



内部编号: 2024060781

江苏海润城市发展集团有限公司 19 海城投债

跟踪评级报告

项目负责人 罗媛媛  lyy@shxsj.com
曾斯棋  zengsiqi@shxsj.com
项目组成员: 鞠海龙 
评级总监:

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



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.

声明

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调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

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，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、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。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

评级概要

编号:【新世纪跟踪(2024)100650】

评级对象: 江苏海润城市发展集团有限公司 19 海城投债

19 海城投债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA+/稳定/AAA/2024 年 6 月 28 日

前次跟踪: AA+/稳定/AAA/2023 年 6 月 28 日

首次评级: AA+/稳定/AAA/2018 年 8 月 14 日



评级观点

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,地方经济保持增长,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 海城投债提供全额无条件不可撤销的连带责任保证,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较大规模,已有被担保企业失信,存在一定代偿风险。

评级结论

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,本评级机构维持公司 AA+ 主体信用等级;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。

未来展望

本评级机构预计海润集团信用质量在未来 12 个月持稳,维持其主体信用评级展望为稳定。

主要财务数据及指标				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度
发行人母公司口径数据:				
货币资金 (亿元)	42.02	18.13	6.59	20.41
刚性债务 (亿元)	219.41	201.45	196.54	193.27
所有者权益 (亿元)	220.91	222.14	220.25	220.71
经营性现金净流入量 (亿元)	4.79	2.70	30.46	34.62
发行人合并口径数据及指标:				
总资产 (亿元)	585.65	585.56	611.64	641.01
总负债 (亿元)	341.30	338.61	363.75	392.20
刚性债务 (亿元)	309.15	308.67	324.27	353.55
所有者权益 (亿元)	244.35	246.96	247.89	248.80
营业收入 (亿元)	22.94	25.19	26.08	6.56
净利润 (亿元)	3.09	3.13	2.95	0.90
经营性现金净流入量 (亿元)	-3.60	7.42	7.55	27.45
EBITDA (亿元)	7.53	7.83	7.86	—
资产负债率[%]	58.28	57.83	59.47	61.19
权益资本/刚性债务[%]	79.04	80.01	76.45	70.37
长短期债务比[%]	129.46	128.56	92.22	97.21
短期间性债务现金覆盖率[%]	50.20	32.65	16.83	34.53
EBITDA/利息支出[倍]	0.61	0.53	0.56	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.02	—
担保人合并口径数据及指标:				
总资产[亿元]	83.55	82.18	86.09	--
所有者权益[亿元]	73.13	73.97	73.12	--
融资性担保责任余额[亿元]	342.35	271.66	213.35	--
融资性担保责任放大倍数[倍]	4.7	3.68	2.92	--
累计担保代偿率[%]	4.36	1.92	0.87	--

注：发行人数据根据海润集团经审计的 2021-2023 年及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算；担保人数据根据中合担保经审计的 2021-2023 年财务数据整理、计算

发行人本次评级模型分析表			
适用评级方法与模型：城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）			
评级要素			风险程度
个体信用	业务风险		2
	财务风险		4
	初始信用级别		aa ⁻
	调整因素	合计调整	0
		其中：①ESG 因素	0
		②表外因素	0
		③业务持续性	0
		④其他因素	0
	个体信用级别		aa ⁻
外部支持	支持因素		+2
主体信用级别			AA ⁺
调整因素：(0)			
无			
支持因素：(+2)			
该公司系海门区城市基础设施建设和经营公用事业资产的综合运营服务商，可获政府支持。			

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（分别简称“19 海城投债”）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 2023 年财务报表、未经审计的 2024 年第一季度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 海城投债，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。中合中小企业融资担保股份有限公司（简称“中合担保”）为本次债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。截至 2024 年 5 月末，19 海城投债募集资金全部使用完毕，待偿还债券本金余额为 5.60 亿元。

数据基础

中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2023 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2024 年第一季度财务报表未经审计。公司执行企业会计准则及其补充规定。

2023 年，该公司通过投资设立新增了南通嘉安置业有限公司、上海韵沂商贸有限公司、南通嘉合置业有限公司和南通嘉升置业有限公司等 4 家子公司，同时将海门海洲环境监测有限公司转让给南通市祥通建设实业有限公司，新设及转让的子公司规模均不大，上述合并范围变动对公司整体影响有限。2024 年一季度，公司新设立江畔酒店管理(南通)有限公司。截至 2024 年 3 月末，公司纳入合并范围的子公司共 54 家。

业务

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。2023 年海门区财税收入恢复性增长，但预算平衡对补助收入有一定依赖；作为地方财力主要构成的政府性基金收入实现易受土地市场景气度影响，海门区房地产及土地市场持续疲软，地方财力增长承压。跟踪期内，该公司仍是海门区城市基础设施建设和经营公用事业资产的综合运营服务商。2023 年主要得益于商品房项目持续结转，加之贸易规模扩张，公司营业收入较上年有所上升；同期公司以土地整理、市政工程、保障房和商业地产为主的项目投资仍有一定资本支出需求，而资金回笼进度较慢，中短期内存在一定的资金平衡压力。

1. 外部环境

（1）宏观因素

2024 年第一季度，全球经济景气度和贸易活动有所好转，经济体间的分化持续。经济增长与通胀压力的差异或促使欧洲央行较美联储更早开启降息，日本央行退出负利率政策在短期内的影响有限；持续攀升的债务规模推升风险，特别是在强势美元与利率高位的背景下，发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变、保护主义盛行、地缘冲突多发等将带来负面影响。

我国经济平稳开局，为实现全年增长目标打下良好基础，但仍面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。就业形势总体平稳，价格水平在低位运行。服务业生产活动受高基数影响增速放缓；工业生产稳步提升，企业经营绩效边际改善，其中有色、化工及电子信息制造表现相对较好。消费增速回落，维持服务消

费强、商品消费偏弱的格局，促消费政策的成效有待释放；制造业、基建投资增速均回升，房地产投资继续收缩；出口改善的持续性有待观察，对美欧日出口降幅明显收窄，对“一带一路”沿线国家和地区的出口表现相对较好。内外利差较大促使人民币对美元面临阶段性贬值压力，但人民币对一篮子货币有效汇率基本稳定，境外机构对境内股票、债券投资规模增加。

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；短期内宏观政策将维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。我国积极的财政政策适度加力、提质增效，财政支出节奏较上年加快，专项债及超长期国债等财政资金将有力地发挥带动作用；稳健货币政策灵活适度、精准有效，保持流动性合理充裕，央行在通过“降准”、“降息”促进社会综合融资成本稳中有降的同时，运用抵押补充贷款、再贷款等多种政策组合积极配合“三大工程”建设以及大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案。

经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计 2024 年我国经济增速有所放缓；基数效应的褪去及居民大额商品的消费意愿不足导致消费增速回落；制造业投资保持较快增长，基建投资稳增长的功能持续，房地产业投资依旧低迷；出口表现仍具不确定性，价格回升和海外制造业补库或带动出口增速有所提高。在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

（2）行业因素

在我国基础设施建设快速推进的过程中，城投企业作为其中的主要参与者，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。而后，政府隐性债务的管理及化解也被提上日程。坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量成为地方债务风险管控的主基调，也是城投债务管控的主导方向。一方面，地方政府通过城投新增融资的行为受限，城投企业融资环境总体趋严；但另一方面，基础设施建设在稳增长中的作用仍受到肯定，存量融资的接续工作始终受到重视，政策端为隐性债务周转仍留有空间。

主要受房地产及土地市场行情下滑，公共卫生支出等需求扩大影响，地方财政给予城投的回款进度放缓，城投企业债务周转压力有所加大。短期内，金融资源化债是相对主要且有效的化债方式，尤其在中央提出制定实施一揽子化债方案后，地方积极落实响应，特殊再融资债券等化债措施较快落实，此外政策端有意引导商业银行参与化债，央行也表示必要时对债务负担相对较重的地区提供应急流动性支持。短期内化债求稳的政策意图相对明确，城投债务周转的安全性预期得到加强。

