

江苏海州发展集团有限公司：

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“16海发债/PR海发债”的信用等级为**AAA**。

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

二零一九年六月二十七日

江苏海州发展集团有限公司 2019 年度跟踪评级报告

发行主体 江苏海州发展集团有限公司
 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**

存续期内企业债列表

债券简称	发行额 (亿元)	期限	本次债项信用等级	上次债项信用等级
16海发债/PR海发债	10.6	2016/06/06~2023/06/06	AAA	AAA

注：1、“16海发债/PR海发债”由中合中小企业融资担保股份有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保；2、截至2019年6月27日“16海发债/PR海发债”剩余未偿本金8.48亿元。

概况数据

海发集团（合并口径）	2016	2017	2018	2019.3
总资产（亿元）	72.32	92.17	146.17	155.99
所有者权益合计（亿元）	36.77	36.62	44.63	44.65
总负债（亿元）	35.55	55.55	101.55	111.35
总债务（亿元）	33.62	52.27	92.72	102.25
营业总收入（亿元）	4.99	6.19	6.28	1.36
经营性业务利润（亿元）	-0.43	0.74	1.23	0.02
净利润（亿元）	0.67	0.24	0.85	0.02
EBIT（亿元）	1.22	2.39	1.58	0.46
EBITDA（亿元）	1.25	2.42	1.64	--
经营活动净现金流（亿元）	-4.59	-13.80	-27.99	-2.76
收现比（X）	0.70	0.62	0.15	1.28
总资产收益率（%）	1.96	2.90	1.32	1.21
营业毛利率（%）	5.07	7.48	11.36	51.53
应收类款项/总资产（%）	26.02	38.69	36.37	33.79
资产负债率（%）	49.16	60.27	69.47	71.38
总资本化比率（%）	47.76	58.80	67.51	69.61
总债务/EBITDA（X）	26.80	21.63	56.44	--
EBITDA利息倍数（X）	3.81	1.07	0.77	--

注：1、各期财务报告均按照新会计准则编制，2019年一季度未经审计；2、公司未提供一季度现金流量表补充表，故相关指标失效；3、在计算总债务时，将长期应付款纳入长期债务中核算；将2017年~2019年3月末其他应付款中有息部分纳入短期债务中核算；4、一季报中总资产收益率为年化数据。

中合担保（合并）	2016	2017	2018
总资产（亿元）	121.04	122.48	116.50
担保责任准备金（亿元）	12.29	13.70	13.58
所有者权益（亿元）	82.69	86.33	83.60
在保余额（亿元）	869.47	1,088.79	1,004.98
年新增担保额（亿元）	586.67	362.99	89.26
担保业务净收益（亿元）	5.41	6.76	7.32
投资收益（含公允价值变动损益）（亿元）	5.90	6.40	2.28
净利润（亿元）	5.29	6.11	0.71
平均资本回报率（%）	7.52	7.24	0.84
累计代偿率（%）	1.71	2.21	2.81
核心资本放大倍数（X）	9.69	11.69	10.92
净资产放大倍数（X）	10.53	12.63	11.83
融资性担保放大倍数（X）	3.71	4.33	9.54

注：1、担保业务净收入=担保业务收入-担保业务成本；2、2015年12月起，公司根据《北京市融资性担保业务风险分级指引》统计风险调整担保责任余额所计算的担保放大倍数。2018年4月之后，公司按照七部委联合印发的《融资担保责任余额计量办法》计算融资担保责任余额及放

基本观点

中诚信国际维持江苏海州发展集团有限公司（以下简称“海发集团”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“16海发债/PR海发债”信用等级为 **AAA**。

中诚信国际肯定了海州区较强的区域经济实力为公司发展提供良好环境，公司凭借其重要地位得到的海州区政府的大力支持等对公司发展的积极作用；同时，中诚信国际也关注到债务规模逐渐扩大，财务杠杆较高；在建和拟建项目尚需较多投入，面临一定的投资压力；盈利对政府补贴依赖较大；对外担保规模较大等因素对公司整体信用状况的影响。此外，中诚信国际充分考虑了中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本期债券本息偿还的保障作用。

优势

- **海州区较强的区域经济实力。**近年来海州区经济实力持续增长，2016年~2018年海州区分别实现地区生产总值310.73亿元、348.21亿元和364.04亿元，按可比价分别同比增长8.5%、7.5%和5.3%。海州区较强的区域经济为公司业务发展提供了良好的外部环境。
- **公司凭借其重要地位得到政府的大力支持。**公司作为海州区内重要的投融资平台，承担了区内重大项目建设、棚户区改造及城市基础设施建设任务，得到海州区在政策、资金等方面的大力支持。
- **有效的偿债保障措施。**中合担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保为“16海发债/PR海发债”的还本付息提供有力保障。

关注

- **债务规模逐渐扩大，财务杠杆较高。**2018年公司承接了海州区大量棚改项目，新增较多棚改项目贷款，公司总债务大幅增长，2019年3月末公司总债务为102.25亿元；同期，资产负债率和总资本化比率分别为71.38%和69.61%，财务杠杆较高。
- **在建和拟建项目尚需较多投入，面临一定的投资压力。**截至2019年3月末，公司在建和拟建项目较多，未来尚需大量投入，有一定的投资压力。
- **盈利对政府补贴依赖较大。**2016年~2018年公司利润总额分别为0.91亿元、0.52亿元和1.18亿元，其中政府补贴分别为1.32亿元、2.25亿元和1.38亿元，是公司利润的最主要来源。
- **对外担保规模较大。**截至2019年3月末，公司对外担保金额为22.60亿元（其中对民营担保0.15亿元），占期末所有者权益合计的比重为50.62%，对外担保规模较大。

大倍数；3、本报告所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，特此说明。

资料来源：中合担保、中诚信国际整理。

分析师

项目负责人：仇 芃 pqiu@ccxi.com.cn

项目组成员：刘婉茹 wrliu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2019年6月27日

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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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“16海发债/PR海发债”的存续期内进行定期跟踪评级。

募集资金项目进展

公司于2016年6月6日发行“16海发债/PR海发债”，募集资金10.60亿元，期限7年。按照募集说明书约定，募集资金将全部用于锦屏磷矿棚户区改造建设工程和海高名府安置小区项目。截至2018年末，募集资金已投入8.59亿元。后续资金会根据项目进展的情况，继续分批投入。

表1：截至2018年末“16海发债/PR海发债”募集资金用途明细表

项目	投资额 (亿元)	拟使用募集资金 (亿元)	已使用募集 资金(亿元)
锦屏磷矿棚户区 改造项目	9.37	5.50	4.59
海高名府安置小 区项目	9.72	5.10	4.00
合计	19.09	10.60	8.59

注：2016年12月“新城国际花园安置小区”更名为“海高名府安置小区”

资料来源：公司提供

近期关注

连云港市区域经济和财政实力不断增长，但财政平衡能力一般

连云港市是江苏省省辖市，是中国首批14个沿海开放城市之一。连云港市地处中国大陆东部沿海，长江三角洲北翼，江苏省东北部，山东丘陵与淮北平原结合部，东临黄海，与朝鲜、韩国、日本隔海相望，西与山东省临沂市和江苏省徐州市毗邻，南与江苏省宿迁市、淮安市和盐城市相连，北与山东省日照市接壤。连云港下辖3个市辖区、3个县级行政区，分别为海州区、连云区、赣榆区、灌南县、东海县、灌云县。截至2018年末，全市户籍人口534.34万人，常住人口城镇化率62.6%，较上年提高0.9%；全年全市居民人均可支配收入为25,864元，增长8.8%。

从经济指标来看，近年来连云港市经济总量不

断扩大。2016年~2018年连云港市地区生产总值分别为2,376.48亿元、2,640.31亿元和2,771.70亿元，分别同比增长7.8%、7.4%和4.7%。其中，2018年连云港市第一产业增加值325.57亿元，增长2.6%；第二产业增加值1,207.39亿元，增长1.9%；第三产业增加值1,238.74亿元，增长8.2%。产业结构继续优化，2018年全市三次产业结构由上年的11.9:44.7:43.4调整为11.7:43.6:44.7。2018年，连云港市人均GDP达到61,332元。

