



2013年江苏海州湾发展集团有限公司公司 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：

2013年江苏海州湾发展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
债券信用等级	AA+	AA+

评级观点

- 中证鹏元维持江苏海州湾发展集团有限公司（以下简称“海州湾集团”或“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“13 苏海发债/PR 苏海发”的信用等级为 AA+。
- 该评级结果是考虑到：连云区具有港口、旅游资源优势，经济发展水平较高，公司业务持续性仍然较好，继续得到外部大力支持，且银行流动性支持增强了本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到了公司整体资产流动性偏弱，面临一定资金压力和较大的偿债压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且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 06 月 10 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	407.34	400.21	370.38	345.03
所有者权益	180.36	180.86	179.03	177.24
总债务	206.88	194.63	167.40	144.27
资产负债率	55.72%	54.81%	51.66%	48.63%
现金短期债务比	0.41	0.27	0.29	0.27
营业收入	1.47	10.56	11.27	10.46
其他收益	0.00	3.57	3.54	3.16
利润总额	-0.46	2.64	2.58	2.46
销售毛利率	-1.81%	7.13%	5.85%	10.04%
EBITDA	--	5.68	5.43	5.21
EBITDA 利息保障倍数	--	0.44	0.48	0.58
经营活动现金流净额	16.41	-7.72	-6.03	0.43
收现比	0.44	0.31	0.32	0.46

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：刘书芸
liushy@cspengyuan.com

项目组成员：秦风明
qinfm@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- 连云区拥有港口、旅游、海滨资源优势，第二产业和第三产业发展态势良好。**连云区拥有港口、旅游、海滨等资源优势，第三产业占比较高，以金属材料和盐化油化产业为代表的工业经济发展态势良好，人均水平较高，良好的经济环境为公司发展提供了外部基础。
- 公司业务未来持续性较好。**公司为连云区最主要的城市基础设施投融资及建设主体和国有资产运营主体，2021年底在建、代建类项目总投资规模较大，且仍有一定规模存量安置房可售。
- 公司持续获得较大的外部支持。**2021年公司获得较大规模的政府补贴收入，持续提升公司的盈利水平。
- 银行流动性支持增强了本期债券的安全性。**由中国银行股份有限公司连云港分行提供的银行流动性支持增强了本期债券的安全性。

关注

- 公司整体资产流动性偏弱。**公司资产主要由存货、应收款项和其他非流动资产中的海域使用权等构成，截至2021年底公司存货中土地使用权抵押比例较高，土地资产与海域使用权集中变现较为困难，往来款较大程度占用公司营运资金。
- 公司存在一定资金压力。**2021年公司经营活动现金流持续大额净流出，资金回笼情况较差。截至2021年末，公司在建项目尚需投资规模仍较大。
- 公司总债务持续增长，面临较大的偿债压力。**2021年公司总债务规模持续攀升，债务率持续增长，非标融资占比较高，现金短期债务比及EBITDA利息保障倍数均表现较差。
- 公司存在一定或有负债风险。**截至2021年末，公司对外担保余额为10.58亿元，占年末所有者权益的比重为5.85%，被担保方均为国有企业但均无反担保措施。

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	中等		有效净资产规模	6
	GDP 规模	2		资产负债率	4
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	3
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	5		现金短期债务比	2
	公共财政收入	2	财务风险状况	收现比	2
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	非常强			
	业务竞争力	6			
	业务持续性和稳定性	6			
	业务多样性	5			
业务状况等级		强	财务风险状况等级		中等
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			1
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+	2021-06-29	张曼橘、何馨逸	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+	2010-08-09	姚煜、邓陈平	公司债券评级方法(pv_ff-2007V1.0)	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
13苏海发债/PR苏海发	10.00	1.50	2021-06-29	2023-03-29

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2013年3月29日发行10年期10亿元公司债券，募集资金原计划用于连云新城陆域及市政基础设施项目和连云安置小区项目。截至2022年5月末，本期债券募集资金已使用完毕，账户已销户。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人未发生变化。截至2022年5月，公司注册资本和实收资本均为12.00亿元，控股股东和实际控制人仍为连云港市连云区人民政府，持股比例100.00%。

2022年4月，根据连云港市连云区国有资产监督管理办公室（以下简称“连云区国资办”）文件（连区国资【2022】6号），公司法定代表人、董事长由施军生变更为洪健。同月，根据公司股东决议，公司董事会成员由5人变更为3人，免去3名股东代表董事职务，重新委派1名股东代表董事。根据公司职工代表大会决议，变更1名职工代表董事人选。

2021年，公司合并范围新增2家子公司，截至2021年末，公司纳入合并范围的子公司共52家。

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	经营范围	合并方式
连云港东投城市建设开发有限公司	100.00%	6.00	房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包；餐饮服务；各类工程建设活动；住宿服务；房地产开发经营等	新设
连云港山海连云索道运营管理有限公司	51.00%	3.00	游览景区管理；旅行社服务网点旅游招徕、咨询服务；农村民间工艺及制品、休闲农业和乡村旅游资源的开发经营等	新设

资料来源：公司2021年审计报告，中证鹏元整理

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。

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，海外市场的需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性优势持续凸显，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

连云港市是长三角地区与环渤海地区的连接纽带，具备港口战略资源和良好的地理区位优势。连云港市工业以化工、冶金、医药等为主导产业，近年加快推动新旧动能转换和产业升级转型，经济实力整体较强

