通嘉望置业有限公司；公司亦占用关联方海鸿集团资金 0.46 亿元。

根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公示平台信息 2021 年 6 月 8 日查询结果，该公司不存在异常情况。根据公司提供的 2021 年 4 月 2 日的《企业信用报告》，公司本部近三年无不良信贷记录。

财务

跟踪期内，该公司业务开展主要依赖外部融资，负债规模进一步增长，资产负债率有所上升；公司资产流动性依然欠佳，2020 年末虽然持有一定规模的可动用货币资金，

但仍无法有效覆盖短期刚性债务，持续面临一定即期债务偿付压力。公司能够持续获得财政补助，同时联营企业投资收益也可对公司盈利形成一定补充。此外，公司年末未清担保余额较大，面临一定代偿风险。

1. 公司财务质量

中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2020 年财务报表进行了审计，并出具了无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则及其补充规定。

2020 年，为拓展贸易、园林绿化、环境检测等业务，该公司通过投资设立新增了南通市海聚食品供应链管理有限公司、南通市泽园景观有限公司、南通市创聚商贸有限公司、南通市海玺贸易有限公司、南通市海川环境科技有限公司和海门海洲环境监测有限公司 6 家子公司，新增子公司基本处于设立初期，对公司经营及财务状况影响较为有限。截至 2020 年末，公司纳入合并范围的子公司共 27 家。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

跟踪期内，该公司刚性债务持续扩张以及预收购房款增加，2020 年末总负债较上年末增长 14.49%至 305.03 亿元；受此影响，资产负债率较上年末上升 2.18 个百分点至 56.94%。从负债期限结构来看，2020 年末公司负债仍以非流动负债为主，由于公司新增外部融资以中长期债券为主，年末长短期债务比为 123.01%，较上年末提升 12.44 个百分点。

该公司负债仍主要集中于刚性债务，2020 年末刚性债务较上年末增长 10.72%至 277.45 亿元，增量主要来源于债券融资。从 2020 年末刚性债务结构来看，银行、信托、融资租赁等金融机构借款和债券融资占刚性债务的比重分别为 57.47%和 40.88%。其中金融机构借款余额为 159.45 亿元（银行借款占比 79.40%，银行借款利率主要为基准下浮 8%至基准上浮 30%），主要为保证借款、信用借款、抵押借款和质押借款，年末余额分别为 68.94 亿元、49.50 亿元、29.47 亿元和 11.54 亿元，担保方主要为公司本部以及江苏海晟控股集团有限公司（简称“海晟集团”）、海鸿集团等当地平台企业，抵押物主要为公司持有的土地使用权及物业资产；应付债券（包括计入“一年内到期的非流动负债”部分和“其他流动负债”）余额为 113.43 亿元，包括 2 支企业债券、10 支私募债、1 支定向融资工具和 1 支交易商协会 ABN。此外，2020 年末刚性债务还包括应付利息 4.57 亿元。

从刚性债务的到期分布来看，2021-2025 年该公司待偿付刚性债务本金规模分别为 105.98 亿元、49.15 亿元、50.90 亿元、10.55 亿元和 33.18 亿元，中短期内公司即期债务偿付压力较大。公司计划通过发行债券以及银行借款补充流动资金，2021 年以来公司已发行“21 海城 D1”、“21 海润城发 MTN001”、“21 海城 D2”、“21 海润 01”和“21 海润 F1”，发行债券规模为 24.00 亿元。

该公司负债还分布于应付账款、预收账款、其他应付款和专项应付款，2020 年末占负债总额的比重分别为 2.96%、3.34%、1.28%和 0.44%。其中应付账款余额较上年末

增长 51.89%至 9.02 亿元，主要系未付工程款增加所致，年末主要包括应付龙信建设集团有限公司、南通华鼎建设工程有限公司、江苏南通二建集团有限公司、南通中房建设工程有限公司和南通德胜建筑工程有限公司工程款，年末余额分别为 1.11 亿元、1.06 亿元、0.91 亿元、0.80 亿元和 0.65 亿元；预收账款余额较上年末增长 299.75%至 10.18 亿元，主要系秀泽园项目预收购房款增加所致，年末主要包括预收房款 6.72 亿元和预收海门区人民医院租金 1.28 亿元；其他应付款较上年末增长 17.05%至 3.90 亿元，主要系往来资金增加所致，年末主要包括应付海门市开发区土地开发服务公司往来款 0.90 亿元、应付海门区政府投资项目建设中心往来款 0.66 亿元、应付海鸿集团往来款 0.46 亿元、应付海门区财政局 0.28 亿元和应付江苏长江口开发集团有限公司 0.10 亿元；专项应付款余额较上年末增长 14.90%至 1.35 亿元，主要系政府拨付专项资金增加所致。