政策导向支持地方政府通过并购重组、注入资产等方式，逐步剥离融资平台政府融资功能，转型为市场化企业。中期来看，政府投资带动作用仍被强调，保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设属需积极推动的领域，数字经济、先进制造业和现代服务业等相关服务于区域经济转型的引导性投资列于重要地位。在企业与政府推行市场化合作的基础上，相关基础设施和重大项目建设有望持续获得金融支持。与此同时，地方的化债进程将持续推进，在已明确的分级责任制下，自上而下的债务管控持续严格，高层级平台的统筹职能或被加强，低层级平台融资自主性或受考验。

长期来看，无实业支撑的投融资平台的发展空间受限，城投企业需提高自身收入及资产质量以保障可持续经营能力，其可通过参与城市运营、提供城市服务、进行产业投资等获取市场化现金流，并逐步化解存量债务。城市服务收入的规模化与经济性，产业对基建的反哺对区域的经济水平、资源禀赋、人口集聚等具有较高要求，各地城投转型资源条件存在较大差异。从全国范围来看，由于各地资源禀赋和经济发展水平不同，城投转型也将呈现差异化特征。

（3）区域因素

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。2023 年末全区常住人口 99.69 万人，城镇化率为 69.30%。

随着沪通铁路一期建成通车，海门区交通条件进一步完善。水运方面，南通港是国家主枢纽港，也是上海国际航

运中心组合港的主要成员，拥有长江岸线 4166 米，千吨级以上公用生产泊位 24 座，其中万吨级以上 14 座，最大靠泊能力为 20 万吨级；海门港新区也建有 10 万吨级通用码头。公路方面，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。铁路方面，沪通铁路一期通车情况良好，海太长江隧道正式开工，同时从上海经过海门至南京方向的北沿江高铁江苏段全线开工。

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。2023 年海门区实现地区生产总值 1664.67 亿元，增长 5.1%，增速较上年提升 2.5 个百分点。其中第一产业增加值 77.60 亿元，同比增长 3.0%；第二产业增加值 808.10 亿元，同比增长 4.7%；第三产业增加值 778.90 亿元，同比增长 5.8%；三次产业结构由上年 4.7:49.3:46.0 调整为 4.7:48.5:46.8。2024 年第一季度，海门区实现地区生产总值 432.40 亿元，同比增长 7.3%。

图表 1. 海门区主要经济数据（单位：%）

指标	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年第一季度	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值（亿元）	1569.33	9.4	1621.68	2.6	1664.67	5.1	432.40	7.3
人均地区生产总值（万元）	15.81	--	16.31	--	16.71	--	--	--
人均地区生产总值倍数（倍） ¹	1.94	--	1.90	--	1.87	--	--	--
规模以上工业增加值（亿元）	--	12.9	--	6.0	--	6.6	--	--
全社会固定资产投资（亿元）	--	2.1	--	4.1	--	3.0	--	--
社会消费品零售总额（亿元）	506.43	16.9	500.22	-1.2	516.95	3.3	159.74	3.3
进出口总额（亿元）	322.47	27.3	344.28	11.8	353.32	2.7	52.02	-45.0
三次产业结构	4.6:49.1:46.3		4.7:49.3:46.0		4.7:48.5:46.8		--	
城镇居民人均可支配收入（万元）	5.92	9.0	6.15	3.9	6.45	4.9	--	--

注：根据海门区国民经济和社会发展统计公报、海门区人民政府网站整理

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。2023 年全区规模以上工业增加值同比增长 6.6%，规模以上工业总产值同比增长 5.5%。战略性新兴产业产值占比达 28%，制造业税收贡献度达 46.23%，分别较上年提升 6.50 个和 5.93 个百分点。2023 年新增“四上”企业 260 家、规上工业企业 89 家，中天钢铁成为全区首个 300 亿级企业；实施智能化改造数字化转型项目 554 个，新增国家“两化”融合贯标企业 7 家、绿色工厂 2 家，获评省五星级上云企业 2 家、绿色发展领军企业 3 家、智能车间 5 家。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，2023 年叠石桥市场线上线下成交额达 1450 亿元。2023 年建筑业承压发展，当年实现总产值 2116 亿元，同比下降 7.9%，同年末全区拥有资质以上建筑业企业 672 家，包括特级资质建筑企业 4 家，一级资质建筑企业 68 家，二级资质建筑企业 146 家。

跟踪期内，海门区固定资产投资增长承压。2023 年海门区固定资产投资较上年增长 3.0%，其中工业投资下降 15.8%。全年房地产开发投资 93.31 亿元，同比下降 12.54%；商品房竣工面积 244.32 万平方米，同比增长 111.06%；商品房销售面积 42.24 万平方米，同比下降 5.78%，其中住宅销售面积 38.06 万平方米，同比下降 1.27%。2023 年海门区消费市场企稳，全年全区实现社会消费品零售总额 516.95 亿元，比上年增长 3.3%；同年进出口贸易持续走弱，全年全区完成进出口总额 353.32 亿元，增长 2.7%。

土地交易市场方面，受土地控量供应及房地产市行情等因素影响，2023 年海门区土地出让总面积进一步缩减，其中住宅用地和商办用地出让面积有所增长，综合用地和工业用地等出让面积持续缩减，综合影响下土地出让总面积较上年下降 10.10%至 251.25 万平方米；同期住宅用地出让总价继续提升，综合用地出让总价大幅下降，2023 年土地出让总价为 88.68 亿元，较上年下降 14.05%；全区土地出让均价为 3530 元/平方米，同比下降 4.39%。

¹ 人均地区生产总值/人均国内生产总值。

图表 2. 海门区土地市场交易情况

指标	2021 年	2022 年	2023 年
土地出让总面积（万平方米）	477.53	279.47	251.25
其中：住宅用地	26.81	56.59	86.38
综合用地	134.71	104.39	56.58
商办用地	16.31	12.93	14.25
工业用地	280.42	96.26	87.75
其他用地	19.29	9.30	6.30
土地出让总价（亿元）	122.30	103.18	88.68
其中：住宅用地	18.06	48.40	63.31
综合用地	92.68	44.49	19.82
商办用地	2.72	6.87	2.56
工业用地	8.10	2.98	2.79
其他用地	0.74	0.44	0.20
土地出让均价（元/平方米）	2561	3692	3530
其中：住宅用地	6736	8552	7330
综合用地	6880	4262	3503
商办用地	1667	5315	1796
工业用地	289	310	318
其他用地	384	474	312

资料来源：中指数据库（查询日 2024 年 5 月 16 日）

跟踪期内，随着经济恢复增长，海门区税收收入大幅提升，带动财政收入增长。2023 年，海门区一般公共预算收入为 75.01 亿元，同比增长 33.6%。跟踪期内，全市一般公共预算支出为 126.16 亿元，一般公共预算自给率为 59.46%，财政自给程度有所提升，但仍对上级补助有一定依赖，2023 年海门区获得一般公共预算补助收入 47.10 亿元。2023 年，海门区政府性基金预算收入为 81.00 亿元，仍主要来源于国有土地使用权出让收入，地方财力对土地市场有一定依赖，同期政府性基金预算支出为 59.53 亿元，政府性基金预算自给率为 136.07%，自给能力较好。2023 年末，地方政府债务余额为 155.88 亿元，总体保持稳定。海门区融资环境好，2023 年城投债发行规模 156 亿元，同比增长 13.49%，城投债净流出规模下降，目前地方城投债主要集中在区国资办统管的三大集团。

