

2013 年江阴临港新城开发建设有限公司
公司债券 2020 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

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。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

2013年江阴临港新城开发建设有限公司公司债券 2020年跟踪信用评级报告

报告编号：中鹏信评【2020】跟踪第【263】号01

债券简称：

PR 澄港城/13 江阴港城债

增信方式：保证担保

担保主体：中国投融资担保股份有限公司

债券剩余规模：1.30 亿元

债券到期日期：2020 年 11 月 07 日

债券偿还方式：

债券每年付息一次，在债券存续期内的第 3、4、5、6、7 年末分别偿还 20% 本金

分析师

姓名：秦风明 张旻熳
电话：021-51035670
邮箱：qinfm@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元资信评估股份有限公司城投公司信用评级方法，该评级方法已披露于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份有限公司

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AAA	AAA
发行主体长期信用等级	AA+	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 06 月 18 日	2019 年 06 月 19 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对江阴临港新城开发建设有限公司（以下简称“江阴临港”或“公司”）及其 2013 年 11 月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，发行主体长期信用等级上调为 AA+，评级展望维持为稳定。本次评级上调主要是基于：江阴市及江阴临港经济开发区经济实力较强，良好的港口条件和工业基础支撑区域经济快速发展，为公司发展提供了良好基础，公司主营业务在区域内有较强的重要性和较好的持续性，获得当地政府的大力支持，2020 年划入江阴沿江开发投资有限公司（以下简称“江阴沿江开发”）100% 股权后资本实力进一步增强，中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）提供的保证担保能有效提升本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，存在较大的资金压力，本息偿付压力较大，以及存在一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- 江阴市及江阴临港经济开发区经济实力较强，良好的港口条件和工业基础支撑区域经济快速发展，为公司发展提供了良好基础。江阴市区区位优势显著，经济实力与发展水平在百强县中名列前茅，2019 年实现地区生产总值 4,001.12 亿元；江阴临港经济开发区为省级经济开发区，江阴综合保税区、江阴港均位于区域内，其中江阴港总吞吐量在全国内河港口名列前茅；依托良好的港口条件和工业基础，

2019年江阴临港经济开发区实现地区生产总值829.82亿元，同比增长8.3%，规模以上工业增加值同比增长14.2%，均高于江阴市指标，为公司发展提供了良好基础。

- **主营业务在区域有较强的重要性和较好的持续性。**公司为江阴临港经济开发区重要的土地整理和代建业务主体，其业务在区域内有较强的重要性；且截至2019年末，公司存货中尚有土地整理成本132.78亿元，已完工未回购工程尚有80.66亿元，主营业务持续性较好。
- **获得地方政府的大力支持，资本实力进一步增强。**2019年江阴临港经济开发区财政局拨付公司专项用途财政性资金1.30亿元，提升了公司利润水平；2020年1月江阴临港新城新材料产业园管委会将江阴沿江开发100%股权转让至公司，2020年3月末公司净资产较2019年末增加11.05亿元，资本实力进一步增强。
- **中投保提供的保证担保能有效提升本期债券的安全性。**经中证鹏元综合评定，中投保主体长期信用等级AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性。

关注：

- **资产流动性较弱。**2019年末存货、其他应收款和投资性房地产合计占总资产的比重为77.23%，其他应收款回收时间与存货变现均存在不确定性，对资金占用较大，投资性房地产中政府划拨地占比达77.90%，划拨地未缴纳土地出让金，剩余出让土地已抵押，整体资产流动性较弱。
- **存在较大的资金压力。**公司资金被往来款占用较大，2019年、2020年1-3月经营活动现金持续大幅净流出，营运资金主要依赖外部融资，且2019年末主要在建项目尚需投资21.38亿元，整体仍存在较大资金压力。
- **本息偿付压力较大。**2020年3月末公司资产负债率升至65.61%，有息负债规模增至213.74亿元，债务负担进一步上升；2019年公司利息支付金额合计达11.40亿元，EBITDA利息保障倍数降至0.21，本息偿付压力较大。
- **存在一定或有负债风险。**截至2020年3月末，公司对外担保金额为91.94亿元，占同期末净资产的68.72%，担保对象主要为江阴市政府下属的单位或公司的关联公司，规模较大且无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	3,890,339.38	3,537,314.24	3,240,653.20	3,613,858.41
所有者权益	1,337,825.16	1,227,319.71	1,214,476.86	1,213,231.47
有息债务	2,137,402.51	2,083,285.24	1,732,619.19	1,960,972.09
资产负债率	65.61%	65.30%	62.52%	66.43%
现金短期债务比	0.65	0.74	0.35	0.61
营业收入	24,769.41	138,047.66	126,215.46	118,832.10
其他收益	0.00	13,762.23	854.24	468.85
利润总额	-603.69	13,782.50	40,682.38	14,863.16
综合毛利率	5.14%	8.55%	5.67%	6.72%
EBITDA	-	26,293.29	49,971.62	19,739.02
EBITDA 利息保障倍数	-	0.21	0.50	0.18
经营活动现金流量净额	-150,689.90	-103,830.88	65,015.92	16,756.69
收现比	0.81	0.97	0.95	1.07

