

江苏海润城市发展集团有限公司 19 海城发

跟踪评级报告

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2022]101048】

评级对象： 江苏海润城市发展集团有限公司 19 海城发

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪	AA ⁺	稳定	AAA	2022 年 6 月 29 日
前次跟踪：	AA ⁺	稳定	AAA	2021 年 6 月 30 日
首次评级：	AA ⁺	稳定	AAA	2018 年 8 月 14 日

主要财务数据

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
金额单位：人民币亿元			
发行人母公司数据：			
货币资金	37.87	60.29	42.02
刚性债务	167.23	202.20	219.41
所有者权益	200.09	208.46	220.91
经营性现金净流入量	1.28	-1.85	4.79
发行人合并数据及指标：			
总资产	486.49	535.67	585.65
总负债	266.42	305.03	341.30
刚性债务	250.59	277.45	309.15
所有者权益	220.07	230.64	244.35
营业收入	21.45	22.69	22.94
净利润	2.63	3.26	3.09
经营性现金净流入量	6.39	2.39	-3.60
EBITDA	5.91	7.31	7.53
资产负债率[%]	54.76	56.94	58.28
长短期债务比[%]	110.57	123.01	129.46
营业利润率[%]	14.22	15.99	15.39
短期刚性债务现金覆盖率[%]	60.53	65.47	50.20
营业收入现金率[%]	96.11	128.52	120.28
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	0.13	-2.90	-13.58
EBITDA/利息支出[倍]	0.50	0.58	0.61
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.03
19 海城发担保方（中合担保）数据：			
总资产	101.94	83.78	83.55
股东权益	80.79	73.05	73.13
期末担保余额	837.04	626.28	423.25
担保责任放大倍数[倍]	8.28	7.01	4.70

注：发行人数据根据海润集团经审计的 2019-2021 年财务数据整理、计算。担保方数据根据中合担保经审计的 2019-2021 年财务数据以及相关期间业务数据整理、计算。

分析师

张 琪 zhangqi@shxsj.com
徐 丽 xuli@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 19 海城发的跟踪评级反映了 2021 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、资金回收、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。**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，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集团之一，可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。**中合担保为 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。**海润集团与海门区企业事业单位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，已经积聚了较大规模的刚性债务，债务负担较重，且中短期到期债务规模偏大，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，其中担保对象南通三建已被列入失信被执行人名单，公司存在一定代偿风险。

➤ 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 19 海城发

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 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 2021 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 2022 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 11.20 亿元。

截至 2022 年 6 月 23 日，该公司存续期内债券待偿还本金余额为 148.36 亿元，目前还本付息情况正常。

图表 1. 公司存续期债券情况

债项名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	票面利率 (%)	发行日期	到期日期	本息兑付情况
19 海城发	14.00	11.20	5.20	2019-03-29	2026-04-02	已兑付本金 2.80 亿元，按时付息
20 海门 01	10.20	10.20	4.20	2020-03-17	2025-03-19	未到期，按时付息
20 海门城发（疫情防控债）PPN001	10.00	10.00	3.98	2020-03-23	2023-03-25	未到期，按时付息
20 海门 02	5.00	5.00	3.90	2020-04-21	2025-04-23	未到期，按时付息
20 海门城发 ABN001 优先 A3	0.95	0.95	3.90	2020-08-25	2023-04-15	未到期，按时付息
20 海门城发 ABN001 优先 A4	0.92	0.92	4.50	2020-08-25	2024-04-15	未到期，按时付息
20 海门城发 ABN001 优先 A5	5.79	5.79	4.50	2020-08-25	2029-04-15	未到期，按时付息
20 海门城发 ABN001 次	0.50	0.50	0.00	2020-08-25	2029-04-15	未到期，按时付息
20 海润 03	5.00	5.00	4.50	2020-10-28	2025-10-30	未到期，按时付息
20 海润 04	5.80	5.80	4.68	2020-11-20	2025-11-24	未到期，按时付息
21 海润城发 MTN001	5.00	5.00	4.20	2021-03-25	2024-03-29	未到期，按时付息
21 海润 01	5.00	5.00	4.20	2021-04-16	2026-04-20	未到期，按时付息
21 海润 F1	4.00	4.00	4.00	2021-05-21	2026-05-24	未到期，按时付息
21 海润 02	10.00	10.00	3.97	2021-06-16	2026-06-18	未到期，按时付息
21 海润城发 MTN002	5.00	5.00	3.98	2021-06-25	2024-06-29	未到期，按时付息

债项名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	票面利率 (%)	发行日期	到期日期	本息兑付情况
21 海城 D3	10.80	10.80	3.10	2021-07-09	2022-07-13	未到期
21 海润城发 MTN003	10.00	10.00	3.46	2021-08-17	2024-08-19	未到期
21 海润 03	5.00	5.00	3.60	2021-08-25	2026-08-27	未到期
21 海润 04	5.00	5.00	3.88	2021-09-24	2026-09-28	未到期
21 海润 05	5.00	5.00	3.96	2021-10-27	2026-10-29	未到期
21 海润城发 PPN001	10.00	10.00	3.95	2021-11-23	2024-11-25	未到期
22 海润 D1	10.00	10.00	2.90	2022-02-08	2023-02-09	未到期
22 海润城发 SCP001	1.20	1.20	2.60	2022-03-14	2022-12-10	未到期
22 海润 D2	5.00	5.00	3.08	2022-03-25	2023-03-29	未到期
22 海润 D3	2.00	2.00	2.60	2022-06-10	2023-06-14	未到期

资料来源：Wind（截至 2022 年 6 月 23 日）

业务

1. 外部环境

（1）宏观环境

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫

情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

（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继续保持，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渐趋规范，市场化转型进度不断推进。2021年以来，疫后经济逐步修复，政府隐性债务管控政策常态化趋严，城投企业融资环境有所收紧。中短期内，政府隐性债务“控增化存”的政策导向预计仍将延续，“分类管控”和房地产调控等因素或将加剧区域融资分化。

