

张家港保税区张保实业有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为**AA**，评级展望为稳定；

维持“11张保债/PR张家港”的信用等级为**AA+**；

维持“13张保债/PR张保债”、“16张保实业MTN001”、“16张保实业MTN002”、“17张保实业MTN001”、“17张保实业MTN002”、“18张保实业MTN001”的信用等级为**AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一八年六月二十六日

张家港保税区张保实业有限公司 2018 年度跟踪评级报告

发行主体 张家港保税区张保实业有限公司

本次主体信用等级 **AA** 评级展望 **稳定**

上次主体信用等级 **AA** 评级展望 **稳定**

存续债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	本次 债项 信用 等级	上次 债项 信用 等级
11 张保债/PR 张家港	9.00	2011.12.15~2018.12.15	AA ⁺	AA ⁺
13 张保债/PR 张保债	11.00	2013.08.23~2020.08.23	AA	AA
16 张保实业 MTN001	5.00	2016.02.01~2021.02.01	AA	AA
16 张保实业 MTN002	5.00	2016.10.28~2021.10.28	AA	AA
17 张保实业 MTN001	10.00	2017.02.28~2022.02.28	AA	AA
17 张保实业 MTN002	5.00	2017.12.20 (3+2)	AA	AA
18 张保实业 MTN001	10.00	2018.03.02 (3+2)	AA	AA

注：“11 张保债/PR 张家港”由张家港市金城投资发展有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。截至 2018 年 3 月末，“11 张保债/PR 张家港”尚需偿还 3.60 亿元，“13 张保债/PR 张保债”尚需偿还 6.60 亿元。

概况数据

张保实业（合并口径）	2015	2016	2017	2018.3
总资产（亿元）	162.63	179.56	211.60	237.71
所有者权益合计（亿元）	93.13	97.56	100.86	101.17
总负债（亿元）	69.49	82.00	110.74	136.55
总债务（亿元）	63.65	71.54	98.53	129.40
营业总收入（亿元）	7.07	7.21	7.23	1.33
经营性业务利润（亿元）	-0.17	-0.20	1.72	0.26
净利润（亿元）	2.34	3.32	3.30	0.31
EBIT（亿元）	3.06	3.98	3.75	--
EBITDA（亿元）	3.38	4.29	4.08	--
经营活动净现金流（亿元）	-20.42	-12.50	-2.94	-10.20
收现比(X)	0.72	0.64	0.83	0.11
总资产收益率(%)	1.86	2.33	1.92	--
营业毛利率(%)	11.26	10.74	10.92	20.21
应收类款项/总资产(%)	12.07	6.78	13.48	15.95
资产负债率(%)	42.73	45.67	52.33	57.44
总资本化比率(%)	40.60	42.31	49.42	56.12
总债务/EBITDA(X)	18.84	16.69	24.17	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.90	0.93	0.78	--

注：1、公司财务报表按照新会计准则编制；2、将公司其他应付款和其他流动负债中的带息债务纳入短期债务核算，将长期应付款中的带息债务纳入长期债务核算；3、由于公司未提供 2018 年一季度财务报表利息支出情况及现金流量补充表，故相关指标失效。

金城公司（合并口径）	2015	2016	2017
总资产（亿元）	486.76	567.70	599.68
所有者权益合计（亿元）	157.78	187.10	197.45
总负债（亿元）	328.97	380.61	402.23
总债务（亿元）	226.56	240.33	278.14
营业总收入（亿元）	44.81	46.56	59.23
经营性业务利润（亿元）	1.54	3.42	3.82
净利润（亿元）	7.55	3.64	3.36
EBIT（亿元）	11.30	7.41	7.68
EBITDA（亿元）	--	10.62	10.97

基本观点

中诚信国际维持张家港保税区张保实业有限公司（以下简称“张保实业”或“公司”）主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“11 张保债/PR 张家港”债项信用等级为 **AA⁺**，维持“13 张保债/PR 张保债”、“16 张保实业 MTN001”、“16 张保实业 MTN002”、“17 张保实业 MTN001”、“17 张保实业 MTN002”、“18 张保实业 MTN001”债项信用等级为 **AA**。

中诚信国际肯定了江苏省张家港保税区（以下简称“张保区”）良好的区位和政策优势；较强的经济实力为公司提供了良好外部环境；张家港保税区管理委员会（以下简称“保税区管委会”）对公司很强的支持力度等对公司发展的积极作用。同时，中诚信国际也关注到公司盈利能力偏弱，债务持续增长和现金流波动影响偿债指标；存货规模大，成本结转和回款情况值得关注等对公司未来整体信用状况的影响。

中诚信国际同时考虑了张家港市金城投资发展有限公司（以下简称“金城公司”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对“11 张保债/PR 张家港”还本付息的保障作用。

优势

- **良好的区位和政策优势。**张保区是全国唯一的内河港型保税区，水陆交通极为便捷。对外开放程度较高，运作机制便捷，享受众多优惠政策。
- **较强的经济实力为公司提供了良好外部环境。**张保区成立近 25 年来，形成了“一区多园”的发展格局，吸引了大批优质企业入驻，税收来源稳定，经济实力不断增长。2017 年张保区（含金港镇）实现地区生产总值 708.70 亿元，同比增长 7.5%。
- **保税区管委会很强的支持力度。**作为张保区内基础设施建设的主体，公司得到了保税区管委会的大力支持。2017 年，公司获得政府补贴 1.70 亿元。

