



2020年江苏海安商贸物流集团有限公司公司债券2024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。

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，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2020年江苏海安商贸物流集团有限公司公司债券2024年跟踪评级报告

评级结果

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

评级观点

- 本次评级结果是考虑到海安经济发展水平较高，江苏海安商贸物流集团有限公司（以下简称“海安商贸”或“公司”）是江苏（海安）商贸物流产业开发区（以下简称“商贸物流园区”）的基础设施建设和土地整理开发主体，业务持续性较好，未来收入较有保障，同时在财政补贴方面继续获得一定的外部支持，海安市城建开发投资集团有限公司（以下简称“海安城建”或“担保方”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍有效提升了“20 海安债”的安全性。但中证鹏元也关注到，公司资产大量沉淀于土地和项目成本，应收款项对公司营运资金形成较大占用，资产流动性较弱，持续的项目投入亦给公司带来较大的资金支出压力，公司债务规模仍较大，现金短期债务比处于较低水平，面临加大的短期偿债压力，且存在一定的或有负债风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为未来较长一段时期内公司仍将作为商贸物流园区的基础设施建设和土地整理开发主体，业务持续性较好，且有望持续获得一定的外部支持。

评级日期

2024 年 7 月 5 日

联系方式

项目负责人：范俊根
fanjg@cspengyuan.com

项目组成员：范思艺
fansy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	111.94	117.43	116.79
所有者权益	59.37	58.75	57.61
总债务	46.09	51.29	53.80
资产负债率	46.96%	49.97%	50.67%
现金短期债务比	0.31	0.42	0.37
营业收入	8.01	11.54	12.54
其他收益	1.02	0.85	0.67
利润总额	0.88	1.29	1.41
销售毛利率	8.27%	8.33%	9.88%
EBITDA	2.15	1.62	1.66
EBITDA 利息保障倍数	1.04	0.85	0.75
经营活动现金流净额	9.19	7.02	2.24

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **海安市经济发展水平较高，产业结构较为多元化，工业经济发展较好。**海安市经济发展水平在全国百强县排名中靠前，2023 年海安市人均 GDP 为 16.56 万元，是同期全国人均 GDP 的 185.32%，时尚锦纶、现代纺织、新材料、装备制造四大主导产业和机器人、节能环保、新能源及新能源汽车（配件）、航天航空及智能装备四大新兴产业以及生物医药、农副产品精深加工产业共同形成了海安市“4+4+N”的特色产业集群，2023 年末海安市工业规模以上企业数、亿元企业数均居全省第一方阵，工业经济发展较好，为公司发展、融资等提供了良好外部环境。
- **公司是商贸物流园区建设主体，未来收入较有保障。**公司作为商贸物流园区的基础设施建设和土地整理开发主体，截至 2023 年末，公司在建代建工程和土地整理项目规模较大，待结转收入的成本尚有一定规模，公司未来收入较有保障。
- **公司在财政补贴方面继续获得一定支持。**2023 年公司收到江苏海安商贸物流产业园管理委员会（以下简称“物流园区管委会”）拨付的财政补贴 1.02 亿元，较大程度上提升了公司盈利水平。
- **海安城建提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍有效提升了“20 海安债”的安全性。**经中证鹏元评定，海安城建主体信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍有效提升了“20 海安债”的安全性。

关注

- **公司资产大量沉淀于土地和项目成本，且应收款项对公司营运资金形成较大占用，货币资金受限比例高，整体流动性较弱。**公司资产以存货、应收款项及货币资金为主要构成，其中存货中工程施工成本和土地整理开发成本变现依赖于项目结算进度，土地资产难以集中变现且抵押占比较高，应收款项回收时间不确定，货币资金受限比例高。
- **在建项目尚需投入资金规模较大，存在较大资金压力。**截至 2023 年末，公司在建工程建设项目及土地整理项目尚需投资规模较大。
- **短期偿债压力较大。**2023 年末，公司总债务规模达 46.09 亿元，短期债务占比较高，现金短期债务比仅为 0.31，仍处于较低水平，且备用流动性较低，短期偿债压力仍较大。
- **存在一定的或有负债风险。**截至 2023 年末，公司对外担保总额为 18.53 亿元，占同期末所有者权益的 31.21%，被担保对象均为地方国有企业，但均未设置反担保措施。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
海安城改	负责土地开发和保障房建设业务，另外还包括物业租赁及水电收费等其他业务	423.38	132.67	6.46
海安商贸	主要负责商贸物流园区内基础设施建设和土地整理开发	111.94	59.37	8.01
曲水园城建	海安市曲塘镇基建、土地整理	97.22	50.89	6.10

注：（1）海安城改为海安城市动迁改造有限公司的简称、曲水园城建为江苏曲水园城镇化建设投资有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2023 年末/度数据。

资料来源：Wind、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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
区域状况	区域状况评分	5/7	经营&财务状况	经营状况	4/7
				财务状况	3/7
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a
外部特殊支持					3
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是商贸物流园区建设主体，实际控制人为海安市国有资产管理中心（以下简称“海安国资中心”），海安市人民政府对公司的经营战略和业务运营有着强大的影响力，预计未来公司与政府的联系将比较稳定。此外，近年公司最主要的目标是提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，且公司公开发行过债券，在公司面临债务困难时，海安市人民政府提供特殊支持的意愿非常强。同时，中证鹏元认为海安市人民政府提供支持的能力很强，主要体现为：海安市产业结构较为多元化，形成了“4+4+N”的特色产业集群，工业经济发展较好，经济发展水平在全国百强县排名中靠前。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
20 海安债	7.00	5.60	2023-06-25	2027-8-17

一、跟踪评级原因

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

二、债券募集资金使用情况

公司于2020年8月17日发行7年期7.00亿元公司债券，募集资金计划用于凤山码头仓储配套工程项目、海安商贸物流园冷链物流中心工程项目及补充营运资金。截至2024年5月13日，“20海安债”在华夏银行海安支行的募集资金专项账户余额为30.36元，在温州银行上海杨浦支行的募集资金专项账户余额为6.57万元；截至2024年5月16日，在江苏银行海安支行的募集资金专项账户余额为179.00元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化，截至2024年4月末，公司控股股东仍为江苏瑞海投资控股集团有限公司（以下简称“瑞海投资”），持股比例为100%，实际控制人仍为海安国资中心，公司股权结构参见附录二。2023年11月，按照股东要求，公司注册资本和实收资本均减少1.80亿元至13.70亿元。2023年12月，公司注册资本和实收资本均增加1.80亿元至15.50亿元。截至2024年4月末，公司注册资本和实收资本仍为15.50亿元。