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

担保方中投保主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	2,600,649.79	2,651,309.70	2,045,283.28	1,916,485.94
所有者权益	1,076,169.97	1,066,727.69	1,012,702.70	1,002,921.48
期末担保余额（亿元）	455.23	501.67	678.98	1,263.98
拨备覆盖率	496,164.61%	507,712.19%	26,859.71%	4,403.37%
融资担保业务放大倍数	2.98	3.24	4.25	6.37
当期担保代偿率	0.15%	0.28%	0.00%	0.07%

资料来源：中投保2017-2019年审计报告及年度报告及2020年第一季度报告，中证鹏元整理

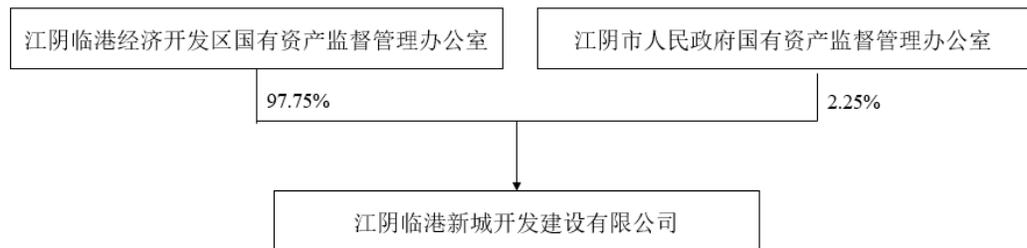
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2013年11月发行7年期6.5亿元公司债券，募集资金拟用于江阴临港经济开发区污水管网工程项目、标准厂房及配套设施项目、标准厂房及配套设施项目，截至2020年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为14.81万元。

二、发行主体概况

2019年，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化，截至2020年3月末，公司注册资本和实收资本均为200,000.00万元，控股股东和实际控制人均为江阴临港经济开发区国有资产监督管理办公室。

图 1 截至 2020 年 3 月末公司产权和控制关系



资料来源：国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

2019年公司合并报表范围无变化，2020年一季度合并范围新纳入一家子公司，详见下表。

表 1 2020 年 1-3 月公司合并范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
江阴沿江开发投资有限公司	100.00%	26,000.00	组织区内的国有土地开发、使用权转让、基础设施建设等	股权转让

资料来源：公司未经审计的 2020 年一季报、公开查询，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019年全年国内生产总值（GDP）99.09万亿元，比上年增长6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长8.4%，高于同期工业增加值增速2.7个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019年末爆发的COVID-19疫情，进一步加大了经济下行压力。2020年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的2020年新增地方政府债务限额1.85万亿元，同比增长32.95%；其中专项债新增限额1.29万亿，同比增长59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由25%调整为20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019年以来，延续2018年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019年3月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发

展的实施意见》（财金[2019]10号），切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。5月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11号），从提升开放型经济质量等5个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发COVID-19疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

江阴市区位优势明显，经济实力与发展水平在百强县中名列前茅，连续三年蝉联中国工业百强县（市）第一，2019年经济规模持续增长

江阴市北枕长江，南近太湖，东接常熟、张家港，西连常州，地处苏锡常“金三角”几何中心，交通便捷，为大江南北的重要交通枢纽和江海联运、江河换装的天然良港，拥有优越的区位交通条件和较强的工业基础。江阴市总面积986.97平方千米，现辖镇10个、街道7个、村民委员会197个、社区居民委员会57个，村居合一社区46个，2019年末常住人口165.34万人。依托于优越的区位优势，近年来江阴市经济持续增长，2019年江阴市实现地区生产总值4,001.12亿元，按可比价格计算，同比增长6.8%；其中，第二产业增加值2,042.02亿元，同比增长8.9%；第三产业增加值1,923.02亿元，同比增长4.7%，三产业结构比由上年的1.0:54.4:44.6调整至0.9:51.0:48.1，第三产业占比提升3.5个百分点。按常住人口计算，2019年江阴市人均生产总值达24.21万元，是全国人均国内生产总值的3.41倍，远超全国平均水平，经济发展水平较高。根

据中国社会科学院财经战略研究院发布的《中国县域经济发展报告（2019）》，江阴市名列全国县域经济竞争力百强县第二名，仅次于昆山市，综合竞争实力在全国同级别城市中名列前茅。

江阴市整体工业经济实力较强，2019年江阴市19家企业入围中国制造业企业500强，上市公司达50家，连续3年蝉联中国工业百强县（市）第一。具体来看，2019年江阴市规模以上工业产值为6,069.31亿元，同比增长9.5%，尽管增速较上年有所下降，但仍高于全省3.3个百分点；从行业产量来看，2019年钢材、铜材、船舶、化学纤维、塑料等行业增速仍保持在10%以上，但传统类主导产业纺织服装、电路板等行业增速有所下降；从行业利润来看，2019年全市规模以上工业实现主营业务收入6,417.01亿元，同比增长3.3%；实现利润总额394.31亿元，同比下降3.5%，工业企业收入及利润增速均较上年出现下降。2019年全市工业百强企业实现产品销售收入4,135.7亿元，实现利润320.2亿元，分别占规模以上工业企业的68.9%和81.2%，继续支撑江阴市经济大局。江阴市加快推进新兴产业规模化发展，2019年新兴产业产值占规上工业产值的44.4%，同比提升0.6个百分点。