或有负债方面，截至 2020 年末，该公司对外担保余额为 73.63 亿元，较上年末下降 34.91%，对外担保比率为 31.92%。从担保对象来看，涉及的企业及单位共 30 家，包括地方国有企业、学校、建筑施工企业等。其中对南通三建和中南控股集团有限公司（简称“中南控股”）的担保余额为 4.36 亿元，均设有反担保措施；经公开信息查询，自 2020 年以来南通三建存在 20 余项纳入被执行人情况，最高执行标的为 4.04 亿元，中南控股存 1 项纳入被执行人情况，执行标的为 0.30 亿元。整体看，公司对外担保规模大，担保对象众多且涉及行业广泛，部分被担保对象涉诉，公司存在一定代偿风险。

图表 13. 公司担保对象明细（单位：亿元、%）

被担保单位名称	担保余额	占比	企业性质
南通市海泰城市污水处理有限公司	7.07	9.60	国有企业
南通通海港口有限公司	6.73	9.14	国有企业
江苏叠石桥家纺产业集团有限公司	6.17	8.38	国有企业
南通市海门正丰建设投资有限公司	5.97	8.11	国有企业
海门市恒达水利建设投资有限公司	5.78	7.84	国有企业
海门市新农发展投资有限公司	5.60	7.61	国有企业
江苏海鸿投资控股集团有限公司	4.17	5.66	国有企业
江苏南通三建集团股份有限公司	3.48	4.73	民营企业
南通东盛水利建设有限公司	3.30	4.48	国有企业
海门市南海水务有限公司	3.27	4.43	国有企业
南通市海门海泰交通运输有限公司	2.89	3.92	国有企业
江苏海晟控股集团有限公司	2.80	3.80	国有企业
海门市绿野农业投资发展有限公司	2.08	2.82	国有企业
南通海恒水利建设有限公司	2.00	2.72	国有企业
海门市拓日建设发展有限公司	1.50	2.04	国有企业
海门市大通水利建设工程有限公司	1.25	1.70	国有企业
江苏海奕控股集团有限公司	1.20	1.63	国有企业
江苏师山置业有限公司	1.10	1.49	国有企业
江苏海临实业发展有限公司	1.08	1.47	国有企业
海门市达源水务有限公司	0.97	1.31	国有企业
江苏长江口开发集团有限公司	0.90	1.22	国有企业
中南控股集团有限公司	0.88	1.20	民营企业

被担保单位名称	担保余额	占比	企业性质
南通市海门鹏天建设有限公司	0.71	0.96	国有企业
南通市海门海景交通建设工程有限公司	0.69	0.94	国有企业
南通叠石桥城建综合开发有限公司	0.65	0.88	国有企业
南通市海门恒基信息管线有限公司	0.60	0.81	国有企业
南通北外滩建设工程有限公司	0.50	0.68	国有企业
南通市海门区人民医院	0.22	0.31	事业单位
海门市鸿业建设投资有限公司	0.04	0.05	国有企业
南通市星期七旅游开发有限公司	0.04	0.05	国有企业
合计	73.63	100.00	--

资料来源：海润集团（截至 2020 年末）

（2）现金流分析

该公司经营性现金流反映了主业收支和往来款情况。由于公司商品贸易及商品房销售存在跨期结算，土地整理及代建工程业务资金回笼易受财政拨付效率影响，同时保障房回款依赖安置进度，公司营业收入现金率年度间波动较大。2020 年由于房产项目开始预售，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 29.16 亿元，营业收入现金率为 128.52%，较上年提升 32.41 个百分点。同年公司土地整理、市政工程、保障房和商业地产项目持续投入，当年经营活动产生的现金流量净额为 2.39 亿元。2020 年公司投资活动现金流出主要体现为购置房屋以及新增对南通嘉望置业有限公司（简称“嘉望置业”）等企业出资，当年投资性现金净流量为-10.04 亿元。公司主要依靠取得金融机构借款、发行债券等方式弥补非筹资性资金缺口，当年筹资性现金净流量为 19.17 亿元。

（3）资产质量分析

得益于股东资本性投入、联营企业资本增加以及经营积累，2020 年末该公司所有者权益较上年末增长 4.80%至 230.64 亿元。2020 年末公司实收资本仍为 45.00 亿元；资本公积较上年末增长 5.09%至 153.51 亿元，主要系海门区国资办向公司注入货币资金 2 亿元以及自来水工程等资产所致；未分配利润较上年末增长 12.05%至 27.85 亿元。