2023年9月，公司经营范围发生了变更，许可项目中增加了“食品销售；建设工程施工；房地产开发经营”，一般项目中增加了“太阳能热发电装备销售；太阳能热利用产品销售；电池销售”等内容。

2023年公司合并范围内减少1家子公司，具体情况如表1所示，2023年末公司合并范围子公司共7家，具体情况参见附录四。

表1 2023年公司合并报表减少子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
海安正宏建设工程有限公司	100.00%	0.30	房屋建筑工程施工总承包；建筑装饰装修工程专业承包等	无偿划转

资料来源：公司 2023 年审计报告、公开资料，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为

全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

2021 年随着隐性债务监管进一步趋严，基础设施投资类企业融资政策进入周期收紧阶段；2022 年基础设施投资类企业融资监管有保有压，区域分化加剧；2023 年以来，“一揽子化债方案”推进隐性债务有序化解，新一轮特殊再融资债有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险

2020 年，为了缓解经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，基础设施投资类企业作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021 年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，基础设施投资类企业融资政策进入周期收紧阶段。2022 年，经济下行压力加大，稳增长背景下基础设施投资类企业融资监管“有保有压”。

2023 年基础设施投资类企业债券融资政策维持“有保有压”，着力实施“一揽子化债方案”推进隐

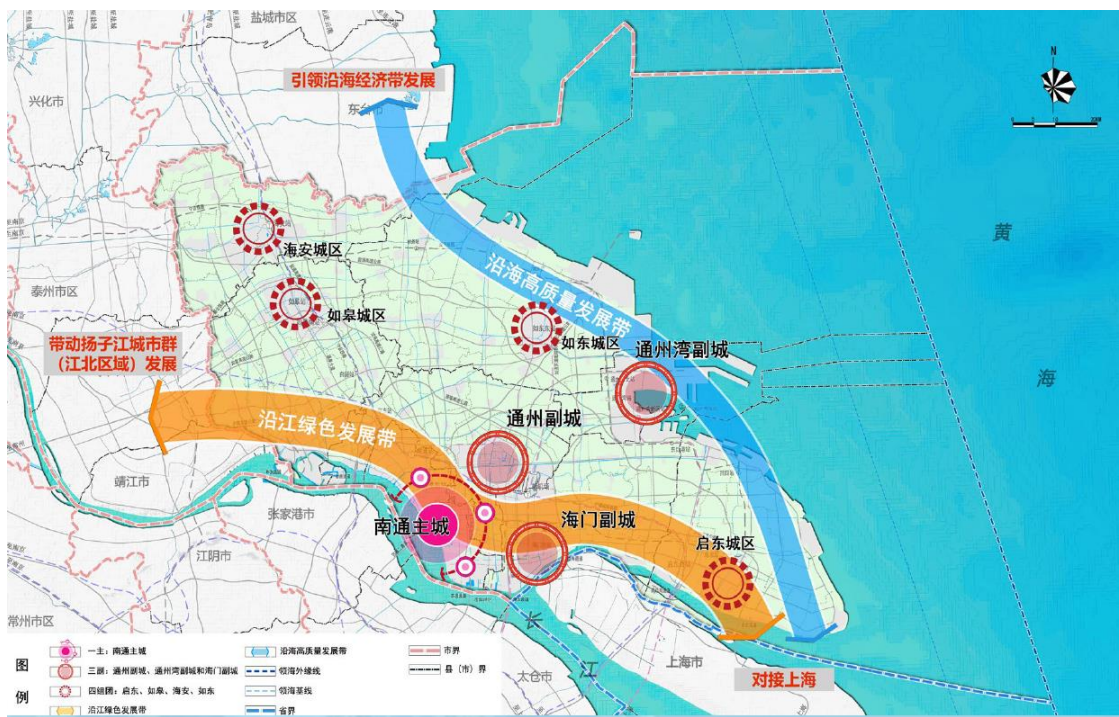
性债务有序化解。地方政府债务风险作为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。2023年7月，中央政治局会议高度关注地方债务风险化解问题，在“遏增化存”的总体思路上首次提出“制定实施一揽子化债方案”，中央和地方层面纷纷表态支持地方债化解并推出实质举措。2023年8月，央行、金融监管总局、证监会等多部门密集表态“统筹协调金融支持地方债务风险化解工作”、“强化基础设施投资类企业债券风险监测预警，把公开市场债券和非标债务‘防爆雷’作为重中之重”。2023年9月末，“特殊再融资债券”化债重启。截至2023年末，全国共有29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，其中债务压力较大的贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等地发行规模超1,000亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险。地方层面，各地政府积极响应部署化债工作，将防范化解债务风险列入下一阶段财政工作重点，陆续出台具体化债措施，同时强调对新增隐性债务的监管。本轮化债地方政府依然为责任主体，将严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，不会突破区域政府自担风险的基本原则。此外，新增融资进一步收紧，2023年10-11月基础设施投资类企业债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负，未来基础设施投资类企业债券融资或进一步收缩。

区域经济环境

海安市交通整体较为便捷，经济发展水平在全国百强县排名中靠前，产业结构较为多元化，工业经济发展较好，并形成了“4+4+N”的特色产业集群；2023年投资、消费及进出口均有所反弹

区位特征：海安市位于江苏省中南部，交通整体较为便捷，拥有多个国家级与省级园区。海安市系江苏省南通市代管的县级市，地处江苏省中南部，位于南通、盐城、泰州三市交界处，东临黄海，与如东接壤，南和如皋毗邻，西通泰兴，并与泰州市姜堰区相交，北与盐城市东台市相连，县境西宽东窄。海安市全市总面积1,184平方公里，下辖10个区镇，拥有国家级开发区、省级高新区、省级滨海新区、省级商贸物流园区、省级粮食物流园区、中国和意大利国际合作园区各1家。海安市交通整体较为便捷，水路有通扬、通榆、栟茶等三条运河畅流其间，沟通了长江、淮河两大水系；公路方面，江海高速、沿海高速两条高速公路穿境而过，204国道、328国道、202省道和海防公路贯穿海安全境，从上海崇明经过苏通长江大桥抵达海安约200千米车程；铁路方面，新（江苏新沂）长（浙江长兴）铁路与宁（南京）启（启东）铁路在海安交汇，正在规划的铁路有沪通铁路、沪崇启、沪崇海等多条越江通道。第七次人口普查显示海安市常住人口为87.43万人，和第六次人口普查相比增长0.80万人，增长0.92%，截至2023年末海安市常住人口为86.63万人。