关注

- **盈利能力偏弱，债务持续增长和现金流波动影响偿债指标。**公司主营业务盈利能力较弱，盈利主要依靠投资收益和财政补贴。此外，公司债务规模不断攀升，经营活动净现金流波动较大，导致相关偿债指标较弱。
- **存货规模大，成本结转和回款情况值得关注。**截至 2018

经营活动净现金流（亿元）	11.48	20.21	42.31
收现比(X)	1.07	1.21	1.44
总资产收益率(%)	2.28	1.40	1.32
营业毛利率(%)	22.83	23.61	19.40
应收类款项/总资产(%)	10.57	14.09	11.16
资产负债率(%)	67.58	67.04	67.07
总资本化比率(%)	58.95	56.23	58.48
总债务/EBITDA(X)	--	22.62	25.36
EBITDA 利息倍数(X)	--	0.80	0.91

注：1、公司各年度财务报告均依照新会计准则编制；2、将公司各期财务报表“其他应付款”中的带息债务纳入短期债务核算，将“其他非流动负债”中的带息债务纳入长期债务核算；3、公司未提供 2015 年现金流量表补充资料，故相关指标失效。

分析师

项目负责人：杨展晖 chhyang@ccxi.com.cn

项目组成员：晏逸鸣 ymyan@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2018 年 6 月 26 日

年 3 月末，公司存货 140.78 亿元，主要为基础设施建设业务成本，中诚信国际将持续关注公司基础设施建设业务成本结转和回款情况。

声 明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际在公司债券的存续期内进行定期跟踪评级。

募集资金项目进展

截至 2017 年末，“11 张保债/PR 张家港”募集资金 9.00 亿元和“13 张保债/PR 张保债”募集资金 11.00 亿元均已使用完毕。

近期关注

依托政策及区位优势，2017 年张保区继续保持较快发展，为公司业务发展创造良好的外部环境

江苏省张家港保税区于 1992 年 10 月经国务院批准设立，规划面积 4.1 平方公里，是全国首家内河港型保税区，唯一的区港合一的保税区。2008 年 11 月张保区经国务院批准，升格转型为保税港区，成为中国目前政策最优、功能最齐全的特殊经济区域。由于政策和区位方面的优势，张保区发展较快，已形成化工、粮油、机电、纺织、物流五大特色产业。

区域经济方面，2017 年，张保区（含金港镇）实现地区生产总值 708.70 亿元，同比增长 7.5%，其中，工业增加值 337.19 亿元，同比增长 5.5%，服务业增加值 354.19 亿元，同比增长 10.4%，第三产业增加值占地区生产总值比重上升到 49.98%，服务业主导型经济结构正在加速形成。2017 年，张保区（含金港镇）实现工业总产值 1,332.78 亿元，同比增长 20.5%，其中规模以上工业总产值 1,155.83 亿元，同比增长 17.7%。规模以上工业中新兴产业产值 770.52 亿元，同比增长 16.6%，占规模以上工业总产值比重 66.66%。2017 年，张保区（含金港镇）全社会固定资产投资 167.46 亿元，较 2016 年下滑 0.1%，同期基础设施投入 15.28 亿元，较 2016

年下降 55.8%。

总体来看，张保区（含金港镇）区位优势明显，经过了 20 余年的发展，已经形成了良好的基础设施和优质的配套服务，吸引了大批大型企业入驻，未来发展前景良好。

公司是张保区内重要的道路、桥梁和管网等配套设施建设及土地整理开发主体，相关业务回款和成本结转进度值得关注

公司承担的基础设施建设业务包括两大部分，一是道路、桥梁和管网等配套设施建设，二是土地一级开发。两部分收入均计入基础设施建设收入。

2015 年~2017 年，公司分别实现基础设施建设收入 6.60 亿元、6.71 亿元和 6.69 亿元，同期应收账款分别为 4.64 亿元、7.27 亿元和 8.49 亿元，公司回款情况一般。截至 2018 年 3 月末，公司应收账款 9.67 亿元，存货 140.78 亿元，公司应收账款主要为应收张家港保税区财政局基础设施建设业务工程款，存货主要为基础设施建设业务成本，中诚信国际将持续关注公司基础设施建设业务成本结转和回款情况。

道路、桥梁和管网等配套设施建设方面，公司道路、桥梁和管网等配套设施建设采取代建模式，具体运营模式如下：公司接到保税区管委会建设任务后，负责筹集资金，推动项目进行。项目竣工验收合格后，保税区管委会按审核后的实际投资额加成 10.00% 向公司支付工程款。

近年来，张保实业相继完成了再生园、环保新材料产业园和汽车物流园一期等基础设施建设项目，完工项目总投资 42.11 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司在建道路、桥梁和管网等配套设施项目主要是征地拆迁等保税区完善工程，在建项目总投资 38.57 亿元，尚需投入资金 21.00 亿元，仍面临一定投资压力。

表 1：截至 2018 年 3 月末公司在建基础设施建设项目情况

项目名称	建设周期	总投资（亿元）	已投资（亿元）
张家港保税区基础设施完善工程	3 年	38.57	17.57

资料来源：公司提供

土地一级开发方面，2017 年以前，公司一级开发的土地在张家港市土地储备中心出让后，张家港

市财政局会将土地出让净收益返还至公司，公司冲减部分土地一级开发成本，但由于公司整理的土地

以工业用地为主，张家港市财政局返还的出让净收益不能覆盖公司土地一级开发成本，差额部分由保税区管委会按审核后的金额加成 10.00% 向公司支付土地一级开发款。2017 年以后，公司一级开发的土地在张家港市土地储备中心出让后，张家港市财政局不再将土地出让净收益返还至公司，公司全部