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。“十四五”时期，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是我国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，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，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性预计中短期内仍将继续保持。

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。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。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。具体来看，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 年下半年至 2019 年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资政策环境一定程度上有所改善。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。

2021 年以来，随着疫后经济逐步修复，政府隐性债务“控增化存”监管政策常态化趋严，城投企业融资环境总体有所收紧。2021 年 4 月，《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5 号）发布，再次提出坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量；严禁地方政府以企业债务形式增加隐性债务。同年，沪深交易所公司债发行上市审核指引、银保监发[2021]15 号文及补充通知等政策出台，明确了侧重于对小规模或者承担地方政府隐性债务的城市建设企业等的融资管理条款，增加了相关主体部分融资渠道的限制。城投企业债务增速放缓，但区域融资分化继续，头部地区城投企业净融资规模依然扩张，且在融资成本方面具有良好的议价能力，尾部区域城投企业再融资压力有所加大，净融资规模受限。

2022 年，在“稳字当头、稳中求进”的政策主基调下，作为城市基础设施的主要投资建设主体，城投企业的合理融资需求预计仍有一定保障，存量债务周转及应政策要求适度超前开展基础设施投资相关的资金需求有望获得支持，但同时预计政府隐性债务“控增化存”的政策导向仍将延续，城投企业融资仍会受到重点管控，业务模式调整 and 市场化转型仍是可持续发展的题中之义。监管层面对于高债务地区、低层级城投企业的关注度提高，在“分类管控”和房地产调控等政策综合影响下，区域融资分化或将加剧，债务负担重、土地财政依赖度高而房地产市场景气度下行区域的城投企业整体再融资压力可能进一步加大。

(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。

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。2021 年末全区常住人口 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 2022 年下半年开工建设；此外，南通新机场已选址海门区和通州区，计划于 2023 年开工建设，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。随着北沿江高铁、南通新机场等重大交通基建项目持续推进，海门区区位优势将进一步提升。

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。2021 年海门区实现地区生产总值 1569.33 亿元，增长 9.4%，增速较上年上升 3.9 个百分点，由于上年基数较低以及生产经营稳步恢复，经济增速回升显著。其中第一产业增加值 72.64 亿元，同比增长 4.5%；第二产业增加值 769.69 亿元，同比增长 8.6%；第三产业增加值 727.00 亿元，同比增长 10.7%；三次产业结构由上年 4.8:49.2:46.0 调整为 4.6:49.1:46.3。

图表 2. 近年来海门区国民经济和社会发展主要指标

指 标	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	增幅(%)	金额	增幅(%)	金额	增幅(%)
地区生产总值（亿元）	1352.37	6.4	1442.57	5.5	1569.33	9.4
规模以上工业增加值（亿元）	--	7.6	--	6.9	--	12.9
固定资产投资（亿元）	--	7.4	--	10.4	--	2.1
社会消费品零售总额（亿元）	423.72	6.1	433.18	0.5	506.43	16.9
进出口总额（亿元）	194.19	-4.0	253.44	30.6	322.47	27.3

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。2021 年全区规模以上工业总产值同比增长 24.0%，新一代信息技术、生物医药、新材料三大新兴产业产值增幅均超 22%。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，2021 年叠石桥市场线上线下成交额达 1350 亿元；2021 年建筑业总产值 2233 亿元，同比增长 2.1%，同年末全区拥有资质以上建筑业企业 529 家，包括特级资质建筑企业 4 家，一级资质建筑企业 60 家，二级资质建筑企业 127 家。

跟踪期内，海门区固定资产投资保持增长态势。2021 年海门区固定资产投资较上年增长 2.1%。工业投资方面，全年全区新签约超 10 亿元重大项目 60 个，新开工超 10

亿元重大工业项目 21 个，千亿级中天绿色精品钢项目首条生产线已具备投产条件。交通投资方面，绕城高速、疏港铁路、洋吕铁路海门段加快推进，青海路改造工程完工，宏伟路跨海门河桥建成通车，长江路北延工程开工建设。

跟踪期内，受房地产市场调控等因素影响，海门区房地产市场景气度下降。2021 年全区商品房销售面积 73.42 万平方米，较上年下降 58.61%，其中住宅销售面积 64.42 万平方米，较上年下降 65.05%；全年全区房地产开发投资 129.00 亿元，较上年有所下降。

土地交易市场方面，2021 年，受政府土地出让规划影响，海门区工业用地成交面积下降，导致土地成交总面积较上年下降 43.97%至 477.53 万平方米；由于价格较高的住宅用地和综合用地(含住宅)成交面积占比上升影响，土地成交均价较上年增长 39.87%至 2561 元/平方米；土地成交总价为 122.30 亿元，较上年下降 21.62%。

图表 3. 近年来海门区土地市场交易情况

	2019 年	2020 年	2021 年
土地成交总面积（万平方米）	355.97	852.22	477.53
其中：住宅用地	60.86	116.94	26.81
综合用地（含住宅）	--	7.46	134.71
商业/办公用地	69.06	4.72	16.31
工业用地	218.05	703.19	280.42
其它用地	8.01	19.91	19.29
土地成交总价（亿元）	91.13	156.04	122.30
其中：住宅用地	46.20	119.09	18.06
综合用地（含住宅）	--	17.55	92.68
商业/办公用地	38.23	1.25	2.72
工业用地	6.27	16.91	8.10
其它用地	0.42	1.24	0.74
土地成交均价（元/平方米）	2560	1831	2561
其中：住宅用地	7592	10184	6736
综合用地（含住宅）	--	23516	6880
商业/办公用地	5536	2639	1667
工业用地	288	240	289
其它用地	526	622	384

