



2020年江苏海安商贸物流集团有限公司公司债券2022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.

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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2020年江苏海安商贸物流集团有限公司公司债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
20 海安债	AA+	AA+

评级观点

- 中证鹏元维持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”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“20 海安债”的信用等级为 AA+。
- 该评级结果是考虑到：海安市经济发展水平较高，公司作为江苏（海安）商贸物流产业开发区（以下简称“商贸物流园区”）重要的基础设施建设和土地整理开发主体，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“20 海安债”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。

评级日期

2022 年 6 月 9 日

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

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
总资产	116.79	116.93	112.43
所有者权益	57.61	56.43	55.23
总债务	53.80	56.05	47.30
资产负债率	50.67%	51.74%	50.87%
现金短期债务比	0.54	0.71	0.68
营业收入	12.54	13.90	13.78
其他收益	0.67	0.99	0.91
利润总额	1.41	1.31	1.11
销售毛利率	9.88%	6.07%	4.15%
EBITDA	1.66	1.73	1.39
EBITDA 利息保障倍数	0.75	0.95	0.88
经营活动现金流净额	2.24	-0.03	-0.60
收现比	59.01%	81.37%	120.65%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **海安市经济发展水平较高，产业结构较为多元化，工业经济发展较好。**海安市经济发展水平在全国百强县排名中靠前，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）、航空航天及智能装备四大新兴产业以及生物医药、农副产品精深加工产业共同形成了海安市“4+4+N”的特色产业集群，近年海安市经济实力持续增强，工业经济发展较好。
- **公司未来收入较有保障。**公司作为商贸物流园区重要的基础设施建设和土地整理开发主体，截至 2021 年末，公司在建工程代建和土地整理项目规模较大，待结转收入的成本尚有一定规模，公司未来收入较有保障。
- **公司获得的外部支持力度仍较大。**2021 年公司收到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”）拨付的财政补贴 0.66 亿元，较大程度上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“20 海安债”的安全性。**经中证鹏元评定，海安城建主体信用等级为 AA+，其为“20 海安债”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“20 海安债”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 2021 年末，公司主要在建项目尚需投资规模较大，未来随着在建项目的陆续投入，公司面临较大的资金压力。
- **公司面临较大的偿债压力。**2021 年末公司总债务规模仍较大，短期债务占比仍较高，现金短期债务比和 EBITDA 利息保障倍数有所下降，且均较低。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2021 年末，公司对外担保总额为 13.76 亿元，占同期末所有者权益的 23.88%，被担保对象均为地方国有企业，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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	较低	财务风险状况	有效净资产规模	5
	GDP 规模	4		资产负债率	4
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	5
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	5		现金短期债务比	4
	公共财政收入	3		收现比	5
	区域风险状况调整分	0			
经营状况		强			
	业务竞争力	4			
	业务持续性和稳定性	7			

业务多样性	4		
业务状况等级	强	财务风险状况等级	较小
指示性信用评分			aa
调整因素	无	调整幅度	0
独立信用状况			aa
外部特殊支持调整			0
公司主体信用等级			AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA+	2021-6-29	范俊根、顾春霞	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)	阅读全文
AA/稳定	AA+	2020-6-8	顾春霞、杨培峰	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)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
20 海安债	7.00	7.00	2021-6-29	2027-8-17

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、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2022年5月5日，“20海安债”在华夏银行海安支行的募集资金专项账户余额为30.20元，在江苏银行海安支行的募集资金专项账户余额为2.71万元；截至2022年6月6日，在温州银行上海杨浦支行的募集资金专项账户余额为6.53万元。

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2022年4月末，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（以下简称“瑞海投资”），持股比例为100%，实际控制人仍为海安市国有资产管理中心（以下简称“海安国资中心”）。公司股权结构参见附录二。2021年公司合并范围新增3家子公司，具体情况如表1所示，2021年末公司合并范围子公司具体情况参见附录四。

表1 2021年公司合并报表范围新增子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
上海赞拓国际贸易有限公司	100.00%	0.10	文具用品零售；家用电器销售等	投资设立
海安鑫海招商管理有限公司	100.00%	0.05	园区管理服务；商务代理代办服务；项目策划与公关服务等	投资设立
海安嗨购进出口贸易有限公司	100.00%	0.02	货物进出口；技术进出口；烟草制品零售等	投资设立

资料来源：公司2021年审计报告、公开资料，中证鹏元整理

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，现由瑞海投资委派孙兴春和朱小雅为公司监事。2022年1月，按照海安市编办要求对公司董事长及总经理进行换届，徐龙俊不再担任公司董事长兼总经理，现由吕斌担任公司董事长兼总经理。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经