固定资产投资是江阴市经济增长重要动能之一，近年投资增速持续回升，2019年同比增长6.0%，增速同比上升0.4个百分点；分产业投向看，第一产业、第二产业和第三产业分别同比增长93.0%、5.5%和5.4%，第二产业投资增速有所下降。房地产市场方面，2019年江阴市全年房地产开发投资同比增长21.3%，增速仍较快；全年房屋建筑竣工面积同比增长13.5%，但商品房销售面积同比下降6.5%，房屋新开工面积同比下降16.0%，未来区域内房地产投资增速存在下行压力。

消费对经济增长的拉动作用较稳定，2019年江阴市实现社会消费品零售总额1,036.15亿元，同比增长9.2%；2019年全年完成进出口总额235.01亿美元，同比下降3.5%，其中纺织品服装、农产品、初级产品等出口金额均出现下滑，对外贸易对经济的拉动作用有所下降，目前仍不确定的因素是2020年以来海外疫情仍在发展过程中，出口可能存在较大不确定性。区域金融市场发展较快，2019年存贷款余额分别同比增长13.3%和6.6%，增速较上年大幅提高，对区域内经济活动的金融支持能力有所提升。

表 2 2018-2019 年江阴市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	4,001.12	6.8%	3,806.18	7.4%
第一产业增加值	36.08	-1.4%	36.98	0.8%
第二产业增加值	2,042.02	8.9%	2,071.91	8.7%
第三产业增加值	1,923.02	4.7%	1,697.29	6.0%
固定资产投资	802.89	6.0%	-	5.6%

规模以上工业产值	6,069.31	9.5%	6,059.13	15.5%
社会消费品零售总额	1,036.15	9.2%	949.29	10.0%
进出口总额（亿美元）	235.01	-3.5%	243.59	15.4%
存款余额	4,179.70	13.3%	3,689.01	0.7%
贷款余额	3,248.86	6.6%	3,047.78	2.8%
人均 GDP（万元）		24.21		23.05
人均 GDP/全国人均 GDP		341.47%		356.97%

资料来源：2018-2019 年江阴市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年江阴市实现公共财政收入256.58亿元，同比增长1%，其中税收收入218.09亿元，占公共财政收入比重为85.00%。

江阴临港经济开发区具有良好的港口条件和产业集群，经济实力在江苏省省级经济开发区名列前茅，2019年经济总量及工业保持较快增长

江阴临港经济开发区位于江阴市西部，东临主城区、北枕长江、西面和南面与常州接壤，面积200平方公里，总人口约20万人，拥有24公里长江深水岸线，下设3街1镇。临港经济开发区于2006年9月被国家发改委正式核准为省级经济开发区，于2016年获国家批复同意设立江阴综合保税区，2018年6月通过国家验收。临港经济开发区拥有良好的港口条件，其境内江阴港是江苏省沿江地区重要港口和对外贸易口岸，总吞吐量在全国内河港口排名中名列前茅，其中万吨级泊位33个，千吨级泊位25个，2019年江阴港完成货物吞吐量2.3亿吨，同比增长31.7%。长江港口综合物流园区成为江阴市首个千亿级科技创新产业园区。依托良好的港口条件和政策支持，临港经济开发区的产业集群加快发展，目前远景智慧能源、中信事业、双良节能及光催化、综保区冷链物流、港口物流等5大千亿级产业集群加快形成，经济实力较强，在江苏省省级经济开发区连续多年排名第一。

2019年临港经济开发区实现地区生产总值829.82亿元，同比增长8.3%，高于江阴市增速1.5个百分点；工业发展方面，2019年江阴临港经济开发区规模以上工业增加值275.57亿元，同比增长14.2%，工业经济保持较快增速。固定资产投资方面，2019年江阴临港经济开发区固定资产投资增速降至2.3%，但高技术制造业投资占工业投资比重同比增加20.2个百分点，投资结构有所优化。对外贸易方面，2019年进出口总额同比下降11.9%，对经济增长的拉动有所弱化，且2020年以来海外疫情仍在发展过程中，出口可能存在较大不确定性。

2019年江阴临港经济开发区实现公共财政收入46.65亿元，其中税收收入45.56亿元，占公共财政收入比重为97.66%。

四、经营与竞争

公司是临港经济开发区重要的土地整理和基础设施投资建设主体，2019年主营业务未发生变化，全年实现营业收入138,047.66万元，同比增长9.37%，主要来自代建业务和土地整理业务，其中土地整理业务收入同比大幅增长96.75%，代建工程收入同比下降14.59%。毛利率方面，代建工程业务毛利率回升至正常水平，土地整理业务毛利率小幅下降1.88个百分点，系结算的申港片区地块毛利率较低所致，2019年综合毛利率较上年提高2.88个百分点。除此之外，2019年公司实现其他业务收入10,380.29万元，系公司处置苏（2019）江阴市不动产权第0004792号地块取得，毛利率为8.93%。

表 3 2018-2019 年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元）

行业名称	2019 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
代建工程业务	92,032.14	4.76%	107,752.85	2.72%
土地整理业务	34,456.61	16.81%	17,513.13	18.70%
其他	1,178.62	59.80%	949.48	100.00%
其他业务收入	10,380.29	8.93%	0.00	-
合计	138,047.66	8.55%	126,215.46	5.67%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司土地整理项目规模较大，业务持续性较好，但收入及回款易受政府回购安排及当地土地成交情况影响，未来可能存在波动