土地一级开发成本均由保税区管委会按审核后的金额加成 10.00% 向公司支付。

2015 年~2018 年 3 月，公司共整理土地面积 6,763.03 亩，在土地一级开发上合计投入 47.74 亿元。

表 2：2015 年~2018 年 3 月公司一级开发情况

项目	2015	2016	2017	2018.3
当期公司土地一级开发投入金额（亿元）	9.82	23.16	6.46	8.30
当期公司土地一级开发面积（亩）	4,177.55	436.19	1,295.48	853.81
期末存货中尚未结转土地面积（亩）	2,266.48	2,168.78	1,801.00	2,249.67

注：2016 年公司土地征地拆迁投入金额较多但征地拆迁面积较少，主要由于公司当期征地拆迁投入多尚在预付账款科目，尚未完成的征地拆迁面积未计入当期土地征地拆迁面积。

资料来源：公司提供

总体来看，公司承担了张保区大量道路、桥梁和管网等配套设施建设和土地一级开发任务。公司相关业务回款和成本结转进度值得关注。此外，公司在建基础设施建设项目尚需投入 21.00 亿元，面临一定资金压力。

公司其他业务板块收入规模较小，对公司收入、利润贡献有限；公司参股管委会部分经营性企业，2018 年投资收益保持稳定

截至 2018 年 3 月末，公司共有 4 家全资子公司，7 家联营企业，均为保税区管委会的下辖企业。

表 3：截至 2018 年 3 月末公司下属企业情况

公司名称	持股比例
全资子公司	
张家港保税区长顺给排水有限公司	100%
张家港市豪苑大酒店有限公司	100%
张家港保税区科技创业发展有限公司	100%
张家港市金海港投资开发有限公司	100%
联营企业	
张家港滨江新城投资发展有限公司	46.23%
张家港保税区胜科水务有限公司	20.00%
张家港保税区胜科新生水有限公司	20.00%
张家港保税区长源热电有限公司	30.00%
张家港双山宾馆管理有限公司	33.33%
张家港市双山综合开发有限公司	20.00%
张家港市香山旅游文化发展有限公司	40.00%

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

张家港保税区长顺给排水有限公司（以下简称“长顺给排水”）是公司的全资子公司，负责保税区的自来水销售、给水管网运行管理、辖区内供电协调及雨水泵站、消火栓、路灯等配套设施的维护。截至 2018 年 3 月末，长顺给排水的日供水量为 3

万吨，各类管网长度合计 803.5 公里，覆盖了保税区内约 100% 的企业。长顺给排水以 2.18 元/吨的价格从张家港市给排水公司购买自来水，再加价销售给张保区内企业。2017 年 4 月 1 日，根据张价管【2017】5 号文件，长顺给排水对张保区内企业供水价格上涨至 4.11 元/吨。2015 年~2018 年 3 月，长顺给排水分别销售自来水 782.52 万吨、787.00 万吨、897 万吨和 227 万吨，同期分别实现自来水销售收入 0.23 亿元、0.30 亿元、0.36 亿元和 0.09 亿元。

张家港市豪苑大酒店有限公司以客房、餐饮为主业，2015 年~2017 年 6 月，实现主营业务收入 0.09 亿元、0.10 亿元和 0.06 亿元，自 2017 年下半年开始，公司将张家港市豪苑大酒店对外出租，每年收取固定租金收入。

资产租赁业务方面，公司将自有厂房、房屋和场地进行出租，2015 年~2018 年 3 月分别实现收入 0.09 亿元、0.06 亿元、0.07 亿元和 0.0014 亿元。

此外，公司 2017 年从 8 家参股企业共获得投资收益 1.67 亿元，较 2016 年减少 0.20 亿元，但基本稳定，公司投资收益主要来自权益法下确认的张家港滨江新城投资发展有限公司（以下简称“滨江城投”）净收益。

总体来看，自来水销售、餐饮客房和资产租赁业务拓宽了公司的收入来源，但总体上收入规模较小，对公司收入、利润贡献有限，投资收益是公司利润的重要补充。

财务分析

以下分析基于公司提供的经江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015 年~2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，财务报表均按照新会计准则编制。

表 4：2015 年~2017 年公司营业总收入及毛利率情况（亿元，%）

	2015		2016		2017	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
基础设施建设	6.60	9.09	6.71	8.85	6.69	8.85
销售自来水	0.23	33.98	0.30	26.68	0.36	27.52
餐饮客房	0.09	52.85	0.10	54.01	0.06	65.55
资产租赁	0.09	55.60	0.06	32.49	0.07	35.58
给排水工程	0.06	36.73	0.04	47.36	0.03	38.08
管理服务	--	--	0.01	100.00	0.02	100.00
合计	7.07	11.26	7.21	10.74	7.23	10.92

资料来源：公司财务报告

毛利率方面，2017 年公司营业毛利率 10.92%，近年来波动不大。2018 年一季度，受基础设施建设成本结转与收入确认不匹配影响，公司营业毛利率暂时升至 20.21%。