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。2021 年公司营业收入和毛利率水平较上年保持稳定；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，且资金回笼进度较慢，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。2021 年，公司各项业务收入虽各有增减，但整体较稳定，当年实现营业收入 22.94 亿元，与

上年基本持平。公司营业收入主要来源于工程建设及管理业务、商品销售业务、保障房销售业务和土地整理业务,2021 年分别占营业收入的 25.37%、23.59%、21.84%和 8.95%。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。2021 年,公司综合毛利率为 16.90%,较上年变动不大。

图表 4. 近年来公司营业收入构成及毛利率情况

业务类型	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
营业收入	21.45	100.00	22.69	100.00	22.94	100.00
土地整理与出让	3.02	14.06	2.12	9.32	2.05	8.95
保障房销售	5.47	25.48	6.58	29.01	5.01	21.84
工程建设与管理	3.20	14.90	3.78	16.68	5.82	25.37
自来水销售	1.17	5.45	1.24	5.47	1.43	6.23
污水处理	0.30	1.39	0.32	1.41	0.37	1.59
商品销售	7.49	34.92	6.29	27.70	5.41	23.59
租赁	0.42	1.96	1.92	8.48	1.54	6.70
其他	0.40	1.84	0.44	1.92	1.31	5.70
毛利率	14.52		16.93		16.90	
土地整理与出让	60.00		50.00		43.86	
保障房销售	6.16		6.20		6.69	
工程建设与管理	10.43		11.54		9.18	
自来水销售	20.59		23.00		15.17	
污水处理	-62.06		-56.91		-37.51	
商品销售	1.27		2.36		3.97	
租赁	47.47		72.32		58.69	
其他	72.33		67.93		69.48	

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¹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。2021 年公司实施拆迁项目 16 个,拆迁面积为 75.92 万平方米,投入资金 6.39 亿元。2021 年,公司结转土地成本 1.15 亿元,确认土地整理收入 2.05 亿元,并于当年收到全部资金。截至 2021 年末,公司已完工待移交土地及在整理土地面积累计投入 49.75 亿元。

图表 5. 近年来公司土地一级开发情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年
实施拆迁项目数量(个)	17	16	16
拆迁面积(万平方米)	45.50	45.21	75.92

¹ 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。

项目	2019 年	2020 年	2021 年
开发成本（亿元）	11.68	7.36	6.39

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开展土地转让业务，因此有一定的波动性。受政府土地规划影响，2021 年公司无土地转让。截至 2021 年末，公司拥有土地资产 29 宗，以商业用地为主，面积合计 181.62 万平方米，账面价值 57.86 亿元，其中有 39.43 亿元的土地资产已向金融机构抵押。

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南通市开源产业投资有限公司（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”），业主单位包括南通市拓日建设发展有限公司（简称“拓日建设”）及南通市恒朗建设工程有限公司（简称“恒朗建设”）。

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、海门市城南生活垃圾处置中心等多项市政项目的建设，上述项目实际总投资 13.70 亿元，截至 2021 年末，已回笼资金 6.61 亿元。受业主单位结算进度影响，2021 年公司实现工程建设及管理收入 5.82 亿元，较上年增长 53.85%；同年业务毛利率为 9.18%，较上年下降 2.36 百分点。

该公司目前主要在建项目包括东洲仁恒学校、海门中学综合楼、城区黑臭水体治理工程等，项目计划总投资 22.94 亿元，截至 2021 年末累计已完成投资 11.67 亿元。同年末，公司拟建项目主要有海门实验学校附属小学聚贤校区、海门区大洪闸除险加固工程、2022 年度高标准农田，预计总投资 4.25 亿元。

图表 6. 截至 2021 年末公司主要在建及拟建城市基础设施项目情况（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	4.43	2019-2022
海门中学综合楼	2.10	2.24	2019-2022
城区黑臭水体治理工程	4.50	0.03	2019-2022
富江路污水管道预防性修复工程	0.06	0.02	2019-2022
圩角河东区域排水整治工程	0.36	0.18	2019-2022
海门市江堤临江段抛石应急工程	0.30	0.25	2019-2022
王浩至正余污水主管网工程	0.26	0.17	2019-2022
上海路东延污水应急管网工程	0.25	0.16	2019-2022
S336 绕城污水管道工程	0.05	0.03	2019-2022

项目名称	计划总投资	已完成投资	建设周期（年-年）
府南地块污水管道工程	0.06	0.03	2019-2022
日新河南段综合整治工程	0.60	0.33	2019-2022
市政排水管网改造工程	0.50	0.24	2019-2022
十八匡河综合整治工程（一期）	0.59	0.38	2020-2022
海门市 2016-2018 省骨干河道管护工程	0.01	0.01	2020~2022
青龙港综合整治工程	1.23	0.54	2020~2022
海门河西闸拆除重建项目	0.15	0.10	2020-2023
卫东闸拆除重建项目	0.20	0.10	2020-2022
圩角河城区段（海门河-东洲河）县级河道疏浚工程	0.40	0.03	2020-2023
富江北路污水管道工程	0.04	0.02	2020-2022
分散农户生活污水治理工程	3.39	1.37	2021-2023
灵甸闸改造项目	0.40	0.24	2021-2023
青龙港生态绿地项目	1.20	0.01	2021-2023
高标准农田	1.74	0.78	2021-2022
在建项目小计	22.94	11.67	--
拟建项目：			
海门实验学校附属小学聚贤校区	2.36	--	2022-2024
海门区大洪闸除险加固工程	0.20	--	2022
2022 年度高标准农田	1.68	--	2022
拟建项目小计	4.25	--	--
合计	27.19	11.67	--