图 1 海安市区位图



资料来源：南通市规划局网站，中证鹏元整理

经济发展水平：海安市在全国百强县排名中靠前，产业结构以第二产业为主，2022年投资、消费及进出口均受较大影响，但2023年整体有所好转。海安市经济发展水平较好，在赛迪顾问发布的《2023中国县域经济百强研究》中位列第23位。近年海安市地区生产总值持续增长，截至2023年末三次产业结构分别为5.6:55.2:39.1，经济结构以第二产业为主，且近年来产业结构保持相对稳定，2023年海安市人均GDP为16.56万元，是同期全国人均GDP的185.32%。2023年海安市完成地区生产总值1,436.27亿元，经济体量在南通市地区中排名靠后，但人均GDP在南通市区域中排名靠前。

2021-2023年海安市固定资产投资存在较大波动，其中2022年出现大幅下滑，对GDP增速形成较大拖累。近年来消费市场受政策影响增速波动较大，但整体保持增长情况。受进口规模下降影响，2022年海安市进出口总额出现下滑，在2023年整体略有反弹。

表2 南通市 2023 年各区县经济财政指标情况（单位：亿元、%）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
崇川区	1,737.10	5.9	141,613	113.19	69.17
通州区	1,701.30	6.4	153,146	75.01	153.16
海门区	1,664.67	5.1	167,135	75.01	81.00
如皋市	1,560.00	6.0	125,698	77.01	108.04
启东市	1,447.28	6.2	151,349	75.01	112.43

海安市	1,436.27	6.0	165,600	71.01	94.17
如东县	1,381.13	6.5	158,531	71.03	121.49

资料来源：南通市各区县统计公报和财政预决算报告，中证鹏元整理

表3 海安市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,436.27	6.0%	1,379.75	1.8%	1,343.09	9.1%
固定资产投资	512.93	-	458.43	-19.9%	572.08	6.6%
社会消费品零售总额	444.83	5.5%	421.50	1.7%	414.38	16.4%
进出口总额	203.84	1.9%	201.04	-4.9%	209.51	19.4%
人均 GDP（元）	165,600		158,766		153,980	
人均 GDP/全国人均 GDP	185.32%		185.26%		190.16%	

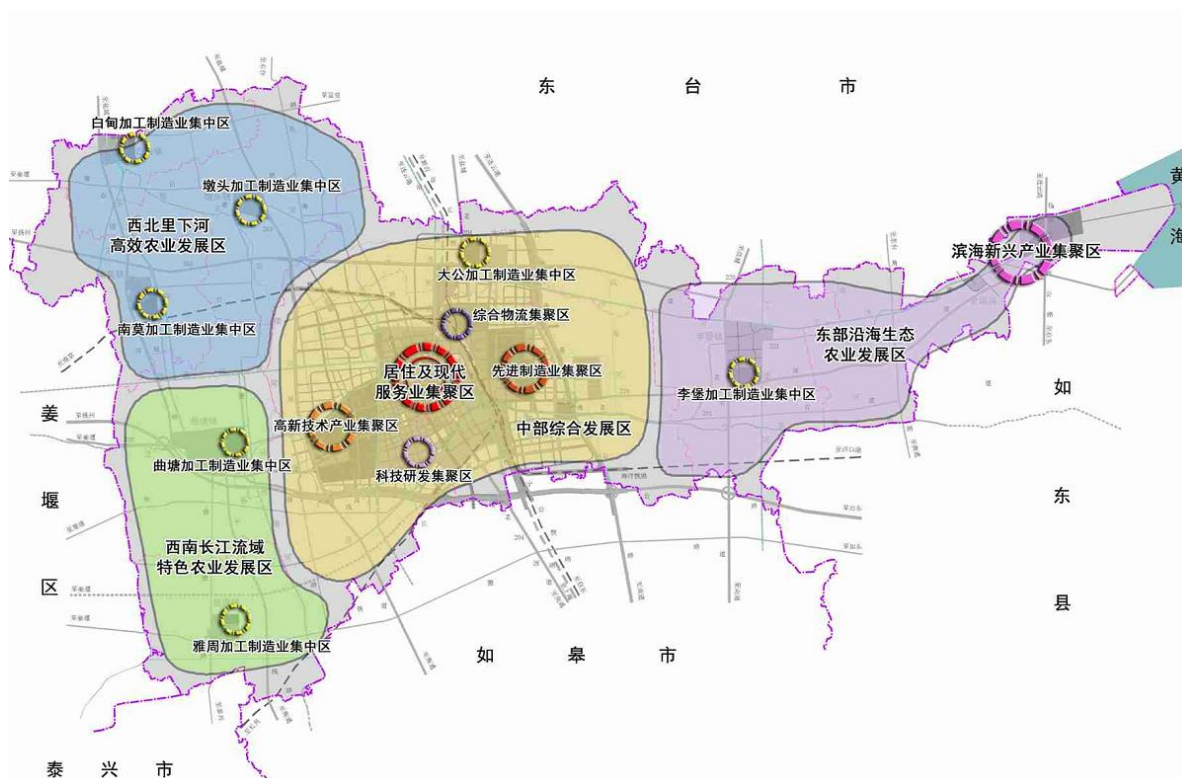
注：2022 年人均 GDP 为当年 GDP 除以第七次人口普查常住人口所得。

资料来源：2021-2023 年海安市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：海安市产业结构较为多元化，并形成了“4+4+N”的特色产业集群，工业经济发展较好。海安市产业结构以第二产业为主，现有工业规模企业超千家、亿元企业近300家，是江苏长江以北首个工业应税销售超2,000亿元的县级城市。海安市产业较为多元化，已形成了时尚锦纶、现代纺织、新材料、装备制造四大主导产业和机器人、节能环保、新能源及新能源汽车（配件）、航天航空及智能装备四大新兴产业。四大主导产业、四大新兴产业以及生物医药、农副产品精深加工等共同形成了海安市“4+4+N”的特色产业集群，目前海安市拥有2家上市公司，其中联发股份为纺织产业的代表性企业，环保新能源产业以中国天楹为代表。2023年末海安市工业规模以上企业数量、亿元企业数量均居全省第一方阵。全年规模以上工业总产值2,144.64亿元，比上年增长13.0%，规模以上工业增加值比上年增长6.0%。全年实现工业应税销售2,187.7亿元，规模以上工业企业实现营业收入2,098.14亿元，同比增长12%。