济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印发

《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

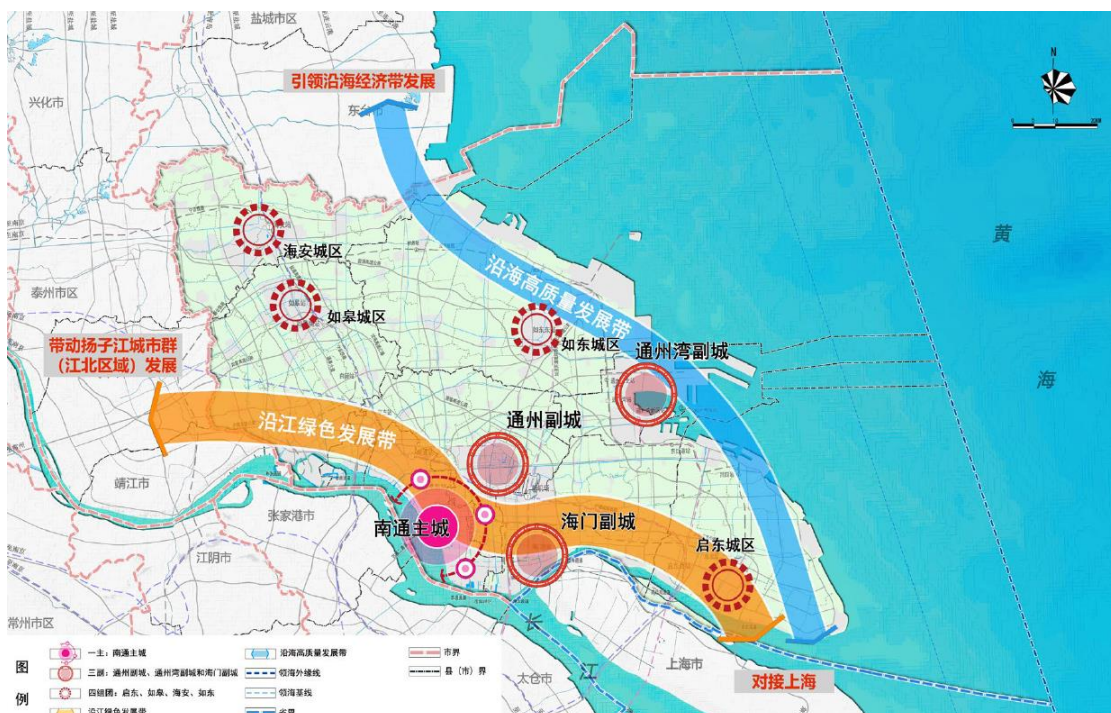
目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

区域经济环境

海安市交通整体较为便捷，经济发展水平在全国百强县排名中靠前，以第二产业为主，产业结构较为多元化，并形成了“4+4+N”的特色产业集群，工业经济发展较好，近年来社会消费品零售总额及进出口总额表现亮眼

区位特征：海安市位于江苏省中南部，交通整体较为便捷，拥有多个国家级与省级园区。海安市系江苏省南通市代管的县级市，地处江苏省中南部，位于南通、盐城、泰州三市交界处，东临黄海，与如东接壤，南和如皋毗邻，西通泰兴，并与泰州市姜堰区相交，北与盐城市东台市相连，县境西宽东窄。截至2021年末海安市常住人口为87.00万人，相比同年末户籍人口90.77万人呈净流出态势，和第六次人口普查相比增长0.80万人，增长0.92%。海安市全市总面积1,184平方公里，下辖10个区镇，拥有国家级开发区、省级高新区、省级滨海新区、省级商贸物流园区、省级粮食物流园区、中国和意大利国际合作园区各1家。海安市交通整体较为便捷，水路有通扬、通榆、栟茶等三条运河畅流其间，沟通了长江、淮河两大水系；公路方面，江海高速、沿海高速两条高速公路过境而过，204国道、328国道、202省道和海防公路贯穿海安全境，从上海崇明经过苏通长江大桥抵达海安约200千米车程；铁路方面，新（江苏新沂）长（浙江长兴）铁路与宁（南京）启（启东）铁路在海安交汇，正在规划的铁路有沪通铁路、沪崇启、沪崇海等多条越江通道。

图 1 海安市区位图



资料来源：南通市规划局网站，中证鹏元整理

经济发展水平：海安市在全国百强县排名中靠前，产业结构以第二产业为主，近年来固定资产投资增速有所放缓，社会消费品零售总额及进出口总额表现亮眼。海安市经济发展水平较好，在中国社会科学院财经战略研究院发布的《中国县域经济发展报告（2020）》中，列全国县域经济竞争力百强县第24名。近年海安市地区生产总值持续增长，三次产业结构由2019年的5.8:53.9:40.3调整为2021年的5.7:54.0:40.3，经济结构以第二产业为主，且近年来产业结构保持相对稳定，2021年海安市人均GDP为153,980元，是同期全国人均GDP的190.16%。2021年海安市完成地区生产总值1,343.09亿元，同比增长9.1%，经济体量在南通市地区中处于靠后的位置，但增速位居南通地区前列，且人均GDP在南通市区域中排名靠前。

2019-2021年海安市固定资产投资存在一定波动，其中2021年增速有所放缓。社会消费品零售总额的增速不断提升、增长势头良好。此外，在新冠疫情的背景下，2019-2021年海安市进出口总额增速亮眼，其中2021年进出口总额增速为19.4%。从2021年主要经济数据来看，社会消费品零售总额和进出口总额表现较好，有力拉动了经济增长。

土地市场方面，2019-2021年海安市土地成交宗数及面积均处于下降趋势，但成交楼面价的提升对成交总价形成有力支撑。2021年海安市成交土地面积为253.7万平方米，较2019年大幅下降63.38%，成交楼面价平均为2,626.90元/平方米，较2019年大幅提升161.73%。根据Wind统计数据，2019-2021年海安市住宅用地成交金额分别为72.42亿元、107.49亿元和71.12亿元，存在一定波动；商服用地成交金额分别为