图表 3. 海门区主要财政数据（单位：亿元）

指标	2021 年	2022 年	2023 年
一般公共预算收入	79.01	56.17	75.01
其中：税收收入	65.00	33.15	60.00
一般公共预算支出	134.32	127.44	126.16
政府性基金预算收入	168.86	107.72	81.00
其中：国有土地使用权出让收入	165.30	105.67	74.62
政府性基金预算支出	118.34	78.81	59.53
政府债务余额	152.75	155.52	155.88

注：根据海门区 2021 年和 2022 年财政决算报告和 2023 年预算执行报告整理

2. 业务运营

（1）业务地位

该公司作为海门区城市基础设施建设和经营公用事业资产的综合运营服务商，主要负责海门区内的土地整理和基础设施建设，并承担了城区及部分乡镇的供水及污水处理等相关职能。此外，公司还自建自营了一批经营性物业，同时积极拓展商品贸易、农文旅和殡葬等业务。

(2) 经营规模

2023 年，该公司土地及安置房业务结算放缓，其他业务平稳运行，当年营业收入同比增长 3.53%至 26.08 亿元，主要因商品房项目持续结转以及商品销售规模扩张。2023 年，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、保障房销售业务和房地产开发业务，2023 年分别占营业收入的 25.64%、21.53%、10.02%和 14.98 %。此外，土地整理与出让、自来水销售、污水处理、租赁等业务对公司营业收入形成一定补充。

图表 4. 公司资产及营业收入规模（单位：亿元，%）

项目	2021 年/末		2022 年/末		2023 年/末		2024 年第一季度/末	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
总资产	585.65	--	585.56	--	611.64	--	641.01	--
营业收入	22.94	100.00	25.19	100.00	26.08	100.00	6.56	100.00
其中：土地整理与出让	2.05	8.95	1.51	5.98	1.21	4.65	0.30	4.56
保障房销售	5.01	21.84	3.70	14.70	2.61	10.02	0.70	10.60
房地产开发	--	--	2.64	10.48	3.91	14.98	1.05	16.06
工程建设与管理	5.82	25.37	6.50	25.79	6.69	25.64	1.78	27.07
自来水销售	1.43	6.23	1.40	5.56	1.45	5.55	0.35	5.29
污水处理	0.37	1.59	0.38	1.52	0.44	1.70	0.10	1.50
商品销售	5.41	23.59	5.07	20.15	5.61	21.53	1.45	22.05
租赁	1.54	6.70	1.67	6.62	1.92	7.36	0.48	7.36
其他	1.31	5.70	2.32	9.20	2.24	8.57	0.36	5.49

注：根据海润集团所提供的数据整理

A. 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。

2023 年及 2024 年一季度，该公司实施拆迁项目 20 个，拆迁面积为 53.39 万平方米，投入资金 8.13 亿元。2023 年及 2024 年一季度，公司结转土地成本分别为 0.70 亿元和 0.17 亿元，确认土地整理收入分别为 1.21 亿元和 0.30 亿元，并于当期收到全部资金。截至 2024 年 3 月末，公司在整理土地主要包括城北新村棚户区、体育场周边、海易大桥东侧地块、民生河综合整治工程、慧聚药业地块等项目，计划总投资 17.96 亿元，累计已投入 14.44 亿元。同期末，公司账面仍有约 60 亿元土地整理成本未结转。

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，2023 年公司无土地转让。截至 2024 年 3 月末，公司拥有土地资产 27 宗，以商业用地为主，面积合计 165.65 万平方米，账面价值 51.20 亿元，其中有 30.03 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。

B. 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、东洲仁恒学校、海门中学综合楼、城区黑臭水体治理工程、青龙港综合整治工程等多项市政项目的建设，上述项目实际总投资 34.12 亿元，截至 2024 年 3 月末，已回笼资金 16.04 亿

² 土地整理收益根据项目建设周期、工程难度以及总投资额确定，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。

元。受业主单位结算进度影响，2023 年及 2024 年一季度公司分别实现工程建设及管理收入 6.69 亿元和 1.78 亿元；同期业务毛利率分别为 10.65%和 11.69%，较上年有所提高。

该公司目前主要在建项目包括分散农户生活污水治理工程、青龙港生态绿地项目、海门实验学校附属小学聚贤校区等，项目计划总投资 10.20 亿元，截至 2024 年 3 月末累计已完成投资 4.25 亿元。同期末，公司拟建项目为南通市海门区 2024 年度高标准农田建设项目改造提升工程，预计总投资 7.60 亿元。

图表 5. 截至 2024 年 3 月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）
分散农户生活污水治理工程	3.89	2.84	2021-2024
青龙港生态绿地项目	1.50	0.13	2021-2024
海门实验学校附属小学聚贤校区	2.36	0.48	2022-2026
海门区大洪闸除险加固工程	0.20	0.00	2022-2024
2023 年度高标准农田建设项目	0.82	0.41	2023-2025
农村生活污水片区化治理项目	1.43	0.37	2023-2025
在建项目小计	10.20	4.25	--
南通市海门区 2024 年度高标准农田建设项目改造提升工程	7.60	--	2024-2027
拟建项目小计	7.60	--	--
合计	17.80	4.25	--

注：根据海润集团所提供的数据整理

C. 保障房开发

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 181.26 万平方米，累计投入资金 58.92 亿元。截至 2024 年 3 月末，公司上述已完工保障房项目已销售面积 136.98 万平方米，已回笼资金 45.28 亿元，受安置进度影响资金回笼较慢。公司安置房体量有限，近年来安置规模有所下降，2023 年及 2024 年一季度，公司分别确认保障房销售收入 2.61 亿元和 0.70 亿元，毛利率分别为 6.49%和 5.24%。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 6. 截至 2024 年 3 月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	6.21	2.38	2014 年
汇智园小区	3.53	11.64	10.47	4.13	2016 年
绿茵家园拆迁安置房	3.30	10.63	8.01	2.83	2016 年
绿茵河畔拆迁安置房	1.50	4.93	3.67	1.14	2016 年
滨江工贸配套拆迁安置房	1.20	4.39	4.25	1.19	2016 年
嘉陵江北二区南侧地块拆迁安置房	3.25	10.13	9.34	3.15	2015 年
浦西小区地块拆迁安置房	4.96	14.54	12.87	5.06	2016 年
浦江小区地块拆迁安置房南侧	2.67	12.48	10.56	2.65	2015 年
东海新村拆迁安置房	7.70	23.91	16.04	3.92	2019 年

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
绿茵水岸 1、2 期拆迁安置房	1.70	6.95	2.64	0.80	2019 年
福海嘉园拆迁安置房	2.05	8.55	7.92	2.31	2018 年
尚贤新村拆迁安置房	8.85	27.13	18.84	6.39	2019 年
大桥新村拆迁安置房	9.00	21.24	11.48	4.97	2021 年
立新小区 7、8 期拆迁安置房	2.20	7.79	5.79	1.13	2021 年
定海新村一期拆迁安置房	1.65	4.02	3.31	1.36	2021 年
崇秀新村二期拆迁安置房	3.00	6.43	5.58	1.87	2022 年
合计	58.92	181.26	136.98	45.28	--

注：根据海润集团所提供的数据整理

该公司目前主要在建保障房项目包括立新小区 6 期和正余申海，建筑面积 14.72 万平方米，计划总投资 7.50 亿元，截至 2024 年 3 月末已投资 3.89 亿元。其中新增开工项目政府结算模式未发生变化，对于收入不足成本 115% 部分给予补亏。此外，公司目前无拟建项目。

图表 7. 截至 2024 年 3 月末公司主要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 (年-年)	计划总投资	已投资
在建项目：				
立新小区 6 期	7.24	2020-2025	3.20	2.08
正余申海	7.48	2021-2025	4.30	1.81
合计	14.72	--	7.50	3.89

