



2015年海安城市动迁改造有限公司 公司债券2021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.

技术领先，服务全球，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。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：





2015年海安城市动迁改造有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AAA	AAA
评级日期	2021-06-16	2020-06-10

债券概况

债券简称：15海安城改债/PR海城改

债券剩余规模：4.60亿元

债券到期日期：2022-11-27

偿还方式：每年付息一次，从第3个计息年度开始，每年年末按发行总额20%的比例偿还债券本金。

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

联系方式

项目负责人：范俊根
fanjg@cspengyuan.com

项目组成员：顾春霞
guchx@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对海安城市动迁改造有限公司（以下简称“海安城改”或“公司”）及其2015年11月27日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AAA，发行主体信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，未来保障房销售收入较有保障，获得的外部支持力度仍较大，中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）为本期债券提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保仍有效提升了本期债券安全性；同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力和偿债压力以及存在一定或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 海安市经济保持增长，为公司发展提供了良好基础，且预计公司业务持续性较好，将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021年3月	2020年	2019年	2018年
总资产	341.93	322.12	286.02	286.74
所有者权益	106.66	106.86	96.49	97.88
总债务	191.58	175.01	149.43	157.03
资产负债率	68.81%	66.83%	66.26%	65.86%
现金短期债务比	0.63	0.73	0.50	0.77
营业收入	0.49	7.64	11.13	9.93
其他收益	0.00	0.13	1.01	0.31
利润总额	-0.01	0.46	0.61	1.07
销售毛利率	35.11%	8.10%	-2.20%	11.63%
EBITDA	-	0.51	0.66	1.11
EBITDA利息保障倍数	-	0.05	0.08	0.12
经营活动现金流净额	0.40	-4.74	-20.05	-9.54
收现比	5.58	1.22	1.35	1.28

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年一季度财务报表，中证鹏元整理

优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**海安市拥有国家火炬电梯设备、建材机械、锻压设备、磁性材料 4 大特色产业基地，2020 年海安市经济保持增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- **公司未来保障房销售收入较有保障。**公司已建设完成未出售的保障房及主要在建保障房项目规模较大，随着公司已建设完成的保障房的对外销售及在建保障房项目完工出售，未来公司保障房销售收入较有保障。
- **公司获得的外部支持力度仍较大。**2020 年海安市财政局向子公司海安保障性住房投资建设有限公司（以下简称“海安保障房”）投入 10.00 亿元财政资金作为投资补助并计入资本公积，大幅增强了公司资本实力，此外，公司收到政府补助 0.13 亿元，一定程度提升了公司利润水平。2020 年公司还收到棚户改造专项资金 12.50 亿元，并计入递延收益，未来将根据保障房销售情况结转为政府补助。
- **中投保为本期债券提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保仍有效提升了本期债券安全性。**经中证鹏元综合评定，中投保主体长期信用等级为 AAA，其为本期债券提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券安全性。

关注

- **公司资产流动性较弱。**公司资产主要由其他应收款和存货构成，其中其他应收款回款时间存在一定不确定性，存货主要为土地拆迁及保障房开发成本，土地拆迁成本变现依赖于土地移交进度，公司整体资产流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2021 年 3 月末，公司主要在建项目尚需投资规模较大，未来随着在建项目的陆续投入，公司面临较大的资金压力。
- **公司面临较大的偿债压力。**截至 2021 年 3 月末，公司资产负债率处于较高水平，总债务规模较大且较 2019 年末增长较快，2020 年 EBITDA 利息保障倍数低，公司面临较大的偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保总额为 37.24 亿元，占同期末所有者权益的 34.85%，担保对象绝大部分为地方国有企业，但均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年11月27日发行7年期11.5亿元公司债券，募集资金原计划用于瑞祥佳苑棚户区改造项目、盛世佳苑棚户区改造项目和曙光东路佳苑棚户区改造项目。截至2021年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为135.68万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变化，截至2021年4月末，公司注册资本和实收资本均为74,000万元，控股股东仍为江苏瑞海投资控股集团有限公司，持股比例为100%，实际控制人仍为海安市国有资产管理中心，公司股权结构参见附录二。2020年公司合并范围未发生变化，2020年末公司合并范围子公司具体情况参见附录四。