15.42亿元、10.48亿元和53.05亿元，整体大幅提升。

表2 南通市 2021 年各区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
崇川区	1,631.54	8.90%	136,326.00	126.00	76.10
通州区	1,594.17	9.20%	126,587.00	76.72	189.52
海门区	1,569.33	9.40%	158,119.00	79.01	168.86
如皋市	1,432.41	8.50%	116,201.00	77.81	136.97
启东市	1,345.94	8.40%	139,548.00	77.81	152.40
海安市	1,343.09	9.10%	153,980.00	69.50	151.36
如东县	1,272.24	8.90%	144,597.00	68.50	147.26

资料来源：南通市统计局、南通市各区县财政预决算报告，中证鹏元整理

表3 海安市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

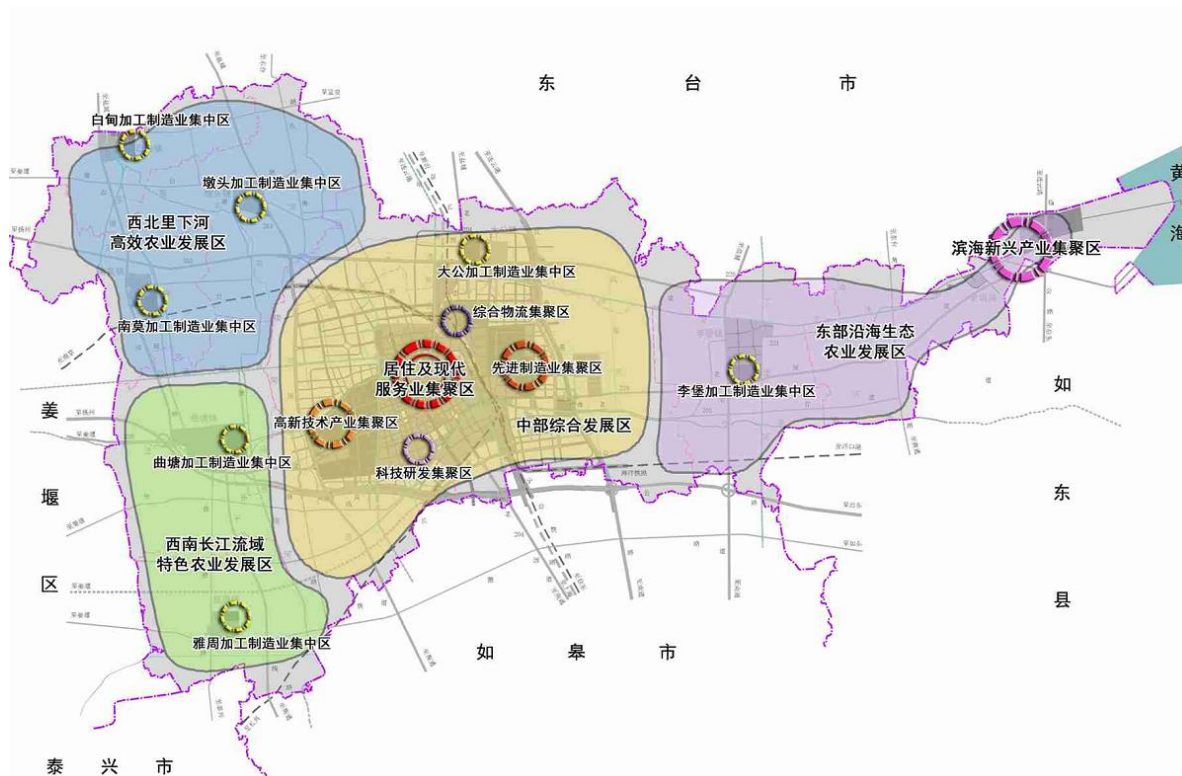
项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,343.09	9.1%	1,221.63	5.8%	1,133.21	6.6%
固定资产投资	572.08	6.6%	536.88	10.7%	485.08	8.4%
社会消费品零售总额	414.38	16.4%	356.06	0.3%	344.98	6.2%
进出口总额	209.51	19.4%	175.53	25.4%	139.40	14.0%
人均 GDP（元）		153,980		141,270		131,197
人均 GDP/全国人均 GDP		190.16%		195.00%		185.07%

资料来源：2019-2021 年海安市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：海安市产业结构较为多元化，并形成了“4+4+N”的特色产业集群，工业经济发展较好。海安市产业结构以第二产业为主，现有工业规模企业超千家、亿元企业近300家，是江苏长江以北首个工业应税销售超2,000亿元的县级城市。海安市产业较为多元化，已形成了时尚锦纶、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。四大主导产业、四大新兴产业以及生物医药、农副产品精深加工等共同形成了海安市“4+4+N”的特色产业集群，目前海安市拥有2家上市公司，其中联发股份为纺织产业的代表性企业，环保新能源产业以中国天楹为代表。2021年实现工业应税销售2,370.1亿元，规上工业总产值增长26.2%，应税销售超100亿元企业3家、超50亿元企业8家，工业经济发展较好。

产业配套方面，海安市拥有国家级开发区、省级高新区等多个产业园区，已先后建成电梯设备、建材机械、锻压设备、磁性材料等4个国家火炬特色产业基地，形成时尚锦纶、纺织丝绸、机器人及智能制造、电子信息等十大产业集群，拥有时尚锦纶产业园、电子信息产业园、常安纺织科技园、机器人及智能制造产业园等十大专业园区。拥有国家级工程技术研究中心3家、省级工程技术研究中心79家、国家级高新技术企业374家，总数南通第一、全省前列。建筑业快速发展，拥有建筑企业525家，其中特级资质3家，先后获得“鲁班奖”38项，“国家优质工程奖”33项，“詹天佑奖”31项。