区位特征：连云港市地处江苏省东北部，与山东省相邻，是苏北地区重要的海港城市，地理位置优越。连云港市位于江苏省东北部，东临黄海，西与徐州市、宿迁市相连，南部与淮安市和盐城市毗邻，北至西北与山东省日照市、临沂市相邻，是我国重要的海港城市，也是“一带一路”交汇点支点城市，被誉为“新亚欧大陆桥东方桥头堡”。连云港市是苏北地区重要的出海口，依托港口资源和区位优势，已形成以海运、铁路、公路运输为主，航空、内河、管道等其他运输方式为辅的立体交通体系。2021年国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》，连云港港被列为全国沿海27个主要港口之一，并正式确定为国际枢纽海港。连云港经济腹地为长江三角洲及长江沿线地区，距苏北5市距离均为200公里内，是苏北地区进出口的主要港口，依托经济腹地的持续发展，连云港综合实力不断夯实。连云港市拥有丰富的自然资源，是国家重要粮棉油、林果、蔬菜等农副产品生产基地，拥有全国八大渔场之一的海州湾渔场、全国四大海盐产区之一的淮北盐场，水晶储量及品位居全国之首。连云港市下辖海州区、连云区、赣榆区3个市辖区及灌云县、东海县和灌南县3个县级行政区。全市土地面积7,615平方公里，海域6,677平方公里。根据第七次全国人口普查结果，截至2020年11月1日零时，连云港市常住人口459.94万人，相较于2019年末户籍人口534.41万人，人口呈净流出态势。

图1 连云港市区位图



资料来源：连云港市人民政府网站

经济发展水平：连云港市经济总量较大，人均GDP与全国平均水平接近。近年土地成交面积波动下降，但土地成交单价的快速上升为土地出让金提供一定支撑。江苏各地级市经济发展差异化明显，苏北地区整体经济实力更弱，连云港市GDP和财政收入在江苏省排名靠后，但仍是全国百强地级市，排名第73位，近年连云港市经济持续增长，2020年全市三次产业结构为11.8:41.9:46.3，二、三次产业占比较为接近。固定资产投资是拉动连云港市经济增长的重要动力，其中工业投资贡献较大。受疫情影响，2020年连云港投资和消费增速均大幅下滑，2021年体现出较好的复苏态势。连云港市人均GDP与全国人均GDP水平基本持平。

表2 2021年江苏省部分地级市经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP增速	人均GDP (万元)	一般公共 预算收入	政府性基 金收入
南京市	16,355.32	7.5%	17.56	1,729.52	2,493.14
苏州市	22,718.30	8.7%	17.82	2,510.00	2,315.57
南通市	11,026.94	8.9%	14.26	710.18	1,441.82
泰州市	6,025.26	10.1%	13.35	420.29	681.03
徐州市	8,117.44	8.7%	8.94	537.31	1,035.23
镇江市	4,763.42	9.4%	14.84	327.59	394.69
连云港市	3,727.92	8.8%	8.11	274.81	262.74
宿迁市	3,719.01	9.1%	7.46	267.82	390.18

注：人均GDP均根据第七次人口普查当地常住人口数计算得到。

资料来源：各市国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表3 连云港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）	3,727.92	8.8%	3,277.07	3.0%	3,139.29	6.0%
固定资产投资	2,154.78	8.4%	1,987.77	0.1%	1,986.39	6.8%
社会消费品零售总额	1,203.31	9.0%	1,104.29	-5.0%	1,179.58	5.2%
进出口总额（亿美元）	-	-	92.99	-0.7%	93.2	-2.4%
人均 GDP（元）	81,052		72,646		69,523	
人均 GDP/全国人均 GDP	100.09%		100.27%		98.07%	

注：人均 GDP 均根据第七次人口普查当地常住人口数计算得到

资料来源：连云港市 2019-2020 年国民经济和社会发展统计公报、连云港市 1-12 月主要经济指标，中证鹏元整理

受房地产调控政策及政府土地供应计划影响，连云港市住宅类用地成交情况波动较大。2019-2021 年，全市住宅类用地成交占地面积分别为 306.23 万平方米、192.07 万平方米和 212.78 万平方米。2020 年受疫情等因素影响，全市住宅类土地成交面积大幅下降，2021 年有所回升，同时住宅用地单价快速上涨为土地成交金额形成一定支撑，2019-2021 年全市住宅类土地成交总价分别为 105.09 亿元、108.81 亿元和 142.84 亿元，整体呈上涨态势

产业情况：凭借港口资源，连云港市工业基础较好，石油化工、钢铁冶金、机械装备、医药制造等产业为当地支柱产业，但相关产业易受行业周期波动影响，近年连云港市积极推动新旧动能转换和产业升级转型，取得一定成果。近年来，依托港口资源优势，连云港市打造黑色金属冶炼和压延加工业、化学原料和化学制品制造业、医药制造业、电力热力生产和供应业、农副食品加工业、非金属矿物制品业、石油煤炭及其他燃料加工业、电气机械和器材制造业等八大主导产业，2015 年连云港获批为七大国家级石化产业基地之一。徐圩新区作为连云港市石化的承载基地，是全市投资重点，2020 年完成投资 400.78 亿元，同比增长 91.2%。石油化工、钢铁冶金等产业易受产业周期波动影响，且部分产能面临落后淘汰的压力，近年连云港市加快推动新旧动能转换和产业升级转型，持续推进化工企业环保整改。2021 年，八大主导产业产值均超过 100 亿元，八大产业合计完成产值 2,925.49 亿元，占全市规模以上工业总产值的 80.4%。受益于金属行业市场行情较好，叠加 2020 年疫情影响下低基数效应，2021 年金属制品机械和设备修理业、金属制品业、黑色金属矿采选业等 3 个行业累计产值增速均在 90.9% 以上。从重点企业看，2021 年连云港市总产值超过 100 亿元的重点企业包括年产钢超过 600 万吨的大型钢铁企业江苏省镔鑫钢铁集团、国内医药行业龙头江苏恒瑞医药股份有限公司、江苏新海石化有限公司等。