2021年2月，公司因未按时披露定期报告，受到中国银行间市场交易商协会的处分。

四、运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

（二）区域经济环境

2020年海安市经济实力进一步增强，固定资产投资增速有所提升，工业经济发展势头良好

2020年海安市经济实力进一步增强，全年实现地区生产总值1,221.63亿元，按可比价格计算，同比增长5.8%，其中第一产业增加值为71.90亿元，同比增长2.6%；第二产业增加值为642.42亿元，同比增长6.2%，第三产业增加值为507.31亿元，同比增长5.8%，三次产业结构由上年的5.8:53.9:40.3调整为5.9:52.6:41.5，第三产业增加值比重有所提升。按常住人口计算，2020年海安市人均生产总值141,270元，是全国人均GDP的1.95倍，地方经济发展水平较高。

固定资产投资方面，2020年海安市完成固定资产投资536.88亿元，同比增长10.7%，较上年有所提升，2020年海安市全年新开工亿元以上产业项目127个，其中10亿元以上重特大项目42个，固定资产投资仍是拉动经济增长的重要因素。分产业来看，2020年海安市第一、二、三产业投资分别为2.57亿元、327.96亿元和206.38亿元，同比增速分别为155.1%、12.5%和7.1%。工业方面，海安市工业经济实力较强，目前已初步形成了时尚锦纶、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以及生物医药、农副产品精深加工等“4+4+N”的特色产业集群，拥有国家火炬电梯设备、建材机械、锻压设备、磁性材料4大特色产业基地。2020年海安市实现工业应税销售2,371.19亿元，同比增长11.8%，规模工业企业实现主营业务收入1,448.05亿元，同比增长7.0%，实现利润73.89亿元，同比增长34.5%。

消费方面，2020年海安市实现社会消费品零售总额356.06亿元，同比增长0.3%，增速较上年有所下滑。对外贸易方面，2020年海安市实现进出口总额175.53亿元，同比增长25.4%，增速较上年大幅提高，其中出口总额135.57亿元，同比增长19.8%，进口总额39.96亿元，同比增长48.9%。金融方面，2020年海安市金融机构年末本外币存款、贷款余额分别为1,838.92亿元、1,411.23亿元，同比增速分别为14.5%、15.6%，金融机构人民币存、贷款继续增长，为区域内各产业的发展提供了较好的金融环境。

表1 海安市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,221.63	5.8%	1,133.21	6.6%
第一产业增加值	71.90	2.6%	66.13	3.2%
第二产业增加值	642.42	6.2%	611.01	7.2%
第三产业增加值	507.31	5.8%	456.07	6.2%
固定资产投资	536.88	10.7%	485.08	8.4%
社会消费品零售总额	356.06	0.3%	344.98	6.2%
进出口总额（亿元）	175.53	25.4%	139.40	14.0%
存款余额	1838.92	14.5%	1,606.02	15.9%
贷款余额	1411.23	15.6%	1,221.18	15.3%
人均GDP（元）		141,270		131,197

人均 GDP/全国人均 GDP	1.95	1.85
-----------------	------	------

资料来源：2019-2020 年海安市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年海安市实现一般公共预算收入64.54亿元，同比增长3.0%，其中税收收入53.55亿元，占一般公共预算收入比重为82.97%；实现政府性基金收入150.33亿元，同比增长34.97%；同期一般公共预算支出128.80亿元，同比增长9.7%。财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为50.11%。

五、经营与竞争

公司作为海安市主要的土地征拆迁和保障房建设主体，目前主要负责城区房屋拆迁和保障房项目建设。2020年公司实现营业收入7.64亿元，同比下降31.36%，主要系保障房销售收入大幅下降所致，受保障房销售面积大幅减少的影响，当年公司仅实现保障房销售收入1.89亿元，较上年下降82.66%；2020年政府按账面价值收回公司两块土地，公司确认土地回购收入5.52亿元，并计入其他业务收入，除土地回购外，公司其他业务收入还包括安置房商铺及海安商城的出租收入。毛利率方面，2020年公司保障房销售业务毛利率为23.44%，较上年提升27.40个百分点，主要系2020年销售的保障房单价较高。得益于此，2020年公司综合毛利率有所上升，为8.10%。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
保障房销售	1.89	23.44%	10.89	-3.96%
其他业务	5.75	3.06%	0.24	86.14%
合计	7.64	8.10%	11.13	-2.20%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司未来保障房销售收入较有保障，但保障房销售收入实现时间受销售进度的影响具有一定不确定性，且随着在建项目的陆续投入，公司面临较大资金压力