2016年~2018年，连云港市固定资产投资分别为2,385.16亿元、2,603.63亿元和1,859.28亿元。其中，2018年工业投资1,073.92亿元，增长13.7%；房地产开发投资341.52亿元，增长24.2%；民间投资1,075.10亿元，增长14.1%。

表2：2016年~2018年连云港市主要经济指标

主要指标	2016	2017	2018
地区生产总值(亿元)	2,376.48	2,640.31	2,771.70
人均GDP(元)	52,986	58,577	61,332
全社会固定资产投资(亿元)	2,385.16	2,603.63	1,859.28

资料来源：连云港市统计局

随着区域经济的不断增强，连云港市财政实力逐年提高。2016年~2018年，连云港市一般公共预算收入分别为211.47亿元、214.85亿元和234.31亿元，其中税收收入分别为170.80亿元、159.37亿元和187.45亿元，税收收入占比分别为80.77%、74.18%和80.00%，财政收入来源较为稳定。

政府性基金收入方面，2016年~2018年，连云港市分别实现政府性基金收入114.29亿元、141.09亿元和144.57亿元，逐年增长，主要为国有土地使用权出让收入。

表3：2016年~2018年连云港市财政收支情况(亿元)

项目	2016	2017	2018
一般公共预算收入	211.47	214.85	234.31
其中：税收收入	170.80	159.37	187.45
非税收入	40.67	55.48	46.86
政府性基金收入	114.29	141.09	144.57
一般公共预算支出	373.12	390.56	419.26
政府性基金支出	133.41	164.27	199.00
财政平衡率	56.68%	55.01%	55.89%

注：财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出

资料来源：连云港市财政局

财政支出方面，2016年~2018年连云港市一般公共预算支出分别为373.12亿元、390.56亿元和

419.26 亿元，主要投向教育、一般公共服务、社会保障和就业、农林水等。

财政平衡率方面，2016 年~2018 年连云港市财政平衡率分别为 56.68%、55.01% 和 55.89%，财政平衡能力一般。

总体来看，近年来连云港市区域经济和财政实力均呈上升趋势，产业结构不断优化，但财政平衡能力一般。

依靠良好的地理位置，海州区区域经济不断增长，同时财政实力较强，为公司发展提供了良好的外部环境

连云港市海州区位于连云港市西南部，南与灌云县接壤，北与赣榆区相连，东临连云区，西以蔷薇河为界与东海县相望。海州区地形以平原为主，约占总面积的 80%。海州区河流纵横交错，水陆交通便利，中国四大磷矿之一的锦屏磷矿位于境内。2014 年连云港市部分行政区划调整，原新浦、海州两区合并，全区行政区域面积 701 平方公里，下辖 13 个街道，4 个镇，86 个行政村，104 个社区。2018 年末，全区户籍总人口 79.15 万人（包括景区和高新区）。

2016 年~2018 年，海州区分别实现地区生产总值 310.73 亿元、348.21 亿元和 364.04 亿元，按可比价分别同比增长 8.5%、7.5% 和 5.3%。其中，2018 年海州区第一产业增加值 18.26 亿元，增长 0.1%；第二产业增加值 97.50 亿元，下降 0.5%；第三产业增加值 248.28 亿元，增长 8.3%，产业结构调整不断深化，三次产业占比由上年的 5.1:28.2:66.7 调整为 5:26.8:68.2。

2018 年，海州区完成固定资产投资 347.08 亿元，增长 20.3%；其中，工业投资 126.65 亿元，增长 34.7%；房地产开发投资 102.15 亿元，下降 4.2%。2018 年，海州区工业生产稳中有增，全年规模以上工业产值增长 2.6%，产值突破亿元的工业企业共 30 家；园区集聚功能增强，新浦工业园和海州工业园两大园区有规模以上企业 55 家，共实现工业总产值 222.2 亿元，占全区规模以上工业总产值的比重达 72.4%。

财政实力方面，2016 年~2018 年海州区一般公共预算收入分别为 31.43 亿元、31.41 亿元和 34.73 亿元，其中税收收入分别为 28.53 亿元、29.31 亿元和 32.71 亿元，税收收入占比分别为 90.77%、93.31% 和 94.18%，占比较高，一般公共预算收入的稳定性较强。

2016 年~2018 年，海州区一般公共预算支出分别为 30.37 亿元、32.21 亿元和 34.73 亿元，主要投向教育、城乡社区、一般公共服务支出、社会保障和就业等；同期财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）分别为 103.49%、97.52% 和 100.73%，海州区财政平衡能力较强。

表 4：2016 年~2018 年海州区财政收支情况（亿元）

项目	2016	2017	2018
一般公共预算收入	31.43	31.41	34.73
其中：税收收入	28.53	29.31	32.71
非税收入	2.90	2.10	2.03
一般公共预算支出	30.37	32.21	34.48
财政平衡率	103.49%	97.52%	100.73%

注：1、尾数差异系四舍五入所致；2、财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出

资料来源：海州区财政局

总体来看，凭借良好的地理位置，海州区区域经济平稳增长，产业结构不断优化；同时海州区财政实力整体较强，为公司营造了良好的发展环境。

海州区政府将瀛洲发展和工投公司 100% 股权划入公司，划入后公司资产和收入规模得到大幅扩充，成为海州区最重要的基础设施、保障房和棚户区改造主体

2018 年 11 月，根据《关于国有平台公司整合工作的会议纪要》（区长办公会议纪要第 35 号）文件，海州区政府同意将瀛洲发展和工投公司整体划入公司；2019 年 6 月，瀛洲发展和工投公司均已完成工商变更，股东均变更为公司。瀛洲发展和工投公司均为海州区开发主体，分别负责原新浦区和海州经济开发区的建设。根据瀛洲发展 2018 年审计报告，截至 2018 年末瀛洲发展总资产 122.98 亿元，所有者权益合计 42.69 亿元，资产负债率 65.29%；2018 年瀛洲发展实现营业总收入 5.42 亿元，净利润 1.07 亿元。根据公司提供资料，2018 年末工投公司总资产 103.54 亿元，所有者权益合计

41.48 亿元，资产负债率 59.94%；2018 年工投公司实现营业总收入 7.82 亿元，净利润 0.93 亿元。合并后，公司资产规模和收入规模得到大幅扩充，公司成为海州区最重要的基础设施、保障房建设、棚户区改造平台。

工程建设业务作为公司收入的主要来源，近年来收入规模较为稳定，在建及拟建项目未来投资压力尚可

公司为海州区基础设施建设主体，承担了海州区大量的基础设施建设任务。公司大部分委托代建协议与海州区政府签订，项目由海州区政府直接指派至公司，具体施工由工程指挥部外包至建筑公司，并由工程指挥部负责对代建项目的工程质量、进度及现场安全文明施工进行管理、验收等。资金方面，公司每月向海州区政府上报工程建设进度，海州区政府按项目进度拨付建设资金，实际回款存在滞后。此外，公司有部分项目由下属镇委托建设。结算方面，2016 年海州区政府按照所建项目投资额加成 6.0% 的比例向公司支付代建收益加成比例；2017 年，加成比例上调至 8.0%；2018 年部分项目委托代建加成比例上调至 20.0%。2016 年~2018 年，

公司工程代建业务分别确认收入 4.69 亿元、5.73 亿元和 5.27 亿元。

2016 年~2019 年 3 月末，公司已完工的委托代建项目包括蔷薇湖综合治理工程、新浦大道和科技创业产业园等，总投资 16.33 亿元，共确认收入 12.99 亿元，实际收到回款 11.32 亿元。

表 5：2016 年~2019 年 3 月公司主要完工项目情况（亿元）

项目名称	实际投资	建设期限
解放路小学滨河分校	0.86	2014.10~2017.04
新浦大道	5.30	2014.10~2017.10
科技创业产业园	3.00	2014.12~2017 年下半年
电子信息产业园	5.00	2014.11~2017.06
智慧物流园	2.12	2014.06~2017.06
海州区法院板浦法庭	0.05	2017.10~2018.06
合计	16.33	--