海安市在产业配套方面开足马力，以经开区和高新区为依托实施园区发展战略。海安市经开区及高新区采取“一区多园”的发展模式，即在本身区域发展的基础上开发多个专业园区，目前拥有时尚锦纶产业园、电子信息产业园、常安纺织科技园、机器人及智能制造产业园等十大专业园区，由于海安市大部分重点企业的税收均统计在两个园区内，因此两个园区贡献了海安市大部分的经济体量与税收。

图 2 海安产业规划图



资料来源：海安市规划局网站，中证鹏元整理

发展规划及机遇：在“一带一路”“长江经济带”“长三角区域一体化”“沿海开发”等国家重大战略的叠加下，海安积极融入苏南、接轨上海。根据《海安市国民经济和社会发展的第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，“十四五”期间，盐通高铁¹、南通新机场²、通州湾新出海口³等一批重大交通工程实施，海安的枢纽区位优势将更加凸显。

财政及债务水平：近年来海安市一般公共预算收入整体保持增长，但综合财力受土地市场影响较大。2023年海安市实现一般公共预算收入71.01亿元，较上年有所提升；因留抵退税影响逐渐消除，2023年税收收入占比回升至2021年水平。2023年海安市土地市场成交进一步下降，土地出让收入由2022年的93.67亿元减至2023年的74.12亿元，同比下降20.87%，政府性基金收入亦受到较大影响。区域债务方面，近三年海安市地方政府债务余额持续增长，复合增长率为6.59%。

¹ 该项目已于 2020 年 12 月 30 日开通运营。

² 该项目将于 2023 年 11 月开工建设，预计 2026 年到 2027 年正式完工。

³ 2022 年 11 月 30 日，通州湾新出海口一期通道工程通过竣工验收。

表4 海安市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	71.01	66.00	69.50
税收收入占比	81.12%	67.97%	82.10%
财政自给率	50.84	46.99%	49.79%
政府性基金收入	94.17	98.51	151.36
地方政府债务余额	246.67	228.78	217.12

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：海安市各年财政预决算报告，中证鹏元整理

基础设施投资类主体：海安市发债企业较多，市区域内的一级基础设施投资类主体有4家，分别为海安城建、江苏开晟产业发展集团有限公司（以下简称“开晟集团”）、海安开发区建设投资有限公司（以下简称“海安开投”）和瑞海投资。前三家公司分别主要负责海安市城区、经济技术开发区和高新区范围内的土地整理、基础设施建设、园区开发等业务，瑞海投资业务主要为地产、物业管理、金融投资、酒店、教育和文旅产业板块。

在4家市级一级基础设施投资类主体中，海安城建拥有全资子公司海安城镇建设投资有限公司，开晟集团拥有全资子公司海安经济技术开发区控股集团有限公司及江苏腾海投资控股集团有限公司，瑞海投资拥有全资子公司海安城改及海安商贸，以上公司均有债券发行。

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

表5 海安市主要基础设施投资类平台情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
海安开投	海安经济技术开发区管理委员会	252.55	59.29%	6.23	241.33	负责海安高新区土地整理、园区开发及房地产开发业务
海安城建	海安市政府国有资产监督管理办公室	205.60	65.61%	12.50	230.10	负责海安市内城市基础设施建设、交通运输、水务投建营
开晟集团	海安经济技术开发区管理委员会	195.49	66.61%	18.08	323.01	主要负责海安经开区内的土地综合开发、基础设施建设和安置房建设业务
瑞海投资	海安国资中心	168.63	69.55%	15.06	217.21	集地产、物业管理、金融投资、酒店、教育和文旅产业于一体的综合性集团公司
海安城改	瑞海投资	132.67	68.66%	6.46	95.42	负责土地开发和保障房建设业务，另外还包括物业租赁及水电收费等其他业务
运通港务	海安国资中心	80.82	63.64%	3.76	90.45	负责海安市内交通、水利基础设施的投建营

海安商贸	瑞海投资	59.37	46.96%	8.01	46.09	商贸物流园区的基础设施建设和土地整理开发主体
曲水园城建	海安国资中心	50.89	47.65%	6.10	39.01	海安市曲塘镇基建、土地整理

注 1：除运通港务财务指标为 2022 年度/末数据，其他公司均为 2023 年度/末数据

注 2：总债务=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+长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项，除海安商贸外，其他公司总债务未考虑债务调整项

资料来源：Wind，中证鹏元整理。

五、经营与竞争

公司是海安市基础设施建设主体之一，主要负责商贸物流园区内基础设施建设和土地整理开发业务，资产体量在海安市主要基础设施投资类平台中排名较后，跟踪期内，公司各类业务模式未发生变化，受工程建设和土地整理结算进度影响，2023年公司营业收入规模有所下降

公司主要负责商贸物流园区内基础设施建设和土地整理开发，此外还涉及贸易销售业务。从收入结构来看，工程建设和土地整理业务是公司的主要收入来源，收入合计占比超过95.00%，受结算进度影响，2023年公司工程建设和土地整理业务收入均有所下降，受此影响，2023年公司营业收入规模较上年有所下降。从毛利率来看，公司工程建设业务和土地整理业务毛利率稳定，2023年公司销售毛利率与上年基本持平。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地整理	6.40	79.95%	7.41%	8.53	73.92%	7.41%
工程建设	1.48	18.53%	10.55%	2.55	22.09%	10.56%
其他	0.12	1.52%	25.82%	0.46	4.00%	13.01%
合计	8.01	100.00%	8.27%	11.54	100.00%	8.33%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

（一）工程代建业务

受结算进度影响，2023年公司工程建设业务收入较上年有所下降，公司在建的工程代建项目规模较大，待结转收入的项目成本尚有一定规模，未来业务收入较有保障，但收入规模易受项目结算计划的影响，未来可能存在波动，并且随着项目的陆续投入，公司面临较大的资金压力

公司工程建设业务由本部负责，跟踪期内，工程建设业务模式未发生变化，2017年12月，根据海安市财政局会议纪要，将涉及到商贸物流园区内的建设结算资金、财政补助资金由海安市财政拨付至商贸物流园区财政局，商贸物流园区财政局按规定安排资金拨付。原由海安市财政局签订的相关代建协议、出具的相关结算及政府补助文件，自2018年度起由物流园区管委会签订或出具相关文件，海安市财政局不再与公司签订相关协议及文件。经物流园区管委会授权，公司与海安众合投资建设有限公司（以下简