资料来源：海润集团

（3）房地产开发

跟踪期内，该公司保障房业务主要由子公司南通瑞城置业有限公司（简称“瑞城置业”）及南通市沪海房地产开发有限公司（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。目前海门区保障房项目建设主要由江苏海鸿投资控股集团有限公司（简称“海鸿集团”）统筹负责，除了存量项目，公司不再负责海门区本级的保障房项目，新增的保障房项目主要来源于海门区所属乡镇、园区。

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 174.83 万平方米，累计投入资金 53.65 亿元。截至 2021 年末，公司上述已完工保障房项目已销售面积 145.57 万平方米，已回笼资金 34.27 亿元，受安置进度影响资金回笼较慢。2021 年，公司确认保障房销售收入 5.01 亿元，毛利率为 6.69%，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 2021 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	回笼资金	完工时间
嘉陵江北一区二期拆迁安置房	2.37	6.52	5.84	2.16	2014 年
汇智园小区	3.53	11.64	10.17	3.96	2014 年
绿茵家园拆迁安置房	4.30	10.63	6.86	2.18	2014 年
绿茵河畔拆迁安置房	1.50	4.93	3.64	1.12	2013 年
滨江工贸配套拆迁安置房	1.20	4.39	4.11	1.16	2014 年
嘉陵江北二区南侧地块拆迁安置房	3.25	10.13	8.48	2.59	2013 年
浦西小区地块拆迁安置房	4.96	14.54	12.64	4.94	2013 年
浦江小区地块拆迁安置房南侧	2.67	12.48	10.48	2.63	2013 年
东海新村拆迁安置房	7.70	23.91	14.39	3.36	2016 年
绿茵水岸 1、2 期拆迁安置房	0.81	6.95	2.22	0.56	2016 年
福海嘉园拆迁安置房	2.05	8.55	6.58	1.85	2015 年
尚贤新村拆迁安置房	8.85	27.13	27.13	5.77	2016 年
大桥新村拆迁安置房	7.11	21.24	21.24	1.25	2018 年
立新小区 7、8 期拆迁安置房	1.69	7.79	7.79	0.40	2018 年
定海新村一期拆迁安置房	1.66	4.02	4.02	0.34	2019 年
合计	53.65	174.83	145.57	34.27	--

资料来源：海润集团

该公司目前主要在建和拟建保障房项目包括正余申海、崇秀新村二期拆迁安置房、立新小区 9 期、绿茵水岸二期等，建筑面积 67.28 万平方米，计划总投资 28.70 亿元，截至 2021 年末已投资 2.46 亿元。

图表 8. 截至 2021 年末公司主要在建和拟建保障房项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	建设周期 (年-年)	计划总投资	已投资
在建项目：				
正余申海	7.48	2021-2023	4.30	0.67
崇秀新村二期拆迁安置房	10.00	2019-2021	3.00	1.79
在建项目小计	17.48	--	7.30	2.46
拟建项目：				
立新小区 9 期	8.70	2022-2024	3.90	--
绿茵水岸二期	9.50	2022-2024	3.50	--
东江花园	11.60	2022-2024	6.00	--
崇秀新村三期	20.00	2022-2024	8.00	--
拟建项目小计	49.80	--	21.40	--
合计	67.28	--	28.70	2.46

资料来源：海润集团

(4) 经营性项目

跟踪期内，该公司仍承担了海门区部分经营性项目的建设、运营和管理职能。为补充、提升城市功能，海门区政府规划了一批经营性项目，如文化中心、长海商务大厦、体育中心、秀泽园和长三角药物创新中心等。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。

截至 2021 年末，该公司已完成了文化中心和长海商务大厦的建设，累计投入资金 7.65 亿元。其中长海商务大厦部分办公楼已对外出租，截至 2021 年末已出租面积 0.35 万平方米，年租金约为 430 万元。公司目前主要在建经营性项目包括体育中心、秀泽园和长三角药物创新中心，项目建筑面积 24.70 万平方米，计划总投资 23.50 亿元，截至 2021 年末已投资 9.41 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 2021 年末已投资 4.84 亿元；该项目已于 2020 年开始预售，截至 2021 年末已销售面积 4.73 万平方米，实现销售额 8.21 亿元，待售面积 0.55 万平方米。此外，公司暂无拟建经营性项目。

图表 9. 截至 2021 年末公司主要在建经营性项目情况（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）
体育中心	6.50	2.42	6.00	2019-2022
秀泽园	7.00	5.60	6.70	2019-2022
长三角药物创新中心	10.00	2.15	12.00	2020-2022
合计	23.50	10.17	24.70	--

资料来源：海润集团

(5) 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。公司上游供应商主要为贸易和建材批发企业，包括南通市经济技术开发区物贸集团有限公司、海门市乾麦建材有限公司、海门市苏豫建筑材料有限公司、沿海西本供应链南通有限公司、江苏云之钢钢铁贸易有限公司等，2021 年度前五大供应商采购占比为 84.15%；下游客户主要为建材批发、金属批发及建筑施工企业，包括杭州裕伟钢铁有限公司、江苏南通三建集团股份有限公司（简称“南通三建”）、江苏新东吴金属材料有限公司、江苏祥升泰金属科技有限公司、海门市久豪建材有限公司等，2021 年度前五大客户销售占比为 68.65%，公司上下游客户集中度较高。由于贸易量下降，2021 年公司实现商品销售收入 5.41 亿元，较上年下降 13.89%；公司贸易业务利润主要来自购销差价，目前盈利空间有限，2021 年毛利率为 3.97%。