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至 2019 年 3 月末公司主要在建工程项目为海州区法院诉讼服务中心及附属楼、孔望山小学、海州 606 工程和独立工矿区，上述项目计划总投资 9.02 亿元，累计已投资 4.88 亿元，尚需投入 4.14 亿元，已确认收入 3.60 亿元，尚未收到回款。其中，独立工矿区项目由海州区锦屏镇人民政府委托公司建设。

表 6：截至 2019 年 3 月末公司主要在建工程项目情况（亿元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	截至 2019 年 3 月末 已确认收入	建设期限	委托方
海州区法院诉讼服务中心及附属楼	0.71	0.68	0.54	2016.9-2020 年下半年	海州区人民法院
孔望山小学	1.07	0.85	0.20	2017.05~2018.12	海州区人民政府
海州 606 工程	0.74	0.15	0	2017.12~2020.06	海州区人民政府
独立工矿区	6.50	3.20	2.86	2016.10~2020.10	海州区锦屏镇人民政府
合计	9.02	4.88	3.60	--	--

注：孔望山小学已投入使用，但尚未验收完毕，实际投资低于投资概算。
资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月末，公司拟建工程项目为海州幼教集团孔望新城幼儿园，该项目尚未与海州区政府签订委托代建协议，总投资 0.40 亿元，建设周期为 2019 年 5 月~2020 年 5 月。

总体来说，公司工程建设业务为公司的主要收入来源，收入确认进度一般，在建及拟建项目未来投资压力尚可。

近年来公司保障房项目仅部分达到交房条件，收入规模较小且呈现波动，但随着项目

完工，未来可对公司收入形成有益补充；此外在建和拟建尚需较多投入，面临一定的投资压力

目前，公司在建保障房项目包括锦屏磷矿棚户区改造和海高名府安置小区项目，其中锦屏磷矿棚户区改造项目的实施主体为公司本部，海高名府安置小区项目的实施主体为子公司子公司连云港泓海房地产开发有限公司（以下简称“泓海开发”）。保障房业务的运营模式为自建，用于建设保障房的

土地由区里直接无偿划拨或公司通过招拍挂的方式取得，保障房建成后部分以低于市场价格销售给安置户，部分按照市场价格直接对外销售。销售价格与市场价格的差额由政府给予补贴，计入其他收益。

截至 2019 年 3 月末，公司在建项目 2 个，总投资共计 19.09 亿元，尚需投入 10.13 亿元，未来存在一定的资本支出压力。2016 年~2018 年，公司保障房业务分别确认收入 0.26 亿元、0.02 亿元和 0.96 亿元。

表 7：截至 2019 年 3 月末公司在建保障房项目情况

项目名称	建筑面积 (万平方米)	总套数	已销售 套数	总投资 (亿元)	已投资 (亿元)	累计实现销售 金额(亿元)	预计竣工时间
锦屏磷矿棚户区	37.46	3,626	1,460	9.37	4.59	1.80	2020 年下半年
海高名府安置房	22.06	1,328	513	9.72	4.37	0	2019.10
合计	59.52	4,954	1,973	19.09	8.96	1.80	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月末，公司拟建项目 2 个，分别为乐居千华苑（铸造厂安置小区）和乐居景疏苑（纺织厂安置小区），全部用于安置，总投资 39.90 亿元，其中 2019 年计划投入 12.81 亿元。

表 8：截至 2019 年 3 月末公司拟建保障房项目情况

拟建安置房名称	建筑面积 (万平方米)	建设周期	总投资 (亿元)
乐居千华苑（铸造厂安置小区）	45.60	2019.09~2023.12	33.00
乐居景疏苑（纺织厂安置小区）	6.90	未定	6.90
合计	52.50	--	39.90

资料来源：公司提供

由于公司保障房项目仅部分达到交房条件并实现销售，目前该板块销售收入不大，未来随着保障房建设稳步推进，预计公司保障房销售收入会随之提高。此外，公司在建和拟建保障房项目尚需较多投入，面临一定的资本支出压力。

2018 年以来公司承接了海州区大量棚户区改造任务，尚未实现收入，同时前期垫付较多建设资金，一定程度上提高了公司债务规模

公司棚户区改造业务主要由子公司泓海开发负责。

截至 2019 年 3 月末，公司完工棚户区改造项目为连云港市区 2016 年部分新开工棚户区（危旧房）改造工程项目（以下简称“2016 年棚改项目”）和连云港市海州区 2017 年棚户区改造二期项目（以下简称“2017 年棚改二期项目”），总投资合计 19.59 亿元，由于尚未完成验收，截至 2019 年 3 月末尚未确认收入。

其中，2016 年棚改项目系根据连云港市城建控股集团有限公司（以下简称“城建集团”）、连云港市保障房建设投资发展集团有限公司（以下简称“保障房公司”）、海州区政府和公司四方签订的《连云港市区 2016 年部分新开工棚户区（危旧房）改造工程项目贷款资金使用协议》，由城建集团和保障房公司授权，公司受托负责 2016 年棚改项目中白虎山小商品市场及周边地块、原纺织厂宿舍地块两个棚户区改造项目，拆迁户数 835 户，采用货币化安置，实际总投资 3.50 亿元，全部来自保障房公司拨付的国开行贷款。海州区政府向公司支付建设资金用于保障国开行贷款及时的还本付息，项目建设资金纳入海州区财政预算，但海州区政府未与公司签订相关协议。

2017 年棚改二期项目系根据海州区住建局与泓海开发签订的《连云港市海州区 2017 年棚户区改造二期项目政府购买服务合同》，建设内容涉及 3 个棚户区改造地块的拆迁安置，分别为区政府西地块、磨盘山二期项目、德邦地块，拆迁总户数 706 户，拆迁总建筑面积 137,225 平方米，总投资为 15.50 亿元，补偿方式为货币补偿，其中项目资本金为 3.50 亿元，占总投资的比重为 22.58%，由海州区财政局负责投入并纳入海州区财政年度预算管理；剩余资金由公司向中国农业发展银行贷款，购买服务合同总价款为 20.89 亿元，购买服务合同期限为 20 年。

截至 2019 年 3 月末，公司在建棚户区改造项目为连云港市海州区棚户区改造工程 2017 年部分项目（以下简称“2017 年棚改项目”），总投资

21.38 亿元，累计已投资 13.54 亿元，尚需投入 7.84 亿元，尚未确认收入。

根据海州区住房和城乡建设局（以下简称“海州区住建局”）和泓海开发签订的《连云港市海州区棚户区改造工程 2017 年部分项目（海发公司）政府购买服务协议》，购买主体为海州区住建局，泓海开发为承接主体，2017 年棚改项目涉及 7 个地块拆迁，分别为义乌商品城二期、新浦磷矿宿舍区、原车辆厂宿舍区、幸福广场二期、二工区及周边片区、新海粮库地块和考棚路地块，拆迁面积合计

22.41 万平方米，拆迁户数 2,380 户，全部采用货币化安置，总投资 21.28 亿元，其中项目资本金 4.88 亿元，占总投资的比重为 22.8%；银行贷款 16.50 亿元，占总投资的 77.2%，购买服务协议总价款为 34.30 亿元，购买服务期限为 25 年，项目完工并验收合格后，由海州区住建局逐年支付服务费用。上述项目已纳入国家及江苏省 2017 年棚改规划，购买服务资金来自海州区政府财政性资金，已在财政预算中统筹安排。

表 9：截至 2019 年 3 月末公司主要棚户区改造项目情况（亿元）

项目名称	购买服务期限	计划总投资	累计已投资	项目资本金	购买服务总价款	项目进度
2016 年棚改项目	--	4.39	3.50	0	--	完工
2017 年棚改二期项目	20 年	15.50	15.21	3.50	20.89	在建
2017 年棚改项目	25 年	21.28	13.54	4.88	34.30	在建
合计	--	41.17	33.14	9.27	62.20	--

注：2016 年棚改项目实际投资低于投资概算

资料来源：公司提供

总体来看，公司承接了海州区大量的棚户区改造项目，资金来源大部分为棚改项目贷款，但目前尚未实现回款，一定程度上提高了公司债务负担。

公司租赁收入规模较小，随着在建及拟建自营项目完工，公司租赁收入有望进一步增长

公司租赁业务由本部负责，公司租赁协议一般签订 1~2 年，租金每年收取一次，2016 年~2018 年公司分别实现租赁收入 56.59 万元、66.17 万元和 120.83 万元，随着自持项目完工并对外出租，公司租赁收入逐年增长。