称“海安众合”，其控股股东为海安市商贸物流服务中心）签订了《工程项目建设合同》，根据合同约定，公司负责实施商贸物流园区铁路货场改扩建工程、园区基础设施工程等工程项目建设，海安众合对公司建设项目按成本加成11.5%-12.0%进行结算。

2023年公司通过结算园区基础设施一期工程、刘缺花苑二期工程和大宗物资中转集散中心一期南区基础设施，实现工程建设业务收入1.48亿元，收入规模较上年有所下降，业务毛利率较上年基本保持稳定，为10.55%。

表7 2022-2023 年公司工程建设业务收入明细情况（单位：万元）

年份	项目名称	结转成本	确认收入
2023 年	园区基础设施一期工程	5,338.38	5,952.30
	刘缺花苑二期工程	4,023.08	4,505.85
	大宗物资中转集散中心一期南区基础设施	3,907.61	4,376.53
	合计	13,269.07	14,834.67
2022 年	铁路货场改扩建工程二期	5,711.94	6,397.37
	污水管网工程	2,947.57	3,301.28
	园区基础设施一期工程	8,631.22	9,623.81
	刘缺花苑二期工程	5,501.87	6,162.10
	合计	22,792.61	25,484.56

注：上表中部分合计数与单项加总差异系由四舍五入尾差导致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司主要在建的工程代建项目计划投资金额合计16.14亿元，已投资金额合计3.13亿元，尚需投资13.01亿元，且尚有6.17亿元工程施工成本待结转收入，未来工程代建业务收入较有保障。但工程代建业务收入规模易受项目结算计划的影响，未来可能存在波动，并且随着项目的陆续投入，公司面临较大的资金压力。

表8 截至 2023 年末公司主要在建工程建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划投资	累计已投资	尚需投资
刘缺花苑二期工程	10.14	1.87	8.27
中外运苏中物流中转基地建设项目	5.00	0.72	4.28
五坝花苑五期	1.00	0.54	0.46
合计	16.14	3.13	13.01

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）土地整理业务

受结算进度影响，2023年公司土地整理业务收入较上年有所减少，在整理土地项目和待结转收入的土地整理成本尚有一定规模，未来该业务收入有一定保障，但在整理土地项目尚需投入较多资金，将进一步加大公司的资金压力

公司土地整理业务由本部负责，公司对商贸物流园区内规划的土地进行“四通一平”、“拆迁安置”

等工作，所需资金由公司自筹，由物流园区管委会负责结算，按照合同约定的成本加成8%确认土地整理业务收入。经物流园区管委会授权，2019年公司与海安众合签订了《土地整理项目委托建设合同》，根据合同约定，公司负责实施商贸物流园区土地整理建设，海安众合对公司建设项目按成本加成8%进行结算。

受结算进度影响，2023年公司土地整理业务收入较上年有所减少，毛利率为7.41%，与上年持平。

表9 2022-2023 年公司土地整理业务收入明细情况（单位：亿元）

年份	项目名称	结转成本	确认收入
2023 年	仓储项目征地拆迁整理	2.29	2.47
	物流园东扩区拆迁整理	1.79	1.93
	保障房项目征地拆迁整理	1.12	1.21
	万顷良田征地拆迁整理	0.73	0.79
合计	-	5.93	6.40
2022 年	物流园东扩区拆迁整理	3.76	4.06
	仓储项目征地拆迁工程	2.29	2.47
	保障房项目征地拆迁工程	1.12	1.21
	万顷良田征地拆迁工程	0.73	0.79
合计	-	7.90	8.53

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司在整理的土地为海安开发区S221北侧、通榆河东侧区域更新项目，该项目计划总投资13.00亿元，尚需投资11.47亿元，待结转的土地整理业务开发成本为2.31亿元，未来土地整理业务收入有一定保障，但需要注意的是，土地整理业务收入规模易受政府结算计划的影响，未来可能存在波动，且未来随着在整理土地项目的陆续投入，将进一步加大公司的资金压力。

（三）其他

未来随着仓储配套项目投入运营，将对公司收入形成一定补充

公司还有部分自营项目，为园区内企业提供物流仓储设施出租、办公场所出租等仓储配套服务，公司仓储配套项目为“20海安债”募投项目凤山码头仓储配套工程和冷链物流中心工程，预计总投资合计10.52亿元，其中使用“20海安债”资金6.00亿元，截至2023年末，凤山码头仓储配套工程项目已投资2.71亿元，其中已投入募集资金1.80亿元，冷链物流中心工程已投资7.21亿元，其中已投入募集资金4.20亿元，上述项目基本已建设完成，未来随着仓储配套项目投入运营，将对公司收入形成一定补充，但仓储配套项目未来收入受宏观经济、市场需求波动等因素影响，存在一定的不确定性。

2018年起公司开始开展有色金属、棉花棉纱等产品的贸易销售业务，2021年起贸易销售业务采用净额法进行核算，目前该业务收入规模较小，对公司收入无法形成有效补充。

公司在财政补贴方面继续获得一定的外部支持

公司作为商贸物流园区内重要的基础设施建设和土地整理开发主体，在财政补贴方面继续获得一定的外部支持。2023年公司收到物流园区管委会拨付的财政补贴1.02亿元，较大程度提升了公司盈利水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

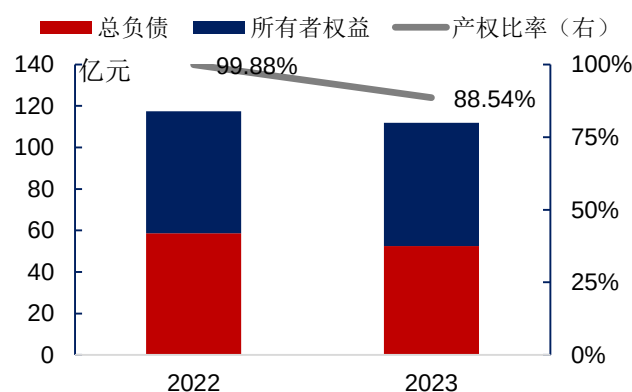
以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并报表范围变化情况见表1，截至2023年末，公司合并范围子公司情况见附录四。