第三产业方面，连云港仓储物流业发展态势良好，在“一带一路”供应链基地、福鼎冷链物流及海洋食品加工贸易、中远 LNG 储备站及冷链物流、中燃液化烃库区、上合物流园铁路装卸场站等项目支持下，近年港口吞吐量持续增长，2018-2020 年，港口货物吞吐量分别为 2.36 亿吨、2.44 亿吨和 2.52 亿吨。2021 年，受益于出口贸易的高速增长，连云港港口吞吐量 27,710 万吨，同比增长 10.1%；集装箱吞吐量 509 万标箱，同比增长 6.0%，当年港口吞吐量增速提升较快。

发展规划和机遇：根据《连云港市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，连云港市将坚定不移实施工业立市、产业强市战略。发挥石化、医药等优势产业龙头企业引领示范作用。石化产业方面，以连云港石化产业基地核心区，以灌云县临港产业区、连云港化工产业园区

为拓展区，柘汪临港产业区为协同发展区，带动连云经济开发区化工产业转型升级，建设世界级石化产业基地。医药产业方面，建设医药产业科技创新策源地，建设全国一流医药产业园，加强医药产业公共基础平台建设，持续建设“中华药港”。

财政与债务：近年来连云港市区域财政实力保持上升趋势，但财政自给能力有所不足，地方政府债务持续扩张。2019-2021年，连云港市一般公共预算收入保持增长态势，税收收入占一般公共预算收入的比重保持在75%以上，财政收入质量较好。依托于区域土地市场的良好表现，2019-2021年政府性基金收入保持增长。但近三年连云港市财政自给率为50%左右，财政自给能力有所不足。区域债务方面，近三年地方政府债务余额持续增长，截至2021年末，地方政府债务限额为706.2亿元，地方政府债务余额658.4亿元。

表4 连云港市财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	274.8	245.17	242.44
税收收入占比	79.34%	7.09%	78.93%
财政自给率	51.45%	48.87%	52.05%
政府性基金收入	262.7	202.26	192.66
地方政府债务余额	658.4	614.0	530.7

资料来源：江苏省预决算统一公开平台，中证鹏元整理

连云区是连云港市东部滨海城区，临海靠港，拥有港口、旅游资源优势，第三产业在经济中占比较高，以金属材料和盐化油化产业为代表的工业经济发展态势良好，经济体量不大，但人均水平较高，近年工业经济发展良好，但固定资产投资持续下滑

区位特征：连云区位于连云港市东部滨海区域，拥有港口、海滨、旅游等优质资源，交通条件较好。连云区位于连云港市东部海滨，是连云港市三个市辖区之一，行政区划总面积836平方公里，实际管辖面积243平方公里¹，下辖9个乡街道、省级连云经济开发区、省级连云港海滨旅游度假区和上合组织（连云港）国际物流园。截至2020年末，连云区常住人口16.04万人，户籍人口13.38万人（不含徐圩新区、经开区），人口呈净流入趋势。连云区旅游资源丰富，有连岛景区、云台山国家森林公园等知名旅游景点。连云区临海靠港，交通条件便利，汇集陇海铁路、青连盐铁路、连淮扬镇铁路、连徐高铁、沈海高速、长深高速、连霍高速等铁路、公路运输网络，辖区内连云港港口是全国沿海27个主要港口之一，于2021年由国务院正式确定为国际枢纽海港，拥有70个万吨级泊位，开通73条远近洋航线。全区海岸线118.4公里，拥有海域面积1,600平方公里，近海可养殖海域533平方公里，沿海滩涂6.3万亩，具有发展水产养殖产业、物流服务业、临港工业的良好资源禀赋。

¹连云区行政区划包括连云港经济技术开发区和连云港徐圩新区，实际管辖范围不包含这两个区域，下文涉及的统计数据均不包含这两个区域

图 2 连云港市行政区划图



资料来源：连云港市政府网站，中证鹏元整理

经济发展水平：受限于地域和人口规模，连云区经济总量较小，但人均 GDP 水平领先连云港市各区县，近年固定资产投资持续下滑。2019-2021 年，连云区经济总量持续增长，增速较快。受限于地域规模和人口数量，连云港市经济总量在连云港市“三区三县”中排名末位，人均 GDP 水平则显著高于其余县区。从拉动经济的“三驾马车”来看，2020 年，受疫情冲击，连云区投资、消费需求均同比大幅下降，进出口总额逆势增长，拉动当年区域经济实现正增长。2021 年，社会消费品零售总额实现复苏，而固定资产投资仍持续下滑，同比降幅 10.9%，连云港市本级在文化、教育、医疗和城市建设方面的投资主要集中在海州区，连云区在公共资源配置和政策扶持方面存在一定差距，制约了项目落地和人才聚集，投资乏力给经济的持续发展提出挑战。

表5 连云港市 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（万元）	一般公共预算收入
海州区	740.0	10.0%	8.1	57.0
赣榆区	707.5	8.3%	7.0	34.8
东海县	632.9	9.1%	6.0	30.01
灌南县	452.6	8.4%	7.4	27.2
灌云县	424.0	10.3%	5.9	25.3
连云区	255.3	10.2%	16.0	21.0

注1：除连云区之外的5个区县的人均GDP采用第七次全国人口普查的常住人口数计算，连云区人均GDP数据来自连云区2022年政府工作报告。

注2：市辖区海州区、连云区的土地出让收入基本归入市级财政预算，因此上表未列示政府性基金收入。

资料来源：各区县2022年政府工作报告、2021年财政预算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表6 连云区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）	255.3	10.2%	219.11	.4.5%	206.49	10.2%
固定资产投资	141.2	-10.9%	160	-11%	181.28	1.1%
社会消费品零售总额	80.5	8.1%	74.50	-	91.42	5.4%
进出口总额（亿美元）	-	-	22	12.8%	19.45	-4.6%
人均 GDP（万元）		16.00		14.60		13.99
人均 GDP/全国人均 GDP		197.59%		201.66%		199.57%