表 10：2018 年公司主要自持物业运营情况（万元）

项目名称	出租率（%）	2018 年租金收入
包装三厂	100.00	13.12
西门厂区	100.00	4.95
胸阳卫生院	100.00	3.30
锦屏幼儿园	100.00	6.00

表 11：截至 2019 年 3 月末公司主要在建及拟建自营项目情况（亿元）

项目名称	计划总投资	已完成投资	建设期限	资金平衡方式
海州体育馆二期	2.23	0.11	2019.03~2020.12	出租
海发众创空间	2.00	0.78	2017.10~2019.07	自用、出租
海州大厦	3.10	1.28	2017.10~2019.12	出租、出售
锦屏里·胸山书院	1.50	1.38	2016.10~2019.12	旅游相关收入
孔巷文化商业街	0.80	0.59	2016.09~2020.12	出售
刘志洲山体育公园	2.00	0.28	2018.07~2019.12	旅游相关收入
孔望山景区提档升级	2.00	0.17	2019.01~2019.12	旅游相关收入
桃花涧景区提档升级	0.50	-	2019.01-2019.12	旅游相关收入
合计	14.13	4.59	--	--

资料来源：公司提供

胸阳化工厂土地	100.00	0.30
起重机械厂	100.00	17.30
海州体育馆一期	100.00	2.40
洪门果园	100.00	13.60
花鸟鱼虫市场	75.00	59.80
合计	--	120.77

资料来源：公司提供

在建自营项目方面，截至 2019 年 3 月末公司在建项目包括海州体育馆二期、海发众创空间、海州大厦、锦屏里·胸山书院、刘志洲山体育公园和孔望山景区提档升级等，总投资 13.63 亿元，已投资 4.59 亿元，未来尚需投资 9.04 亿元。

拟建自营项目方面，截至 2019 年 3 月末公司拟建自营项目为桃花涧景区提档升级，总投资 0.50 亿元。

总体来看，近年来公司租赁收入逐年增长，但规模较小，随着在建和拟建自营项目完工，未来租金收入有望进一步增长。

财务分析

以下分析基于公司提供的经江苏公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 年~2017 年审计报告、中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年审计报告和未经审计的 2019 年一季度报。

2018 年，公司合并范围新增子公司 3 家，分别为连云港市宏远市政工程有限公司、连云港市青龙山公墓管理有限公司和连云港新乐居置业有限公司。

资本结构

近年来，公司资产规模呈现较快增长。2016 年~2019 年 3 月末，公司总资产分别为 72.32 亿元、92.17 亿元、146.17 亿元和 155.99 亿元。

公司资产主要由流动资产构成，2016 年~2018 年末分别为 60.01 亿元、79.66 亿元和 133.01 亿元，占同期末总资产的比重分别为 82.98%、86.42% 和 90.99%。从流动资产的构成来看，公司流动资产主要为存货、其他应收款、货币资金和应收账款。2016 年~2018 年末，公司存货分别为 16.72、21.62 亿元和 55.28 亿元，增长较快。公司存货主要是棚户区改造、保障房、自持项目和基础设施建设成本，此外 2018 年末公司存货中新增青龙山公墓墓园项目，该项目由当年新并入子公司连云港市青龙山公墓管理有限公司建设，完工后用于出售；锦屏山旅游文化中心和刘志洲山旅游服务中心项目 2018 年末已投资 11.07 亿元，近年来上述项目处于停滞状态，其中锦屏山旅游文化中心现为尾矿砂开采地块，刘志洲山旅游服务中心为塘口整治地块，待尾矿开采结束和地块整治完成后，方可进行项目建设。2018 年末，公司存货中抵押的土地使用权账面原值为 6.64 亿元，未办妥产权证书的土地使用权账面原值为 3.80 亿元。2016 年~2018 年末，公司其他应收款

分别为 18.27 亿元、32.67 亿元和 44.87 亿元，逐年增长，主要是与海州区财政局和区域内国有企业之间的往来款。2018 年末，公司其他应收款期末余额前 5 名分别为海州区财政局、连云港胸海贸易有限公司、连云港瑞辰农业实业有限公司、连云港市海州区房屋征收局和连云港海鑫名郡投资有限公司，占期末其他应收款总额的比重为 62.50%，其中与海州区财政局之间往来款账龄较长，在四年以内。2016 年~2018 年末，公司货币资金分别为 20.55 亿元、20.99 亿元和 20.44 亿元，规模较稳定，其中 2018 年末受限货币资金规模为 11.96 亿元，受限比例较高，包括已质押定期存单 11.71 亿元、银行承兑汇票保证金 0.25 亿元。2016 年~2018 年末，公司应收账款分别为 0.54 亿元、2.99 亿元和 8.29 亿元，主要是应收工程款。截至 2018 年末，公司应收海州区人民政府、锦屏镇政府和浦南镇人民政府工程款 2.74 亿元、2.87 亿元和 0.98 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司流动资产为 142.84 亿元，其中存货为 60.02 亿元，较 2018 年末增加 4.75 亿元，主要系棚改项目投入；货币资金为 24.27 亿元，较 2018 年末增加 3.82 亿元；其他项目均较 2018 年末变动不大。

表 12：截至 2018 年末公司其他应收款金额前五名明细

单位名称	款项性质	期末余额 (亿元)	账龄
海州区财政局	往来款	12.37	4 年以内
连云港胸海贸易有限公司	往来款	5.90	1 年以内
连云港瑞辰农业实业有限公司	往来款	4.75	1 年以内
连云港市海州区房屋征收局	往来款	3.00	1 年以内
连云港海鑫名郡投资有限公司	往来款	1.77	1 年以内
合计	--	27.78	--

注：尾数差异系四舍五入所致

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2016 年~2018 年末，公司非流动资产分别为 12.31 亿元、12.51 亿元和 13.16 亿元，整体较为稳定。从非流动资产的构成来看，公司非流动资产主要为无形资产、在建工程和固定资产。2016 年~2018 年末，公司无形资产分别为 7.81 亿元、7.34 亿元和 6.75 亿元，全部为土地使用权，主要为划拨地，其中林地使用权账面价值为 5.38 亿元。2018 年末公司无形资产较上年末减少 0.59 亿元，系政府无偿收回土地所致。2016 年~2018 年末，公司在建工程分

别为 2.31 亿元、2.69 亿元和 3.36 亿元，主要为宁海街道 130 亩（20140241 号）地块购买成本 1.17 亿元，该地块尚未办理土地权证，暂计入“在建工程科目”；锦屏里胸山书院建设成本 1.34 亿元。2016 年~2018 年末，公司固定资产分别为 0.84 亿元、1.12 亿元和 1.47 亿元，主要为房屋建筑物，其中未办妥产权证书的固定资产账面价值为 0.64 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司非流动资产为 13.15 亿元，各科目余额均较上年末变化不大。

2016 年~2019 年 3 月末，公司总负债分别为 35.55 亿元、55.55 亿元、101.55 亿元和 111.35 亿元，增长较快。公司负债主要为非流动负债，2016 年~2018 年末分别为 20.63 亿元、36.05 亿元和 62.00 亿元，占期末总负债的比重分别为 58.04%、64.90% 和 61.06%。