图 2 海安产业规划图



资料来源：海安市规划局网站，中证鹏元整理

发展规划及机遇：在“一带一路”“长江经济带”“长三角区域一体化”“沿海开发”等国家重大战略的叠加下，海安积极融入苏南、接轨上海。根据《海安市国民经济和社会发展的第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，“十四五”期间，盐通高铁、南通新机场、通州湾新出海口等一批重大交通工程实施，海安的枢纽区位优势将更加凸显。

财政及债务水平：近年海安市财政收入稳步提升，税收收入占比较高。2021年海安市实现一般公共预算收入69.5亿元，同比增长7.7%，其中税收收入占比较高，但近年财政自给率小幅下降；实现政府性基金收入151.36亿元，同比增长0.69%。区域债务方面，近三年海安市地方政府债务余额持续扩张，复合增长率为6.82%。

表4 海安市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	69.50	64.54	62.66
税收收入占比	82.10%	82.97%	84.01%
财政自给率	49.79%	50.10%	53.37%
政府性基金收入	151.36	150.33	111.38
地方政府债务余额	217.12	208.71	190.29

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：海安市各年财政预决算报告，中证鹏元整理

投融资平台：海安市发债企业较多，市区域内的投融资一级主体有4家，分别为海安城建、江苏开晟产业发展集团有限公司（以下简称“开晟集团”）、海安开发区建设投资有限公司（以下简称“海安开投”）和瑞海投资。前三家企业分别主要负责海安市城区、经济技术开发区和高新区范围内的土地整理、基础设施建设、园区开发等业务，瑞海投资业务主要为地产、物业管理、金融投资、酒店、教育和文旅产业板块。

在4家市级一级主体中，海安城建拥有全资子公司海安城镇建设投资有限公司，开晟集团拥有全资子公司海安经济技术开发区控股集团有限公司及江苏腾海投资控股集团有限公司，瑞海投资拥有全资子公司海安城市动迁改造有限公司（以下简称“海安城改”）及海安商贸，以上企业均有债券发行。

此外，南通运通港务发展有限公司（以下简称“运通港务”）主要负责海安市交通、水利基础设施建设；江苏曲水园城镇化建设投资有限公司（以下简称“曲水园城建”）主要负责海安市曲塘镇范围的土地整理及基建业务。整体来看，海安市区域内城投公司债务体量较大。

表5 海安市主要城投平台情况（单位：亿元、%）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
海安城建	海安市政府国有资产监督管理委员会	204.47	63.40	13.79	233.91	负责海安市内城市基础设施建设、交通运输、水务投建营
开晟集团	海安经济技术开发区管理委员会	204.45	62.45	21.28	326.19	主要负责海安经开区内的土地综合开发、基础设施建设和安置房建设业务
海安开投	海安经济技术开发区管理委员会	233.92	59.29	7.09	222.94	负责海安高新区土地整理、园区开发及房地产开发业务
瑞海投资	海安国资中心	140.73	66.95	21.78	160.87	集地产、物业管理、金融投资、酒店、教育和文旅产业于一体的综合性集团公司
曲水园城建	海安国资中心	47.95	44.14	6.29	33.46	海安市曲塘镇基建、土地整理
运通港务	海安国资中心	78.36	61.77	9.03	98.85	负责海安市内交通、水利基础设施的投建营

注 1：财务指标为 2020 年报数据；

注 2：瑞海投资的总债务=短期借款+应付票据+1 年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券，未考虑债务调整项

资料来源：Wind、债券发行人公告、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍主要负责商贸物流园区内基础设施建设和土地整理开发，此外还涉及贸易销售业务。随着公司项目结算进度加快，2021 年公司工程建设业务及土地整理业务收入较上年均大幅增加，但由于当期贸

易销售业务采用净额法进行核算¹，公司贸易销售收入较上年大幅减少，且当期公司未实现土地转让收入，综合影响下，2021 年公司营业收入有所下降。毛利率方面，公司工程建设及土地整理业务均按投资额加成一定比例确认收入，业务毛利率较稳定，得益于当期毛利率较高的工程建设业务收入大幅增加及贸易销售业务采用净额法核算，公司 2021 年销售毛利率有所提高。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设	8.01	10.63%	4.02	10.61%
土地整理	4.38	7.41%	1.26	7.41%
其他业务收入	0.16	40.70%	8.62	3.76%
合计	12.54	9.88%	13.90	6.07%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年公司工程代建业务收入较上年大幅增长，在建的工程代建项目规模较大，待结转收入的项目成本尚有一定规模，未来业务收入较有保障，但随着在建项目的投入，公司面临较大的资金压力

公司工程建设业务由本部负责，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”，控股股东为海安市商贸物流服务中心）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。

2021年公司主要结算了铁路货场改扩建工程二期、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等工程建设项目，实现工程建设业务收入8.01亿元，较上年大幅增加。业务毛利率相比上年较稳定，为10.63%。

表7 2020-2021 年公司工程建设业务收入明细情况（单位：万元）

年份	项目名称	结转成本	确认收入
2021 年	铁路货场改扩建工程二期	30,021.99	33,624.63
	大宗物资中转集散中心一期南区基础设施	18,515.75	20,737.64