跟踪期内，随着项目开发建设及土地开发整理的持续推进，该公司资产规模持续增长。2020 年末，公司资产总额较上年末增长 10.11%至 535.67 亿元。公司资产仍集中于流动资产，2020 年末占比为 75.86%。从资产构成看，公司流动资产主要分布于货币资金、应收账款、其他应收款和存货，2020 年末占资产总额的比重分别为 13.51%、2.18%、20.46%和 38.66%。其中货币资金余额 72.37 亿元，部分货币资金因质押定期存单及票据保证金而使用权受限，其中可动用货币资金余额 68.87 亿元，可为即期债务偿付提供一定支持。应收账款余额 11.70 亿元，较上年末增长 33.66%，主要系应收项目回购款及货款增加所致，年末主要包括应收拓日建设项目回购款 7.15 亿元、应收海门区住房建设服务中心工程款 1.91 亿元、应收海门市久豪建材有限公司货款 0.43 亿元、应收南通三建货款 0.38 亿元、应收海门经济技术开发区管理委员会工程款 0.35 亿元。其他应收款余额 109.58 亿元，较上年末增长 32.79%，主要系与海门区财政局等企事业单位往来款增加所致，年末主要包括应收海门区财政局往来款 28.13 亿元、海门市海泰城市污水处

理有限公司往来款 15.57 亿元、应收南通三建往来款 5.11 亿元、应收海门市城建燃气有限公司往来款 4.73 亿元、应收恒达水利往来款 4.61 亿元。由于部分土地资产被海门区政府收储，存货规模较上年末下降 1.21%至 207.09 亿元，年末主要包括土地整理投入 40.48 亿元、公司持有的土地使用权 57.86 亿元、保障房项目开发成本 40.60 亿元和工程建设成本 68.07 亿元，其中自有土地中账面价值 43.50 亿元的土地已用于银行等金融机构借款抵押。

该公司非流动资产以长期股权投资、投资性房地产和固定资产为主，2020 年末占资产总额的比重分别为 13.13%、4.22%和 4.60%。其中长期股权投资主要是无偿划拨的海晟集团和海鸿集团股权³，年末余额较上年末增长 4.57%至 70.32 亿元，主要系对参股公司投资收益增加以及新增对嘉望置业等企业出资所致；投资性房地产主要系公司拥有的人民医院、文峰广场、时代超市、富丽大厦、百货大楼等物业资产，年末余额较上年末增长 180.86%至 22.59 亿元，主要系人民医院开始出租，并由“固定资产”科目转入所致；受此影响，固定资产较上年末下降 23.09%至 24.62 亿元。

(4) 流动性/短期因素

该公司资产中流动资产比重较大，流动资产对流动负债的覆盖程度尚可，2020 年末流动比率为 297.09%。公司资产沉淀于以土地整理成本、土地使用权、项目建设成本为主的存货以及以往来款为主的其他应收款项，资产实际流动性一般。公司持有一定规模的可动用货币资金，但对流动负债及短期刚性债务的保障偏弱，2020 年末现金比率和短期刚性债务现金覆盖率分别为 52.91%和 65.47%。

图表 14. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末
流动比率 (%)	452.56	292.87	297.09
现金比率 (%)	77.40	53.52	52.91
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	93.65	60.53	65.47

资料来源：海润集团

截至 2020 年末，该公司受限资产合计 50.79 亿元，占资产总额的 9.48%。其中货币资金 3.50 亿元因用于借款质押而受限，存货中账面价值 43.50 亿元的土地使用权、投资性房地产中账面价值 3.07 亿元的物业资产、无形资产中账面价值 0.72 亿元的土地使用权均因用于融资抵押而受限。

图表 15. 截至 2020 年末公司受限资产情况

名称	受限金额 (亿元)	受限金额占该科目的比例 (%)	受限原因
货币资金	3.50	4.84	质押借款
存货	43.50	21.01	抵押借款
投资性房地产	3.07	13.58	抵押借款
无形资产	0.72	44.41	抵押借款