公司期间费用以管理费用和财务费用为主，但规模都较小。2017 年公司管理费用和财务费用分别为 0.41 亿元和 0.28 亿元。公司管理费用主要由折旧、摊销构成，财务费用主要是利息支出，由于当期公司资本化利息金额较多，财务费用有所下降。2017 年，公司三费收入占比 10.26%，较 2016 年有所下降，但结合营业毛利率来看，依然对利润侵蚀情况严重。2018 年一季度，公司期间费用合计 0.30 亿元，三费收入占比暂时上涨至 22.44%。

表 5：2015 年~2018 年 3 月公司期间费用情况

项目	2015	2016	2017	2018.3
销售费用（亿元）	0.06	0.06	0.05	0.00
管理费用（亿元）	0.42	0.40	0.41	0.13
财务费用（亿元）	0.45	0.48	0.28	0.16
三费合计（亿元）	0.93	0.95	0.74	0.30
营业总收入（亿元）	7.07	7.21	7.23	1.33
三费收入占比(%)	13.12	13.17	10.26	22.44

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

2017 年，公司利润总额 3.30 亿元，与 2016 年基本持平；其中经营性业务利润 1.72 亿元，较 2016 年增加 1.92 亿元，同时营业外收入较 2016 年减少 1.51 亿元，主要由于 2017 年公司收到的政府补助 1.70 亿元计入其他收益，其他收益纳入经营性业务

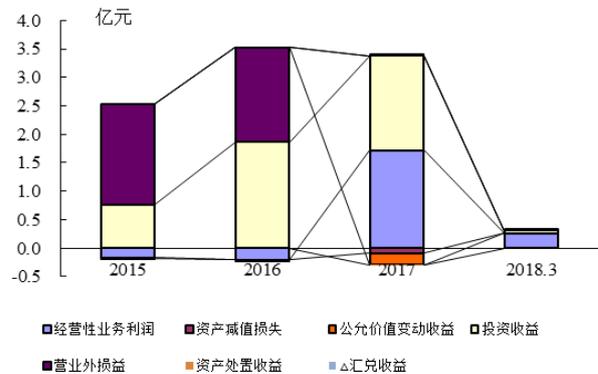
盈利能力

公司营业收入主要来自于基础设施建设业务。2017 年公司实现营业总收入 7.23 亿元。其中基础设施建设业务实现收入 6.69 亿元，占公司营业总收入的 92.53%。2018 年第一季度，公司营业总收入为 1.33 亿元，仍以基础设施建设收入为主。

利润计算口径。2017 年，公司投资收益 1.67 亿元，较 2016 年减少 0.20 亿元，仍主要来自权益法下确认的滨江城投净收益。

2018 年第一季度，公司实现利润总额 0.31 亿元，其中经营性业务利润 0.26 亿元，投资收益 0.05 亿元。

图 1：2015 年~2018 年 3 月公司利润总额构成



资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

总体来看，公司业务来源单一，经营性业务盈利能力较弱，三费对利润总额侵蚀较重。公司盈利主要依靠政府补助和投资收益。

偿债能力

截至 2017 年末，公司总资产 211.60 亿元，较 2016 年末增长 32.04 亿元；总负债 110.74 亿元，较 2016 年末增加 28.74 亿元；所有者权益合计 100.86 亿元，较 2016 年末增长 3.30 亿元。2017 年末，公

司负债增长主要来自银行借款；“17 张保实业 MTN001”、“17 张保实业 MTN002”债券募集资金；以及子公司张家港市金海港投资开发有限公司（以下简称“金海港公司”）承接的国开行贷款，资产增长主要体现在存货待结转工程成本的增加和长期应收款增加应收滨江城投 15.00 亿元拆借款，所有者权益合计增加全部来自盈余公积和未分配利润。

截至 2018 年 3 月末，公司总资产 237.71 亿元，较 2017 年末增长 26.12 亿元；总负债 136.55 亿元，较 2016 年末增加 25.81 亿元；所有者权益合计 101.17 亿元，较 2016 年末增长 0.31 亿元。2018 年 3 月末，公司负债增长主要来自银行借款、“18 张保实业 MTN001”债券募集资金以及子公司金海港公司承接的国开行借款导致长期应付款增加 9.70 亿元，资产增长主要体现在货币资金和金海港公司转贷出去的国开行贷款导致长期应收款增加 7.31 亿元，所有者权益合计增加全部来自未分配利润。

截至 2017 年末，公司总债务为 98.53 亿元，较 2016 年末增长 26.99 亿元，公司资产负债率和总资本化比率分别由 2016 年末的 45.67% 和 42.31% 上涨至 52.33% 和 49.42%。截至 2018 年 3 月末，公司总债务继续攀升至 129.40 亿元，资产负债率和总资本化率随之上升至 57.44% 和 56.12%。从债务结构来看，2015 年~2018 年 3 月末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.47 倍、0.57 倍、0.18 倍和 0.12 倍，以长期债务为主的债务结构符合公司业务模式。

现金流方面，2017 年公司经营活动净现金流为 -2.94 亿元，较 2016 年增加 9.56 亿元，主要由于公司往来款收支不平衡及当期土地整理支出较 2016 年大幅减少所致。2017 年公司投资活动净现金流为 -14.50 亿元，较 2016 年减少 15.33 亿元，主要由于公司将拆借给滨江城投的 15.00 亿元计入支付其他与投资活动有关的现金。2017 年公司筹资活动净现金流为 22.17 亿元，较 2016 年增加 13.88 亿元，2017 年，公司筹资活动现金流入除银行借款和发行债券外还有 15.00 亿元国开行贷款，公司计入收到其他与筹资活动有关的现金；筹资活动现金流出主要是