¹ 2021 年公司不含税的贸易额为 2.83 亿元，确认贸易销售收入 44.94 万元。

	园区基础设施一期工程	15,314.87	17,076.08
	盐通铁路工程项目	3,912.45	4,381.95
	污水管网工程	2,519.29	2,821.61
	航道港口工程	1,259.12	1,410.22
	合计	71,543.48	80,052.12
2020 年	铁路货场改扩建工程二期	14,195.76	15,899.26
	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
	污水管网工程	2,783.28	3,117.27
	合计	35,914.50	40,179.42

注：上表中部分合计数与单项加总差异系由四舍五入尾差导致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司主要在建的工程代建项目计划投资金额合计21.88亿元，已投资金额合计5.12亿元，尚需投资16.76亿元，且尚有11.88亿元工程施工成本待结转收入，未来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。

表8 截至 2021 年末公司主要在建工程建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划投资	累计已投资	尚需投资
刘缺花苑二期工程	10.14	0.26	9.88
冷链物流中心项目	5.74	4.64	1.10
中外运苏中物流中转基地建设项目	5.00	0.18	4.82
五坝花苑五期	1.00	0.04	0.96
合计	21.88	5.12	16.76

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021 年公司土地整理业务收入较上年大幅增长，在整理土地项目规模较大，待结转收入的土地整理成本规模尚有一定规模，未来该业务收入较有保障，但在整理土地项目尚需投入较多资金，将进一步加大公司的资金压力

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。经物流园区管委会授权，2019年公司与海安众合签订了《土地整理项目委托建设合同》，根据合同约定，公司负责实施商贸物流园区土地整理建设，海安众合对公司建设项目按成本加成8%进行结算。

2021年以来公司结算进度有所加快，2021年公司实现的土地整理业务收入较上年大幅增长，毛利率为7.41%，与上年持平。

表9 2020-2021 年公司土地整理业务收入明细情况（单位：亿元）

年份	项目名称	结转成本	确认收入
2021	仓储项目征地拆迁整理	1.50	1.62
	万顷良田征地拆迁整理	1.20	1.30
	保障房项目征地拆迁整理	0.88	0.95
	物流园东扩区拆迁整理	0.47	0.51
合计	-	4.05	4.38
2020	物流园东扩区拆迁整理	1.17	1.26
合计	-	1.17	1.26

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司主要在土地整理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及物流园东扩区拆迁整理3个项目，计划总投资合计68.00亿元，尚需投资55.94亿元，待结转的土地整理业务开发成本为8.65亿元，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算计划的影响，未来可能存在一定波动，且未来随着在整理土地项目的陆续投入，将进一步加大公司的资金压力。

表10 截至 2021 年末公司主要在土地整理的土地整理项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划投资	累计已投资	尚需投资
万顷良田征地拆迁整理	20.00	1.93	18.07
保障房项目征地拆迁整理	40.00	3.99	36.01
物流园东扩区拆迁整理	8.00	6.14	1.86
合计	68.00	12.06	55.94

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

随着仓储配套项目的陆续投入，公司资金压力将有所加大

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，公司仓储配套项目为“20 海安债”募投项目凤山码头仓储配套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“20海安债”资金 6.00 亿元，截至 2021 年末，凤山码头仓储配套工程项目已投资 2.08 亿元，其中已投入募集资金 1.80 亿元，冷链物流中心工程已投资 5.43 亿元，其中已投入募集资金 4.20 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。2021 年公司收到物流园区管委会拨付的财政补贴 0.66 亿元，较大程度上提升了公司盈利水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并报表范围变化情况见表1，截至2021年末公司合并范围子公司情况见附录四。

资产结构与质量

2021年末公司资产总额较上年末基本持平，整体资产流动性仍较弱

2021年末公司资产总额较上年末基本持平，公司资产仍以流动资产为主。

流动资产方面，随着项目建设资金的陆续投入，2021年末公司货币资金账面价值较上年末有所下降，其中使用受限的货币资金账面价值为15.40亿元，系用于质押的银行定期存单、银行承兑票据保证金、信用证保证金及借款保证金，货币资金受限占比高。应收账款主要为应收海安众合及物流园区管委会的工程结算款，2021年末公司应收账款账面价值较上年末大幅增加，主要系当期结算的代建项目工程量大幅增加，但结算款暂未收到所致。其他应收款主要为应收其他单位的往来款，2021年末公司其他应收款账面价值较上年末有所增加，应收前五大应收对象的金额合计占比99.74%，应收对象主要为物流园区管委会及当地国有企业，公司应收款项回收风险总体可控，但规模较大，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，2021年末公司存货账面价值较上年末有所增加，主要包括待开发土地47.67亿元，主要系出让的商业、居住、仓储及其他商业服务用地，工程施工成本11.88亿元以及土地整理业务开发成本8.65亿元，2021年末公司已抵押的土地资产账面价值为28.14亿元，占存货中土地资产的59.02%。

非流动资产方面，公司固定资产主要为房屋及建筑物，2021年末公司在建工程账面价值较上年有所增长，主要系当期保税中心二期项目从存货转入在建工程核算所致²。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	19.67	16.84%	28.09	24.02%
应收账款	13.66	11.69%	7.08	6.05%
其他应收款	11.10	9.50%	10.05	8.59%
存货	68.31	58.48%	67.99	58.15%
流动资产合计	112.82	96.60%	113.69	97.23%
固定资产	1.17	1.00%	1.16	0.99%

² 保税中心二期项目（募投项目）本期被确认为自营项目，故将其从存货转入在建工程进行核算。

在建工程	1.63	1.39%	1.08	0.92%
非流动资产合计	3.98	3.40%	3.24	2.77%
资产总计	116.79	100.00%	116.93	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