注：根据海润集团所提供的数据整理

D. 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，如秀泽园、体育中心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。

该公司目前在售项目为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；该项目总投资 7.00 亿元，自 2020 年开始预售，2022 年整体完工，截至 2024 年 3 月末已销售面积 4.97 万平方米，实现销售额 8.32 亿元，2023 年确认收入 3.91 亿元，待售面积 0.32 万平方米。

截至 2024 年 3 月末，该公司目前主要已完工经营性项目包括体育中心、文化中心和长三角药物创新中心等，累计投入资金 13.95 亿元。资金平衡模式方面，体育中心后续主要靠经营收益平衡，收益不能覆盖成本的，可以向政府申请补贴；文化中心主要靠租售、门票收益等平衡；长三角药物创新中心靠租金收入平衡。

该公司目前主要在建经营性项目为机器人小镇和沿江文旅提升项目，计划总投资 17.71 亿元，截至 2024 年 3 月末已投资 4.02 亿元。机器人小镇主要建设南通海新智能制造产业园、正余科技创新中心和南通上研创新中心；沿江文旅提升项目建设内容包括青龙港文创园产业配套设施、长江大保护示范段工程配套设施、张謇众创园等，其中青龙港文创园产业配套设施计划总投资 0.70 亿元，主要建设文创园、林田民宿改造、厂房改造、停车场、配套设施及江堤提升等；长江大保护示范段工程配套设施计划总投资 3.47 亿元，主要建设长江流域保护植物基因库、有养园、农事体验园、停车场及江堤提升改造等配套。资金平衡模式方面，未来主要靠经营收益平衡。

图表 8. 截至 2024 年 3 月末公司主要在建经营性项目情况（单位：万平方米，亿元）³

项目名称	计划总投资	已投资	建设周期（年-年）
机器人小镇	13.00	0.87	2021-2026
沿江文旅提升	4.71	3.15	2022-2024
合计	17.71	4.02	--

注：根据海润集团所提供的数据整理

E. 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”）和南通市海聚食品供应链管理有限公司（简称“海聚供应链”）负责。卓璟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。海聚供应链为海门全区学校、机关事业单位食堂供应全品类食材，结算周期为月结，下游客户线上下单，由海聚供应链进行配送。账期方面，公司以销定购，账期根据合同而定，以月结为主，一般不会超过 3 个月。

2023 年该公司商品贸易销售收入较上年增长 10.65%至 5.61 亿元，同时随着毛利较高的食材销售收入占比提升，该项业务毛利率较上年增长 1.60 个百分点至 6.08%。从上下游贸易对手来看，公司上游供应商主要为贸易和建材批发企业，包括惠州市大亚湾人居科技有限公司、中林农业（江苏）科技发展有限公司、广东邨冶物资有限公司、沿海西本供应链南通有限公司、中林绿安（上海）科贸发展有限公司等，2023 年度前五大供应商采购占比为 70.13%；下游客户主要为建材批发、金属批发及建筑施工企业，包括兰州新区商投商贸有限公司、国信华夏（上海）实业有限公司、辽宁省通高投实业发展有限公司、南通中永沙商贸有限公司、南通市海门经开港口发展有限公司等，2023 年度前五大客户销售占比为 67.00%，公司上下游客户集中度较高。2024 年一季度，公司实现贸易销售收入 1.45 亿元，毛利率为 6.21%。

图表 9. 2023 年公司贸易业务主要客户及供应商明细（单位：%）

客户名称	2023 年销售占比	供应商名称	2023 年采购占比
兰州新区商投商贸有限公司	53.70	惠州市大亚湾人居科技有限公司	33.49
国信华夏（上海）实业有限公司	6.49	中林农业（江苏）科技发展有限公司	23.52
辽宁省通高投实业发展有限公司	4.79	广东邨冶物资有限公司	5.09
南通中永沙商贸有限公司	1.01	沿海西本供应链南通有限公司	4.60
南通市海门经开港口发展有限公司	1.01	中林绿安（上海）科贸发展有限公司	3.44
合计	67.00	合计	70.13

注：根据海润集团所提供的数据整理

F. 水务业务

该公司水务业务涉及自来水销售、污水处理等。目前公司自来水设计供水能力为 16 万吨/日，最高供水能力为 14.3 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。2023 年及 2024 年一季度公司自来水销售业务分别实现收入 1.45 亿元和 0.35 亿元，其中 2023 年由于售水量增加，收入较上年增长 3.29%；同期毛利率分别为 13.59%和 25.41%。

图表 10. 公司供水业务经营情况

指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年一季度
管网长度（公里）	1512	1512	1512	1592.2
供水能力（万 m ³ /日）	16	16	16	16
供水总量（万 m ³ ）	9682	9686	9713	2221.76

³ 沿江文旅提升项目由各子项目组成，分段实施，实际推进过程中计划总投与已投可能会有差异。

指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年一季度
售水总量（万 m ³ ）	8518	8522	8894	2097
供水产销差率（%）	12	8	8	5.60
用户数（万户）	19.03	20.18	21.49	21.63

注：根据海润集团所提供的数据整理

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。2023 年及 2024 年一季度，公司分别实现污水处理收入 0.44 亿元和 0.10 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，2023 年污水处理业务亏损 0.21 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 11. 公司污水处理业务经营情况

指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年一季度
污水处理能力（万吨/年）	5840	5840	5840	5840
实际污水处理量（万吨）	5149.07	4614.64	4614.64	1116.94
污水处理价格（元/吨）	1.00-1.90	1.00-1.90	1.00-1.90	1.00-1.90
污水处理率（%）	95	95	95	95

注：根据海润集团所提供的数据整理

G. 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、百货大楼和长三角药物创新中心等物业资产对外出租，2023 年及 2024 年一季度分别实现租赁收入 1.92 亿元和 0.48 亿元，2023 年较上年增长 15.13%，增量主要系长三角药物创新中心完工出租实现租赁收入 2089 万元；同期毛利率分别为 41.76% 和 45.04%，小幅波动。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，年租金为 1.27 亿元。

除上述业务外，该公司还有少量文旅、咨询服务、殡葬服务等业务，2023 年及 2024 年一季度分别实现收入 2.24 亿元和 0.36 亿元，其中 2023 年收入大幅增长主要系房产项目公司的利息收入，对公司整体营业收入形成一定补充。

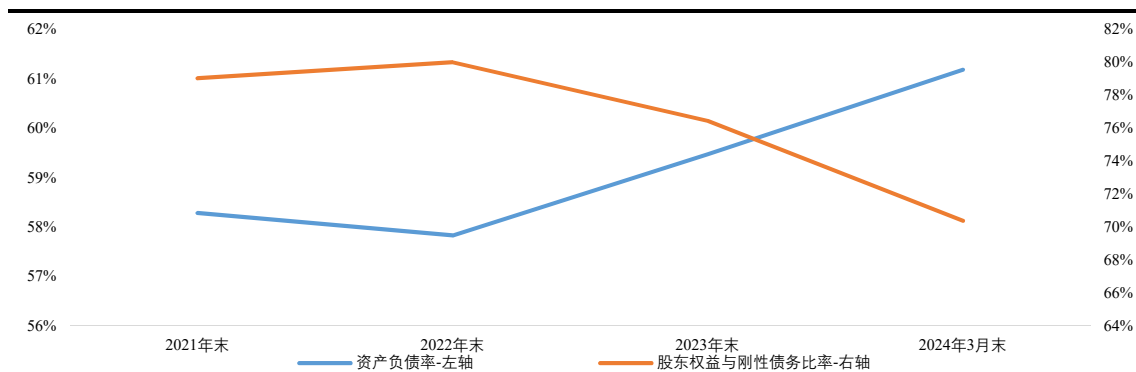
财务

跟踪期内，该公司负债规模持续扩张，资产负债率有所提升；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，公司未清担保余额较大，已有被担保企业失信，存在一定代偿风险。