资本实力与资产质量

2023年末公司资产规模较上年末小幅下降，资产主要为土地及项目建设投入，且应收款项对公司营运资金形成较大占用，受限资产占比较高，整体资产流动性较弱

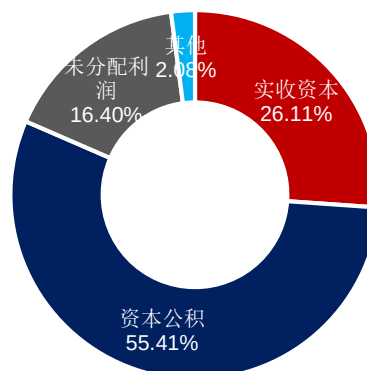
随着债务到期偿还，2023年末公司总负债规模较上年末略有下降，公司所有者权益规模则在经营利润的积累下，略有增长，2023年末公司产权比率为88.54%，所有者权益对总负债的保障程度一般。从权益结构来看，公司所有者权益主要为政府拨付的财政资金及注入的土地形成的资本公积。

图 3 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

图 4 2023 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

公司资产以存货、应收款项（应收账款及其他应收款）及货币资金为主要构成，2023年末上述资产占公司资产的比重为88.18%，其中存货是公司最主要的资产，随着项目陆续结算，2023年末公司存货账面价值较上年末有所减少，主要包括待开发土地46.24亿元，主要系出让的商业、居住、仓储及其他商业服务用地，工程施工成本6.17亿元以及土地整理开发成本2.31亿元，2023年末公司已抵押或担保的土地资产账面价值为31.51亿元，占存货中土地资产的68.15%，土地资产难以集中变现且抵押占比较高，工程施工成本和土地整理开发成本变现依赖于项目结算进度；应收账款主要为应收海安众合及物流园区

管委会的代建款项，2023年末公司应收账款账面价值较上年末小幅增长，主要系当期结算了代建项目及土地整理项目，但结算款暂未收到所致；其他应收款主要为应收其他单位的往来款，2023年末应收前五大应收对象的金额合计占比93.24%，应收对象主要为当地国有企业，公司应收款项回收风险总体可控，但规模较大，且未来回收时间存在一定的不确定性，对公司营运资金形成较大占用；随着项目建设资金的陆续投入，2023年末公司货币资金较上年末有所下降，其中使用受限的货币资金账面价值为8.61亿元，主要系用于质押的银行定期存单、银行承兑票据保证金及信用证保证金，占货币资金总额的84.05%，受限比例高。

其他资产方面，2023年末公司在建工程包括凤山码头仓储配套工程项目、保税二期项目及冷链物流中心项目，账面价值较2022年末小幅减少，主要系当期凤山码头项目部分完工、物流产业园保税物流中心（B型）工程项目及海润项目完工，并结转至固定资产；2023年末公司固定资产账面价值为2.38亿元，主要系房屋及建筑物。

截至2023年末，公司受限资产账面价值合计40.98亿元（包括31.51亿元存货、8.61亿元货币资金和0.85亿元无形资产），占同期末资产总额的36.61%，受限资产占比较高。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.25	9.16%	14.46	12.31%
应收账款	20.40	18.23%	19.20	16.35%
其他应收款	13.27	11.85%	13.31	11.33%
存货	54.78	48.94%	57.22	48.73%
流动资产合计	98.81	88.27%	104.27	88.79%
固定资产	2.38	2.13%	1.30	1.10%
在建工程	9.36	8.36%	10.45	8.90%
非流动资产合计	13.14	11.73%	13.16	11.21%
资产总计	111.94	100.00%	117.43	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2023年公司营业收入规模较上年有所下降，政府补助仍较大程度上提升了公司盈利水平

受工程建设和土地整理结算进度影响，2023年公司实现营业收入8.01亿元，较上年有所下降，工程建设和土地整理业务仍为公司主要收入来源，业务持续性较好。毛利率方面，2023年公司销售毛利率与上年基本持平。

公司作为商贸物流园区重要的基础设施建设和土地整理开发主体，2023年在财政补贴方面继续获得一定的外部支持，2022年公司收到财政补贴1.02亿元，仍较大程度上提升了公司盈利水平。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023 年	2022 年
营业收入	8.01	11.54
营业利润	0.88	1.29
其他收益	1.02	0.85
利润总额	0.88	1.29
销售毛利率	8.27%	8.33%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2023年末公司总债务和杠杆率同比均有所下降，仍债务规模较大，短期债务占比较高，现金短期债务比仍处于较低水平，面临较大的短期偿债压力

随着公司债务到期偿还，2023年末，公司总债务规模为46.09亿元，同比下降10.14%，占总负债的比重为87.67%，较上年末提升0.27个百分点。从品种结构来看，公司债务仍以银行借款、票据融资以及发行的债券为主，2023年末，公司银行借款（包括短期借款、长期借款及一年内到期的长期借款）规模较上年末小幅下降至27.42亿元，均设置了保证、抵押、保证加抵押等增信措施，期限大多在5年以下，利率大多为4.00%-5.20%；公司应付票据规模较上年末有所下降，包括国内信用证2.84亿元及银行承兑汇票5.89亿元；应付债券系“20海安债”，发行利率为6.50%，发行期限为7年，随着债券偿还及转入一年内到期的非流动负债，2023年末公司应付债券账面余额较上年末有所下降。此外，2023年末公司非标融资规模为4.23亿元（其中1年内到期的规模为1.15亿元），均系融资租赁款项，借款期限为5年，利率为5.48%-7.05%，其中2023年新增的款项利率为5.48%，融资成本有所下降。从债务到期分布来看，2023年末公司短期债务规模为27.79亿元，占总债务的比重为60.30%，规模和占比较上年末均有所下降，但仍面临较大的集中兑付压力，债务期限结构有待优化。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	13.52	25.71%	13.12	22.36%
应付票据	8.73	16.61%	13.50	23.01%
一年内到期的非流动负债	5.54	10.54%	6.62	11.28%
流动负债合计	34.27	65.20%	40.63	69.24%
长期借款	11.04	21.00%	9.58	16.33%
应付债券	4.18	7.94%	6.96	11.87%
长期应付款	3.08	5.86%	1.50	2.56%
非流动负债合计	18.30	34.80%	18.05	30.76%
负债合计	52.57	100.00%	58.68	100.00%
总债务	46.09	87.67%	51.29	87.40%

其中：短期债务	27.79	52.86%	33.24	56.65%
长期债务	18.30	34.80%	18.05	30.76%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债指标来看，2023年末公司资产负债率较上年末小幅下降，现金短期债务比为0.31，仍处于较低水平，根据公司提供的数据，截至2023年末，公司尚未使用银行授信额度为7.00亿元，备用流动性较低，2023年末公司EBITDA利息保障倍数为1.04，较上年略有提升，总体来看，公司短期偿债压力仍较大。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年	2022 年
资产负债率	46.96%	49.97%
现金短期债务比	0.31	0.42
EBITDA 利息保障倍数	1.04	0.85