注：“-”表示数据未公布

资料来源：连云区统计公报、政府工作报告、政府网站等，中证鹏元整理

产业情况：连云区近年工业经济增速较高，以物流、文旅等第三产业和金融材料、盐化油化等第二产业为主导产业，发展态势良好。金属材料和盐化油化产业在连云区工业经济中占比较高，2021年产值合计突破200亿元，代表性企业包括华乐合金、丰益产业园、三吉利化工等。2021年全区规模以上工业增加值同比增长19.3%，重点工业项目加快推进，氯碱离子膜烧碱二期、华乐热酸线等7个过亿元工业项目竣工。此外，辖区内田湾核电站为中俄合作项目，是目前国内单机容量最大的核电站，现有机组年发电量达400亿千瓦时，厂址规划建设八台百万千万级压水堆核电机组，设计装机总量将超过900万千瓦，年发电能力约700亿千瓦时，2021年核电5、6号机组商业运营，7、8号机组开工建设。依托港口及旅游资源，连云区第三产业蓬勃发展，2021年规模以上服务业实现营业收入183.4亿元，同比增长40.6%。旅游业方面，连云区为省级全域旅游示范区、省级文化和旅游产业融合发展示范区创建单位，2021年连岛5A景区创建顺利通过省级评审并上报国家文旅部等待验收，云台山国家森林公园获评国家森林康养基地。港口物流方面，上合物流园多式联运交通运输体系基本建成，2021年完成物流量4,381万吨，同比增长84%。

财政及债务水平：近年连云区一般公共预算收入稳步提升，财政收入质量及财政自给能力较好。近三年连云区一般公共预算收入持续增长但整体规模较小，税收收入占比在80%左右，财政收入质量较高。财政自给率有所波动，但整体表现较好。由于区域土地出让市场景气度下滑，近三年连云区政府性基金收入持续下降。

表7 连云区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	21.0	14.1	13.8
税收收入占比	83.07%	79.86%	81.54%
财政自给率	107.14%	85.98%	102.02%
地方政府债务余额	18.40	17.93	15.1

注1：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

注2：连云区土地出让收入基本归入连云港市级财政预算，因此上表未列示政府性基金收入。

资料来源：连云区财政预决算报告等，中证鹏元整理

投融资平台：连云区最主要的投融资平台是海州湾集团，此外，江苏云港投资发展有限公司主要负责连云经济开发区的基础设施建设及工业投资，该公司目前无存续债券。

五、经营与竞争

公司作为连云港市连云区最主要的城市基础设施投融资及建设主体和国有资产运营主体，主要经营业务包括基础设施的投融资建设、土地整治开发与转让、旅游开发与经营和安置房建设等。公司主营业务收入主要由工程代建、安置房销售、旅游收入、利息收入、商品销售收入等构成。

2021年，公司主营业务收入规模较上年减少6.64%，其中工程代建收入受委托方结算安排影响同比下降21.27%，受房产销售进度影响，安置房销售收入较上年有所下降21.54%，商品销售收入较上年大幅增长112.32%。毛利率方面，2021年公司主营业务销售毛利率为6.47%，较上年小幅提高，主要系工程代建业务毛利率增长以及旅游亏损规模减少所致。

表8 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程代建	59,312.97	9.00%	75,338.35	5.91%
安置房销售	14,900.75	19.03%	18,991.39	21.17%
旅游	5,992.61	-31.26%	4,935.61	-63.14%
利息收入	1,374.05	100.00%	1,295.62	100.00%
餐饮客房	725.96	-75.88%	789.84	26.71%
服务费收入	273.33	-45.85%	36.89	-118.81%
商品销售	21,684.46	1.50%	10,213.08	3.38%
担保费收入	0.00	-	2.48	100.00%
广告收入	31.68	-95.40%	32.00	-87.45%
租金收入	117.66	-455.52%	202.89	-252.93%
合计	104,413.48	6.47%	111,838.14	5.93%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

受政府结算进度影响，2021年公司工程代建收入规模下降，目前在建项目总投资规模较大，未来收入持续性较好，但公司仍面临一定资金投入压力

2021年公司工程代建收入模式未发生变化，项目主要由公司本部负责，根据连云区政府与公司签订的《委托代建协议》，对连云区政府委托的基础设施建设项目，公司负责资金筹措、项目实施建设和管理。待工程竣工验收、审计后，连云区政府根据项目投资总额加成一定比例计收代建毛利。工程代建业务受政府结算规划影响，收入规模有一定波动性。2021年公司工程代建毛利率较上年增长3.09个百分点，主要系2020年工程回购中包含拆迁管理费，其毛利率较低，拉低了当年工程代建毛利率所致。

公司目前在建项目较多，截至2021年末，公司主要在建自营和代建项目总投资合计69.40亿元，已投资金额合计61.27亿元，后期工程代建收入较有保障，未来持续性较好，同时未完工在建项目尚需投资合计逾9.07亿元，公司存在一定资金支出压力。