资料来源：海润集团

³ 2017 年 7 月及 12 月，海门区政府分别将海晟集团和海鸿集团各 20%的股权注入该公司。

3. 公司盈利能力

2020 年，该公司综合毛利为 3.84 亿元，较上年增长 23.27%。公司营业毛利仍主要来源于租赁业务、土地整理与转让业务、保障房业务和工程建设业务，上述业务合计对毛利的贡献率为 85.76%；综合毛利率为 16.93%，较上年提升 2.41 个百分点，主要系租赁业务盈利能力提升影响。公司期间费用仍较高，2020 年同比增长 7.17%至 2.90 亿元，主要因刚性债务扩张带动利息费用增长以及随着业务拓展管理费用相应增加，同年公司期间费用率为 12.79%。作为海门区土地开发、公用事业和市政项目建设的主体，公司能够持续获得政府补助，2020 年公司获得政府补助 1.49 亿元。同时，得益于参股的海鸿集团等公司整体盈利规模提升，2020 年公司实现投资收益 1.91 亿元，较上年增长 67.22%。同年公司营业利润和净利润分别为 3.63 亿元和 3.26 亿元，分别较上年增长 18.88%和 23.99%。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司是海门区主要的土地开发和城市基础设施建设主体。跟踪期内，主要由于保障房项目持续销售、新人民医院出租收入增加以及工程建设项目结算进度加快，公司营业收入规模有所提升，同时考虑到补贴收入和投资收益，公司整体经营尚好。2020 年公司实现营业收入和净利润分别为 22.69 亿元和 3.26 亿元，分别较上年增长 5.75%和 23.99%。此外，得益于政府资产注入增加，公司资本实力进一步增强，2020 年末所有者权益较上年末增长 4.80%至 230.64 亿元，同时资产负债率小幅提升，公司维持了相对合理的财务杠杆。

2. 外部支持因素

该公司是海门区主要的土地开发和城市基础设施建设主体，可持续获得海门区政府在项目、资金等方面的支持。2020 年，公司获得海门区政府资金注入 2.00 亿元以及政府补助 1.49 亿元。

该公司与主要合作金融机构保持良好合作关系，截至 2020 年末，公司共获得主要合作银行的授信额度 225.58 亿元，已使用 188.86 亿元，尚有 36.72 亿元未使用。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. PR15 海门外部担保

PR15 海门由中国投融资担保股份有限公司（简称“中投保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中投保是经国务院批准特例试办、国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。中投保由财政部和原国家经贸委共同发起组建，成立于 1993 年，初始注册资本 5 亿元。2006 年根据国务院国有资产监督管理委员会[2006]1384

号《关于国家开发投资公司和中國投资担保有限公司重组的通知》文件，中投保并入国家开发投资公司（简称“国投公司”），同时增资至 30 亿元。2010 年 9 月以来，中投保引入多家境内外投资者，并经历多次股权变更，注册资本增至 45.00 亿元。2015 年 8 月，中投保整体改制为股份制公司，并更名为现名。2015 年 12 月，经全国中小企业股份转让系统有限公司股转系统函[2015]8134 号文件批准，中投保股票在全国中小企业股份转让系统挂牌。截至 2020 年末，中投保注册资本为 45.00 亿元，其中国家开发投资公司为其控股股东。中投保前五大股东持股情况见下表。

图表 16. 截至 2020 年末中投保股权结构

序号	股东名称	持股数（亿股）	出资比例（%）
1	国家开发投资集团有限公司	22.02	48.93
2	CITIC Capital Guaranty Investments Limited	5.01	11.14
3	建银国际金鼎投资（天津）有限公司	4.97	11.05
4	CDH Guardian (China) Limited	4.50	10.00
5	Tetrad Ventures Pte Ltd	3.43	7.62
合计：		39.93	88.74

资料来源：中投保

截至 2020 年末，中投保经审计的合并口径资产总额为 258.52 亿元，股东权益为 116.42 亿元；当年实现营业总收入 38.95 亿元，其中已赚保费 2.89 亿元，投资收益 29.97 亿元，净利润 8.34 亿元。

中投保是经国务院批准特例试办、财政部和原国家经贸委共同发起组建，国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构，是我国业务品种最全、资本实力最强、业务规模最大的担保机构之一。近年来，中投保持续调整经营策略，推动业务转型升级，从依靠传统担保和投资业务的经营模式，逐步向“信用增进、资产管理、金融科技”共同发展的多元业务格局转变。担保业务方面，随着保本投资类担保业务和公共融资类担保业务大量到期解保，中投保担保余额逐年下降，短期内存量业务规模呈收缩态势，未来随着公共融资类担保业务储备项目逐步落地，预计中投保业务规模将有所回升；中投保代偿率控制在较低水平，且受益于较充分的反担保措施及严格的保后管理措施，追偿效果较好。资产管理方面，中投保成立了包括中投保信裕资产管理（北京）有限公司（简称“中投保信裕”）等在内的资产管理业务平台，通过加强合规经营，增强主动管理能力，借助良好的信誉加大产品开发和资金渠道开拓力度，使得其资产管理规模维持在一定水平。金融科技方面，中投保与蚂蚁金融服务集团、恒生电子股份有限公司联手打造的网金社借助股东背景，在金融科技领域有所创新，并已在普惠金融行业形成一定的业务优势。在确保担保业务正常开展的前提下，中投保开展了一定规模的资金业务，目前主要以定期存款、长期股权投资和基金投资为主。中投保拥有部分变现能力较强的资产，可根据代偿预期调整资产结构，整体代偿能力较强。随着担保创新业务的不断拓展以及投资业务种类的增加，中投保仍需持续加强风险控制能力。