整体来看，截至 2021 年末，公司受限资产账面价值合计 44.03 亿元，占同期所有者权益的 76.43%。2021 年末公司资产总额较上年末基本持平，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 78.33%，应收款项回收时间不确定，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

2021年公司工程建设及土地整理主要业务收入同比大幅增加，销售毛利率有所提高，政府补助对公司利润形成较大贡献

2021年工程建设及土地整理主要业务收入较上年均大幅增加，但当期公司贸易销售业务收入确认方式变化，采用净额法进行核算且未实现土地转让收入，综合影响下，2021年公司营业收入有所下降。截至2021年末，公司在建工程代建及土地整理项目规模较大，且尚有一定规模的项目成本待结转收入，未来公司收入较有保障。毛利率方面，得益于当期毛利率较高的工程建设业务收入大幅增加及贸易销售业务采用净额法核算，公司2021年销售毛利率有所提高。业务回款方面，2021年收现比同比有所下降，公司业务回款情况较差。2021年公司收到的政府补助占利润总额的47.21%，政府补助对公司利润形成较大贡献。

表12 公司主要盈利指标（单位：亿元）

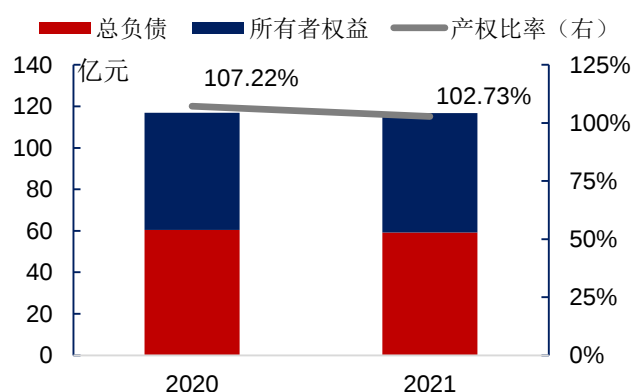
指标名称	2021 年	2020 年
收现比	59.01%	81.37%
营业收入	12.54	13.90
营业利润	1.41	1.32
其他收益	0.67	0.99
利润总额	1.41	1.31
销售毛利率	9.88%	6.07%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

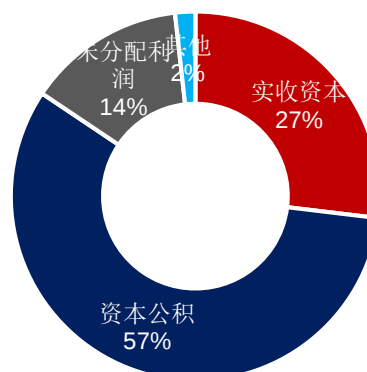
资本结构与偿债能力

公司总债务规模仍较大，且短期债务占比仍较高，现金短期债务比和EBITDA利息保障倍数均有所下降，面临较大的偿债压力

随着公司债务到期偿还，2021年公司负债总额较上年末略有下降，所有者权益方面，得益于近年公司利润的积累，2021年末所有者权益较上年末小幅增长。2021年末公司产权比率为102.73%，较2020年末小幅下降，公司所有者权益对负债的保障程度仍一般。

图3 公司资本结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图4 2021 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2021 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，2021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、保证借款、保证加抵押借款以及票据贴现。应付票据规模有所下降，包括银行承兑汇票及国内信用证。2021年末公司其他应付款同比大幅减少，主要系偿还应付海安城改的暂借款所致。2021年末公司一年内到期的非流动负债与上年末基本持平，包括即将到期的长期借款、长期应付款及应付债券利息。

非流动负债方面，随着公司融资的扩张，2021年末公司长期借款规模较上年末有所增长，应付债券系“20海安债”，账面余额保持稳定；同时随着融资租赁款及委托借款到期偿还，2021年末公司长期应付款账面余额较上年末大幅减少。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

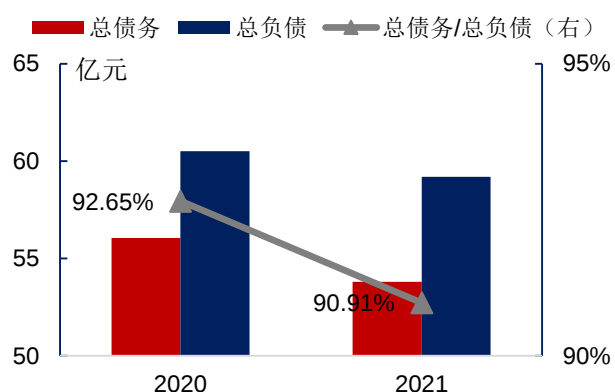
项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	17.35	29.31%	14.57	24.08%
应付票据	15.78	26.67%	19.30	31.89%
其他应付款	0.28	0.48%	3.43	5.66%
一年内到期的非流动负债	3.17	5.35%	3.16	5.22%
流动负债合计	41.68	70.42%	44.47	73.50%
长期借款	9.64	16.29%	5.52	9.13%
应付债券	6.95	11.74%	6.94	11.47%
长期应付款	0.91	1.54%	3.57	5.90%
非流动负债合计	17.51	29.58%	16.03	26.50%
负债合计	59.18	100.00%	60.50	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年末，公司总债务规模为53.80亿元，较上年末小幅下降，但规模仍较大，占负债总额的90.91%，从债务结构来看，公司短期债务占总债务的比重同比有所降低，但仍较高，公司面临较大的偿