临港经济开发区以港城大道为城市发展轴，由临港经济开发区中央商务区（CBD）、临港新天地和临港新市镇区域组成核心区，根据公司与临港经济开发区管委会所签订的《关于合作开发土地的协议》，由公司承担中央商务区（CBD）和临港经济开发区内的申港等片区土地一级开发工作，所需的各项费用和投资由公司负责筹集承担，土地整理业务在区域内具有垄断性。临港经济开发区管委会在土地出让后按照公司实际发生的土地投资成本加上一定比例的收益作为土地一级开发收入返还公司。其中中央商务区（CBD）按照公司实际发生土地开发投资成本的123%作为土地开发收入返还公司；申港等片区则根据每年具体情况确定回报率后确认开发收入。

根据公司与临港经济开发区管委会签订的土地开发成本收入审批表，2019年公司确认了临港CBD地块-恒大土地整理地块和临港CBD外-申港项目土地整理地块，实现土地整理收入34,456.60万元。截至2019年末，公司存货中土地整理项目（拆迁项目为主）整理成本账面价值1,327,830.16万元，可对未来土地整理业务收入形成保障。但值得注意的是，土地整理收入的实现、业务回款受政府回购安排及当地土地成交情况影响较大，未来可能存在波动。

表 4 2019 年公司土地整理业务收入明细（单位：万元）

项目	收入	成本	整理区域
临港 CBD 地块-恒大土地整理	29,796.55	24,224.84	中央商务区（CBD）
临港 CBD 外-申港项目土地整理	4,660.05	4,438.14	申港项目土地
合计	34,456.60	28,662.98	-

资料来源：公司提供

代建工程业务收入受项目进度及回购安排影响存在波动，目前已完工未回购及在建项目规模较大，业务持续性较好，但后续仍面临较大投资支出压力

公司承担着临港经济开发区城市基础设施项目的建设，依据临港经济开发区管委会的整体发展规划，对开发区内实施基础设施建设和配套设施建设，其承接业务在区域内具有垄断性。2019年，公司与江阴临港国有资产经营有限公司（以下简称“国有资产公司”）签订了回购协议，约定国有资产公司当年按5%的回报率回购公司的朱家湾安置小区项目，确认工程项目收入合计92,032.14万元。

表 5 2019 年公司代建工程业务收入明细（单位：万元）

项目	工程成本	确认收入
朱家湾安置小区	87,649.66	92,032.14
合计	87,649.66	92,032.14

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司主要在建项目总投资规模合计1,650,487.50万元，规模较大，且已完工未回购项目账面价值达806,576.91万元（含存货和其他非流动资产中市政工程、安置房项目），代建业务持续性较好，但回购时间受项目进度及政府回购安排影响存在一定不确定，未来收入可能存在波动。此外，截至2019年末，公司主要在建项目尚需投资213,759.49万元，后续仍存在较大投资支出压力。

表 6 截至 2019 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资
朱家湾安置小区	383,000.00	380,804.28	2,195.72
兴港花园小区	16,000.00	10,486.16	5,513.84
污水管网	100,000.00	93,632.15	6,367.85
六路工程	45,000.00	41,853.65	3,146.35
申港南三路	16,487.50	12,479.50	4,008.00
南京理工大学江阴校区项目	150,000.00	36,295.28	113,704.72
中央商务区学校	15,000.00	8,211.06	6,788.94
春申拆迁项目	867,000.00	798,536.03	68,463.97
朝阳河整治	28,000.00	25,718.62	2,281.38
低碳园区拆迁	20,000.00	18,904.18	1,095.82

新沟河整治	10,000.00	9,807.10	192.9
合计	1,650,487.50	1,436,728.01	213,759.49

注：已投资金额包含已结转成本，部分已投资完成尚未结转项目从该表剔除。

资料来源：公司提供

公司获得当地政府的大力支持，江阴沿江开发的划入进一步提升了公司资本实力

公司土地整理业务和代建业务在临港经开区具有重要地位，当地政府通过资产注入、财政补贴等方式给予公司大力支持。2019年江阴临港经济开发区财政局拨付公司专项用途财政性资金13,000.00万元用于补贴小周家店安置房项目，对公司利润形成补充。2020年1月，江阴临港新城新材料产业园管委会将江阴沿江开发100%股权转让至公司，使得资本公积大幅增加111,360.42万元，资本实力进一步增强。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经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2018-2019年审计报告及未经审计的2020年一季报，公司审计报告均采用新会计准则编制。

2019年公司合并报表范围未变化，2020年公司合并范围新增加一家子公司，详见表1，期间无会计估计发生变化。

资产结构与质量

2019年以来公司资产规模大幅增加，仍以其他应收款、存货、投资性房地产和其他非流动资产为主，资产流动性较弱，且投资性房地产中划拨地占比较高，资产质量一般

截至2019年末，公司资产总额同比增加9.15%至3,537,314.24万元，资产结构仍以流动资产为主，2019年末占比升至79.32%；2020年3月末江阴沿江开发的划入使得总资产进一步增至3,890,339.38万元，流动资产占比71.99%。

2019年末货币资金同比大幅增加46.08%至453,269.97万元，其中受限货币资金171,102.15万元，为银行承兑汇票保证金，货币资金整体受限比例为37.75%；2020年3月末货币资金余额383,811.91。其他应收款主要为往来款，拆借对象主要为临港经济开发区国资委或管委会下属的企业，2019年末账面价值484,341.32万元，前五大应收对象中江阴苏南国际集装箱码头有限公司为民营企业，公司对其持股比例为20.00%；2020年3月末其他应收款进一步增至515,999.71