表9 截至 2021 年末公司在建代建类项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
连云港新城陆域及市政基础建设	14.08	14.08	-
云台山国家森林公园生态保护建设项目一期	5.00	4.90	0.10
板桥园区道路工程	4.00	3.70	0.30
宿城片区水利综合治理工程	3.18	3.18	-
羊山岛项目	3.00	2.52	0.48
连云区无物业居民小区提升改造项目	2.90	1.20	1.70
连云港地下管廊	2.50	1.87	0.63
海州湾物流园一期项目	2.40	2.30	0.10
连云港市海滨新区韩国商贸城	2.24	2.24	-
海滨公园改造	5.00	2.00	3.00
连云区城市防洪提升改造项目	1.94	1.94	-
太白涧生态园	1.50	1.50	-
连云港东部城区道路提升改造工程	1.30	1.30	-
墟沟林场观光园	1.20	1.20	-
合计	50.24	43.93	6.31

注：部分项目已投资已达到总投资额，但尚未出具竣工报告，后续投资无法估计

资料来源：公司提供

表10 截至 2021 年末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投金额	已投金额	尚需投资	建设周期
连云港老街工程	3.00	3.67	-	2013.1-2022.12
连岛景区工程	3.86	2.00	1.86	2013.12-2022.12
云台山景区工程	3.50	3.39	0.11	2016.11-2022.12
环岛路工程	3.20	2.99	0.21	2014.4-2022.12
综合服务区	4.50	4.78	-	2014.7-2022.12
点点通平台	0.50	0.13	0.37	2018.12-2022.12
全域旅游云数据中心工程	0.60	0.39	0.21	2018.12-2022.12
合计	19.16	17.35	2.76	-

注：连云港老街工程及综合服务区项目由于已投资已超过总投资，尚需投资金额无法估算

资料来源：公司提供

2021 年公司安置房销售收入持续下滑，目前存量房产可销售面积较大，未来还可确认的收入规模较大，但房产去库存压力依然较大

公司安置房业务主要由子公司连云港海润置业有限公司负责，用于建设安置房的土地由公司自行购置，建成后部分用于安置，根据与连云区财政局签订的代建协议，由区财政负责回购，回购比例预计为 70%-80%，2015 年以来按固定成本加成 12% 比例结算，部分按照市场价格直接对外销售。2021 年公司安置房销售收入较上年下降 21.54%，以政府回购为主，少部分外销，2021 年公司安置房销售毛利率较上年

小幅下降。安置房销售仍来自于平山花园、海滨花园、板桥安置小区、连岛渔民安置新村、西墅花园等安置小区的存量房销售。

截至2021年底，公司存量安置房总投资共计19.37亿元，已全部完成建设，无在建和拟建的安置房项目。存量房累计销售面积为62.88万平方米，若按建筑面积计算，剩余可销售面积为36.17万平方米，短期内房产销售收入较有保障，但房地产市场、政府回购进度及财政资金的拨付到位情况存在不确定性，房地产去库存压力依然较大。

表11 截至 2021 年底公司存量房明细（单位：平方米、万元）

小区名称	总投资	建筑面积	累计销售面积	剩余可销售面积	2021 年销售收入
平山花园	52,300.00	267,651.00	197,679.62	69,971.38	1,920.61
海滨花园	63,400.00	286,661.00	178,542.14	108,118.86	3,970.80
板桥安置小区	19,000.00	92,000.00	61,758.74	30,241.26	1,189.70
连岛渔民安置新村	29,000.00	162,735.00	45,352.20	117,382.80	5,578.71
西墅花园	30,000.00	181,500.00	145,509.14	35,990.86	2,240.93
合计	193,700.00	990,547.00	628,841.84	361,705.16	14,900.75

注：板桥安置小区和西墅花园建筑面积较上期有变化，系公司核查房源发现原统计数据有误

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司商品销售、旅游收入、利息收入等为公司营业收入提供一定补充，但小额贷款业务中有部分贷款发生逾期，公司可能面临一定损失

公司商品销售业务由子公司连云港桥源贸易有限公司负责，2021年共产生收入2.17亿元，同比增长112.32%，主要销售商品为铝锭、磷肥等，毛利率仅为1.50%，盈利能力仍较弱。2021年公司主要上游供应商包括上海绿地（集团）有限公司、连云港全成贸易有限公司等，主要下游客户包括南通汇业供应链有限公司、阿森德资源有限公司等。公司与供应商和客户的结算方式均主要为款到发货。上、下游均包括部分民营企业，需关注相关的信用风险。

公司旅游业务由全资子公司连岛旅游开发总公司（以下简称“连岛旅游”）与控股股东连云港云台山生态林业发展有限公司（以下简称“云台山旅游”）开发经营。连岛旅游目前参与开发的旅游资源主要为连岛旅游度假区（4A级风景区），主要经营连岛浴场、游艇娱乐服务、旅游纪念品加工销售及海上旅游项目开发利用。云台山生态林业主要开发宿城风景区、北海观音胜境景区、法起寺、竹岛定海神针景区等，目前部分景区已经对外开放。2021年因疫情状况有所缓解，旅游收入同比增长21.42%，由于景区配套设施提升建设投入较大，目前仍处于亏损状态。其中连岛旅游实现收入3,650.39万元，云台山旅游实现收入2,057.59万元，老街实现收入284.63万元。

公司小额贷款业务由连云港市连云区金海洋农村小额贷款有限公司（以下简称“金海洋”）承担运营，该公司贷款主要发放对象为中小企业和农户。截至2021年底，金海洋发放贷款金额为12,214.43万元，其中个人贷款3,841.13万元，企业贷款8,373.3万元，已有逾期贷款3,122.43万元。均有抵押物担保，但仍可能面临一定损失。

此外，公司还有一定餐饮客房、服务费、广告租金和担保费收入，为公司收入提供一定补充。其中担保费业务主要系子公司连云港金港融资担保有限公司的业务收入，2021年公司未实现担保收入，主要是此前业务到期所致，后续是否开展业务尚不确定。

2021年公司继续获得较大的外部支持

2021连云港市连云区财政局向公司拨入财政专项补助款3.57亿元，公司利润水平得到提升。

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苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并范围新增2家子公司，详见表1。