1. 财务杠杆

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，2023 年末负债总额较上年末增长 7.42% 至 363.75 亿元；受此影响，资产负债率较上年末上升 1.64 个百分点至 59.47%，同期末股东权益与刚性债务比率为 76.45%，较上年下降 3.56 个百分点。2024 年 3 月末，公司负债总额较上年末增长 7.82% 至 392.20 亿元，股东权益与刚性债务比率较上年末下降 6.08 个百分点至 70.37%，权益资本对刚性债务的覆盖程度有所减弱。

图表 12. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据海润集团所提供的数据整理、绘制

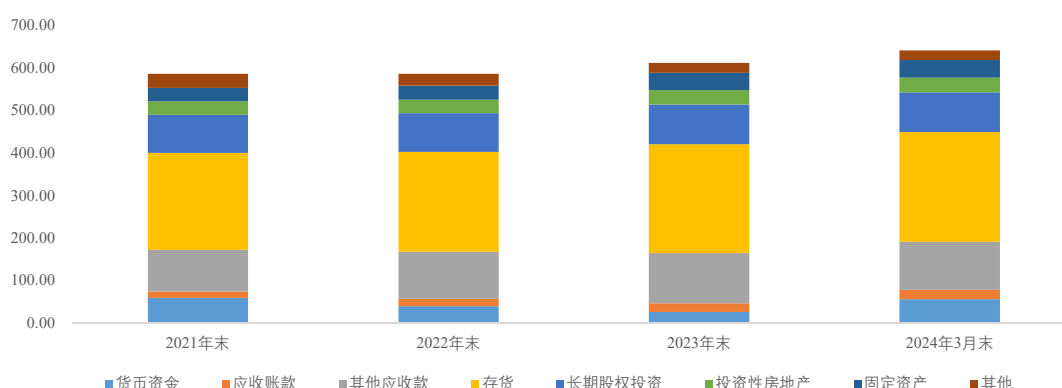
(1) 资产

2023 年末，该公司资产总额较上年末增长 4.45%至 611.64 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、投资性房地产和固定资产，2023 年末占资产总额的比重分别为 4.17%、3.38%、19.26%、41.92%、15.15%、5.60%和 6.69%。其中货币资金余额 25.51 亿元，因投入项目建设及用于偿付债务较上年末下降 34.63%，其中可动用货币资金 16.57 亿元。应收账款余额 20.67 亿元，较上年末增长 18.28%，主要系应收项目回购款、安置房销售款以及租金增加所致，年末主要包括应收拓日建设 9.38 亿元、应收南通市海门区住房建设服务中心 2.79 亿元和应收南通市海门区人民医院 2.48 亿元。其他应收款余额 117.81 亿元，较上年末增长 6.30%，增量主要系对江苏南通三建集团股份有限公司（简称“南通三建”）的代偿款，年末主要包括应收海门区财政局往来款 48.67 亿元、应收南通市海泰城市污水处理有限公司往来款 8.41 亿元、应收南通三建 6.36 亿元、应收嘉宸置业往来款 5.93 亿元和应收南通市瀚泽建设实业发展有限公司往来款 5.17 亿元。由于工程建设项目、保障房项目以及土地开发整理等业务投入持续增加，存货规模较上年末增长 9.22%至 256.41 亿元，年末存货主要包括土地整理投入 62.11 亿元、土地使用权 51.20 亿元、保障房项目开发成本 38.60 亿元和工程建设成本 98.40 亿元。由于新增对上海徐善房地产开发有限公司（简称“徐善房地产”）出资、同时对南京江洲盛瑞置业有限公司（简称“盛瑞置业”）、南通市海门区信达农村小额贷款有限公司和南通固润环保科技有限公司减少投资、参股公司投资收益增加、联营企业其他权益变动减少，综合影响下长期股权投资较上年末增长 2.01%至 92.68 亿元，年末主要是无偿划拨的江苏海晟控股集团有限公司（简称“海晟集团”）和海鸿集团股权⁴。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，主要由于长三角药物创新中心完工转入，投资性房地产较上年末增长 7.62%至 34.25 亿元。由于体育中心、建筑垃圾综合处置中心等项目完工转入，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 23.73%至 40.93 亿元。此外，由于预付工程款减少，预付款项较上年末减少 62.77%至 1.08 亿元。由于预交税费和信托保障基金增加，其他流动资产较上年末增长 14.47%至 2.98 亿元。由于对南通光控健康养老产业投资合伙企业（有限合伙）减资，以及收到南通海润城市发展基金合伙企业（有限合伙）（简称“海润城市发展基金”）分配款，其他非流动金融资产较上年末减少 24.55%至 1.80 亿元。由于长三角药物创新中心、体育中心和建筑垃圾综合处置中心等项目完工转出，在建工程较上年末减少 30.77%至 5.42 亿元。因长三角药物研究院的土地转入投资性房地产，无形资产较上年末减少 15.07%至 1.72 亿元。

2024 年 3 月末，该公司资产构成与上年末基本一致，资产总额较上年末增长 4.80%至 641.01 亿元。其中货币资金较上年末增长 119.40%至 55.96 亿元，未受限余额为 27.45 亿元。由于预付工程款增加，预付款项较上年末增长 61.69%至 1.74 亿元。其他应收款较上年末减少 4.22%至 112.84 亿元，系往来款减少。主要因收到海润城市发展基金分配款，其他非流动金融资产较上年末减少 9.64%至 1.63 亿元。主要因机器人小镇部分完工转出，在建工程较上年末减少 17.35%至 4.48 亿元。因土地使用权减少，无形资产较上年末减少 5.24%至 1.63 亿元。

⁴ 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 13. 公司资产构成情况（单位：亿元）



注：根据海润集团所提供的数据整理、绘制

截至 2024 年 3 月末，该公司受限资产合计 67.08 亿元，占资产总额的 10.47%。其中货币资金 28.51 亿元因用于借款质押和保证金而受限，存货中账面价值 30.03 亿元的土地使用权、投资性房地产中账面价值 6.62 亿元的房产和土地使用权、无形资产中账面价值 0.93 亿元的土地使用权、固定资产中 0.98 亿元的房产均因用于借款抵押而受限。

图表 14. 截至 2024 年 3 月末公司受限资产情况（单位：亿元）

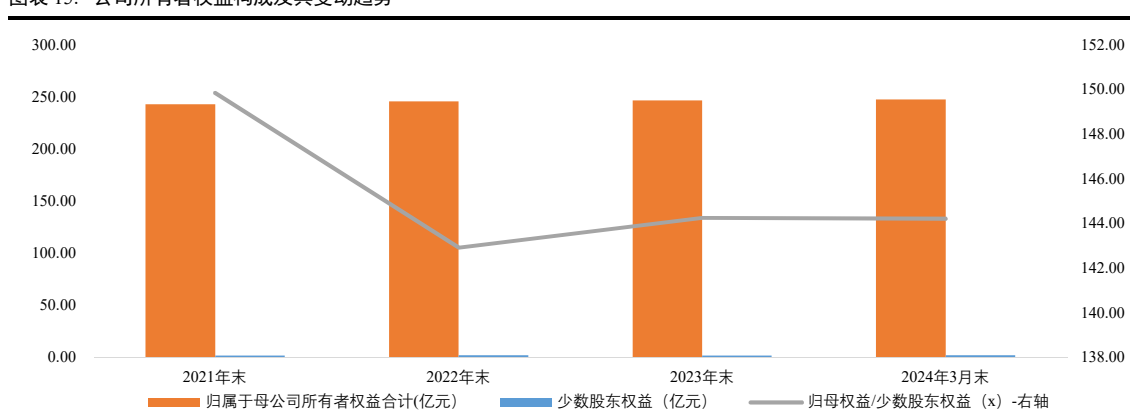
名称	受限金额	受限金额占该科目的比例（%）	受限原因
货币资金	28.51	50.95	质押、保证金
存货	30.03	11.63	抵押
投资性房地产	6.62	19.00	抵押
无形资产	0.93	57.17	抵押
固定资产	0.98	2.38	抵押