万元；其他应收款整体回收风险不大，但时间存在不确定，会对公司营运资金形成较大占用。存货主要为土地整理项目、市政工程及安置房项目，2019年末账面价值1,841,974.47万元，占总资产的比重达52.07%，未来存货变现时间受政府回购安排影响存在较大的不确定。

投资性房地产主要由土地使用权构成，2019年末账面价值为405,605.71万元，其中13宗账面价值合计315,950.00万元的土地为政府划拨地，未缴纳土地出让金，占投资性房地产的比重达77.90%；此外，账面价值89,655.71万元的出让土地已用于抵押，剩余3,913.04万元尚未办理房产证。其他非流动资产为承建的已完工工程项目，2019年末账面价值300,217.65万元，将由相关公司在以后年度实施回购；受江阴沿江开发并入影响，2020年3月末其他非流动资产大幅增至654,966.30万元，其变现时间受政府回购安排影响存在较大不确定。

表 7 2018-2019 年及 2020 年 1-3 月公司主要资产构成（单位：万元）

项目	2020 年 3 月		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	383,811.91	9.87%	453,269.97	12.81%	310,279.22	9.57%
其他应收款	515,999.71	13.26%	484,341.32	13.69%	488,783.93	15.08%
存货	1,876,665.91	48.24%	1,841,974.47	52.07%	1,681,539.57	51.89%
流动资产合计	2,800,487.64	71.99%	2,805,930.21	79.32%	2,493,409.64	76.94%
投资性房地产	405,605.71	10.43%	405,605.71	11.47%	404,127.00	12.47%
其他非流动资产	654,966.30	16.84%	300,217.65	8.49%	294,063.63	9.07%
非流动资产合计	1,089,851.74	28.01%	731,384.03	20.68%	747,243.56	23.06%
资产总计	3,890,339.38	100.00%	3,537,314.24	100.00%	3,240,653.20	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

整体来看，江阴沿江开发的并入使得公司资产规模大幅增加，资产结构仍以存货、其他应收款、投资性房地产和其他非流动资产为主，其他应收款回收时间与存货、其他非流动资产变现均存在不确定性，资产流动性较弱，且投资性房地产大部分为划拨用地，资产质量一般。

盈利能力

公司主营业务仍具有较好的持续性，但未来可能存在波动，利润对政府补助依赖较大

公司主营业务包括工程代建业务和土地整理业务，均受政府回购安排等因素影响存在一定波动，稳定性一般，2019年实现营业收入138,047.66万元，同比增加9.37%，其中代建收入占比66.67%，土地整理业务收入占比24.96%。截至2019年末，公司土地整理库存规模仍较大，在建代建工程及建成未结转项目较多，未来主营业务仍具有较好的持续性。从毛利率来看，2019年受代建项目毛利率回升影响，公司综合毛利率同比上升2.88个百分点。

因2019年公司未取得资产处置收益，导致利润总额较上年相比大幅下降；2019年公司获得

政府补贴13,510.00万元，占利润总额的98.02%，利润对政府补助依赖较大。

表 8 2018-2019 年及 2020 年 1-3 月公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年
营业收入	24,769.41	138,047.66	126,215.46
资产处置收益	0.00	0.00	40,683.09
其他收益	0.00	13,762.23	854.24
营业利润	-603.69	13,782.06	40,330.94
营业外收入	0.00	0.51	351.44
利润总额	-603.69	13,782.50	40,682.38
综合毛利率	5.14%	8.55%	5.67%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度，中证鹏元整理

现金流

2019年及2020年一季度公司经营活动现金流处于持续净流出状态，公司对外部融资的依赖性加大，且在建项目尚需投入，整体仍存在较大的资金压力

2019年公司收现比为0.97，主营业务回款情况尚可，但往来款流出规模较大，支付的其他与经营活动有关的现金达169,071.12万元，使得2019年经营活动现金大幅净流出103,830.88万元。2020年一季度往来款持续大幅流出，导致经营性现金净流出150,689.90万元。

2019年公司投资活动现金流入26,784.89万元，主要系收回江阴临港中添股权投资基金企业（有限合伙）投资款；投资活动现金流出规模较小，全年投资活动现金净流入13,326.24万元。

2019年公司银行借款及发行债券规模大幅增加，使得筹资活动现金净流入规模大幅增至247,318.25万元；2020年一季度延续大幅融资趋势，筹资活动现金净流入135,225.18万元。截至2019年末，公司主要在建项目尚需投资达213,759.49万元，且经营活动现金流被往来款占用较大，整体仍存在较大的资金压力。

表 9 2018-2019 年及 2020 年 1-3 月公司主要现金流量指标（单位：万元）

项目	2020 年 1-3 月	2019 年	2018 年
收现比	0.81	0.97	0.95
销售商品、提供劳务收到的现金	20,141.45	134,027.80	119,537.71
收到的其他与经营活动有关的现金	31,521.61	83,903.69	82,974.17
经营活动现金流入小计	51,663.06	217,931.48	202,511.88
购买商品、接受劳务支付的现金	27,629.50	151,745.45	123,801.88
支付的其他与经营活动有关的现金	174,328.37	169,071.12	12,429.17
经营活动现金流出小计	202,352.96	321,762.37	137,495.96
经营活动产生的现金流量净额	-150,689.90	-103,830.88	65,015.92