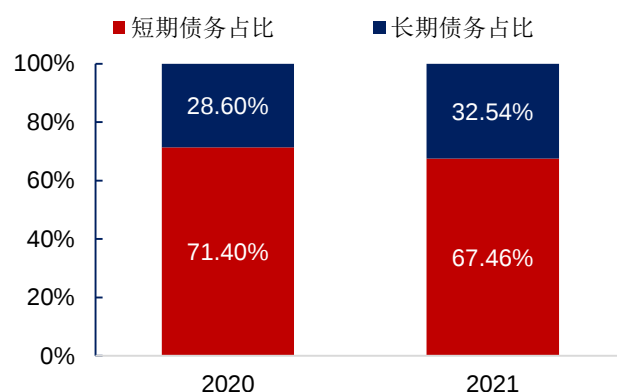
债压力。

图 5 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 6 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，2021年末公司资产负债率较上年末小幅下降，现金短期债务比为0.54，较上年有所下降，且货币资金受限比例高，对短期债务的保障程度较弱。2021年末公司EBITDA利息保障倍数为0.75，较上年有所下降，公司盈利水平对利息的保障程度有所减弱。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年	2020 年
资产负债率	50.67%	51.74%
现金短期债务比	0.54	0.71
EBITDA 利息保障倍数	0.75	0.95

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年3月11日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保总额为13.76亿元，占同期末所有者权益的23.88%，被担保对象均为地方国有企业，但均未设置反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

表15 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保单位	担保金额	担保到期日
海安众合投资建设有限公司	0.35	2023/1/30
	0.35	2025/1/30
	0.31	2024/7/30
	0.21	2022/7/30
	0.14	2025/7/30
	0.04	2023/7/30
	0.70	2022/9/23
	0.60	2026/11/21
	0.60	2024/11/21
	0.80	2022/5/21
	0.49	2024/12/20
	1.70	2022/9/30
	0.40	2022/11/1
	0.74	2022/2/1
	0.70	2022/9/23
海安佳保利商贸有限公司	0.40	2023/9/16
	0.25	2022/1/12
	0.24	2022/1/12
	0.40	2022/8/29
	0.45	2024/12/20
南通运通港务发展有限公司	0.86	2022/9/16
	0.76	2022/9/16
	0.37	2022/9/16
	0.95	2022/4/26
江苏惠海旅游发展有限公司	0.48	2022/3/28
海安市惠泽净水有限公司 ³	0.48	2022/3/28
小计	13.76	-

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

八、抗风险能力分析

³ 2022 年 4 月，海安市水务集团城市污水处理有限公司更名为海安市惠泽净水有限公司。

海安市经济发展水平在全国百强县排名中靠前，近年海安市经济实力持续增强，工业经济发展较好；公司是商贸物流园区内重要基础设施建设及土地整理开发主体，2021年公司工程建设业务及土地整理业务收入较上年均大幅增加，截至2021年末，公司在建工程代建及土地整理项目规模较大，且尚有一定规模的项目成本待结转收入，未来公司收入较有保障。此外，公司在财政补贴方面继续获得较大的外部支持，较大程度上提升了公司盈利水平。

但需要注意的是，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，应收款项回收时间不确定，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；公司主要在建项目尚需投入资金规模较大，面临较大的资金压力；公司总债务规模仍较大，短期债务占比仍较高，现金短期债务比较低，面临较大的偿债压力；此外，公司面临一定的或有负债风险。

九、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“20 海安债”的安全性

“20 海安债”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“20 海安债”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两年。

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2021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。2021年海安城建实现主营业务收入12.54亿元，主营业务毛利率为12.85%。

表16 担保方主营业务收入及毛利率构成（单位：万元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施建设	14,801.46	6.35%	18,350.68	4.18%
土地整理开发	80,705.29	15.00%	74,802.60	15.00%
保理业务	373.38	100.00%	0.00	-
园林绿化	6,311.41	17.44%	4,004.69	20.32%
路灯维护	1,127.78	67.75%	717.95	58.35%
安全保护	0.00	-	7,439.21	33.11%
商品销售	12,727.65	0.13%	22,794.04	0.25%
检测鉴证	0.00	-	1,451.62	99.84%
粮食购销	6,719.39	5.47%	5,841.68	0.69%

建筑垃圾处置	1,114.87	35.08%	86.14	-40.24%
其他业务	1,519.00	3.61%	710.19	-0.10%
合计	125,400.22	12.85%	136,198.80	12.62%

资料来源：海安城建 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2021 年末，海安城建资产总额为 576.29 亿元，所有者权益为 207.11 亿元，资产负债率为 64.06%；2021 年度，海安城建实现营业收入 19.59 亿元，利润总额 5.18 亿元，经营活动现金流净额 18.73 亿元。

表17 担保方主要财务指标（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年
总资产	576.29	558.63
所有者权益	207.11	204.47
总债务	-	233.91
资产负债率	64.06%	63.40%
现金短期债务比	-	1.03
营业收入	19.59	13.79
其他收益	2.72	2.38
利润总额	5.18	3.21
销售毛利率	22.07%	12.65%
EBITDA	-	3.59
EBITDA 利息保障倍数	-	0.26
经营活动现金流净额	18.73	-19.66
收现比	144.57%	82.30%

资料来源：海安城建 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，海安城建主体信用等级为 AA+，其对“20 海安债”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了“20 海安债”的安全性。