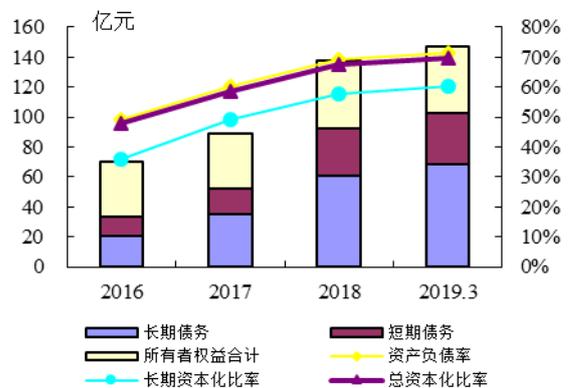
非流动负债方面，公司非流动负债主要为长期借款和应付债券。2016 年~2018 年末，公司长期借款分别为 9.44 亿元、17.42 亿元和 46.34 亿元，其中 2018 年末大幅增长系公司为开展棚户区改造业务取得的项目贷款。截至 2018 年末，公司长期借款中质押借款为 25.20 亿元，系公司向国家开发银行江苏分行借款 14.20 亿元，借款期限 25 年，年利率 4.445%；向中国农业发展银行连云港分行借款 11.00 亿元，期限 20 年，年利率 4.9%，上述质押借款均以公司与海州区住房和城乡建设局签订的《政府购买服务协议》项下享有的全部权益和收益为贷款提供质押担保。2016 年~2018 年末，公司应付债券分别为 11.08 亿元、13.65 亿元和 12.42 亿元，系公司发行的“16 海发债/PR 海发债”，发行金额 10.60 亿元，7 年期；“17 苏海州发展 ZR001”，发行金额 2.00 亿元，3 年期。截至 2019 年 3 月末，公司非流动负债为 69.64 亿元，增长系长期借款增加所致，其他项目均较上年末变化不大。

流动负债方面，2016 年~2018 年末，公司流动负债分别为 14.92 亿元、19.50 亿元和 39.54 亿元，逐年增长。公司流动负债主要由其他应付款、应付票据和短期借款构成。2016 年~2018 年末，公司其他应付款分别为 0.89 亿元、2.17 亿元和 17.26 亿元，其中 2018 年末大幅增长来自与江苏省城乡建设投

资有限公司借款 13.33 亿元，系公司取得的棚改项目贷款，公司取得该笔贷款后拆借给海州区征收局用于征地拆迁、平整。2016 年~2018 年末，公司应付票据分别为 8.13 亿元、8.20 亿元和 10.95 亿元，主要系银行承兑汇票。2016 年~2018 年末，公司短期借款分别为 4.47 亿元、4.28 亿元和 6.00 亿元，其中 2018 年末主要为保证借款和保证、抵押组合借款。截至 2019 年 3 月末，公司流动负债为 41.71 亿元，各科目均较 2018 年末变化不大。

有息债务方面，2016 年~2019 年 3 月末，公司总债务分别为 33.62 亿元、52.27 亿元、92.72 亿元和 102.25 亿元，逐年增长。2016 年~2019 年 3 月末，公司资产负债率分别为 49.16%、60.27%、69.47% 和 71.38%；同期末，总资本化比率分别为 47.76%、58.80%、67.51%、69.61%，由于近年来公司主营业务投入较多，债务规模不断增长，公司财务杠杆水平较高。

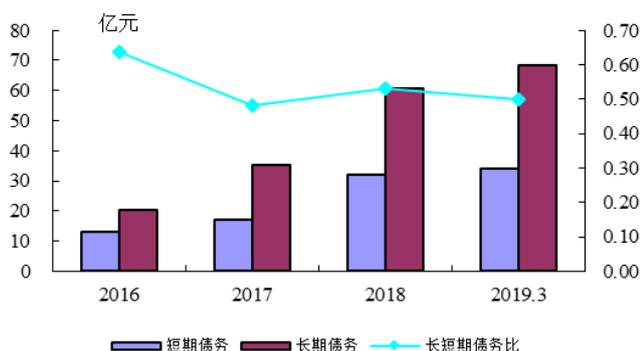
图 1：2016 年~2019 年 3 月末公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

债务结构方面，2016 年~2019 年 3 月末，公司长短期债务比（短期债券/长期债务）分别为 0.64 倍、0.48 倍、0.53 倍和 0.50 倍，以长期债务为主的债务结构符合公司从事基础设施、棚改业务资金占用周期较长的特点。

图 2：2016 年~2019 年 3 月公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

所有者权益方面，2016 年~2018 年末，公司所有者权益合计分别为 36.77 亿元、36.62 亿元和 44.63 亿元，其中实收资本均为 15.98 亿元。2016 年~2018 年末，公司资本公积分别为 15.85 亿元、15.85 亿元和 23.20 亿元，其中 2018 年末增长系划入连云港市宏远市政工程有限公司、连云港市青龙山公墓管理有限公司股权合计增加资本公积 2.97 亿元、海州区财政局拨款 3.73 亿元，同时冲回原连云港市水泥厂土地使用权评估增值 0.59 亿元。2016 年~2018 年末，公司未分配利润分别为 4.04 亿元、3.95 亿元和 4.51 亿元，其中 2017 年末下降系向股东连云港市政府分红 0.30 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司所有者权益合计为 44.65 亿元，各项目均较上年末变化不大。

总体来看，由于近年来基础设施和棚户区改造项目投入较多，公司负债规模上涨较快，财务杠杆水平较高。

盈利能力

2016 年~2018 年，公司营业总收入分别为 4.99 亿元、6.19 亿元和 6.28 亿元，逐年上升。公司营业收入主要来源于工程建设收入，2016 年~2018 年分别为 4.69 亿元、5.73 亿元和 5.27 亿元，较为稳定。2016 年~2018 年，公司保障房销售收入分别为 0.26 亿元、0.02 亿元和 0.97 亿元，根据当年达到交房条件的保障房数量变化而波动；公司近三年租金收入较稳定，但由于区政府办公用房租金尚未收缴入账，该板块收入较少。2019 年一季度，公司营业总收入为 1.36 亿元。

从毛利率来看，随着工程建设业务毛利率的提高，公司营业毛利率逐年增长，2016 年~2018 年分别为 5.07%、7.48% 和 11.36%。分业务板块来看，2016 年~2018 年，公司工程建设毛利率分别为 5.73%、7.61% 和 12.20%，其中 2017 年末毛利率上升系委托代建项目成本加成比例由 6% 调整至 8% 所致；2018 年上升系部分委托代建项目成本加成比例由 8% 提高至 20% 所致。2016 年~2018 年，公司保障房销售业务毛利率分别为 11.65%、10.53% 和 3.17%，其中 2017 年小幅下滑，主要是受建材市场波动影响，建造成本有所上升所致；2018 年大幅下降系当期收到的保障房补贴减少所致。2016 年~2018 年，公司租赁业务毛利率分别为 84.24%、87.69% 和 48.79%，其中 2018 年大幅下降系 2018 年下半年公司将花鸟市场转交给海州区商务局经营，不确认相应期间的租金收入，但资产尚未办理移交，折旧成本仍由公司承担。2019 年一季度，营业毛利率为 51.53%，较 2018 年变动较大系工程代建业务结转的成本为预估成本所致。

表 13：2016 年~2018 年公司营业收入与毛利率（亿元，%）

业务板块	2016		2017		2018	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
工程建设收入	4.69	4.08	5.73	7.61	5.27	12.20
保障性住房销售收入	0.26	11.65	0.02	10.53	0.97	3.17
租金收入	0.006	84.24	0.007	87.69	0.012	48.79
其他	0.03	81.15	0.43	4.34	0.04	97.75
合计	4.99	5.07	6.19	7.48	6.28	11.36

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

期间费用方面，2016 年~2018 年公司的期间费用合计分别为 0.63 亿元、1.90 亿元和 0.80 亿元，呈现

波动。公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2016 年~2018 年公司管理费用分别为 0.11 亿元、0.16

亿元和0.19亿元；同期公司财务费用分别为0.50亿元、1.74亿元和0.61亿元，其中2018年下降系利息支出资本化处理的较多。2016年~2018年公司三费收入占比分别为12.61%、30.79%和12.75%，呈现波动，2018年末三费收入占比处于较低水平。2019年一季度，公司期间费用合计0.67亿元，其中财务费用为0.59亿元，三费收入占比为48.91%。

表 14：2016 年~2019 年 3 月期间费用分析

项目名称	2016	2017	2018	2019.3
销售费用（亿元）	0.02	0.01	0.001	--
管理费用（亿元）	0.11	0.16	0.19	0.08
财务费用（亿元）	0.50	1.74	0.61	0.59
三费合计（亿元）	0.63	1.90	0.80	0.67
营业总收入（亿元）	4.99	6.19	6.28	1.36
三费收入占比（%）	12.61	30.79	12.75	48.91