注：根据海润集团所提供的数据整理

（2）所有者权益

得益于经营积累，2023 年末该公司所有者权益较上年末增长 0.38%至 247.89 亿元。2023 年末公司实收资本仍为 45.00 亿元；资本公积较上年末下降 121%至 161.71 亿元，主要系联营企业海鸿集团其他权益变动减少；未分配利润较上年末增长 8.65%至 36.49 亿元。2024 年 3 月末，由于经营积累未分配利润较上年末增长 2.48%至 37.39 亿元，所有权益较上年末增长 0.37%至 248.80 亿元。

图表 15. 公司所有者权益构成及其变动趋势



注：根据海润集团所提供的数据整理、绘制

（3）负债

跟踪期内，该公司负债趋于短期，2023 年末及 2024 年 3 月末长短期债务比分别为 92.22%和 97.21%。公司负债

以刚性债务为主，此外还分布于应付账款、合同负债、应交税费和其他应付款，2023 年末占负债总额的比重分别为 89.15%、4.19%、1.08%、1.13%和 3.67%。应付账款较上年末增长 41.87%至 15.24 亿元，主要系未付工程款增加所致；由于部分预售房款及工程款结转，合同负债较上年末减少 28.44%至 3.91 亿元，年末主要包括预收房产销售款 3.44 亿元和预收工程建设款 0.46 亿元；因企业所得税、房产税、印花税增加，应交税费较上年末增长 12.29%至 4.11 亿元；因与徐菁房地产、南通市海鸿置业有限公司（简称“海鸿置业”）和江苏长江口开发集团有限公司（简称“长江口公司”）等往来款增加，其他应付款较上年末增长 89.15%至 13.35 亿元，年末主要包括应付徐菁房地产 4.04 亿元、应付海鸿置业 1.59 亿元、应付长江口公司 1.34 亿元、应付南通市信远融资担保有限公司 0.90 亿元、应付海鸿集团 0.60 亿元等。此外，主要因收到二次供水维护专项资金和区域供水拨款，专项应付款较上年末增长 44.09%至 1.79 亿元。

2024 年 3 月末，该公司负债总额较 2023 年末增长 7.82%至 392.20 亿元。因发行债券和增加金融机构借款，2024 年 3 月末刚性债务较上年末增长 9.03%至 353.56 亿元；因支付工程款，应付账款较上年末减少 19.97%至 12.20 亿元；因往来款增加，其他应付款较上年末增长 13.13%至 15.10 亿元。

跟踪期内，该公司刚性债务仍快速增长，2024 年 3 月末增至 353.55 亿元，占负债总额的比重增至 90.14%，债务负担不断加重。公司刚性债务期限结构仍以中长期为主，2023 年末及 2024 年 3 月末中长期刚性债务余额占同期末刚性债务的比重分别为 53.25%和 54.17%。公司刚性债务主要由金融机构借款和债券融资构成，2024 年 3 月末金融机构借款和债券融资占刚性债务的比重分别为 55.08%和 37.41%。期末金融机构借款余额为 194.74 亿元，其中银行借款余额为 167.76 亿元，借款年利率区间分布于 2.42%-5.95%；信托借款余额为 10.44 亿元，借款年利率为 3.49%-5.00%；融资租赁借款余额为 5.04 亿元，借款年利率为 4.35%-4.99%；理财直融借款余额为 3.50 亿元，借款年利率为 4.84%-4.99%；债权计划余额为 8.00 亿元，年利率为 4.50%-4.60%。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 108.48 亿元、37.11 亿元、35.15 亿元和 14.01 亿元，担保方主要为公司本部以及海晟集团、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 132.27 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，2024 年 3 月末刚性债务还包括应付利息 2.78 亿元和应付票据 23.76 亿元。根据公司提供的债务到期期限分布情况，2024-2026 年每年分别应偿还带息债务 105.87 亿元、41.81 亿元和 60.56 亿元，短期债务集中偿付压力大。

截至 2024 年 5 月 31 日，该公司存续期内债券待偿还本金余额为 137.40 亿元，目前还本付息情况正常。

图表 16. 公司存续期债券概况⁵

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 海城投债	14.00	5.60	5.20	2019-03-29	2026-04-02	已兑付本金 8.40 亿元，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
21 海润城发 MTN003	10.00	10.00	3.46	2021-08-17	2024-08-19	未到期，按时付息
21 海润 03	5.00	5.00	3.60	2021-08-25	2026-08-27	未到期，按时付息
21 海润 04	5.00	5.00	3.88	2021-09-24	2026-09-28	未到期，按时付息
21 海润 05	5.00	5.00	3.96	2021-10-27	2026-10-29	未到期，按时付息
21 海润城发 PPN001	10.00	10.00	3.95	2021-11-23	2024-11-25	未到期，按时付息
23 海润 01	8.00	8.00	4.80	2023-01-13	2028-01-16	未到期，按时付息
23 海润 02	11.50	11.50	4.43	2023-02-22	2028-02-24	未到期，按时付息
23 海润 D3	5.00	5.00	2.95	2023-09-20	2024-09-22	未到期，按时付息
23 海润 D4	5.80	5.80	3.00	2023-10-31	2024-11-02	未到期，按时付息
23 海润城发 SCP003	11.10	11.10	2.88	2023-11-08	2024-08-06	未到期，按时付息
24 海润 01	10.70	10.70	2.60	2024-02-21	2026-02-23	未到期，按时付息
24 海润城发 MTN001	5.20	5.20	2.72	2024-03-04	2027-03-05	未到期，按时付息

⁵ 20 海门城发 ABN001 优先 A5、20 海门城发 ABN001 优先 A4 实际已于 2023 年 4 月回售，根据 Wind 显示未到期。

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
24 海润城发 MTN002	2.00	2.00	2.60	2024-04-18	2027-04-19	未到期, 按时付息
24 海润 02	12.50	12.50	2.58	2024-04-24	2027-04-26	未到期, 按时付息
24 海润 G1	5.00	5.00	2.58	2024-04-25	2027-04-26	未到期, 按时付息
24 海润城发 MTN003	5.00	5.00	2.39	2024-05-29	2027-05-30	未到期, 按时付息

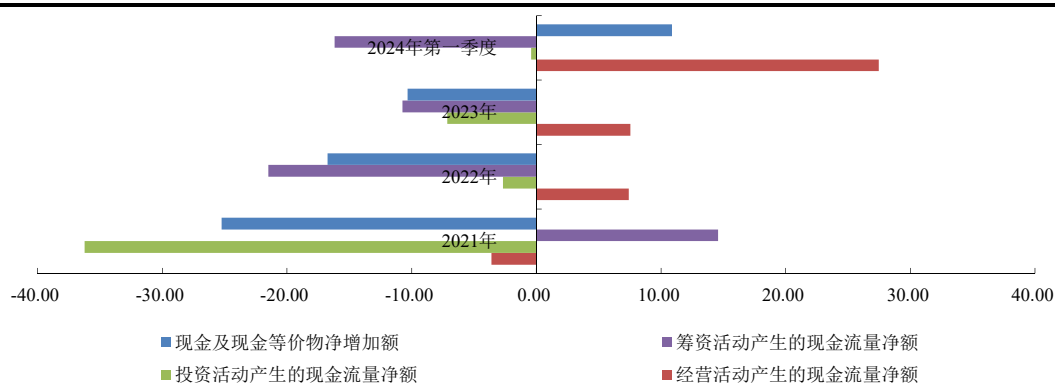
注：根据 Wind 数据整理（截至 2024 年 5 月 31 日）

2. 偿债能力

(1) 现金流量

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，2023 年及 2024 年一季度公司营业收入现金率分别为 86.07% 和 108.42%，同比分别下降 4.50 个百分点和提高 16.53 个百分点。公司土地整理、市政工程、保障房和经营性项目不断投入，同时受益于往来资金流入增加，同期经营活动产生的现金流量净额分别为 7.55 亿元和 27.45 亿元。2023 年公司投资活动现金流出主要体现为沿江文旅提升、文化中心、体育中心等项目投入、新增对徐菁房地产投资等，当年投资性现金净流量为-7.13 亿元；2024 年一季度投资活动较为平衡，投资性现金径流量为-0.41 亿元。公司主要依靠取得金融机构借款和发行债券等方式弥补非筹资性资金缺口，同期公司融资到位有所减少，而到期兑付债务维持高位，2023 年及 2024 年一季度公司筹资性现金净流量分别为-10.74 亿元和-16.16 亿元。