偿还借款和利息。

表 6：2015 年~2018 年 3 月公司现金流结构分析（亿元）

	2015	2016	2017	2018.3
经营活动产生现金流入	9.38	19.45	10.49	2.71
经营活动产生现金流出	29.79	31.94	13.43	12.91
经营活动净现金流	-20.42	-12.50	-2.94	-10.20
投资活动产生现金流入	0.56	0.92	0.57	0.05
投资活动产生现金流出	0.98	0.08	15.07	7.32
投资活动净现金流	-0.42	0.83	-14.50	-7.27
筹资活动产生现金流入	28.32	38.72	62.20	37.70
其中：吸收投资所收到的现金	--	--	--	--
借款所收到的现金	28.32	18.72	32.20	18.00
发行债券收到的现金	--	20.00	15.00	10.00
筹资活动产生现金流出	12.48	30.42	40.03	8.78
其中：偿还债务所支付的现金	8.74	25.92	35.01	7.13
筹资活动净现金流	15.83	8.29	22.17	28.92
现金及现金等价物净增加额	-5.00	-3.37	4.73	11.46

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

偿债能力指标方面，2017 年，随着公司总债务的快速上升，公司偿债指标进一步弱化。经营活动净现金流偿债指标方面，由于公司 2017 年经营活动净现金流为负，故无法对总债务和利息支出形成覆盖。EBITDA 偿债指标方面，2017 年，公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 24.17 倍和 0.78 倍，偿债指标均较 2016 年有所弱化。总体来看，公司偿债指标较弱。

表 7：2015 年~2018 年 3 月公司偿债能力分析

指标	2015	2016	2017	2018.3
短期债务（亿元）	22.68	25.96	15.05	13.62
长期债务（亿元）	40.97	45.57	83.48	115.78
总债务（亿元）	63.65	71.54	98.53	129.40
EBITDA（亿元）	3.38	4.29	4.08	--
经营活动净现金流（亿元）	-20.42	-12.50	-2.94	-10.20
总债务/EBITDA(X)	18.84	16.69	24.17	--
总债务/经营活动净现金流(X)	-3.12	-5.72	-33.56	-3.17
EBITDA 利息倍数(X)	0.90	0.93	0.78	--
经营活动净现金流利息保障系数(X)	-5.42	-2.72	-0.56	--
资产负债率(%)	42.73	45.67	52.33	57.44
总资本化比率(%)	40.60	42.31	49.42	56.12

注：总债务/经营活动净现金流为年化数据。

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

到期债务方面，2018 年后三季度~2021 年及之后到期的债务金额分别为 13.32 亿元、16.68 亿元、15.53 亿元和 83.87 亿元，公司未来存在一定的还本付息压力。

或有负债方面，截至 2018 年 3 月末，公司对外担保总额为 36.07 亿元，占净资产的 35.65%。其中对滨江城投担保 30.44 亿元、对张家港市香山旅

游文化发展有限公司担保 2.00 亿元、对张家港保税区长源热电有限公司担保 1.59 亿元、对张家港市长江资源开发有限公司担保 1.39 亿元、对张家港保税区物流中心有限公司担保 0.50 亿元、对张家港市江南花园酒店担保 0.15 亿元。考虑到担保对象主要为张家港市区域内的国有企业，公司担保风险总体可控。

资产抵质押方面，截至 2018 年 3 月末，公司已将账面价值为 2.19 亿元（评估价值 1.87 亿元）的房产抵押，共获得银行借款 1.85 亿元，抵押资产占总资产的 0.92%，对资产流动性影响很小。

银行授信方面，截至 2018 年 3 月末，公司获得银行授信总额为 79.62 亿元，其中尚未使用金额为 14.98 亿元，公司备用流动性一般。

过往债务履约情况

截至 2018 年 6 月 11 日，根据公司提供资料，公司近三年内未发生违约事件。

偿债保障措施

张家港市金城投资发展有限公司为“11 张保债/PR 张家港”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

金城公司前身是张家港市能源投资发展有限公司，成立于 1998 年 11 月。2006 年 10 月，经张家港市国资委批准，张家港市能源投资发展有限公司名称变更为张家港市金城投资发展有限公司，同时以资本公积、盈余公积、未分配利润转增注册资本 18,440 万元，增资后金城公司注册资本 38,000 万元。金城公司是张家港市政府在城市基础设施建设方面唯一的投融资平台，承担着大量的城市建设项目，近年来，金城公司每年在城市基础设施方面的投资都在 10 亿元左右。金城公司还拥有水务、燃气等公用事业资产，这些业务不但与人民生活息息相关，而且在张家港市范围内处于垄断经营地位，成为金城公司稳定的收入来源。2017 年，金城公司实现营业总收入 59.23 亿元，其中，土地整理及安置房代建等收入占 66.15%；天然气销售收入占 20.50%；自来水销售收入占 6.29%；安装、报装等其他收入占 4.68%。