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

利润总额方面，2016年~2018年公司利润总额分别为0.91亿元、0.52亿元和1.18亿元，其中经营性业务利润分别为-0.43亿元、0.74亿元和1.23亿元，其中2017年及2018年公司获得的政府补贴调整至其他收益，纳入经营性业务利润核算，经营性业务利润较往年有所增长。此外，2018年由于利息支出大部分资本化处理，公司财务费用大幅下降，经营性业务利润明显上升。政府补贴为公司最重要的利润来源，2016年~2018年公司获得的财政补贴分别为1.32亿元、2.25亿元和1.38亿元。2019年一季度，公司利润总额为0.02亿元。

总体来看，近年来公司收入和毛利率均稳步增长，但公司利润总额对政府补贴依赖较大，自身盈利能力一般，中诚信国际将继续关注政府补贴到位情况。

现金流

经营活动净现金流方面，2016年~2018年公司经营活动净现金流分别为-4.59亿元、-13.80亿元和-27.99亿元，近三年持续为负。其中2017年，公司经营活动现金净流出扩大系往来款收支缺口扩大；2018年由于棚改项目投入大幅增长，经营活动现金净流出规模持续扩大。2019年一季度，公司经营活动净现金流为-2.76亿元。

投资活动净现金流方面，2016年~2018年公司投资活动净现金流分别为1.80亿元、-0.46亿元和

-0.84亿元，主要为赎回和购买理财产品。2019年一季度，公司投资活动净现金流为-2.04亿元，主要系购买理财产品所致。

筹资活动净现金流方面，2016年~2018年公司筹资活动净现金流分别为6.45亿元、15.69亿元和27.28亿元，持续表现为净流入。2016年~2018年公司筹资活动现金流入分别为32.45亿元、30.76亿元和43.16亿元，主要为银行借款、发行债券、质押的定期存单和保证金到期取得的现金，此外2016年~2018年公司吸收投资收到的现金分别为1.45亿元、0元和3.73亿元，系获得的财政拨款。2016年~2018年公司筹资活动现金流出26.00亿元、15.07亿元和15.88亿元，主要为偿还债务、支付利息。其中，公司收到和支付其他与筹资活动有关的现金主要系支付或收到解除质押的定期存单款、承兑汇票保证金及融资租赁款。

表15：2016年~2019年3月公司现金流量分析（亿元）

	2016	2017	2018	2019.3
经营活动产生现金流入	25.52	44.59	54.11	4.79
经营活动产生现金流出	30.11	58.38	82.10	7.55
经营活动净现金流	-4.59	-13.80	-27.99	-2.76
投资活动产生现金流入	15.20	6.98	1.19	--
投资活动产生现金流出	13.40	7.44	2.03	2.04
投资活动净现金流	1.80	-0.46	-0.84	-2.04
筹资活动产生现金流入	32.45	30.76	43.16	9.26
其中：吸收投资所收到的现金	1.45	--	3.73	--
借款所收到的现金	15.20	17.86	37.12	7.11
发行债券收到的现金	11.29	2.50	--	--
筹资活动产生现金流出	26.00	15.07	15.88	2.65
其中：偿还债务所支付的现金	13.37	6.37	7.89	1.68
筹资活动净现金流	6.45	15.69	27.28	6.61
现金及现金等价物净增加额	3.66	1.44	-1.56	1.81

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

偿债能力

从偿债能力指标来看，2016年~2018年公司总债务/EBITDA分别为26.80倍、21.63倍和56.44倍，同期EBITDA利息保障系数分别为3.81倍、1.07倍和0.77倍，随着公司债务规模的增长，EBITDA对债务本金和当期利息支出的保障能力明显下降，2018年EBITDA对债务本金和当期利息支出均无法形成覆盖；经营活动净现金流偿债指标方面，由于近三年公司经营活动净现金流持续为负，对总债务和利息支出均无法覆盖。

表16：2016年~2019年3月公司偿债能力指标

指标	2016	2017	2018	2019.3
长期债务（亿元）	20.52	35.27	60.58	68.21
总债务（亿元）	33.62	52.27	92.72	102.25
经营活动净现金流（亿元）	-4.59	-13.80	-27.99	-2.76
EBITDA（亿元）	1.25	2.42	1.64	--
总债务/经营活动净现金流(X)	-7.32	-3.79	-3.31	-9.26
总债务/EBITDA(X)	26.80	21.63	56.44	--
EBITDA 利息保障系数(X)	3.81	1.07	0.77	--

经营活动净现金流利息保障系数(X)	-13.94	-6.12	-13.08	-4.49
总资本化比率(%)	47.76	58.80	67.51	69.61
资产负债率(%)	49.16	60.27	69.47	71.38

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

对外担保方面，截至 2019 年 3 月末，公司对外担保金额为 22.60 亿元（其中对民营担保 0.15 亿元），占期末所有者权益合计的比重为 50.62%。

表17：截至 2019 年 3 月末公司对外担保情况

被担保单位	担保金额（万元）	起止日期	企业性质
江苏昊海投资发展集团有限公司	4,000.00	2018.09.20~2019.09.19	国有
	30,000.00	2018.12.14~2020.12.14	
	23,670.10	2017.03.10~2019.12.21	
江苏瀛洲发展集团有限公司	12,000.00	2018.10.19~2019.10.18	国有
	25,000.00	2017.03.10~2019.12.21	
	20,000.00	2017.08.25~2022.08.25	
连云港北浦实业有限公司	4,000.00	2018.12.18~2019.12.17	国有
连云港海州工业投资集团有限公司	10,000.00	2018.12.20~2019.12.20	国有
	3,000.00	2018.08.29~2019.08.29	
连云港胸海贸易有限公司	3,000.00	2018.12.18~2019.12.17	国有
	4,000.00	2017.08.11~2020.08.07	
连云港瑞辰农业实业有限公司	4,500.00	2018.08.20~2019.08.19	国有
	4,000.00	2017.12.16~2020.12.15	
连云港润浦投资有限公司	45,000.00	2017.02.14~2022.01.04	国有
连云港神州投资有限公司	20,000.00	2016.09.09~2021.09.08	国有
连云港市鑫辰农业科技推广研究所	3,300.00	2017.09.30~2020.09.25	国有
连云港斯味特食品有限公司（民营）	1,500.00	2018.03.26~2019.03.25	民营
连云港新河水务有限公司	5,000.00	2016.02.25~2026.02.24	国有
连云港月牙岛旅游开发有限公司	4,000.00	2017.03.29~2020.03.28	国有
合计	225,970.10	--	--

资料来源：公司提供

受限资产方面，截至 2019 年 3 月末，公司受限资产合计为 18.60 亿元，占期末总资产的比重为 11.92%，其中受限货币资金为 11.96 亿元，系保证金以及定期存单质押；用于抵押借款的土地账面价值为 6.64 亿元。

银行授信方面，截至 2019 年 3 月末，公司共获得银行授信总额 42.94 亿元，尚未使用额度为 3.80 亿元，备用流动性一般。

公司 2019 年后三季度~2022 年及以后到期债务本金分别为 22.94 亿元、22.49 亿元、18.33 亿元和 38.49 亿元，公司到期债务分布较均匀，各期均面临一定的偿债压力。

表18：截至 2019 年 3 月末公司到期债务分布情况（亿元）

	2019.4~12	2020	2021	2022 及以后
到期金额	22.94	22.49	18.33	38.49

资料来源：公司提供

过往债务履约情况

根据公司提供的资料，公司近三年不存在逾期而未偿还的债务。

偿债保障措施

“16海发债/PR海发债”由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

中合担保于 2012 年 7 月 19 日在国家工商行政管理总局注册设立，注册资本为 51.26 亿元人民币，是中外合资的融资担保机构。中合担保是落实国务院利用外资设立担保公司的试点项目。2010 年，《国务院关于进一步做好利用外资工作的若干意见》提出要求“加快推进利用外资设立中小企业担保公司试点工作”，国家发改委为落实国务院精神推动组织设立中合担保。中合担保的设立也是落实国务院《关于进一步支持小型微型企业健康发展的意

见》，有效缓解中小企业融资难，发展多层次中小企业金融服务的重要举措。2016年5月23日，中合担保在北京市工商行政管理局变更登记，增加新股东海航科技股份有限公司，增加注册资本20.50亿元。截至2018年末，中合担保注册资本为71.76亿元。