投资活动产生的现金流量净额	406.05	13,326.24	39,801.96
筹资活动产生的现金流量净额	135,225.18	247,318.25	-179,429.88
现金及现金等价物净增加额	-15,058.68	156,813.60	-74,612.00

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

有息债务规模持续上升，本息偿付压力较大

受益于江阴沿江开发投资有限公司的划入，2020年3月末公司所有者权益较2018年末增长10.15%，同期末负债总额亦较2018年末增长25.98%，增幅高于所有者权益，产权比率升至190.80%，所有者权益对负债的保障程度有所下降，保障水平较低。

表 10 2018-2019 年及 2020 年 1-3 月公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020 年 3 月	2019 年	2018 年
负债总额	2,552,514.22	2,309,994.53	2,026,176.33
所有者权益	1,337,825.16	1,227,319.71	1,214,476.86
产权比率	190.80%	188.21%	166.84%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

2020年3月末公司流动负债占负债总额的比重较2018年末下降18.70个百分点至39.42%，其中短期刚性债务包括短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债，2019年末合计632,634.34万元，短期借款主要为保证借款，应付票据主要为银行承兑汇票，一年内到期的非流动负债主要为银行借款及部分到期债券本金（62,971.38万元）。其他应付款主要由经营性资金往来款、押金和保证金构成，2020年3月末进一步增至347,288.85万元。2020年3月末非流动负债规模大幅增加，主要为长期借款与应付债券，为刚性债务的主要构成部分，2020年3月末合计1,546,192.74万元，其中长期借款717,753.32万元，主要由保证借款构成，应付债券828,439.42万元，较2018年末增幅较大，详见表12。

表 11 2018-2019 年及 2020 年 1-3 月公司主要负债构成（单位：万元）

项目	2020 年 3 月		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	148,920.00	5.83%	149,170.00	6.46%	155,825.00	7.69%
应付票据	189,700.00	7.43%	244,200.00	10.57%	231,700.00	11.44%
其他应付款	347,288.85	13.61%	212,288.43	9.19%	281,926.29	13.91%
一年内到期的非流动负债	252,589.77	9.90%	239,264.34	10.36%	496,592.67	24.51%
流动负债合计	1,006,159.76	39.42%	859,343.62	37.20%	1,177,674.82	58.12%
长期借款	717,753.32	28.12%	622,314.67	26.94%	592,917.35	29.26%
应付债券	828,439.42	32.46%	828,336.24	35.86%	255,584.17	12.61%

非流动负债合计	1,546,354.46	60.58%	1,450,650.91	62.80%	848,501.52	41.88%
负债合计	2,552,514.22	100.00%	2,309,994.53	100.00%	2,026,176.33	100.00%
其中：有息负债	2,137,402.51	83.74%	2,083,285.24	90.19%	1,732,619.19	85.51%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报，中证鹏元整理

表 12 2020 年 3 月末公司应付债券情况（单位：万元）

项目	面值总额	发行日期	债券期限	期末余额
2016 年南京银行债权融资计划	20,000.00	2016/7/15	5 年	19,988.39
2018 年南京银行债权融资计划	110,000.00	2018/1/4	5 年	109,805.99
2018 年宁波银行债权融资计划（第二期）	14,500.00	2018/8/30	3 年	14,500.00
2018 年宁波银行债权融资计划（第三期）	35,500.00	2018/10/15	3 年	35,500.00
2019 澄港 01 非公开发行第一期	140,000.00	2019/1/9	5 年	139,406.02
2019 澄港 02 非公开发行第二期	110,000.00	2019/3/12	5 年	109,567.69
2019 澄港 03 非公开发行第三期	50,000.00	2019/4/25	5 年	49,849.45
2019 澄港 04 非公开发行第四期	300,000.00	2019/10/19	5 年	299,906.30
5 亿华夏银行债权融资计划	50,000.00	2019/4/19	5 年	49,915.58
合计	830,000.00	-	-	828,439.42

资料来源：公司未经审计的 2020 年一季度报，中证鹏元整理

截至 2020 年 3 月末，公司有息负债规模合计 2,137,402.51 万元，较 2018 年末增加 23.36%，2019 年全年利息支付金额达 11.40 亿元，整体刚性债务负担较重；从期限结构来看，短期有息债务占比 27.66%，期限结构偏长期。

截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率为 65.16%，较 2018 年末有所上升，现金短期债务比为 0.65，但考虑到货币资金部分受限，可用货币资金对短期债务的覆盖能力偏弱。随着有息债务及利息支付规模的增加，2019 年末 EBITDA 利息保障倍数降至 0.21，有息债务/EBITDA 升至 79.23，盈利对于债务本息的保障程度较差。

表 13 2018-2019 年及 2020 年 1-3 月公司主要偿债能力指标

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年
资产负债率	65.61%	65.30%	62.52%
现金短期债务比	0.65	0.74	0.35
EBITDA 利息保障倍数	-	0.21	0.50
有息债务/EBITDA	-	79.23	34.67

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

中投保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平

中投保成立于 1993 年，经国务院批准，由财政部、原国家经贸委发起设立。中投保为国家

开发投资集团有限公司成员企业，是以信用担保为主营业务的全国性专业担保机构。中投保于1998年加入世界三大担保和信用报险联盟之一的“泛美担保协会”，是我国两岸三地唯一的会员。截至2019年末，中投保实收资本为45亿元，国家开发投资集团有限公司持股比例为47.2%，前五大股东如下表所示。