基础设施建设方面，金城公司全资子公司张家港市城市投资发展有限公司（以下简称“城投公司”）和暨阳湖生态园区开发有限公司（以下简称“暨阳湖公司”）是张家港市基础设施建设的投资主体。城投公司主要职能包括代表政府实施城市基础设施建设，牵头负责城西新区（含北延区域）开发建设，牵头负责城北科技新城开发建设，统一建设公交场站设施，统一建设市区拆迁定销房等。在市政工程建设方面，城投公司每年根据张家港市政府城建计划实施项目建设。由城投公司负责建设的项目，资金来源主要是城市基础设施配套款拨款，张家港市财政还予以一定的补贴。

金城公司水务板块包括自来水供应和污水处理两大业务，均由全资子公司张家港市给排水公司（以下简称“给排水公司”）负责运营。截至 2017 年末，给排水公司拥有 3 座运营中的水厂，总供水能力 65 万立方米/日。污水处理方面，截至 2017 年末，给排水公司污水处理能力为 22.70 万立方米/日。2017 年，给排水公司污水处理量 5,623.70 万立方米。给排水公司收取的水费中已经包括污水处理费，给排水公司将其代收的污水处理费上缴给张家港市财政，再由市财政全额返还给给排水公司。2017 年，给排水公司共收到张家港市财政局污水处理费 1.90 亿元。

燃气方面，金城公司持有张家港港华燃气有限公司（以下简称“港华燃气”）50%的股权。截至 2017 年末，港华燃气拥有管网 1,571 公里，其中低压管网 818 公里、中压管网 633 公里、高压管网 120 公里。港华燃气占有张家港市管道燃气市场 95% 以上的份额，随着老城区天然气改造工程的积极推进，截至 2017 年末，港华燃气共有管道燃气用户 16.81 万户，较 2016 年末增长 2.61 万户。2015 年~2017 年，港华燃气销售收入分别为 12.09 亿元、10.50 亿元和 12.44 亿元，其中 2016 年由于经济形势不景气，工商用户用气量有所下降，同时销售价格下降，使得销售收入有所下滑。

截至 2017 年末，金城公司总资产 599.68 亿元，所有者权益合计 197.45 亿元。2017 年，金城公司实现营业总收入 59.23 亿元，净利润 3.36 亿元，经

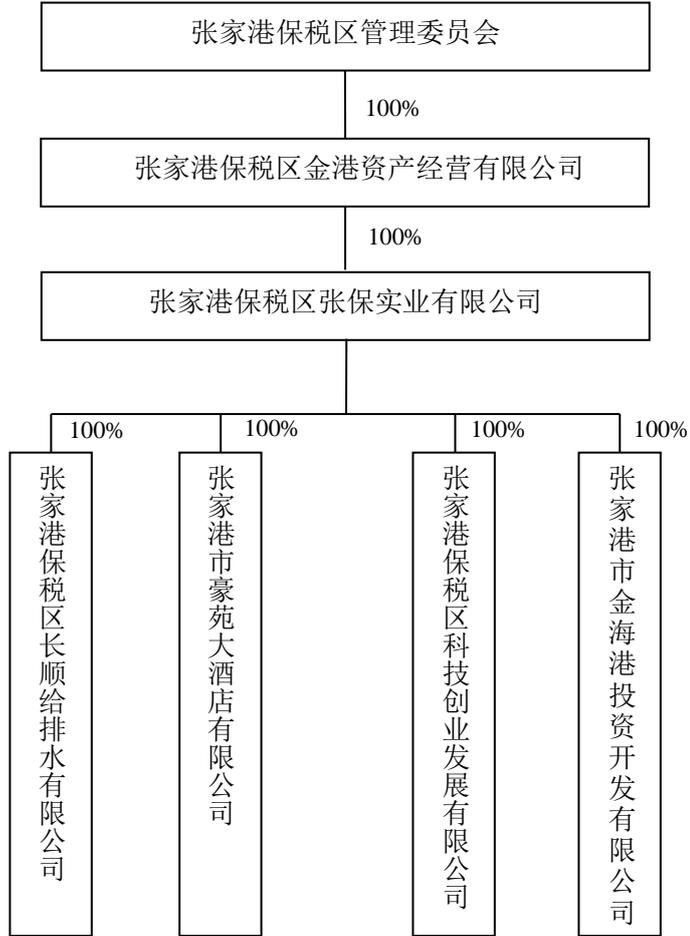
营活动净现金流 42.31 亿元。

中诚信国际评定金城公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定，中诚信国际认为金城公司提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对“11 张保债/PR 张家港”偿付起到一定保障作用。