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司提供的说明，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚的情形。

社会方面，根据说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，公司依据《公司法》及有关法律、法规的规定制定了《公司章程》并建立了法人治理结构。公司董事会设董事长一人，由海安国资中心指定或委派担任。公司设经理，由董事会决定聘任或者解聘。公司设监事会，成员为3人，由股东委派及罢免，监事会成员中设职工监事1名，由职工大会或职工代表大会选举产生，设主席1人，由全体监事过半数选举产生。公司管理方面，公司设有综合行政部、财务管理与监察审计部、运营管理部、市场拓展部、工程规划与建设管理部5个职能部门，截至2024年4月末，公司组织结构图见附录三。此外，根据公司提供的说明，近一年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月15日），公司本部及子

公司江苏海安凤山港务有限公司、江苏海安保税物流中心有限公司均不存在未结清不良类信贷记录，均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2023年末，公司对外担保总额为18.53亿元，占同期末所有者权益的31.21%，被担保对象均为地方国有企业，但均未设置反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

表14 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保单位	担保借款金额	借款到期日
海安佳保利商贸有限公司	0.40	2024/8/9
	0.36	2024/1/3
	0.25	2024/1/3
	0.44	2024/12/20
海安市惠泽净水有限公司	0.38	2024/1/8
	0.48	2024/5/29
海安市园林绿化有限公司	0.65	2024/4/26
海安正宏建设工程有限公司	0.48	2025/12/10
	0.45	2025/6/6
	0.45	2025/6/6
	0.25	2031/12/27
海安众合投资建设有限公司	0.24	2031/12/27
	0.15	2024/11/21
	0.60	2026/11/21
	0.67	2024/9/21
	0.50	2024/9/7
	0.74	2024/3/7
	1.78	2024/1/12
	0.50	2024/3/29
	2.10	2024/3/29
	0.05	2024/3/8
	0.25	2024/9/4
	0.48	2025/12/10
	0.48	2024/12/20
	0.25	2024/4/17
	0.19	2024/6/7
	0.06	2024/6/10
	0.09	2024/1/9
	0.10	2024/3/14

	0.34	2029/1/24
	0.50	2024/10/6
	0.20	2024/3/13
	0.50	2024/7/26
江苏惠海旅游发展有限公司	0.44	2024/4/26
	0.20	2024/1/11
南通宝阳物流有限公司	0.48	2025/12/10
	0.10	2024/3/23
南通运通港务发展有限公司	1.96	2024/3/7
合计	18.53	-

注：上表合计数与单项加总差异系由四舍五入尾差导致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司控股股东为瑞海投资，持股比例为100%，实际控制人为海安国资中心。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，海安市人民政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

（1）公司与海安市人民政府的联系中等。公司实际控制人为海安国资中心，公司是商贸物流园区重要的基础设施建设和土地整理开发主体，海安市人民政府对公司的经营战略和业务运营有着强大的影响力，预计未来较长一段时期内公司的职能和定位将保持不变，与政府的联系将比较稳定。

（2）公司对海安市人民政府非常重要。公司主要从事工程代建及土地整理业务，利润主要来源于工程代建及土地整理业务，占比在90%以上，且公司已发行过债券，违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、债券偿还保障分析

海安城建提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍有效提升了“20 海安债”的安全性

“20 海安债”由海安城建提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括“20 海安债”本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保期间为债券存续期及债券到期日起两年。

海安城建作为海安市主要的城市及基础设施建设经营主体之一，主要负责海安市土地开发和城市道路、桥梁、绿化造园、路灯亮化、景点维护、供排水管网等城市基础设施的投资建设、日常运营和管理等业务，同时还涉及中小企业担保业务。截至2023年末，海安城建注册资本和实收资本均为180,098.35万元，控股股东和实际控制人为海安市政府国有资产监督管理委员会。2023年海安城建实现主营业务收入11.67亿元，主营业务毛利率为11.51%。

表15 担保方主营业务收入及毛利率构成（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施建设	10,422.14	8.99%	24,561.89	8.36%
土地整理开发	76,935.39	15.00%	81,311.18	15.00%
交通设施建设	0.00	-	2,765.08	1.73%
园林绿化	4,669.22	14.80%	6,111.28	13.35%
路灯维护	1,544.85	39.47%	859.44	51.54%
粮食购销	10,267.04	-4.38%	8,453.50	8.12%
商品销售	11,697.20	3.21%	695.54	34.93%
建筑垃圾处置	748.53	48.98%	1,182.71	42.62%
蚕园种业	398.10	-154.78%	0.00	-
物业管理	25.92	-59.58%	0.00	-
其他业务	3.78	0.00%	1,409.36	-30.18%
合计	116,712.16	11.51%	127,349.99	13.01%

资料来源：海安城建 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2023 年末，海安城建资产总额为 597.91 亿元，所有者权益为 205.60 亿元，资产负债率为 65.61%；2023 年度，海安城建实现营业收入 12.50 亿元，利润总额 2.05 亿元，经营活动现金净流出 12.46 亿元。

表16 担保方主要财务指标（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年
总资产	597.91	558.23
所有者权益	205.60	211.70
总债务	-	226.86
资产负债率	65.61%	62.08%
现金短期债务比	-	0.30
营业收入	12.50	13.20
其他收益	3.04	3.01
利润总额	2.05	2.26
销售毛利率	8.82%	10.35%
EBITDA	-	3.00
EBITDA 利息保障倍数	-	0.22
经营活动现金流净额	-12.46	0.87
收现比	125.34%	138.53%

资料来源：海安城建 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

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

十、结论

海安市经济发展水平较高，产业结构较为多元化，工业经济发展较好，为公司发展、融资等提供了良好外部环境。公司是商贸物流园区重要的基础设施建设和土地整理开发主体，主要负责商贸物流园区内基础设施建设和土地整理开发。截至2023年末，公司在建代建工程和土地整理项目规模较大，项目建设需持续投入资金，公司短期偿债压力较大，但公司作为商贸物流园区重要的基础设施建设和土地整理开发主体，业务持续性较好，且在财政补贴方面持续获得较大力度的支持，整体来看，公司抗风险能力尚可。