整体来看，中投保提供的担保进一步增强了 PR15 海门的安全性。

2. 19 海城发外部担保

19 海城发由中合中小企业融资担保股份有限公司（简称“中合担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中合担保成立于 2012 年 7 月，原名为中合中小企业担保股份有限公司，初始注册资本为人民币 51.26 亿元，由中国进出口银行（以下简称“进出口银行”）、JP Morgan China Investment Company Limited（以下简称“摩根大通”）、海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）、宝钢集团有限公司（现用名为中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称“中国宝武”）⁴）、海宁宏达股权投资管理有限公司（以下简称“海宁宏达”）、西门子（中国）有限公司（以下简称“西门子”）和内蒙古鑫泰投资有限公司（以下简称“内蒙古鑫泰”）共同出资组建，股东均以货币资金出资。2012 年 10 月，中合担保更名为现名。

2015 年 10 月 16 日，中合担保获股东大会批准增资扩股事宜，共计募集人民币 23.58 亿元。海宁宏达、内蒙古鑫泰和天津天海投资发展股份有限公司（现用名为海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”）⁵）分别认购 0.80 亿股、0.60 亿股和 19.10 亿股。截至 2020 年末，中合担保注册资本为 71.76 亿元，其中海航资本及其关联方海航科技合计持股比例为 43.34%，为中合担保第一大股东，但中合担保无实际控制人。目前海航集团有限公司与海航资本已宣布进入破产重整阶段，但是重整方案尚未确定，上述事项对中合担保股权结构、公司治理以及未来发展将产生较大影响。中合担保股权结构如图表 1 所示：

图表 17. 截至 2020 年末中合担保股权结构

序号	股东名称	股份数额（万股）	持股比例（%）
1	海航科技股份有限公司	191040	26.62
2	JP Morgan China Investment Company Limited	127600	17.78
3	海航资本集团有限公司	120000	16.72
4	中国宝武钢铁集团有限公司	105000	14.63
5	海宁宏达股权投资管理有限公司	68000	9.47
6	中国进出口银行	50000	6.97
7	西门子（中国）有限公司	35000	4.88
8	内蒙古鑫泰投资有限公司	21000	2.93
合计		717640	100.00

注：根据中合担保提供资料整理

中合担保是国家发展和改革委员会为落实《国务院关于进一步做好利用外资工作的若干意见》（国发【2010】9 号）关于“加快推进利用外资设立中小企业担保公司试点工作”的要求，由国家发改委推动，中国进出口银行、摩根大通等 7 家中外股东共同出资设立的，经营范围包括：贷款担保；债券发行担保；票据承兑担保；贸易融资担保；项目融资担保；信用证担保；诉讼保全担保；投标担保，预付款担保，工程履约担保，尾付款如约偿付担保及其他合同履行担保；与担保业务有关的融资咨询、财务顾问及其

⁴ 2016 年 9 月 22 日，根据国务院国有资产监督管理委员会《关于宝钢集团有限公司与武汉钢铁（集团）公司重组的通知》，宝钢集团有限公司与武汉钢铁（集团）有限公司实施资产重组，宝钢集团有限公司更名为中国宝武钢铁集团有限公司，该事项已于 2016 年 11 月 17 日完成工商登记。

⁵ 2018 年 4 月 19 日，天津天海投资发展股份有限公司名称变更为海航科技股份有限公司，海航科技为海航资本关联企业。

他中介服务；以自有资金进行投资；为其他融资性担保公司的担保责任提供再担保；以及符合法律、法规并由有关监管机构批准的其他融资性担保和其他业务。2016 年增资事项完成后，中合担保注册资本增至 71.76 亿元，是国内注册资本最大的担保机构之一，具有较强的资本实力。

截至 2020 年末，中合担保经审计的合并口径资产总额为 83.78 亿元，融资担保责任余额为 510.38 亿元，担保责任放大倍数为 7.01 倍，股东权益为 73.05 亿元；2020 年度中合担保实现营业收入 5.91 亿元⁶，其中担保业务净收入 5.92 亿元，已赚保费 5.80 亿元，投资收益 2.91 亿元，实现净亏损 6.52 亿元。