十、结论

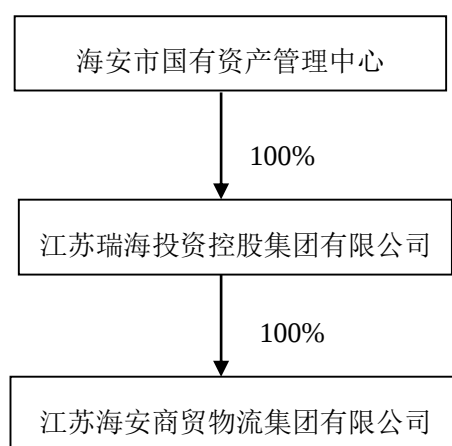
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定，维持“20 海安债”信用等级为 AA+。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	19.67	28.09	26.76
应收账款	13.66	7.08	4.39
存货	68.31	67.99	70.37
流动资产合计	112.82	113.69	109.94
非流动资产合计	3.98	3.24	2.49
资产总计	116.79	116.93	112.43
短期借款	17.35	14.57	12.03
应付票据	15.78	19.30	21.48
一年内到期的非流动负债	3.17	3.16	5.70
流动负债合计	41.68	44.47	49.11
长期借款	9.64	5.52	5.58
应付债券	6.95	6.94	0.00
长期应付款	0.91	3.57	2.50
非流动负债合计	17.51	16.03	8.09
负债合计	59.18	60.50	57.20
总债务	53.80	56.05	47.30
营业收入	12.54	13.90	13.78
所有者权益	57.61	56.43	55.23
营业利润	1.41	1.32	1.11
其他收益	0.67	0.99	0.91
利润总额	1.41	1.31	1.11
经营活动产生的现金流量净额	2.24	-0.03	-0.60
投资活动产生的现金流量净额	-0.16	-0.59	-0.29
筹资活动产生的现金流量净额	-5.65	3.53	1.29
财务指标	2021 年	2020 年	2019 年
销售毛利率	9.88%	6.07%	4.15%
收现比	59.01%	81.37%	120.65%
资产负债率	50.67%	51.74%	50.87%
现金短期债务比	0.54	0.71	0.68
EBITDA（亿元）	1.66	1.73	1.39
EBITDA 利息保障倍数	0.75	0.95	0.88

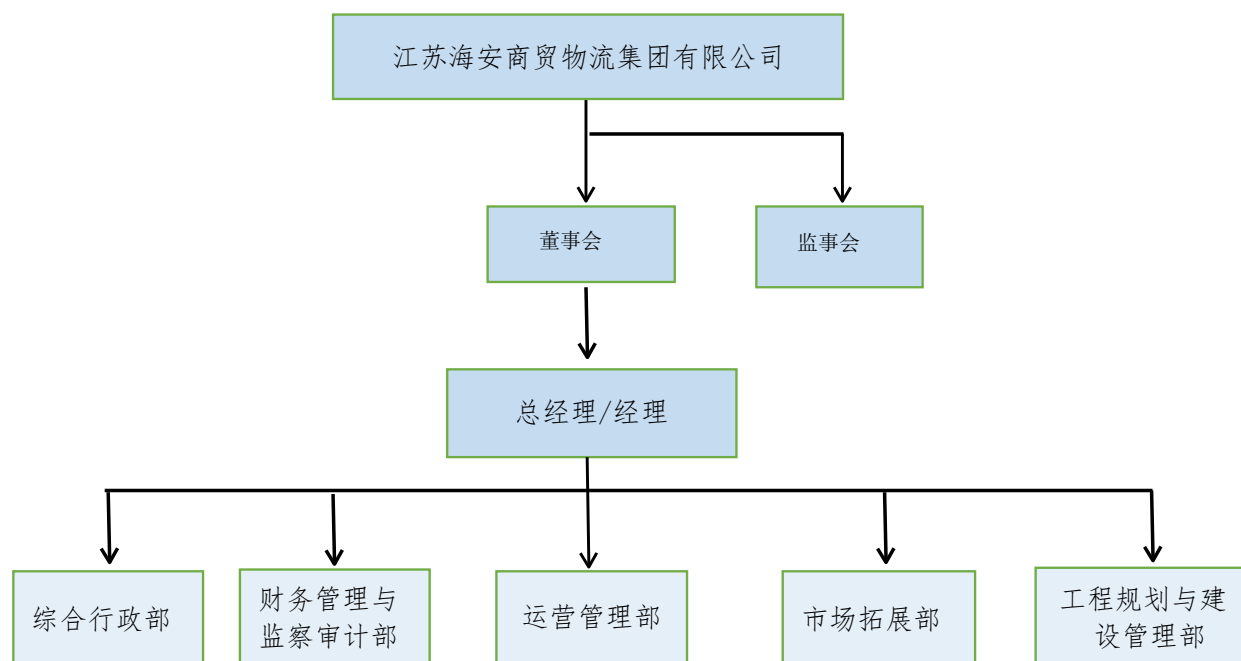
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 4 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 2022 年 4 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2021 年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%	房屋建筑工程施工总承包；建筑装修装饰工程专业承包等
上海赞拓国际贸易有限公司	0.10	100.00%	文具用品零售；家用电器销售等
海安鑫海招商管理有限公司	0.05	100.00%	园区管理服务；商务代理代办服务；项目策划与公关服务等
海安嗨购进出口贸易有限公司	0.02	100.00%	货物进出口；技术进出口；烟草制品零售等

资料来源：公司 2021 年审计报告、公开资料，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。