图表 10. 2021 年公司贸易业务主要客户及供应商明细（单位：%）

客户名称	2021 年销售占比	供应商名称	2021 年采购占比
杭州裕伟钢铁有限公司	26.76	南通市经济技术开发区物贸集团有限公司	59.22

客户名称	2021 年 销售占比	供应商名称	2021 年 采购占比
江苏南通三建集团股份有限公司	15.93	海门市乾麦建材有限公司	7.79
江苏新东吴金属材料有限公司	10.22	海门市苏豫建筑材料有限公司	6.16
江苏祥升泰金属科技有限公司	8.26	沿海西本供应链南通有限公司	5.54
海门市久豪建材有限公司	7.48	江苏云之钢钢铁贸易有限公司	5.44
合计	68.65	合计	84.15

资料来源：海润集团

(6) 水务业务

该公司水务业务涉及自来水销售、污水处理等。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。随着管网长度和售水量的增加，2021 年公司自来水销售业务实现收入 1.43 亿元，较上年增长 15.21%；毛利率为 15.17%，较上年下降 7.83 个百分点，主要系管网折旧等成本增加所致。

图表 11. 公司供水业务经营情况

指标	2019 年	2020 年	2021 年
管网长度（公里）	1353	1438	1512
供水能力（万 m ³ /日）	16	16	16
供水总量（万 m ³ ）	8074	8873	9682
售水总量（万 m ³ ）	7131	7517	8518
供水产销差率（%）	12	15	12
用户数（万户）	16.63	18.29	19.03

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。2021 年，公司实现污水处理收入 0.37 亿元；受政策定价影响，污水处理收入无法覆盖成本支出，但政府对公司污水处理业务给予财政补贴，当年污水处理业务亏损 0.14 亿元，公司收到污水处理补贴 0.30 亿元，可完全弥补相应亏损。

图表 12. 公司污水处理业务经营情况

指标	2019 年	2020 年	2021 年
污水处理能力（万吨/年）	4380	4380	5840
实际污水处理量（万吨）	3637.17	4304.23	5149.07
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	98	95

资料来源：海润集团

(7) 其他业务

该公司租赁业务主要系公司将新人民医院、文峰广场、时代超市、富丽大厦和百货大楼等物业资产对外出租，2021 年实现租赁收入 1.54 亿元，毛利率为 58.69%。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医院，租赁期限 10 年，2021 年租金为 1.27 亿元。除上述业务外，公司还有少量文旅、咨询服务等业务，2021 年实现收入 1.31 亿元，毛利率为 69.48%，对公司整体营业收入和盈利能力形成一定补充。

管理

跟踪期内，该公司在组织结构和经营管理制度方面有一定调整；公司实际控制人未发生变化。

跟踪期内，该公司对组织结构进行调整，目前公司下设综合管理部、工程管理部、财务融资部、投资发展部、风险管理部、金融管理部六个职能部门；同时公司重新制定或修订了《投资管理办法》等制度，以适应新的发展需要。公司实际控制人未发生变化。截至 2021 年末公司注册资本及实收资本仍为 45 亿元，股东和实际控制人仍为南通市海门区政府国有资产监督管理委员会（简称“海门区国资办”）。

跟踪期内，该公司仍与关联企业存在一定规模的资金往来。截至 2021 年末，公司被关联方占用资金 24.99 亿元，其中公司被参股的南京江洲盛瑞置业有限公司（简称“盛瑞置业”）占用资金 10.07 亿元；公司占用关联方资金 0.83 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开平台信息 2021 年 6 月 17 日查询结果，该公司本部不存在异常情况。根据公司提供的 2022 年 5 月 20 日的《企业信用报告》，公司本部近三年无违约情况发生；公司本部对外担保中有关注类担保余额 1.25 亿元和不良类担保余额 5.50 亿元，根据公司提供的说明，系公司对南通三建银行借款提供的担保，因南通三建已被列入失信被执行人名单以及部分债务利息逾期等情况，南通三建的借款被列为关注类和不良类，公司已要求南通三建提供股权质押、房屋资产抵押等足值反担保措施，目前南通三建正在进行债务重组。

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、以往来款为主的其他应收款项以及参股公司股权，资产实际流动性一般；公司货币资金仍有限，即期债务偿付压力大。公司持续获得财政补助，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，其中担保对象南通三建已被列入失信被执行人名单，公司存在一定代偿风险。

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 2021 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。

2021 年，该公司通过投资设立新增了上海海沂商贸有限公司、南通市润泰建筑安

装工程有限公司、南通瑞达置业有限公司、南通嘉宸置业有限公司、南通嘉泽置业有限公司等 18 家子公司。截至 2021 年末，公司纳入合并范围的子公司共 45 家。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

跟踪期内，主要因该公司刚性债务持续扩张以及应付工程款增加，2021 年末总负债较上年末增长 11.89%至 341.30 亿元；受此影响，资产负债率较上年末上升 1.33 个百分点至 58.28%。从负债期限结构来看，公司负债仍以非流动负债为主，2021 年末长期债务比为 129.46%。

该公司负债仍主要集中于刚性债务，2021 年末刚性债务较上年末增长 11.43%至 309.15 亿元，增量主要来源于债券融资。公司刚性债务主要由金融机构借款和债券融资构成，2021 年末金融机构借款和债券融资占刚性债务的比重分别为 51.64%和 47.02%。金融机构借款余额为 159.64 亿元，其中银行借款余额为 147.23 亿元，借款年利率主要为 3.45%-6.90%；信托借款余额为 3.00 亿元，借款年利率为 5.71%；租赁借款余额为 9.41 亿元，借款年利率为 4.35-8.47%。从借款方式看，金融机构借款主要为保证借款、信用借款、抵押借款和质押借款，年末余额分别为 49.36 亿元、44.55 亿元、32.85 亿元和 32.89 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“一年内到期的应付债券”和“短期公司债券”）余额为 145.36 亿元，系公司本部发行的企业债券、中期票据、公司债、定向融资工具等。此外，2021 年末刚性债务还包括应付利息 4.15 亿元。