近年来，由于金融强监管、去杠杆压力进一步增大，加之融资担保新规和相关配套制度陆续出台，中合担保的担保业务规模逐年下降，融资性担保责任放大倍数有所降低。受宏观经济下行影响，民营及中小企业的经营环境恶化，中合担保代偿规模显著上升，已代偿的项目虽大部分提供了反担保措施，但由于抵质押房产土地和质押股权的处置仍存在不确定性，中合担保面临较大的追偿压力。此外，中合担保地方政府融资平台债券担保业务占比高，相关业务担保期限长，担保金额大，客户集中度水平较高，易受地方政府融资平台相关政策影响。中合担保将闲置资金主要用于高流动性和固定收益类产品投资。根据《资产比例管理办法》的要求，中合担保主动压降股权及非标等 III 级资产比例，增加高流动性资产占比，但仍需关注对外投资的安全性。2020 年以来，随着担保业务规模增速的下降，中合担保担保业务净收入增速亦随之放缓，投资收益对收入形成一定补充，但代偿事项的增加、担保风险准备金的计提以及投资标的亏损对中合担保整体盈利造成了侵蚀，2020 年中合担保营业利润大幅下滑，形成全年大额亏损。

鉴于中合担保资本实力下降，存量业务仍面临一定代偿压力，业务运营压力较大，且海航集团破产重整将对其股权结构、公司治理与后续业务发展产生较大影响，新世纪评级将中合担保的信用评级展望调整为负面，维持中合担保 AAA 的主体信用等级，并将持续关注上述事项对中合担保信用质量的影响。

整体来看，中合担保提供的担保有助于增强 19 海城发的偿付安全性。

跟踪评级结论

跟踪期内，海门区继续对接上海，推进产业转型，传统优势产业及新兴产业保持良好的发展态势，地方经济保持增长，但受新冠疫情影响，经济增速有所放缓。此外，由于北沿江高铁、南通新机场等重大交通基建项目持续推进，将拉近海门区与长三角重点城市的时空距离，区位优势得到强化。

跟踪期内，该公司仍是海门区主要的土地一级开发和市政项目的投资主体。2020 年主要由于保障房项目持续销售、新人民医院出租收入增加以及工程建设项目结算进度加快，公司营业收入规模有所提升；后续，随着保障房建设职能的弱化及其他业务的开展，公司业绩预计会出现一定波动。公司以土地整理、市政工程、保障房和商业地产为主的项目投资规模较大，中短期内存在一定的投融资压力。

⁶ 中合担保营业收入包括已赚保费、投资收益、公允价值变动损益、汇兑损益、其他收益和其他业务收入，其中已赚保费为担保业务收入扣除分出保费和提取未到期责任准备金所得。

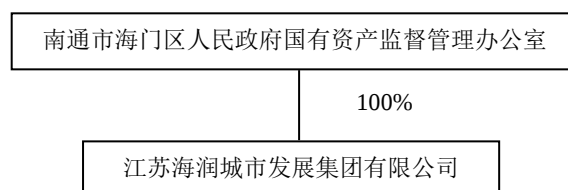
跟踪期内，该公司业务开展主要依赖外部融资，负债规模进一步增长，资产负债率有所上升；公司资产流动性依然欠佳，2020 年末虽然持有一定规模的可动用货币资金，但仍无法有效覆盖短期刚性债务，持续面临一定即期债务偿付压力。公司能够持续获得财政补助，同时联营企业投资收益也可对公司盈利形成一定补充。此外，公司年末未清担保余额较大，面临一定代偿风险。

中投保公司对 PR15 海门到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，中合担保对 19 海城发到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，可有效提高相关债务的安全性。

本评级机构将持续关注：（1）海门区经济发展情况；（2）房地产调控政策的未来走向及区域土地市场情况对该公司主营业务长期经营稳定性和其所持有土地资产市场价值的影响；（3）保障房建设职能剥离后，对公司经营的影响；（4）公司投资项目后续投入、回款及债务偿付情况；（5）公司经营性业务拓展情况；（6）大规模对外担保产生的或有损失风险；（7）公司到期刚性债务兑付情况；（8）担保方信用质量变化情况。