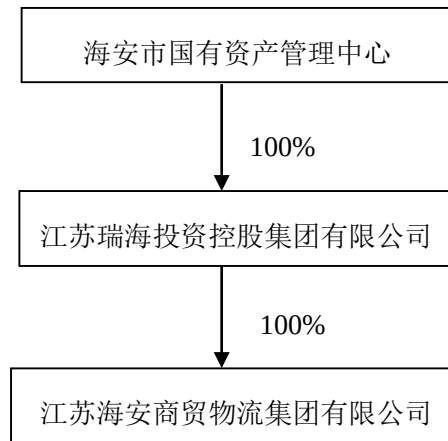
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“20海安债”的信用等级为AA+。

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）	2023 年	2022 年	2021 年
货币资金	10.25	14.46	19.67
应收账款	20.40	19.20	13.66
其他应收款	13.27	13.31	11.10
存货	54.78	57.22	68.31
流动资产合计	98.81	104.27	112.82
在建工程	9.36	10.45	1.63
非流动资产合计	13.14	13.16	3.98
资产总计	111.94	117.43	116.79
短期借款	13.52	13.12	17.35
应付票据	8.73	13.50	15.78
一年内到期的非流动负债	5.54	6.62	3.17
流动负债合计	34.27	40.63	41.68
长期借款	11.04	9.58	9.64
应付债券	4.18	6.96	6.95
长期应付款	3.08	1.50	0.91
非流动负债合计	18.30	18.05	17.51
负债合计	52.57	58.68	59.18
总债务	46.09	51.29	53.80
其中：短期债务	27.79	33.24	36.30
所有者权益	59.37	58.75	57.61
营业收入	8.01	11.54	12.54
营业利润	0.88	1.29	1.41
其他收益	1.02	0.85	0.67
利润总额	0.88	1.29	1.41
经营活动产生的现金流量净额	9.19	7.02	2.24
投资活动产生的现金流量净额	-0.09	-0.26	-0.16
筹资活动产生的现金流量净额	-8.61	-9.89	-5.65
财务指标	2023 年	2022 年	2021 年
销售毛利率	8.27%	8.33%	9.88%
资产负债率	46.96%	49.97%	50.67%
短期债务/总债务	60.30%	64.81%	67.46%
现金短期债务比	0.31	0.42	0.37
EBITDA（亿元）	2.15	1.62	1.66
EBITDA 利息保障倍数	1.04	0.85	0.75

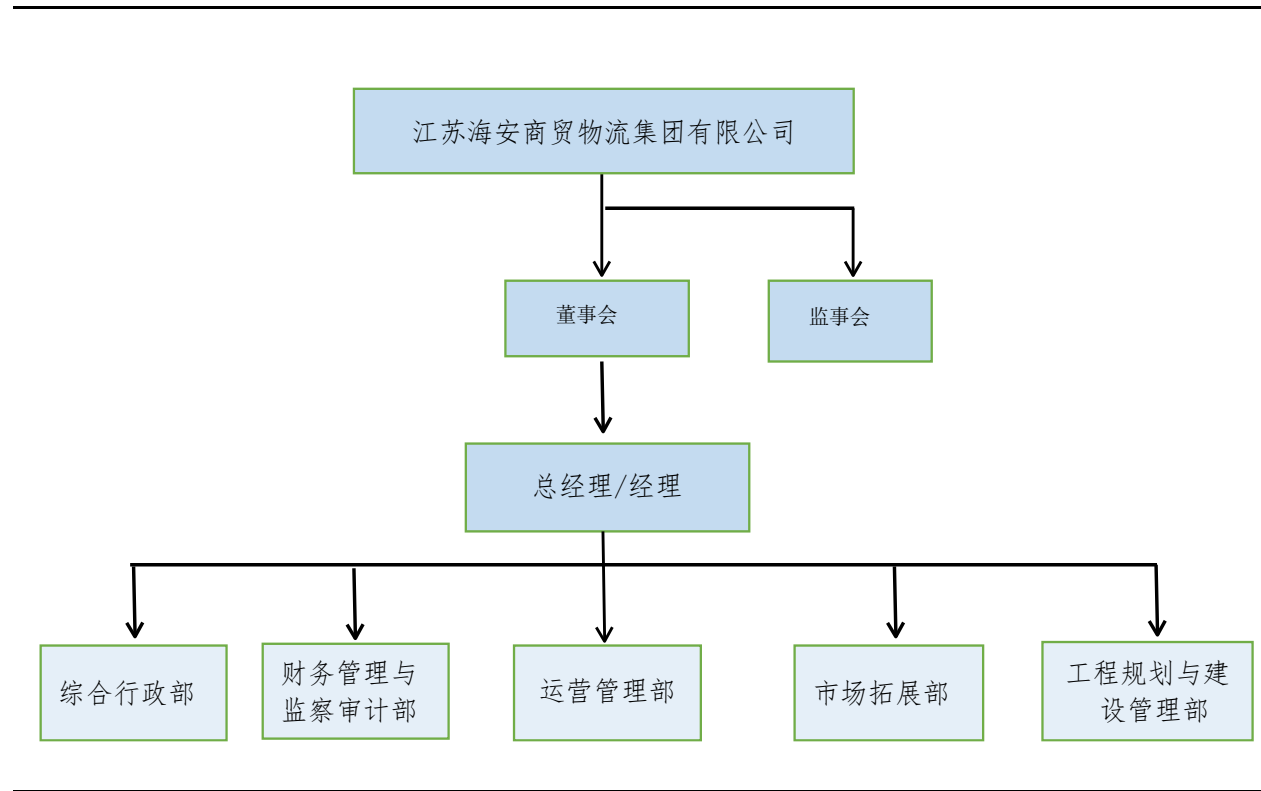
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 4 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 4 月末）



附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
海安汇川商贸有限公司	0.90	88.89%	道路普通货物运输；国内水路普通货物运输等
江苏海安凤山港务有限公司	0.20	66.70%	港口机械设施、设备租赁；道路普通货物运输等
江苏海安保税物流中心有限公司	0.80	100.00%	物流信息咨询；道路普通货物运输等
海安远瑞物流有限公司	0.30	100.00%	道路普通货物运输；普通货物仓储等
上海赞拓国际贸易有限公司	0.10	100.00%	文具用品零售；家用电器销售等
海安鑫晟海供应链管理有限公司	0.05	100.00%	供应链管理服务；有色金属合金销售等
海安嗨购进出口贸易有限公司	0.50	100.00%	国内贸易代理；国内货物运输代理等

资料来源：公司 2023 年审计报告、公开资料，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	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+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

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

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。