资产结构与质量

2021年公司资产规模稳定增长，但资产流动性仍偏弱

2021年，公司资产规模同比增长8.05%，主要系应收类款项增长，流动性资产占比不断提升。

截至2021年末，公司货币资金中22.47亿元因用于汇票保证金等用途而使用受限，受限比例高达87.57%。2021年公司应收账款及其他应收款进一步增长，应收账款中99.45%来自于连云港市连云区财政局，整体账龄偏长，回收风险较小，但回收时间存在不确定性。其他应收款主要系与地方政府以及地方国有企业的往来款，2021年末前五大应收对象为连云港市连云区财政局、连云港苏马湾旅游开发有限公司、连云区房屋征收服务中心、连云港市连云区连岛企业公司和连云港绿海园林绿化有限公司，合计占比82.94%。2021年公司存货规模基本保持稳定，存货仍以开发成本和待开发土地为主，待开发土地账面价值同比减少2.39%，系部分土地被政府无偿收回所致。年末待开发土地中33.49亿元用于借款抵押，土地抵押比例为66.65%。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	46.13	11.33%	25.66	6.41%	23.67	6.39%
应收账款	37.21	9.13%	36.36	9.09%	29.51	7.97%
其他应收款	88.69	21.77%	106.16	26.53%	82.95	22.40%
存货	111.95	27.48%	108.28	27.06%	108.59	29.32%
流动资产合计	290.12	71.22%	283.18	70.76%	252.54	68.18%
在建工程	19.31	4.74%	18.97	4.74%	17.99	4.86%
其他非流动资产	83.18	20.42%	83.18	20.78%	85.03	22.96%

非流动资产合计	117.22	28.78%	117.02	29.24%	117.85	31.82%
资产总计	407.34	100.00%	400.21	100.00%	370.38	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司在建工程的增长主要系云台山景区工程、连岛景区工程、环岛路工程、连云老街工程等项目的持续投入所致。公司其他非流动资产主要为 2016 年连云港市人民政府对公司注入的国有海域使用权，2021 年末账面价值减少系摊销所致。

整体看，公司资产以项目开发成本、应收款项、土地资产和海域使用权为主。往来款规模较大，且持续快速增长，回收时间不确定，对公司资金形成较大占用。公司货币资金和存货中土地受限比例较高，土地资产与海域使用权集中变现较为困难，公司资产流动性仍偏弱。

收入质量与盈利能力

2021年公司营业收入规模小幅下降，资金回笼情况仍较差，其他收益对公司利润贡献较大

公司作为连云港市东部城区最主要的城市基础设施投融资及建设主体和国有资产运营主体，主要经营业务包括基础设施的投融资建设、土地整治开发与转让、旅游开发与经营和安置房建设等。公司主营业务收入仍主要由工程代建、安置房销售、旅游收入、商品销售、利息收入等构成。2021年公司营业收入同比下降6.30%，主要系工程代建收入和安置房销售收入下降所致。2021年公司销售毛利率较上年增长1.28个百分点，主要系工程代建业务毛利率增长所致。

资金回笼方面，2021年公司收现比仅为0.31，资金回笼情况仍较差。2021年其他收益占公司利润总额的比重为135.23%，政府补助仍对公司利润作出较大贡献。

表13 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年1-3月	2021年	2020年
收现比	0.44	0.31	0.32
营业收入	1.47	10.56	11.27
营业利润	-0.46	2.64	2.58
其他收益	0.00	3.57	3.54
利润总额	-0.46	2.64	2.58
销售毛利率	-1.81%	7.13%	5.85%

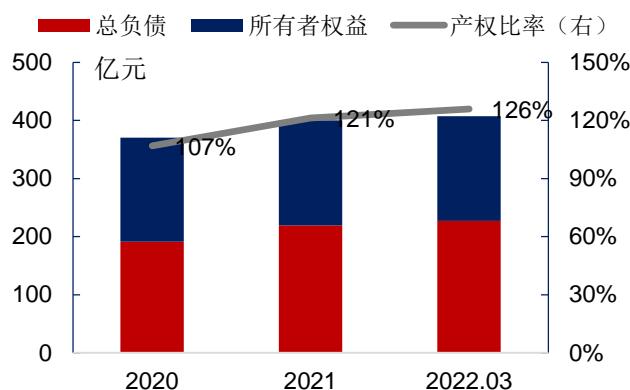
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司负债规模持续扩大，非标融资占比高，偿债指标表现欠佳，面临较大的偿债压力

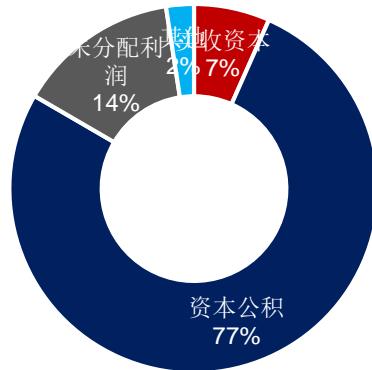
随着公司扩大融资规模，2021年公司总负债增长14.63%；同期公司净资产规模变化较小，受此影响，公司产权比率提升至121.28%，公司净资产对负债的保障程度进一步减弱。

图3 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图4 2022年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2021年，公司负债增长主要来自长期借款、应付债券的增长。公司短期借款同比增长5.86%，年末短期借款中包含小额贷款、保理和融资租赁等非银行贷款4.97亿元。公司应付票据主要是银行承兑汇票。公司其他应付款主要系应付江苏云港发展股份有限公司等地方国企以及地方政府的往来款，2021年仍保持较大规模。公司其他流动负债大幅增长，主要为2021年新发行的短期融资债券“21海州湾SCP001”和“21海州湾SCP002”，2022年一季度公司发行“22海州湾CP001”，其他流动负债增长至27.54亿元。