附录一：

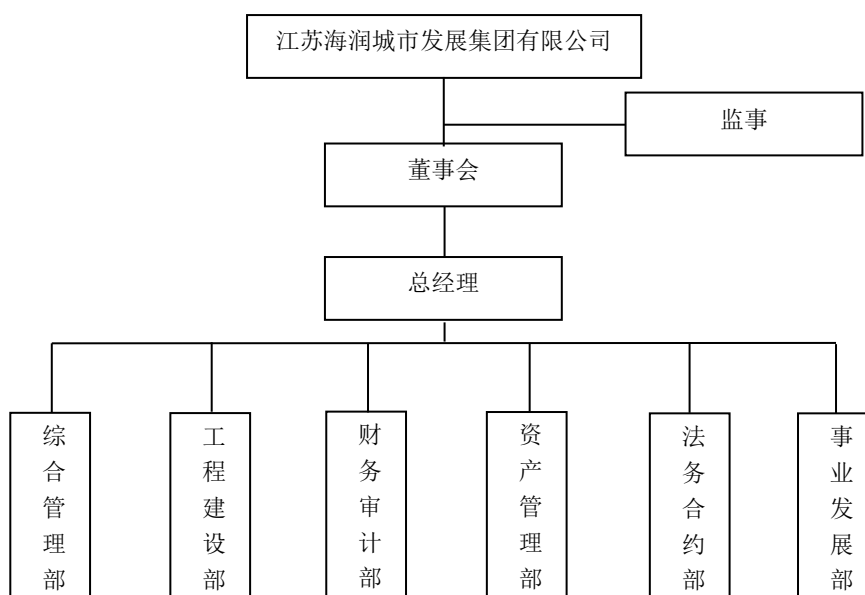
公司股权结构图



注：根据海润集团提供的资料绘制（截至 2020 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据海润集团提供的资料绘制（截至 2020 年末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2020 年（末）主要财务数据					备注
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净 流入量 (亿元)	
江苏海润城市发展集团有限公司	海润集团	--	市政基础设施建设	202.20	208.46	2.50	1.40	-1.85	本部
海门市开源城镇化建设投资有限公司	开源公司	77.87	市政基础设施建设	4.09	13.90	2.38	0.18	7.80	
南通市永信工程管理有限公司	永信公司	100.00	市政基础设施建设	3.66	6.13	0.84	0.003	-7.47	
海门市沪海房地产发展公司	沪海房地产	100.00	房地产开发	4.05	1.99	0.79	0.07	-0.42	
南通市卓璟贸易有限公司	卓璟贸易	100.00	商品贸易	2.17	1.11	6.58	0.05	-0.47	

注：根据海润集团提供资料整理

附录四：
发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额 [亿元]	390.56	486.49	535.67
货币资金 [亿元]	55.68	67.72	72.37
刚性债务[亿元]	200.10	250.59	277.45
所有者权益 [亿元]	177.05	220.07	230.64
营业收入[亿元]	19.57	21.45	22.69
净利润 [亿元]	2.39	2.63	3.26
EBITDA[亿元]	5.04	5.91	7.31
经营性现金净流入量[亿元]	-10.74	6.39	2.39
投资性现金净流入量[亿元]	-0.68	-6.09	-10.04
资产负债率[%]	54.67	54.76	56.94
长短期债务比[%]	196.81	110.57	123.01
权益资本与刚性债务比率[%]	88.48	87.82	83.13
流动比率[%]	452.56	292.87	297.09
速动比率[%]	200.44	126.51	144.69
现金比率[%]	77.40	53.52	52.91
短期刚性债务现金覆盖率[%]	93.65	60.53	65.47
利息保障倍数[倍]	0.39	0.44	0.47
有形净值债务率[%]	121.36	122.17	133.22
担保比率[%]	80.15	51.40	31.92
毛利率[%]	15.78	14.52	16.93
营业利润率[%]	13.16	14.22	15.99
总资产报酬率[%]	1.23	1.18	1.14
净资产收益率[%]	1.42	1.33	1.45
净资产收益率*[%]	1.43	1.33	1.45
营业收入现金率[%]	131.85	96.11	128.52
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-15.14	6.44	1.81
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-5.60	2.83	0.90
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-16.09	0.30	-5.81
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-5.95	0.13	-2.90
EBITDA/利息支出[倍]	0.43	0.50	0.58
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.03

注：表中数据依据海润集团经审计的 2018-2020 年度财务数据整理、计算。

附录五：

中投保主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标	2018 年	2019 年	2020 年
实收资本（亿元）	45.00	45.00	45.00
股东权益（亿元）	101.27	106.67	116.42
总资产（亿元）	204.53	265.13	258.52
货币资金（亿元）	6.19	57.68	12.42
风险准备金（亿元）	12.97	12.68	29.94
营业收入（亿元）	28.74	22.97	38.95
担保业务收入（亿元）	3.13	1.78	2.16
营业利润（亿元）	20.97	9.70	12.52
净利润（亿元）	18.61	8.31	8.34
平均资本回报率（%）	22.92	8.95	3.82
风险准备金充足率（%）	1.91	2.53	8.11
融资性担保放大倍数（倍）	4.25	3.24	3.67
担保发生额（亿元）	146.19	87.70	192.03
期末担保余额(亿元)	678.98	501.67	480.03
当期担保代偿率（%）	0.00	0.28	0.15
累计代偿回收率（%）	4.24	2.76	1.90
累计代偿损失率（%）	0.00	0.00	1.00