该公司负债还分布于应付账款和合同负债，2021 年末占负债总额的比重分别为 4.18%和 2.34%。其中应付账款余额较上年末增长 58.30%至 14.28 亿元，主要系未付工程款增加所致；公司将预收房产销售款和工程建设款调整至“合同负债”科目，预收款项较上年末下降 93.25%至 0.69 亿元，合同负债增至 7.99 亿元，年末主要包括预收房产销售款 7.56 亿元和预收工程建设款 0.43 亿元。

或有负债方面，截至 2021 年末，该公司对外担保余额为 79.98 亿元，较上年末增长 8.63%，对外担保比率为 32.73%。从担保对象来看，涉及的企业及单位共 22 家，包括地方国有企业、建筑施工企业等。其中公司对南通三建的担保余额为 6.27 亿元，均设有反担保措施；经公开信息查询，南通三建已被列入失信被执行人，目前正在进行债务重组；除南通三建外，其他被担保企业运营正常。总体看，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
南通市恒朗建设工程有限公司	16.41	20.52
南通市瀚泽建设实业发展有限公司	13.35	16.69
南通市瀚明基础设施建设有限公司	7.46	9.33
南通市祥通建设实业有限公司	7.19	8.99
江苏南通三建集团股份有限公司	6.27	7.84
南通市海门正丰建设投资有限公司	3.52	4.40

被担保单位名称	担保余额	占比
南通通海港口有限公司	3.44	4.31
江苏海鸿投资控股集团有限公司	3.16	3.95
南通市海泰城市污水处理有限公司	2.74	3.42
南通市拓日建设发展有限公司	2.70	3.38
南通东盛水利建设有限公司	2.60	3.25
南通市海门苏海水务有限公司	1.93	2.42
江苏叠石桥家纺产业集团有限公司	1.89	2.36
南京江洲盛瑞置业有限公司	1.40	1.75
江苏海晟控股集团有限公司	1.00	1.25
南通海恒水利建设有限公司	1.00	1.25
海门市达源水务有限公司	0.87	1.08
江苏长江口开发集团有限公司	0.70	0.88
南通市海门鹏天建设有限公司	0.66	0.83
江苏海奕控股集团有限公司	0.60	0.75
南通市海门海景交通建设工程有限公司有限责任公司	0.59	0.74
南通空港产业集团有限公司	0.51	0.63
合计	79.98	100.00

资料来源：海润集团（截至 2021 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有所波动，2021 年公司营业收入现金率为 120.28%，较上年下降 8.25 个百分点。公司土地整理、市政工程、保障房和经营性项目持续投入，当年经营活动产生的现金流量净额为-3.60 亿元。2021 年公司投资活动现金流出主要体现为购置房屋、长三角药物创新中心等经营性项目开发投入增加以及新增对盛瑞置业、南通招润置业有限公司（简称“招润置业”）等企业出资，当年投资性现金净流量为-36.24 亿元。公司主要依靠取得金融机构借款、发行债券、政府资金注入等方式弥补非筹资性资金缺口，2021 年筹资性现金净流量为 14.58 亿元。

（3）资产质量分析

得益于政府资金注入、联营企业资本增加以及经营积累，2021 年末该公司所有者权益较上年末增长 5.94%至 244.35 亿元。2021 年末公司实收资本仍为 45.00 亿元；资本公积较上年末增长 6.98%至 164.22 亿元，主要系海门区政府向公司注入货币资金 7 亿元以及联营企业海晟集团和海鸿集团资本增加所致；未分配利润较上年末增长 10.28%至 30.71 亿元。

跟踪期内，随着项目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。2021 年末，公司资产总额较上年末增长 9.33%至 585.65 亿元。公司资产主要分布于货币资金、应收账款、其他应收款、存货、长期股权投资、投资性房地产、固定资产，2021 年末占资产总额的比重分别为 10.09%、2.53%、16.73%、38.90%、15.33%、5.41%、5.37%。

其中货币资金余额 59.07 亿元，其中可动用货币资金 43.62 亿元。应收账款余额 14.84 亿元，较上年末增长 26.77%，主要系应收项目回购款、安置房销售款以及货款增加所致。其他应收款余额 98.01 亿元，较上年末下降 10.56%，主要系往来款减少所致，年末主要包括应收海门区财政局往来款 24.94 亿元、盛瑞置业往来款 10.07 亿元、应收南通市海泰城市污水处理有限公司往来款 9.43 亿元、应收招润置业往来款 5.60 亿元、应收南通市海门城建燃气有限公司往来款 4.73 亿元。由于工程建设项目、保障房项目以及土地开发整理的投入持续增加，存货规模较上年末增长 10.00%至 227.80 亿元。由于新增对盛瑞置业、招润置业等企业出资以及参股公司投资收益增加，长期股权投资较上年末增长 27.69%至 89.80 亿元，年末主要是无偿划拨的海晟集团和海鸿集团股权²。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，由于外购房屋和建筑物，投资性房地产较上年末增长 40.19%至 31.67 亿元。由于文体中心等项目完工后由在建工程转入固定资产，加之购置房屋建筑物及管网设施等，固定资产较上年末增长 27.74%至 31.45 亿元。此外，由于商业承兑汇票减少，应收票据较上年末下降 86.91%至 0.33 亿元。由于预付购买土地款，预付款项较上年末增长 521.12%至 8.41 亿元。由于购买理财产品以及预交税费增加，其他流动资产较上年末增长 185.17%至 4.89 亿元。公司将可供出售金融资产调整至“其他权益工具投资”科目和“其他非流动资金融资产”科目，加之新增对江苏南通农村商业银行股份有限公司等投资，其他权益工具投资增至 7.81 亿元，其他非流动资金融资产增至 1.86 亿元。由于长三角药物创新中心等经营性项目开发投入增加，在建工程较上年末增长 67.19%至 7.02 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，2021 年末流动比率为 277.89%。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、以往来款为主的其他应收款项以及参股公司股权，资产实际流动性一般。公司货币资金仍有限，对流动负债及短期刚性债务的保障偏弱，2021 年末现金比率和短期刚性债务现金覆盖率分别为 39.71%和 50.20%。