图表 17. 公司现金流情况（单位：亿元）



注：根据海润集团所提供的数据整理、绘制

(2) 盈利

2023 年，该公司综合毛利为 3.79 亿元，较上年微降 1.88%。公司营业毛利主要来源于租赁业务、工程建设业务、房地产开发业务、土地整理业务、保障房销售业务和商品销售业务，上述业务合计对毛利的贡献率为 77.09%。公司期间费用仍较高，2023 年为 4.12 亿元，较上年增长 4.57%，主要系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 15.80%，较上年上升 0.14 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，2023 年公司获得政府补助 1.56 亿元。因参股的海鸿集团、海晟集团等公司盈利，加之权益工具投资获利，2023 年公司实现投资收益 2.64 亿元。2023 年公司营业利润和净利润分别为 3.05 亿元和 2.95 亿元，分别较上年下降 11.13% 和 5.69%；归母净利润为 2.94 亿元，较上年下降 5.46%。

2024 年一季度，该公司实现营业毛利 0.86 亿元，仍主要来源于租赁业务、工程建设业务、房地产开发业务、土地整理业务、保障房销售业务和商品销售业务；当期期间费用为 0.86 亿元，实现投资收益 0.02 亿元，获得政府补助 0.50 亿元，实现利润总额 0.91 亿元和净利润 0.90 亿元。

(3) 偿债能力

该公司 EBITDA 主要由利润总额、列入财务费用的利息支出和固定资产折旧构成，2023 年 EBITDA 为 7.86 亿元。近年来，公司刚性债务规模很大，EBITDA 对债务保障程度偏低，同时已不能覆盖利息支出规模。跟踪期内，受资金往来影响，公司经营性和非筹资性现金流维持净流入状态，但规模有限，对债务偿付保障性较低。

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，2023 年末及 2024 年 3 月末流动比率分别为 224.31%和 227.96%；但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，2023 年末及 2024 年 3 月末现金比率分别为 13.48%和 28.14%，短期刚性债务现金覆盖率分别为 16.83%和 34.53%。

图表 18. 公司偿债能力主要指标情况

指标名称	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年 第一季度/末
EBITDA/利息支出(倍)	0.61	0.53	0.56	—
EBITDA/刚性债务(倍)	0.03	0.03	0.02	—
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-2.52	5.00	4.48	—
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-1.23	2.40	2.39	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-27.90	3.21	0.25	—
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-13.58	1.54	0.13	—
流动比率 (%)	277.89	275.12	224.31	227.96
现金比率 (%)	39.71	26.34	13.48	28.14
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	50.20	32.65	16.83	34.53

注：根据海润集团所提供的数据计算

该公司与主要合作金融机构保持良好合作关系，截至 2024 年 3 月末，公司共获得主要合作银行的授信额度 229.55 亿元，已使用 187.70 亿元，尚有 41.85 亿元未使用。

调整因素

1. ESG 因素

跟踪期内，该公司组织架构和治理体系未发生重大变化。公司组织结构包含综合管理部、工程管理部、财务融资部、投资发展部、风险管理部、审计部、人力资源中心和运营管理中心等八个职能部门。跟踪期内，公司实际控制人未发生变化。截至 2024 年 3 月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办公室。

2. 表外因素

截至 2024 年 3 月末，该公司对外担保余额为 120.41 亿元，较上年末增长 2.71%，对外担保比率为 48.40%。从担保对象来看，除南通三建外，其他均为国有企业。经公开信息查询，南通三建已被列入失信被执行人，目前正在债务重组。公司对南通三建的担保已代偿 6.36 亿元，目前担保余额为 2.59 亿元，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；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。

3. 业务持续性

该公司主要业务包括土地开发整理和城市基础设施建设，并承担了城区及部分乡镇的供水及污水处理等相关职

能，截至目前未发现公司存在主业持续性明显减弱的迹象。

4. 其他因素

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 2023 年末，公司被关联方占用资金 10.56 亿元，部分企业占用资金规模较大，2023 年末主要包括应收南通嘉宸置业有限公司 5.93 亿元、南通市海恒城市基础设施建设有限公司 2.00 亿元和被海门市金信融资担保有限公司 1.13 亿元；公司占用关联方资金 7.41 亿元。此外，因融资需求，2023 年末集团内部担保余额为 109.18 亿元。

根据该公司提供的 2024 年 5 月 4 日的《企业信用报告》，公司本部已结清贷款中有 11 笔关注类贷款，根据各银行分别出具的说明文件，政府融资平台类贷款根据证监会要求及相关相关信贷政策统一划分为关注类，上述关注类贷款还本付息情况均正常，无逾期欠息情况发生。公司担保账户存在被追偿业务 1 笔，被追偿责任合计余额 0.58 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 2024 年 6 月 6 日查询结果，公司本部及主要子公司不存在重大异常情况。

外部支持

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。2023 年及 2024 年一季度，公司分别获得政府补助 1.56 亿元和 0.50 亿元。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 外部担保

19 海城投债由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”）⁶）、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”）⁷）分别认购 0.80 亿股、0.60 亿股和 19.10 亿股。2023 年，摩根大通以协议转让方式，将其持有中合担保的全部股份 12.76 亿股（持股比例 17.78%）转让给宏达控股集团有限公司（以下简称“宏达控股”）。截至 2023 年末，中合担保注册资本仍为 71.76 亿元，无实际控制人，股权结构如下图所示：

图表 19. 截至 2023 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	宏达控股集团有限公司	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 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。

⁷ 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。

序号	股东名称	股份数额（万股）	持股比例（%）
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。

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 2023 年末，中合担保经审计的合并口径总资产为 86.09 元，期末担保余额 267.02 亿元，股东权益为 73.12 亿元，融资担保责任余额为 213.35 亿元；2023 年度，中合担保实现营业收入 4.26 亿元⁸，其中担保业务净收入 2.52 亿元，实现净利润 1.55 亿元。

2020 年开始，中合担保积极推动业务转型，目前业务主要聚焦于政府融资平台债券担保和依托于宝武集团开展的供应链金融服务业务，中合担保地方政府融资平台债券担保业务占比较高，行业集中度水平较高，易受地方政府融资平台相关政策的影响。2023 年，中合担保的担保发生额同比小幅下降，且受解保金额大于发生额影响，担保业务规模进一步下降，融资性担保责任放大倍数降至较低水平。2022 年及 2023 年，中合担保无新增代偿项目，但历史代偿规模较大，相关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。资金运用方面，中合担保将闲置资金主要用于高流动性资产和固定收益类产品投资。2023 年，受债券担保业务收缩影响，中合担保营业收入有所下降，但随着信用减值损失计提金额减少，盈利较上年有所提升。

整体来看，中合担保提供的担保有助于增强 19 海城投债的偿付安全性。

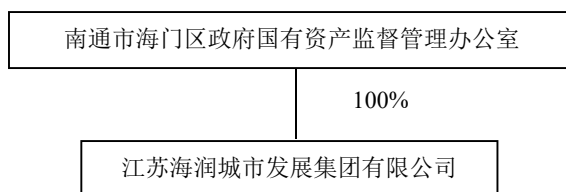
跟踪评级结论

综上，本评级机构维持海润集团主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，本次债券信用等级为 AAA。