注 1：根据中投保经审计的 2018-2020 年财务数据以及相关期间业务数据整理计算；

注 2：融资性担保放大倍数由中投保计算并提供。

附录六：

中合担保主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标	2018 年	2019 年	2020 年
实收资本（亿元）	71.76	71.76	71.76
股东权益（亿元）	83.60	80.79	73.05
总资产（亿元）	116.50	101.94	83.78
货币资金（亿元）	1.09	1.21	5.15
风险准备金（亿元）	23.57	28.69	26.02
营业收入（亿元）	10.98	10.22	5.91
担保业务收入	8.78	7.58	5.92
营业利润（亿元）	7.93	0.20	-9.36
净利润（亿元）	0.71	0.29	-6.52
平均资本回报率（%）	0.84	0.35	-8.48
风险准备金充足率（%）	2.91	4.21	5.10
担保放大倍数（倍）	12.02	-	-
担保责任放大倍数（倍）	9.54	8.28	7.01
担保发生额（亿元）	89.26	39.46	29.44
期末担保余额(亿元)	1004.98	837.04	626.28
期末融资担保责任余额（亿元）	810.97	681.45	510.38
累计担保代偿率（%）	2.81	5.66	5.24
累计代偿回收率（%）	26.71	22.85	26.14
累计代偿损失率（%）	3.49	0.74	23.69

注 1：根据中合担保经审计的 2018-2020 年财务数据以及相关期间业务数据整理计算；

注 2：担保放大倍数和担保责任放大倍数由中合担保计算并提供。

附录七：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	7
		盈利能力	6
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	7
		会计政策与质量	1
		现金流状况	8
		负债结构与资产质量	3
		流动性	8
	个体风险状况		4
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		4	
外部支持	支持因素调整方向	上调	
主体信用等级			AA ⁺

附录八：
发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型 名称及版本	报告（公告） 链接
主体 评级	历史首次 评级	2011 年 4 月 21 日	AA/稳定	吕品、柳希	-	报告链接
	评级结果 变化	2018 年 6 月 15 日	AA+/稳定	刘道恒、刘玥辰	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法 （2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注 册文件）	报告链接
	前次评级	2020 年 6 月 20 日	AA+/稳定	罗媛媛、张琪	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法 （2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实 体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021 年 6 月 30 日	AA+/稳定	罗媛媛、张琪	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法 （2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实 体）MX-GG001（2019.8）	-
债项评级 (PR15 海 门)	历史首次 评级	2015 年 3 月 2 日	AA+	吕品、莫燕华	新世纪评级方法总论（2012） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	评级结果 变化	2018 年 6 月 15 日	AAA	刘道恒、刘玥辰	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法 （2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注 册文件）	报告链接
	前次评级	2020 年 6 月 29 日	AAA	罗媛媛、张琪	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法 （2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实 体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021 年 6 月 30 日	AAA	罗媛媛、张琪	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法 （2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实 体）MX-GG001（2019.8）	-
债项评级 (19 海城 发)	历史首次 评级	2018 年 8 月 14 日	AAA	刘道恒、谢宝宇	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法 （2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注 册文件）	报告链接
	前次评级	2020 年 6 月 29 日	AAA	罗媛媛、张琪	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法 （2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实 体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021 年 6 月 30 日	AAA	罗媛媛、张琪	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法 （2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实 体）MX-GG001（2019.8）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

附录九：

发行人各项财务指标的计算公式

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

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

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

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

担保方各项指标的计算公式

指标名称	计算公式
担保放大倍数	期末担保余额/期末股东权益
平均资本回报率	净利润/[上期末股东权益+本期末股东权益]/2] ×100%
风险准备金充足率	担保风险准备金/期末担保余额×100%
当期担保代偿率	当期代偿金额/当期解除担保金额×100%
累计担保代偿率	近三年累计代偿金额/近三年累计解除担保金额×100%
累计代偿回收率	近三年累计代偿回收金额/近三年累计代偿金额×100%
累计代偿损失率	近三年累计代偿损失金额/近三年累计代偿金额×100%

注：上述指标计算以担保方合并财务报表数据为准。

附录十：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投 机 级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投 机 级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

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

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级	含 义
A 等	A-1
	A-2
	A-3
B 等	B
C 等	C
D 等	D

注：每一个信用等级均不进行微调。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

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