表 14 截至 2020 年 3 月末中投保股权结构（单位：万股）

股东名称	股数	持股比例
国家开发投资集团有限公司	212,383.35	47.20%
中信资本担保投资有限公司	50,130.00	11.14%
建银国际金鼎投资（天津）有限公司	49,730.65	11.05%
鼎辉嘉德（中国）有限公司	44,999.95	10.00%
Tetrad Ventures Pte Ltd	34,269.20	7.62%
合计	391,513.15	87.00%

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

受业务结构调整影响，中投保担保业务收入规模有所下滑，投资收益规模占收入较高。中投保投资资产规模保持增长，带来了较好的投资收益，考虑到受疫情影响，我国宏观经济增速明显下滑，且国内信用风险事件频发，中投保所面临的投资风险、流动性压力有所加大。

表 15 中投保营业收入构成（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	17,839.79	7.77%	31,270.41	-
减：分出保费	0.00	-	576.52	-
减：提取未到期责任准备金	-17,830.34	7.76%	-26,178.03	-
已赚保费	35,013.93	15.25%	56,871.92	19.79%
投资收益	175,012.36	76.21%	222,275.77	77.35%
合计	229,655.97	100.00%	287,364.44	100.00%

资料来源：中投保 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

中投保为国内主要专业担保机构之一，近年积极推进业务创新，已初步形成以担保增信业务为主，资产管理和金融科技协同发展的“三足鼎立”业务格局。近年来中投保根据发展战略和市场变化继续推进担保业务结构的调整，受结构调整以及ABS和金融科技领域新业务品种处于培育期的影响，担保业务规模同比有所下降。截至2020年3月末，中投保资产总额为260.06亿元，所有者权益为107.62亿元；2019年，中投保实现营业总收入22.97亿元，其中投资收益和已赚保费分别为17.5亿元和3.5亿元。

表 16 中投保主要财务数据

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产（万元）	2,600,649.79	2,651,309.70	2,045,283.28	1,916,485.94
所有者权益合计（万元）	1,076,169.97	1,066,727.69	1,012,702.70	1,002,921.48
营业收入（万元）	36,422.04	229,655.97	287,364.44	168,895.57
利润总额（万元）	15,479.32	97,042.07	209,533.00	88,151.62
当年担保发生额（亿元）	12.32	87.70	146.19	168.30
期末担保余额（亿元）	455.23	501.67	678.98	1,263.98
其中：融资担保责任余额（亿元）	310.35	336.29	419.11	619.29
拨备覆盖率	496,164.61%	507,712.19%	26,859.71%	4,403.37%
融资担保业务放大倍数	2.98	3.24	4.25	6.37
当期担保代偿率	0.15%	0.28%	0.00%	0.07%

注：融资担保责任余额根据 2018 年 4 月银保监会下发的《融资担保公司监督管理条例》配套制度《融资担保责任余额计量办法》（银保监发【2018】1 号）的相关规定计算。为保证指标的可比性，对上年同期/本期期初可比指标依据《融资担保责任余额计量办法》进行了重新计算和调整，融资担保业务放大倍数也相应调整。

资料来源：中投保 2017-2019 年审计报告、未经审计的 2020 年一季度报告以及中投保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，中投保主体长期信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效地提升了本期债券的信用水平。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，2017年1月1日至报告查询日（2020年6月4日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2020年3月末，公司对外担保金额为919,394.89万元，占同期末净资产的68.72%，担保对象主要为江阴市政府下属的单位或公司的关联单位，企业性质主要为国企，对外担保规模较大且无反担保措施，存在一定或有负债风险。

表 17 截至 2020 年 3 月末公司对外提供担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保类型	担保金额	到期日
江阴临港创业投资有限公司	保证	86,256.82	2031.09.19

	保证	47,498.00	2022.12.23
江阴临港新城低碳产业投资发展有限公司	保证	5,300.00	2020.07.29
	保证	5,000.00	2021.03.04
	保证	33,000.00	2022.06.21
	保证	14,000.00	2020.11.20
江阴市澄西资产经营管理有限公司	保证	8,000.00	2026.02.24
	保证	20,000.00	2024.08.23
江阴市澄西生态农业发展有限公司	保证	8,000.00	2021.02.02
	保证	5,600.00	2020.06.12
	保证	2,250.00	2020.06.13
	保证	7,000.00	2020.06.24
江苏江阴软件和文化创意产业发展有限公司	保证	4,000.00	2020.07.29
	保证	4,500.00	2020.07.19
江阴临港公有资产经营有限公司	保证	60,000.00	2025.02.21
江阴市春申现代农业发展有限公司	保证	19,285.00	2024.08.23
	保证	26,150.00	2022.09.27
	保证	4,500.00	2020.06.30
	保证	2,100.00	2020.12.04
	保证	100	2025.12.25
江阴临港文化旅游发展有限公司	保证	5,000.00	2020.04.17
	保证	3,900.00	2020.05.15
江苏华东石化物资交易市场有限公司	保证	9,500.00	2020.08.28
江阴市澄利资产经营投资有限公司	保证	2,700.00	2020.12.17
江阴市澄利资产经营有限公司	保证	5,000.00	2021.03.22
江阴市保税物流中心有限公司	保证	8,000.00	2020.04.28
	保证	20,000.00	2020.08.26
	保证	9,500.00	2020.09.11
	保证	8,000.00	2020.11.27
	保证	5,000.00	2020.08.10
江阴市夏港建筑安装工程公司	保证	10,000.00	2020.04.25
	保证	4,000.00	2020.09.30
	保证	7,500.00	2020.11.27
江阴市黄金现代农业发展有限公司	保证	9,000.00	2020.10.28
江阴市璜土城乡一体化建设发展有限公司	保证	9,000.00	2021.09.15
	保证	32,000.00	2024.01.05
	保证	3,800.00	2020.12.04
江阴市美其名贸易有限公司	保证	5,000.00	2020.04.16
江阴高新区投资开发有限公司	保证	44,715.07	2020.12.27
	保证	40,000.00	2025.01.02