2021年末公司长期借款同比增长10.40%，年末长期借款中包含信托借款等非银行贷款5.26亿元，截至2022年5月末公司存续债券情况详见表15。公司长期应付款主要为融资租赁款11.19亿元和专项应付款1.25亿元。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	28.73	12.65%	30.52	13.91%	28.83	15.06%
应付票据	30.18	13.30%	21.37	9.74%	16.85	8.81%
其他应付款	13.40	5.90%	17.27	7.87%	18.02	9.42%
一年内到期的非流动负债	27.73	12.22%	32.58	14.85%	35.11	18.35%
其他流动负债	27.54	12.13%	14.30	6.52%	0.66	0.34%
流动负债合计	131.33	57.86%	119.34	54.41%	103.70	54.20%
长期借款	35.34	15.57%	36.62	16.69%	33.17	17.33%
应付债券	36.23	15.96%	40.65	18.53%	35.30	18.45%
长期应付款	14.56	6.42%	11.19	5.10%	12.60	6.58%
非流动负债合计	95.66	42.14%	100.01	45.59%	87.65	45.80%
负债合计	226.99	100.00%	219.35	100.00%	191.35	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

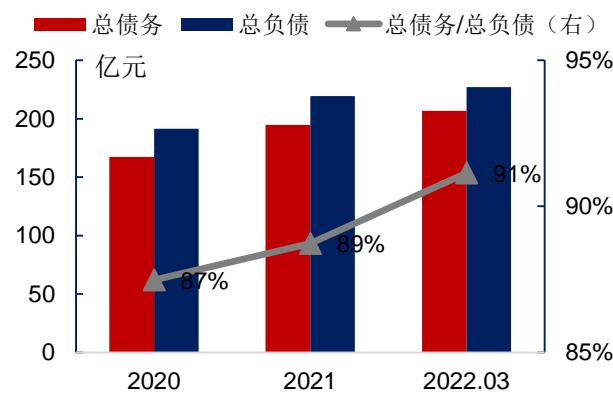
表15 截至 2022 年 5 月末公司存续债券情况（单位：万元）

债券名称	发行金额	债券期限	发行日期	期末余额
13 苏海发债	100,000.00	10年	2013-03-29	15,000.00
18 苏海发债 01	90,000.00	7年	2018-12-13	72,000.00
19 苏海发债 01	33,000.00	7年	2019-02-15	26,400.00
19 海州湾 PPN001	30,000.00	5年	2019-01-26	30,000.00
19 海州湾 PPN003	50,000.00	5年	2019-12-13	35,000.00
20 海州湾 PPN001	30,000.00	5年	2020-01-20	30,000.00
20 海州湾 PPN002	70,000.00	5年	2020-03-31	70,000.00
20 苏海州湾 ZR001	30,000.00	3年	2021-01-14	30,000.00
21 海发 02	100,000.00	9年	2021-03-31	100,000.00
22 海州湾 CP001	130,000.00	1年	2022-03-23	130,000.00
合计	663,000.00	-	-	538,400.00

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

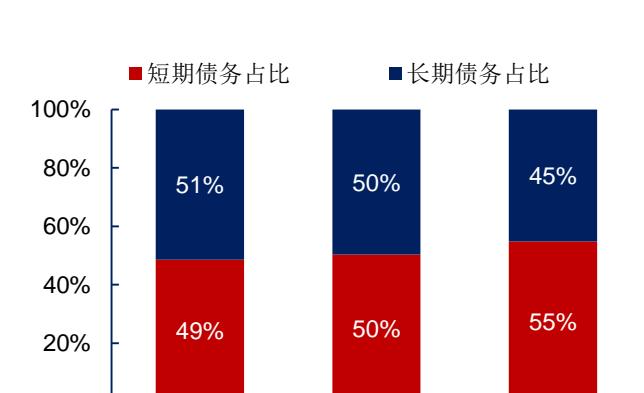
截至2021年末，公司总债务规模达194.63亿元，占总负债的比重为88.73%，较上年小幅提升。从债务结构看，短期债务占比小幅提高，长、短期债务占比接近。从融资渠道看，截至2021年末，公司信托、融资租赁、小额贷款、定向私募等非标融资合计47.85亿元，占总债务的24.59%，非标融资成本较高。从再融资能力看，截至2021年末，公司在主要合作金融机构的综合授信额度96.87亿元，其中23.61亿元尚未使用，债券市场融资渠道也较为通畅。

图 5 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，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 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2021年末，公司资产负债率水平上升。现金短期债务比仍较低，现金类资产对短期债务的覆盖程度较差。公司EBITDA利息保障倍数持续降低，经营性现金流持续大额净流出，公司整体盈利对利息支付的保障能力仍然较弱，整体看，公司面临较大的偿债压力。

表16 公司偿债能力指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	55.72%	54.81%	51.66%
现金短期债务比	0.41	0.27	0.29
EBITDA 利息保障倍数	--	0.44	0.48

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，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4月14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，公司对外担保余额为10.58亿元，占年末所有者权益的比重为5.85%，被担保方均为地方国有企业，但均无反担保措施，存在一定或有负债风险。

表17 截至 2021 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	企业性质	担保余额	是否有反担保
江苏海州港务股份有限公司	地方国企	33,000.00	否
江苏连云港投资发展有限公司	地方国企	25,000.00	否
江苏金福港建设有限公司	地方国企	8,000.00	否
连云港宝联实业有限公司	地方国企	4,000.00	否
连云港润云园林绿化工程有限公司	地方国企	7,000.00	否
连云港绿海园林绿化有限公司	地方国企	940.00	否
连云港砼鼎建筑安装有限公司	地方国企	1,000.00	否
连云港市连云区连岛企业公司	地方国企	12,960.00	否
连云港连岛海上游艇俱乐部	地方国企	2,698.00	否
连云港苏马湾旅游开发有限公司	地方国企	11,238.00	否
合计	--	105,836.00	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、抗风险能力分析