⁸ 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。

附录一：

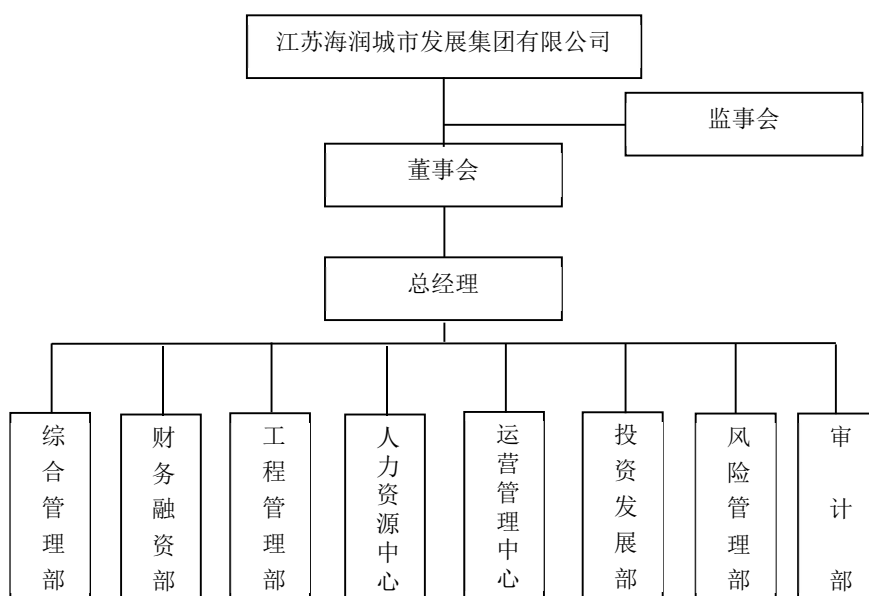
公司与实际控制人关系图



注：根据海润集团提供的资料整理绘制（截至 2023 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据海润集团提供的资料整理绘制（截至 2023 年末）

附录三：

主要经营实体数据概览

全称	简称	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2023 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
				总资产 （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	511.80	220.25	1.34	0.11	30.46	母公司口径
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	82.84	14.28	2.12	0.22	82.84	
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	38.51	6.16	3.34	0.00	38.51	
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	21.05	2.26	1.48	0.01	21.05	
南通市卓璟贸易有限公司	卓璟贸易	100.00	商品贸易	9.34	1.06	5.81	-0.21	9.34	

注：根据海润集团提供的资料整理

附录四：

同类企业比较表

企业名称（全称）	2023 年/末主要数据					
	总资产（亿元）	所有者权益（亿元）	资产负债率（%）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	经营性现金净流入（亿元）
启东国有资产投资控股有限公司	641.19	275.76	56.99	27.17	3.83	-23.48
江苏海晟控股集团有限公司	441.92	169.46	61.65	34.85	3.66	0.48
江苏海鸿投资控股集团有限公司	568.42	193.88	65.89	24.70	4.39	-9.51
江苏海润城市发展集团有限公司	611.64	247.89	59.47	26.08	2.95	7.55

注：根据 Wind 资料整理

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度
资产总额[亿元]	585.65	585.56	611.64	641.01
货币资金[亿元]	59.07	39.02	25.51	55.96
刚性债务[亿元]	309.15	308.67	324.27	353.55
所有者权益[亿元]	244.35	246.96	247.89	248.80
营业收入[亿元]	22.94	25.19	26.08	6.56
净利润[亿元]	3.09	3.13	2.95	0.90
EBITDA[亿元]	7.53	7.83	7.86	—
经营性现金净流入量[亿元]	-3.60	7.42	7.55	27.45
投资性现金净流入量[亿元]	-36.24	-2.67	-7.13	-0.41
资产负债率[%]	58.28	57.83	59.47	61.19
长短期债务比[%]	129.46	128.56	92.22	97.21
权益资本与刚性债务比率[%]	79.04	80.01	76.45	70.37
流动比率[%]	277.89	275.12	224.31	227.96
速动比率[%]	119.09	114.70	88.24	97.18
现金比率[%]	39.71	26.34	13.48	28.14
短期刚性债务现金覆盖率[%]	50.20	32.65	16.83	34.53
利息保障倍数[倍]	0.47	0.38	0.37	—
有形净值债务率[%]	141.05	138.30	148.00	158.93
担保比率[%]	32.73	29.51	47.29	48.40
毛利率[%]	16.90	15.32	14.52	13.17
营业利润率[%]	15.39	13.64	11.70	13.95
总资产报酬率[%]	1.03	0.96	0.88	—
净资产收益率[%]	1.30	1.28	1.19	—
净资产收益率*[%]	1.30	1.28	1.20	—
营业收入现金率[%]	120.28	81.57	86.07	108.42
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-2.52	5.00	4.48	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-1.23	2.40	2.39	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-27.90	3.21	0.25	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-13.58	1.54	0.13	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.61	0.53	0.56	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.02	—

注：表中数据依据海润集团经审计的 2021~2023 年度及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

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%

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

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

附录六：

担保方主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2021 年	2022 年	2023 年
资产总额[亿元]	83.55	82.18	86.09
货币资金[亿元]	5.85	4.83	0.74
所有者权益[亿元]	73.13	73.97	73.12
实收资本[亿元]	71.76	71.76	71.76
营业收入[亿元]	5.91	4.59	4.26
担保业务净收入[亿元]	3.96	2.86	2.52
净利润[亿元]	1.58	1.05	1.55
担保发生额[亿元]	37.84	111.39	100.95
担保余额[亿元]	423.25	335.46	267.02
融资性担保责任余额[亿元]	342.35	271.66	213.35
I 级资产[亿元]	48.77	57.09	58.84
当期担保代偿额[亿元]	5.30	0.00	0.00
风险准备金[亿元]	19.08	16.32	16.88
融资性担保责任放大倍数[倍]	4.70	3.68	2.92
净资产收益率[%]	2.16	1.43	2.00
风险准备金/应收代偿款[倍]	0.69	1.54	3.85
累计担保代偿率[%]	4.36	1.92	0.87
当期担保代偿率[%]	2.20	0.00	0.00
累计代偿回收率[%]	26.06	78.23	123.49
I 级资产比例[%]	64.86	72.26	70.45
III 级资产比例[%]	21.85	14.54	16.71

注 1：表中数据依据中合担保经审计的 2021-2023 年度财务数据整理、计算。

注 2：融资性担保责任余额及融资性担保责任放大倍数系根据《融资担保责任余额计量办法》计算，I-III 级资产及比例根据《融资担保公司资产比例管理办法》统计取得，由中合担保提供。

指标计算公式

当期担保代偿率=当期担保代偿金额/当期累计解除担保金额×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%

应收代偿款净额/调整后净资产=期末应收代偿款净额/期末调整后净资产×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%

净资产收益率=净利润/[(上期末净资产+本期末净资产)/2]×100%

调整后净资产=所有者权益-应收代偿款-其他权益工具-持有其他未并表担保公司股权

担保放大倍数=期末担保余额/期末净资产

融资性担保放大倍数=期末融资性担保余额/期末净资产（未考虑风险系数）

注：上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

附录七：

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	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录八：

发行人历史评级

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、刘玘辰	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）	报告链接
	前次评级	2023 年 6 月 28 日	AA+/稳定	罗媛媛、邵一静	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024 年 6 月 28 日	AA+/稳定	罗媛媛、曾斯棋	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	-
债项评级	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）	报告链接
	前次评级	2023 年 6 月 28 日	AAA	罗媛媛、邵一静	新世纪评级方法总论（2022） 公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024 年 6 月 28 日	AAA	罗媛媛、曾斯棋	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	-

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，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。