	保证	16,000.00	2026.06.27
	保证	15,000.00	2023.11.25
	保证	12,500.00	2023.06.20
	保证	40,000.00	2024.01.25
	保证	9,000.00	2020.06.19
江阴高新区开隆投资有限公司	保证	9,800.00	2020.12.14
	保证	6,000.00	2021.01.12
江阴高新区开泰投资有限公司	保证	9,800.00	2020.12.14
江阴扬子江科技发展有限公司	保证	6,000.00	2021.01.12
	保证	19,900.00	2022.03.08
	保证	10,000.00	2020.06.14
江阴扬子江创智投资发展有限公司	保证	10,000.00	2020.12.01
江阴暨南建设开发有限公司	保证	13,000.00	2027.12.24
	保证	25,000.00	2022.12.11
	保证	9,900.00	2021.12.03
江阴高青建设有限公司	保证	10,000.00	2027.11.26
江阴正阳建设开发有限公司	保证	9,940.00	2020.10.20
	保证	6,000.00	2020.12.10
	保证	4,000.00	2020.12.14
	保证	5,000.00	2021.01.08
江阴城市建设投资有限公司	保证	40,000.00	2024.02.17
江阴市华水农业水利开发建设投资有限公司	保证	7,400.00	2020.12.24
江阴市新农村建设发展有限公司	保证	5,000.00	2020.04.02
	保证	6,000.00	2021.03.04
江阴市旅游文化产业发展有限公司	保证	10,000.00	2021.03.04
合计	-	919,394.89	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、评级结论

江阴市及江阴临港经济开发区经济实力较强，良好的港口条件和工业基础支撑区域经济快速发展，为公司发展提供了良好基础，主营业务在区域内有较强的重要性和较好的持续性，获得当地政府的大力支持，2020年划入江阴沿江开发100%股权后资本实力进一步增强，中投保提供的保证担保能有效提升本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，存在较大的资金压力，本息偿付压力加重，以及存在一定或有负债风险等风险因素。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AAA，上调公司主体长期信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并范围）

财务数据（单位：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	383,811.91	453,269.97	310,279.22	575,791.63
其他应收款	515,999.71	484,341.32	488,783.93	665,520.46
存货	1,876,665.91	1,841,974.47	1,681,539.57	1,569,711.09
流动资产合计	2,800,487.64	2,805,930.21	2,493,409.64	2,823,018.12
投资性房地产	405,605.71	405,605.71	404,127.00	442,920.00
其他非流动资产	654,966.30	300,217.65	294,063.63	300,525.61
非流动资产合计	1,089,851.74	731,384.03	747,243.56	790,840.29
总资产	3,890,339.38	3,537,314.24	3,240,653.20	3,613,858.41
短期借款	148,920.00	149,170.00	155,825.00	94,336.00
应付票据	189,700.00	244,200.00	231,700.00	369,300.00
其他应付款	347,288.85	212,288.43	269,879.60	423,303.28
一年内到期的非流动负债	252,589.77	239,264.34	496,592.67	493,791.37
流动负债合计	1,006,159.76	859,343.62	1,177,674.82	1,397,082.22
长期借款	717,753.32	622,314.67	592,917.35	696,249.36
应付债券	828,439.42	828,336.24	255,584.17	307,295.36
非流动负债合计	1,546,354.46	1,450,650.91	848,501.52	1,003,544.72
总负债	2,552,514.22	2,309,994.53	2,026,176.33	2,400,626.94
有息债务	2,137,402.51	2,083,285.24	1,732,619.19	1,960,972.09
所有者权益	1,337,825.16	1,227,319.71	1,214,476.86	1,213,231.47
营业收入	24,769.41	138,047.66	126,215.46	118,832.10
营业利润	-603.69	13,782.06	40,330.94	11,585.33
营业外收入	0.00	0.51	351.44	3,507.28
净利润	-854.97	13,769.66	40,664.24	14,858.89
经营活动产生的现金流量净额	-150,689.90	-103,830.88	65,015.92	16,756.69
投资活动产生的现金流量净额	406.05	13,326.24	39,801.96	-71,334.73
筹资活动产生的现金流量净额	135,225.18	247,318.25	-179,429.88	28,139.21
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	5.14%	8.55%	5.67%	6.72%
收现比	0.81	0.97	0.95	1.07
产权比率	190.80%	188.21%	166.84%	197.87%
资产负债率	65.61%	65.30%	62.52%	66.43%
现金短期债务比	0.65	0.74	0.35	0.61
EBITDA（万元）	-	26,293.29	49,971.62	19,739.02
EBITDA 利息保障倍数	-	0.21	0.50	0.18
有息债务/EBITDA	-	79.23	34.67	99.34

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券

附录三 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、债务人主体长期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、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。