图表 14. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末
流动比率（%）	292.87	297.09	277.89
现金比率（%）	53.52	52.91	39.71
短期刚性债务现金覆盖率（%）	60.53	65.47	50.20

资料来源：海润集团

截至 2021 年末，该公司受限资产合计 58.64 亿元，占资产总额的 10.01%。其中货币资金 15.45 亿元因用于借款质押而受限，存货中账面价值 39.43 亿元的土地使用权、投资性房地产中账面价值 2.97 亿元的物业资产、无形资产中账面价值 0.79 亿元的土地使用权均因用于借款抵押而受限。

² 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。

图表 15. 截至 2021 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	15.45	26.15	质押
存货	39.43	17.31	抵押
投资性房地产	2.97	9.38	抵押
无形资产	0.79	34.97	抵押

资料来源：海润集团

3. 公司盈利能力

2021 年，该公司综合毛利为 3.88 亿元，较上年变动不大。公司营业毛利主要来源于租赁业务、土地整理业务、保障房销售业务和工程建设业务，上述业务合计对毛利的贡献率为 68.95%。公司期间费用仍较高，2021 年为 3.36 亿元，较上年增长 15.89%，主要系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和销售费用相应增加所致；同年公司期间费用率为 14.66%，较上年上升 1.87 个百分点。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，2021 年公司获得政府补助 1.46 亿元。因参股的海鸿集团、海晟集团等公司盈利，2021 年公司实现投资收益 1.77 亿元。2021 年公司营业利润和净利润分别为 3.53 亿元和 3.09 亿元，分别较上年下降 2.65%和 5.29%。

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，公司营业收入和毛利率水平较上年保持稳定。2021 年公司实现营业收入 22.94 亿元，较上年增长 1.12%；毛利率为 16.90%。得益于政府资金注入、联营企业资本增加以及经营积累，公司资本实力进一步增强，2021 年末公司所有者权益较上年末增长 5.94%至 244.35 亿元。

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。2021 年，公司获得海门区政府资金注入 7.00 亿元以及政府补助 1.46 亿元。

该公司与主要合作金融机构保持良好合作关系，截至 2021 年末，公司共获得主要合作银行的授信额度 227.46 亿元，已使用 190.05 亿元，尚有 37.41 亿元未使用。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 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”）³）、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”）⁴）分别认购 0.80 亿股、0.60 亿股和 19.10 亿股。截至 2021 年末，中合担保注册资本为 71.76 亿元，无实际控制人，股权结构如图表 1 所示：

图表 16. 截至 2021 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。

2022 年 4 月 24 日，海南高院裁定确认海航集团有限公司等三百二十一家公司已执行完毕《海航集团有限公司等三百二十一家公司实质合并重整案重整计划》，中合担保第一大股东为海航科技，持股 26.62%，第三大股东为海航资本，持股 16.72%，海航资本为 321 家公司名单中企业，同时，根据海航科技发布的《海航科技股份有限公司关于实际控制人发生变更的提示性公告》，海航科技控股股东仍为海航科技集团有限公司，实际控制人由海南省慈航公益基金会变更为无实际控制人。目前，海航集团有限公司的破产重整对中合担保的影响尚不明确。新世纪评级将持续关注中合担保股权结构的变化情况及对中合担保经营等方面的影响。

³ 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。

⁴ 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。

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，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2021年末，中合担保经审计的合并口径资产总额为83.55亿元，期末在保余额423.25亿元，净资产为73.13亿元，融资担保责任余额为342.35亿元，融资担保责任余额的净资产放大倍数为4.70倍；2021年度，中合担保实现营业收入5.91亿元⁵，其中担保业务净收入3.96亿元，已赚保费3.89亿元，投资收益2.06亿元，实现净利润1.58亿元。

近年来，受宏观经济增速放缓影响，民营及中小企业的经营环境恶化，中合担保代偿规模虽维持在较高水平，但呈现略微下降的态势，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股权质押的处置仍存在不确定性，中合担保面临较大的追偿压力。2021年，中合担保的担保发生额较上年有所增加，但由于解保金额较大，担保业务规模有所下降，融资性担保责任放大倍数有所降低。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的影响。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。2021年，中合担保营业收入水平与上年基本持平；受资产质量拖累，信用减值损失计提规模仍维持高位，但较上年显著下降，使得中合担保财务表现显著好于上年，实现扭亏为盈。

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。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。2021年公司营业收入和毛利率水平较上年保持稳定；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，且资金回笼进度较慢，中短期内存在一定的投融资压力。

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、

⁵ 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。

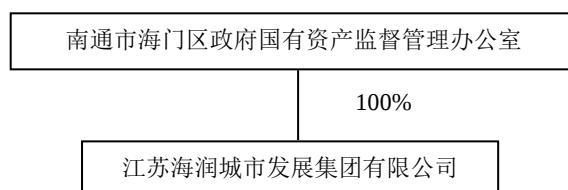
以往来款为主的其他应收款项以及参股公司股权，资产实际流动性一般；公司货币资金仍有限，即期债务偿付压力大。公司持续获得财政补助，同时联营企业投资收益也可对公司盈利形成一定补充。此外，公司年末未清担保余额较大，其中担保对象南通三建已被列入失信被执行人名单，公司存在一定代偿风险。

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）公司投资项目后续投入、回款及债务偿付情况；（4）公司经营性业务拓展情况；（5）对外担保产生的或有损失风险；（6）公司到期刚性债务兑付情况；（7）担保方信用质量变化情况等。