结 论

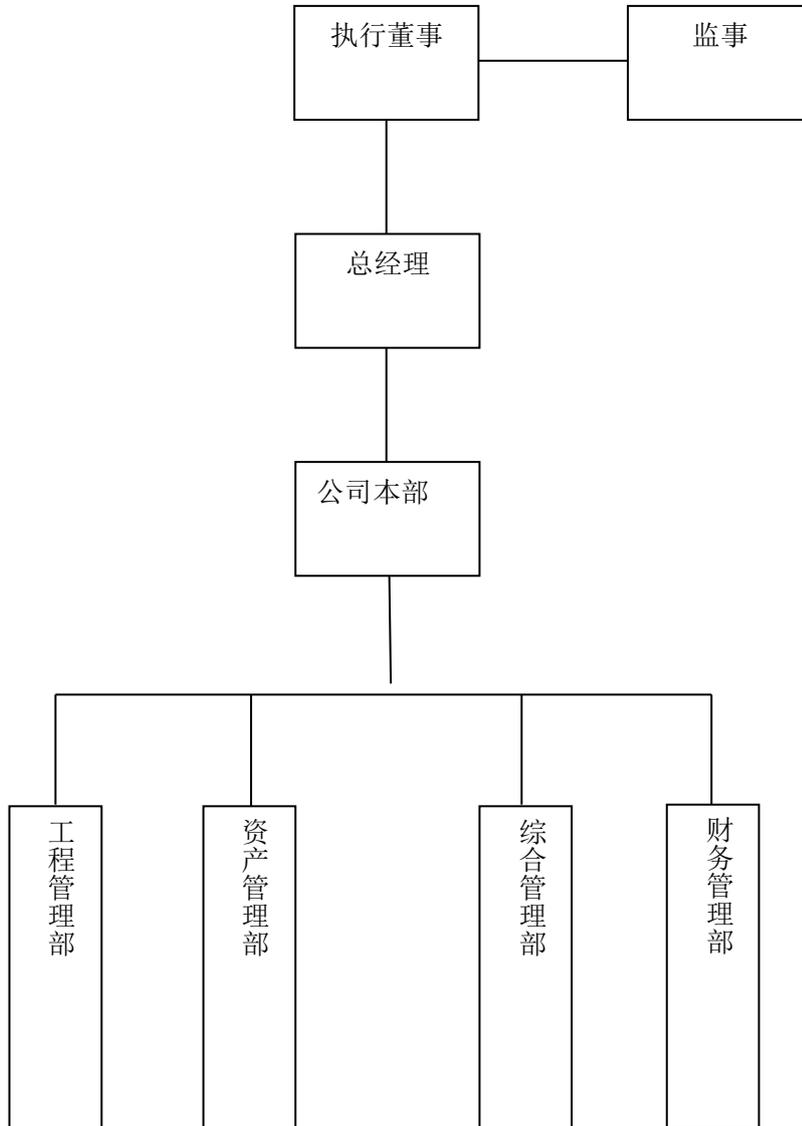
综上所述，中诚信国际维持张家港保税区张保实业有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“11 张保债/PR 张家港”债项信用等级为 **AA⁺**，维持“13 张保债/PR 张保债”、“16 张保实业 MTN001”、“16 张保实业 MTN002”、“17 张保实业 MTN001”、“17 张保实业 MTN002”、“18 张保实业 MTN001”债项信用等级为 **AA**。

附一：张家港保税区张保实业有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：张家港保税区张保实业有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附四：张家港保税区张保实业有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.3
货币资金	113,052.23	79,356.95	133,296.63	247,878.98
应收账款	46,403.02	72,742.88	84,920.57	96,738.83
其他应收款	149,944.73	48,996.69	50,268.22	59,397.64
存货	995,887.79	1,073,927.40	1,351,056.39	1,407,757.87
可供出售金融资产	50.00	50.00	1,658.05	1,658.05
长期股权投资	134,434.82	160,188.02	169,561.54	169,561.54
在建工程	11,795.61	11,977.39	0.00	0.00
无形资产	15,430.12	14,819.02	14,207.93	14,106.08
总资产	1,626,273.73	1,795,583.40	2,115,966.31	2,377,143.62
其他应付款	33,215.37	61,938.24	63,107.49	40,027.26
短期债务	226,836.87	259,633.76	150,461.95	136,161.95
长期债务	409,661.54	455,737.30	834,834.87	1,157,834.87
总债务	636,498.41	715,371.06	985,296.82	1,293,996.82
总负债	694,944.83	820,020.90	1,107,378.47	1,365,462.59
费用化利息支出	7,079.38	6,519.34	4,566.45	--
资本化利息支出	30,597.57	39,428.55	47,593.52	--
实收资本	485,000.00	485,000.00	485,000.00	485,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	931,328.89	975,562.50	1,008,587.84	1,011,681.03
营业总收入	70,693.18	72,079.67	72,349.60	13,282.93
经营性业务利润	-1,663.65	-2,012.66	17,194.73	2,634.04
投资收益	7,650.55	18,689.75	16,659.04	500.00
营业外收入	17,710.60	16,784.85	0.16	3.30
净利润	23,376.09	33,169.06	33,025.34	3,093.20
EBIT	30,579.11	39,811.85	37,519.67	--
EBITDA	33,780.38	42,860.86	40,762.42	--
销售商品、提供劳务收到的现金	50,801.15	46,001.09	60,250.97	1,433.00
收到其他与经营活动有关的现金	42,960.36	148,461.67	44,672.74	25,688.80
购买商品、接受劳务支付的现金	90,337.66	270,326.55	56,891.60	82,145.58
支付其他与经营活动有关的现金	205,927.79	47,112.72	72,583.43	43,927.32
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	4,601.56	849.15	717.84	169.55
经营活动产生现金净流量	-204,182.64	-124,961.76	-29,356.09	-101,966.53
投资活动产生现金净流量	-4,159.31	8,330.09	-145,039.95	-72,679.32
筹资活动产生现金净流量	158,349.88	82,936.39	221,735.71	289,228.19
财务指标	2015	2016	2017	2018.3
营业毛利率(%)	11.26	10.74	10.92	20.21
三费收入比(%)	13.12	13.17	10.26	22.44
应收类款项/总资产(%)	12.07	6.78	13.48	15.95
收现比(X)	0.72	0.64	0.83	0.11
总资产收益率(%)	1.86	2.33	1.92	--
流动比率(X)	4.99	4.31	6.36	9.26
速动比率(X)	1.50	1.36	1.39	2.47
资产负债率(%)	42.73	45.67	52.33	57.44
总资本化比率(%)	40.60	42.31	49.42	56.12
长短期债务比(X)	0.55	0.57	0.18	0.12
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.32	-0.17	-0.03	-0.32
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.90	-0.48	-0.20	-3.00
经营活动净现金流/利息支出(X)	-5.42	-2.72	-0.56	--
总债务/EBITDA(X)	18.84	16.69	24.17	--
EBITDA/短期债务(X)	0.15	0.17	0.27	--
货币资金/短期债务(X)	0.50	0.31	0.89	1.82
EBITDA 利息倍数(X)	0.90	0.93	0.78	--