中合担保由中方和外方共8家股东共同发起设立，其中中方股东6家，包括天津天海投资发展股份有限公司、海航资本集团有限公司、中国宝武钢铁集团有限公司、海宁宏达股权投资管理有限公司、中国进出口银行和内蒙古鑫泰投资有限公司。外方股东包括JPMorgan China Investment Company Limited和西门子（中国）有限公司。其中，天津天海投资发展股份有限公司和海航资本集团有限公司的实际控制人均为海航集团有限公司，海航集团有限公司间接持有中合担保43.34%的股份，为中合担保的实际第一大股东。

中合担保以支持中小企业发展为宗旨，愿景是充分发挥自身优势，不断创新业务模式，为广大客户、特别是中小企业提供有效的金融服务，在服务客户、回报股东和回馈社会的过程中求得自身的发展，成为具有市场竞争力和行业影响力的创新型担保公司。

目前，中合担保与各级政府、各商协会、各主要金融机构的合作正在积极推进，在传统贷款担保、组合模式担保、债券发行担保、贸易融资担保、工程履约担保和投资项目担保等领域的业务已经全面铺开。同时，中合担保在诸如小微增信集合债、互联网消费金融资产支持证券以及在存量担保资产转卖、新项目预约借款等新兴业务领域进行了模式创新和开拓。截至2018年末，中合担保总资产为116.50亿元，所有者权益为83.60亿元。

截至2018年末，中合担保在保余额为1,004.98亿元，较上年末下降7.70%，在保责任余额为810.97亿元；全年实现担保费收入7.47亿元，同比减少10.95%。拨备计提方面，近年来公司坚持较为审慎的拨备计提政策，2018年由于市场环境波动较大，部分投资资产信用风险暴露，加之部分代偿款追偿难度较大，公司加大了拨备计提力度，全年计提资

产减值损失6.81亿元，较上年大幅增长179.28%。受制于投资收益的大幅减少和拨备计提力度的加大，中合担保2018年实现净利润0.71亿元，较上年大幅减少88.37%。从业务结构来看，截至2018年末，中合担保融资性担保业务在保余额占比为98.51%，其中，债券担保和金融产品担保为中合担保的主要业务，在保余额合计占比95.10%。此外，主要受保本基金履约保证担保余额减少影响，中合担保非融资性担保业务的在保余额占比降至1.49%。业务品种方面，企业债为中合担保业务品种的主要组成部分，截至2018年末，企业债在保余额占比81.52%，其他业务品种的占比均在6%以下。

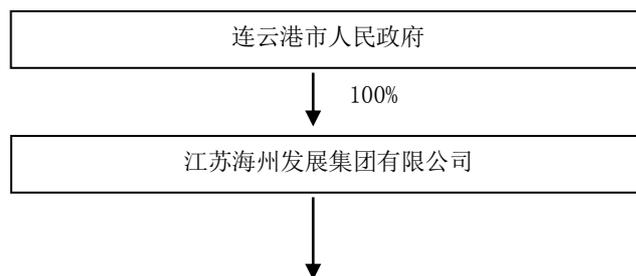
中诚信国际认为中合担保凭借其较强的股东背景、雄厚的资本实力、创新业务良好的发展空间、较好的公司治理架构业务发展前景十分广阔。同时，中合担保代偿上升和资产减值损失扩大对业务运营带来负面影响、担保业务结构有待改善、资产结构仍需优化以及创新业务对人力和风控提出更高要求。此外，中合担保是国务院关于利用外资设立担保公司、支持中小企业发展的试点项目，由国家发改委牵头组织设立，实行“政策性指导，商业化运作”，得到国家政府部门的大力支持。与此同时，股东中国进出口银行将会持续支持中合担保发展，中诚信国际将这些因素纳入本次评级的重要考虑。鉴于此，中诚信国际评定中合担保主体信用等级为AAA，评级展望为稳定。表明中合担保未来一段时间的信用状况保持稳定。

总体来看，中合担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能够为本期债券的还本付息提供十分有力的保障。综合而言，中诚信国际认为，中合担保强大的股东背景、雄厚的资本实力以及很强的综合财务实力，能够为“16海发债/PR海发债”的偿还提供强有力的保障。

结 论

中诚信国际维持江苏海州发展集团有限公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定；维持“16海发债/PR海发债”的信用等级为AAA。

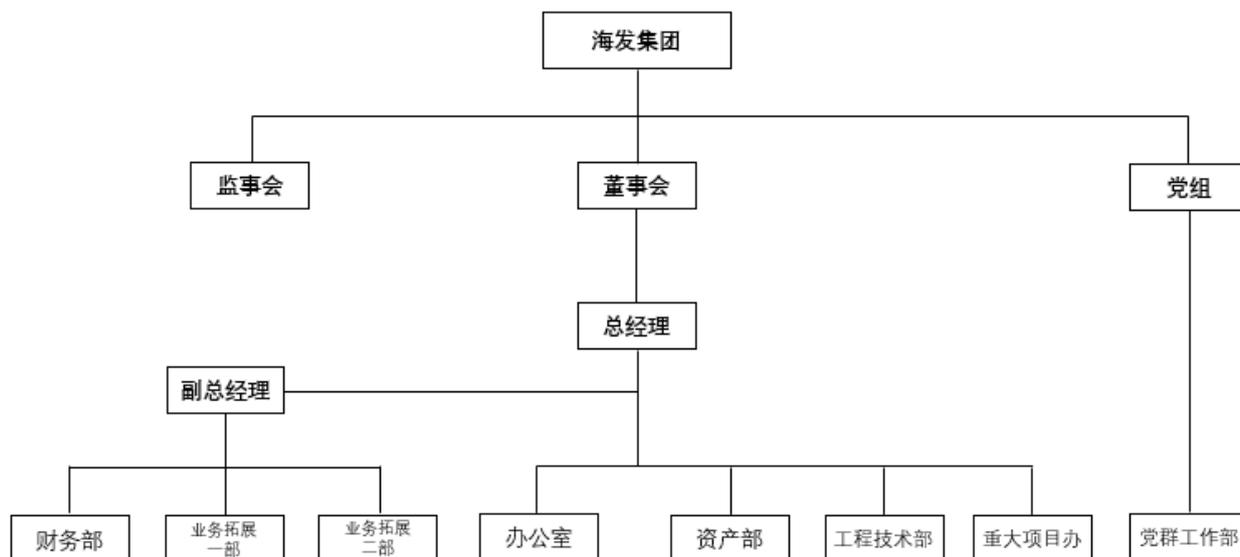
附一：江苏海州发展集团有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月末）



序号	企业名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	连云港秦东门市政绿化工程有限公司	2,000.00	100.00
2	连云港海发新农村发展建设有限公司	6,000.00	100.00
3	连云港沁海建筑装饰有限公司	400.00	100.00
4	连云港泓海房地产开发有限公司	30,000.00	95.83
5	连云港连高新股权投资基金合伙企业（有限合伙）	28,000.00	100.00
6	连云港市美城文化传媒有限公司	50.00	100.00
7	连云港锦海贸易有限公司	200.00	95.00
8	连云港市港诚后勤管理服务有限公司	600.00	100.00
9	江苏润海商业保理有限公司	10,000.00	100.00
11	连云港市宏远市政工程有限公司	500.00	100.00
12	连云港市青龙山公墓管理有限公司	20,000.00	100.00