附录一：

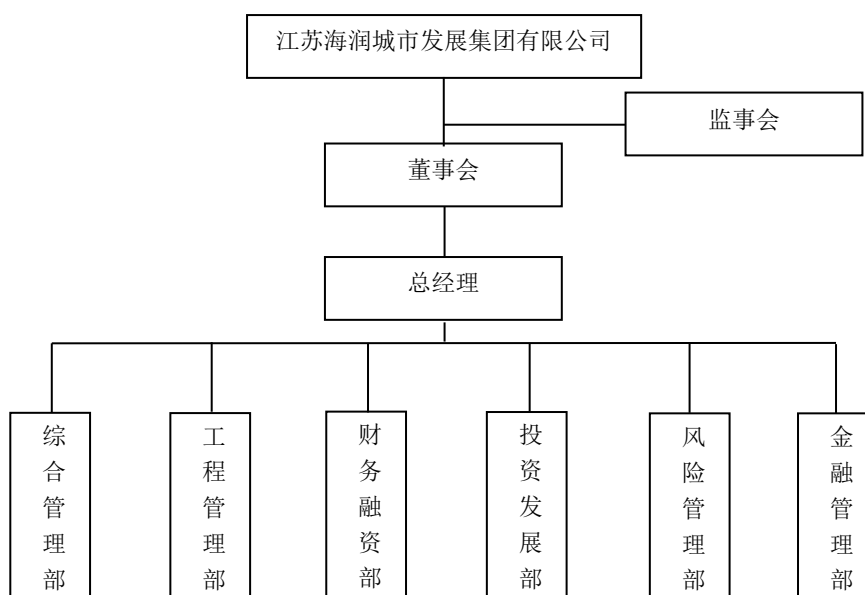
公司股权结构图



注：根据海润集团提供的资料绘制（截至 2021 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 2021 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	2021 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	219.41	220.91	2.37	1.76	4.79	本部
南通市开源产业投资有限公司	开源公司	77.87	市政基础设施建设	12.59	14.00	1.13	0.12	-6.48	
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	4.60	6.15	3.13	0.02	2.12	
南通市沪海房地产开发有限公司	沪海房地产	100.00	房地产开发	2.34	2.19	1.11	0.20	1.56	
南通市卓璟贸易有限公司	卓璟贸易	100.00	商品贸易	10.15	1.20	5.31	0.09	-5.60	

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]	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额 [亿元]	486.49	535.67	585.65
货币资金 [亿元]	67.72	72.37	59.07
刚性债务[亿元]	250.59	277.45	309.15
所有者权益 [亿元]	220.07	230.64	244.35
营业收入[亿元]	21.45	22.69	22.94
净利润 [亿元]	2.63	3.26	3.09
EBITDA[亿元]	5.91	7.31	7.53
经营性现金净流入量[亿元]	6.39	2.39	-3.60
投资性现金净流入量[亿元]	-6.09	-10.04	-36.24
资产负债率[%]	54.76	56.94	58.28
长短期债务比[%]	110.57	123.01	129.46
权益资本与刚性债务比率[%]	87.82	83.13	79.04
流动比率[%]	292.87	297.09	277.89
速动比率[%]	126.51	144.69	119.09
现金比率[%]	53.52	52.91	39.71
短期刚性债务现金覆盖率[%]	60.53	65.47	50.20
利息保障倍数[倍]	0.44	0.47	0.47
有形净值债务率[%]	122.17	133.22	141.05
担保比率[%]	51.40	31.92	32.73
毛利率[%]	14.52	16.93	16.90
营业利润率[%]	14.22	15.99	15.39
总资产报酬率[%]	1.18	1.14	1.03
净资产收益率[%]	1.33	1.45	1.30
净资产收益率*[%]	1.33	1.45	1.30
营业收入现金率[%]	96.11	128.52	120.28
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	6.44	1.81	-2.52
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	2.83	0.90	-1.23
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	0.30	-5.81	-27.90
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	0.13	-2.90	-13.58
EBITDA/利息支出[倍]	0.50	0.58	0.61
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 2019-2021 年度财务数据整理、计算。

附录五：

中合担保主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标	2019 年	2020 年	2021 年
实收资本（亿元）	71.76	71.76	71.76
股东权益（亿元）	80.79	73.05	73.13
总资产（亿元）	101.94	83.78	83.55
货币资金（亿元）	1.21	5.15	5.85
风险准备金（亿元）	28.69	26.02	19.08
营业收入（亿元）	10.22	5.91	5.91
担保业务收入（亿元）	7.58	5.92	3.96
营业利润（亿元）	0.20	-9.36	1.88
净利润（亿元）	0.29	-6.52	1.58
平均资本回报率（%）	0.35	-8.48	2.16
风险准备金充足率（%）	4.21	5.10	5.57
担保放大倍数（倍）	-	-	-
担保责任放大倍数（倍）	8.28	7.01	4.70
担保发生额（亿元）	39.46	29.44	37.84
期末担保余额(亿元)	837.04	626.28	423.25
期末融资担保责任余额（亿元）	681.45	510.38	342.35
累计担保代偿率（%）	5.66	5.24	4.36
累计代偿回收率（%）	22.85	26.14	26.06
累计代偿损失率（%）	0.74	23.69	45.80

注 1：根据中合担保经审计的 2019-2021 年财务数据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。

附录六：
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 ⁺

附录七：
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的名称及版本	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	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)	报告链接
	本次评级	2022年6月29日	AA+/稳定	张琪、徐丽	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	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)	报告链接
	本次评级	2022年6月29日	AAA	张琪、徐丽	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。

附录八：

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
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/期末融资担保责任余额×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。

附录九：

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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。