注：1、公司财务报表按照新会计准则编制；2、将公司其他应付款和其他流动负债中的带息债务纳入短期债务核算，将长期应付款中的带息债务纳入长期债务核算；3、由于公司未提供2018年一季度财务报表利息支出情况及现金流量补充表，故相关指标失效；4、季报中经营活动净现金流/总债务与经营活动净现金流/短期债务指标为年化数据。

附五：张家港市金城投资发展有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	237,532.11	572,947.59	606,816.28
应收账款	253,430.78	438,703.65	329,471.44
其他应收款	261,150.09	360,956.11	339,624.16
存货	1,265,431.70	1,296,669.16	1,236,249.52
可供出售金融资产	192,942.46	228,221.91	385,229.08
长期股权投资	67,903.35	95,122.84	116,475.58
在建工程	1,082,772.07	1,451,682.18	1,769,651.44
无形资产	198,775.81	195,381.36	191,258.80
总资产	4,867,588.94	5,677,002.65	5,996,825.03
其他应付款	143,531.85	214,563.30	371,570.86
短期债务	440,092.00	543,651.00	510,809.08
长期债务	1,825,534.73	1,859,624.07	2,270,573.37
总债务	2,265,626.73	2,403,275.07	2,781,382.45
总负债	3,289,739.49	3,806,051.39	4,022,332.99
费用化利息支出	19,137.48	18,224.47	22,598.79
资本化利息支出	132,547.95	115,273.46	97,615.11
实收资本	80,000.00	80,000.00	90,000.00
少数股东权益	19,137.95	27,524.02	50,619.93
所有者权益合计	1,577,849.45	1,870,951.26	1,974,492.05
营业总收入	448,111.62	465,576.82	592,278.29
经营性业务利润	15,373.62	34,241.68	38,240.93
投资收益	33,066.27	16,767.43	16,776.00
营业外收入	45,859.81	5,530.88	235.27
净利润	75,464.03	36,400.24	33,624.83
EBIT	113,009.40	74,058.41	76,784.09
EBITDA	--	106,226.90	109,662.29
销售商品、提供劳务收到的现金	481,595.86	563,574.07	853,861.03
收到其他与经营活动有关的现金	308,297.86	275,066.92	188,685.53
购买商品、接受劳务支付的现金	343,899.09	323,464.48	377,011.72
支付其他与经营活动有关的现金	282,881.90	239,098.38	175,718.11
吸收投资收到的现金	17,630.00	15,463.00	42,020.28
资本支出	373,108.12	424,959.39	229,686.64
经营活动产生现金净流量	114,779.32	202,124.46	423,060.78
投资活动产生现金净流量	-466,401.52	-249,119.75	-278,342.98
筹资活动产生现金净流量	35,290.60	377,130.76	-103,229.10
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率(%)	22.83	23.61	19.40
三费收入比(%)	14.71	13.86	11.33
应收类款项/总资产(%)	10.57	14.09	11.16
收现比(X)	1.07	1.21	1.44
总资产收益率(%)	2.28	1.40	1.32
流动比率(X)	1.79	1.84	1.51
速动比率(X)	0.89	1.02	0.81
资产负债率(%)	67.58	67.04	67.07
总资本化比率(%)	58.95	56.23	58.48
长短期债务比(X)	0.24	0.29	0.22
经营活动净现金流/总债务(X)	0.05	0.08	0.15
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.26	0.37	0.83
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.76	1.51	3.52
总债务/EBITDA(X)	--	22.62	25.36
EBITDA/短期债务(X)	--	0.20	0.21
货币资金/短期债务(X)	0.54	1.05	1.19
EBITDA 利息倍数(X)	--	0.80	0.91

注：1、公司各年度财务报告均依照新会计准则编制；2、将公司各期财务报表“其他应付款”中的带息债务纳入短期债务核算，将“其他非流动负债”中的带息债务纳入长期债务核算；3、公司未提供2015年现金流量表补充资料，故相关指标失效。

附六：基本财务指标的计算公式

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

营业成本合计=营业成本+利息支出+手续费及佣金收入+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用+其他收益

营业毛利率=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

EBIT(息税前盈余)=利润总额+费用化利息支出

EBITDA(息税折旧摊销前盈余)=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

应收类款项/总资产=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=(流动资产-存货)/流动负债

现金比率=(货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据)/流动负债

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/(总债务+所有者权益(含少数股东权益))

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)

附七：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。

附八：债券信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

附九：中期票据信用等级符号及定义

等级符号	等级含义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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