资料来源：公司提供

附二：江苏海州发展集团有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：江苏海州发展集团有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	205,517.39	209,949.91	204,443.16	242,669.42
应收账款	5,434.46	29,884.02	82,936.66	74,974.52
其他应收款	182,716.92	326,737.99	448,719.77	452,129.08
存货	167,174.28	216,238.83	552,754.07	600,225.92
可供出售金融资产	4,815.00	4,438.88	4,048.88	4,048.88
长期股权投资	2,850.05	2,438.80	2,360.16	2,360.16
在建工程	23,108.53	26,895.60	33,629.96	34,041.81
无形资产	78,092.30	73,357.85	67,500.00	67,500.00
总资产	723,175.26	921,686.41	1,461,738.10	1,559,923.19
其他应付款	8,904.44	21,699.14	172,611.53	201,508.96
短期债务	131,000.00	170,067.55	321,400.04	340,335.51
长期债务	205,192.17	352,663.67	605,766.11	682,115.89
总债务	336,192.17	522,731.22	927,166.14	1,022,451.41
总负债	355,498.62	555,459.71	1,015,460.27	1,113,455.72
费用化利息支出	3,078.20	18,675.96	3,999.40	4,370.30
资本化利息支出	215.92	3,865.94	17,397.24	1,781.97
实收资本	159,755.60	159,755.60	159,755.60	159,755.60
少数股东权益	1,179.97	665.58	1,165.45	1,165.15
所有者权益合计	367,676.64	366,226.69	446,277.83	446,467.47
营业总收入	49,932.49	61,853.54	62,842.52	13,631.28
经营性业务利润	-4,325.87	7,429.95	12,315.85	229.43
投资收益	659.35	209.97	613.32	0.00
营业外收入	13,227.69	0.00	27.38	1.07
净利润	6,703.49	2,405.06	8,517.73	189.64
EBIT	12,227.95	23,860.84	15,773.06	4,559.93
EBITDA	12,542.69	24,167.58	16,426.71	--
销售商品、提供劳务收到的现金	34,952.08	38,134.17	9,277.30	17,416.76
收到其他与经营活动有关的现金	220,220.89	407,736.93	531,785.66	30,510.60
购买商品、接受劳务支付的现金	33,403.32	71,808.43	366,018.54	25,653.29
支付其他与经营活动有关的现金	266,581.97	508,468.19	452,260.09	49,507.12
吸收投资收到的现金	14,500.00	0.00	37,253.05	0.00
资本支出	4,387.00	6,073.13	2,986.41	407.30
经营活动产生现金净流量	-45,908.53	-137,964.88	-279,934.16	-27,613.09
投资活动产生现金净流量	17,954.97	-4,561.07	-8,389.31	-20,407.30
筹资活动产生现金净流量	64,510.12	156,947.47	272,767.72	66,126.65
财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率(%)	5.07	7.48	11.36	51.53
三费收入比(%)	12.61	30.79	12.75	48.91
应收类款项/总资产(%)	26.02	38.69	36.37	33.79
收现比(X)	0.70	0.62	0.15	1.28
总资产收益率(%)	1.96	2.90	1.32	1.21
流动比率(X)	4.02	4.09	3.36	3.42
速动比率(X)	2.90	2.98	1.97	1.99
资产负债率(%)	49.16	60.27	69.47	71.38
总资本化比率(%)	47.76	58.80	67.51	69.61
长短期债务比(X)	0.64	0.48	0.53	0.50
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.14	-0.26	-0.30	-0.11
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.35	-0.81	-0.87	-0.32
经营活动净现金流/利息支出(X)	-13.94	-6.12	-13.08	-4.49
总债务/EBITDA(X)	26.80	21.63	56.44	--
EBITDA/短期债务(X)	0.10	0.14	0.05	--
货币资金/短期债务(X)	1.57	1.23	0.64	0.71
EBITDA 利息倍数(X)	3.81	1.07	0.77	--

注：1、各期财务报告均按照新会计准则编制，2019年一季报未经审计；2、公司未提供一季度现金流量表补充表，故相关指标失效；3、在计算总债务时，将长期应付款纳入长期债务中核算；将2017年~2019年3月末其他应付款中有息部分纳入短期债务中核算；5、一季报中总资产收益率、经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/短期债务指标为年化数据；6、表中2018年和2019年一季报项目和指标均按照“财会[2018]15号文件”前口径列示和计算。

附四：中合担保主要财务数据

(金额单位：百万元)	2016	2017	2018
资产			
货币资金	751.22	146.12	109.07
定期存款	447.85	482.80	32.26
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	2,882.22	2,912.24	2,110.05
可供出售金融资产	5,404.59	5,786.92	6,839.54
买入返售金融资产	400.00	0.00	0.00
应收款项类投资	1,303.70	1,112.55	625.16
长期股权投资	463.67	630.98	554.56
现金及投资资产合计	11,653.25	11,071.61	10,270.64
应收利息	58.39	69.67	22.82
应收代偿款	234.19	412.18	538.48
固定资产	2.95	2.40	2.10
无形资产	3.82	3.91	2.09
资产合计	12,103.89	12,247.78	11,649.99
负债及所有者权益			
递延收益	702.34	692.27	559.10
担保合同准备金	527.08	677.61	798.58
担保责任准备金合计	1,229.42	1,369.88	1,357.68
卖出回购金融资产	485.00	250.00	0.00
存入担保保证金	13.25	111.25	59.28
股本	7,176.40	7,176.40	7,176.40
所有者权益合计	8,268.69	8,632.53	8,360.01
担保组合			
在保余额	86,946.82	108,878.54	100,498.48
年新增担保额	58,666.91	36,299.26	8,925.65
利润表摘要			
担保业务净收益	541.47	675.61	731.94
投资收益（含公允价值变动损益）	589.81	639.83	227.99
其它业务净收入	41.64	99.45	46.82
营业费用	(257.70)	(261.95)	(166.83)
资产减值损失	(213.92)	(243.68)	(680.54)
税前利润	689.21	809.38	114.41
所得税费用	(160.14)	(197.89)	(43.27)
净利润	529.07	611.49	71.14
综合收益总额	569.48	569.19	76.33

附五（续）：中合担保主要财务指标

	2016	2017	2018
年增长率（%）			
现金及投资资产	58.12	(4.99)	(7.23)
总资产	57.08	1.19	(4.88)
担保责任准备金	21.84	11.42	(0.89)
股本	42.61	4.40	(3.16)
担保业务净收益	81.81	24.77	8.34
投资收益（含公允价值变动损益）	38.57	8.48	(64.37)
税前利润	18.16	17.44	(85.86)
净利润	18.94	15.58	(88.37)
年新增担保额	93.59	(38.13)	(75.41)
在保余额	78.10	25.22	(7.70)
盈利能力（%）			
投资回报率	5.83	5.15	1.62
担保业务收入/年度新增担保额	1.44	2.31	8.37
平均资产回报率	5.34	5.02	0.60
平均资本回报率	7.52	7.24	0.84
有效税率	23.23	24.45	37.82
担保项目质量（%）			
年内代偿额（百万元）	403.59	491.04	782.42
年内代偿率	1.97	3.42	4.52
累计代偿率	1.71	2.21	2.81
担保责任准备金/在保余额	1.41	1.26	1.35
资本充足性（%）			
核心资本（亿元）	89.69	93.10	92.00
核心资本放大倍数（X）	9.69	11.69	10.92
净资产放大倍数（X）	10.53	12.63	11.83
融资性担保放大倍数（X）	3.71	4.33	9.54
核心资本形成率（%）	9.59	8.29	2.24
流动性（%）			
高流动性资产/总资产	44.85	33.92	45.20
高流动性资产/在保责任余额	6.24	3.82	6.49

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：担保公司基本财务指标的计算公式

现金及投资资产=现金及现金等价物+银行存款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+持有至到期证券+长期股权投资+投资物业+委托贷款

担保责任准备金=担保合同准备金+递延收益

高流动性资产=现金及现金等价物+银行存款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收款项类投资

核心资本=所有者权益+担保责任准备金-不可计入资本的可出售金融资产公允价值变动

总资本=核心资本+其他附属资本或软资本

担保业务净收入=担保业务收入-担保业务成本

利息收入=存款利息收入+委托贷款收入

投资收益=债券投资收益+基金投资收益+股权投资收益+其他投资收益-投资减值准备计提

平均资产回报率=净利润/[(当期末资产总额+上期末资产总额)/2]

投资回报率=净投资收益/[(当期末现金及投资资产总额+上期末现金及投资资产总额)/2]

核心资本放大倍数=在保余额/核心资本

应收账款净额=应收利息+应收代偿款

资本形成率=(净利润-现金分红)/ [(当期末资本总额+上期末资本总额)/2]

成本费用率=业务及管理费/(担保业务净收入+其他业务收入-其他业务支出)

附八：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。

附九：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，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

附十：担保公司主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较大
B	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力对良好经济环境的依赖程度较高，违约风险很大
CCC	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极大
CC	受评担保公司在破产或重组时获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评对象不能履行代偿义务及偿还其他债务

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，每个信用等级可用“+”、“-”号进行微调。