连云区是连云港市主城区之一，临海靠港，具备港口战略资源和良好的地理区位优势，以物流、文旅等第三产业和金融材料、盐化油化等第二产业为主导产业。近年来经济发展良好，人均GDP水平较高。公司是连云区最主要的基础设施建设、保障房建设主体和投融资平台，截至2021年末，公司在建代建项

项目数量较多、总投资规模较大，存量待售安置房仍有一定规模，未来可产生持续的收入，主营业务具有良好的持续性。

但同时需关注，公司近年总债务规模持续攀升，非标融资占比较高，现金短期债务比、EBITDA利息保障倍数表现不佳。考虑到公司货币资金受限比例较高，经营性现金流持续大额净流出，且资产流动性仍然偏弱，公司整体面临较大的偿债压力。

整体看，公司抗风险能力依然良好。

九、债券偿还保障分析

中国银行股份有限公司连云港分行为本期债券提供流动性支持增强了本期债券的安全性

本期债券采用银行流动性支持方式增信。根据公司与中国银行股份有限公司连云港分行签署的《战略合作协议》，双方约定：本期债券存续期内，当公司对本期债券付息和本金兑付发生流动性不足时，中国银行股份有限公司连云港分行承诺在付息或兑付首日前 30 个工作日给予公司不超过本期债券偿还金额的流动性支持（具体金额依据每一期偿债本息缺口为准），该流动性支持仅限于为本期债券偿付本息，以解决公司本期债券本息偿付临时资金流动性不足的问题。该流动性支持贷款仅用于为本期债券偿付本息，以解决公司本期债券本息偿付困难。

十、结论

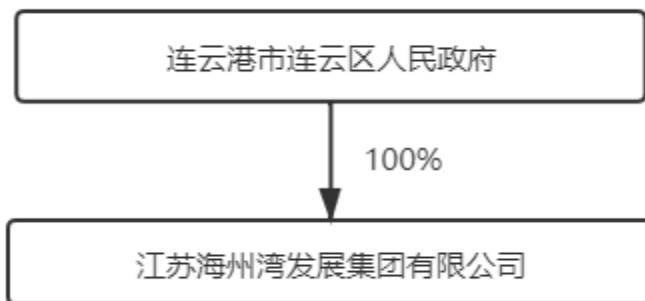
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“13苏海发债/PR苏海发”的信用等级为AA+。

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）	2022年3月	2021年	2020年
货币资金	46.13	25.66	23.67
其他应收款	88.69	106.16	82.95
存货	111.95	108.28	108.59
流动资产合计	290.12	283.18	252.54
其他非流动资产	83.18	83.18	85.03
非流动资产合计	117.22	117.02	117.85
资产总计	407.34	400.21	370.38
短期借款	28.73	30.52	28.83
应付票据	30.18	21.37	16.85
一年内到期的非流动负债	27.73	32.58	35.11
其他流动负债	27.54	14.30	0.66
流动负债合计	131.33	119.34	103.70
长期借款	35.34	36.62	33.17
应付债券	36.23	40.65	35.30
长期应付款	14.56	11.19	12.60
非流动负债合计	95.66	100.01	87.65
负债合计	226.99	219.35	191.35
总债务	206.88	194.63	167.40
营业收入	1.47	10.56	11.27
所有者权益	180.36	180.86	179.03
营业利润	-0.46	2.64	2.58
其他收益	0.00	3.57	3.54
利润总额	-0.46	2.64	2.58
经营活动产生的现金流量净额	16.41	-7.72	-6.03
投资活动产生的现金流量净额	-0.46	-1.37	-2.80
筹资活动产生的现金流量净额	3.66	6.82	8.88
财务指标	2022年3月	2021年	2020年
销售毛利率	-1.81%	7.13%	5.85%
收现比	43.73%	30.55%	32.46%
资产负债率	55.72%	54.81%	51.66%
现金短期债务比	0.41	0.27	0.29
EBITDA	--	5.68	5.43
EBITDA 利息保障倍数	--	0.44	0.48

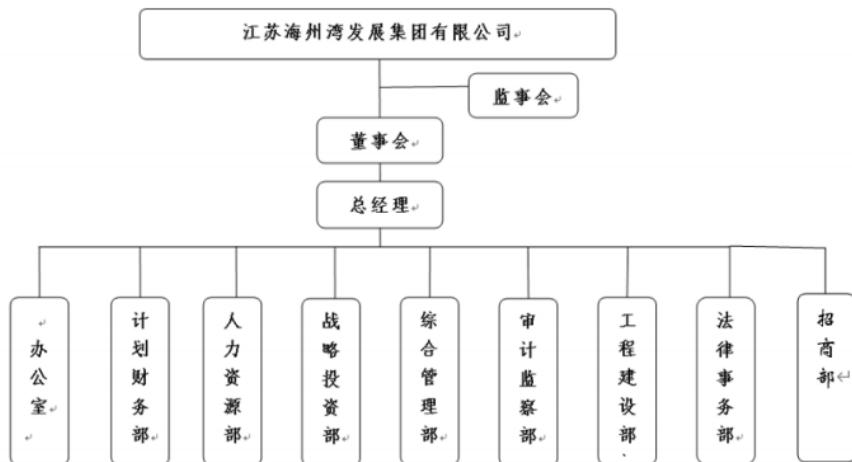
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附录四 主要财务指标计算公式

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

附录五 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。