公司保障房业务由子公司海安保障性住房投资建设有限公司（以下简称“海安保障房”）负责，海安保障房根据政府计划负责项目的投融资与建设，项目建成后，按照政府确定的指导价定向销售给相应居民，大部分为房屋被拆迁居民，待安置完成后，剩余少量安置房用于对外销售。

2020年公司主要销售的保障房项目为瑞融佳苑、瑞海幸福里，销售面积为2.20万平方米，较上年减少86.39%，当年实现保障房销售收入1.89亿元，销售均价为8,582.10元/平方米，较上年上涨27.37%，得益于此，当期该业务毛利率达23.44%，较上年提升27.40个百分点。

表3 2019-2020 年公司保障房销售情况（单位：万平方米、元/平方米、亿元）

项目	2020 年	2019 年
结转收入面积	2.20	16.16
销售单价	8,582.10	6,737.83

结转收入	1.89	10.89
销售毛利率	23.44%	-3.96%

来源：公司提供

截至2020年末，公司已建设完成未出售的保障房（包括配套车库车位等）账面价值为15.97亿元，此外，截至2021年3月末，公司主要在建保障房项目计划总投资合计54.43亿元，已投资35.71亿元，尚需投资18.72亿元，随着公司已建设完成的保障房的对外销售及在建保障房项目完工出售，未来公司保障房销售收入较有保障，但需要注意的是，公司保障房销售收入实现时间受销售进度的影响具有一定不确定性，且公司在建保障房项目尚需投资规模较大，随着在建保障房项目的陆续投入，公司面临较大资金压力。

表 4 截至 2021 年 3 月末公司主要在建保障房项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	住宅面积	总投资	已投资
海安火车站前保障性住房工程项目	13.58	9.72	6.22
瑞融佳苑棚户区改造工程项目	16.05	12.21	7.03
凤栖花园棚户区改造项目	49.91	32.50	22.46
合计	79.54	54.43	35.71

来源：公司提供，中证鹏元整理

受拆迁土地移交时间安排的影响，2020年公司未实现土地拆迁整理业务收入，该业务收入受土地移交进度影响较大，面临较大波动风险，且在整理的土地拆迁项目尚需投入较多资金，将进一步加大公司的资金压力

公司土地拆迁整理业务模式为：根据《海安县政府关于委托海安城市动迁改造有限公司实施房屋拆迁补偿有关通知》（海政发【2010】26号）文件规定，公司按照海安市政府房屋征收决定和征收补偿安置方案实施有关区域的房屋征收拆迁工作，待拆迁土地向海安市政府移交后，海安市政府则根据公司支付的拆迁补偿费、土地平整费等相关成本支出加成5%管理费与公司结算，公司据此确认为收入。但受拆迁土地移交时间安排的影响，2019-2020年公司均未实现土地拆迁整理业务收入。

公司正在实施新通扬河区域、闸东路区域等改造工程，截至2021年3月末，公司计入土地拆迁开发成本为135.36亿元，但该业务收入受土地移交进度影响较大，面临较大波动风险。此外，公司主要在整理的土地拆迁项目尚需投资30.51亿元，将进一步加大公司的资金压力。

表 5 截至 2021 年 3 月末发行人主要在建房屋拆迁整理项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	面积	总投资	已投资	建设期限	是否签订协议	预计回款时间
新通扬河生态区	665.67	90.00	65.76	2019-2021	是	2025-2029
闸东路	8.37	7.00	0.72	2021-2023	是	2025-2026
合计	674.04	97.00	66.49	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司获得的外部支持力度仍较大

公司作为海安市主要的土地征拆迁和保障房建设主体，在资金注入及财政补贴方面获得较大力度的外部支持，2020年海安市财政局向子公司海安保障房投入10.00亿元财政资金作为投资补助并计入资本公积，大幅增强了公司资本实力，此外，公司收到政府补助0.13亿元，一定程度提升了公司利润水平。2020年公司还收到棚户改造专项资金12.50亿元，并计入递延收益，未来将根据保障房销售情况结转为政府补助。

六、财务分析

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告及未经审计2021年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并范围无变化，截至2020年末，公司合并范围子公司情况见附录四。

资产结构与质量

2020年公司资产总额有所增长，但仍以其他应收款和存货为主，整体资产流动性较弱

随着公司融资规模的增加、海安市财政局对公司的资金注入以及收到较大规模的棚户改造专项资金，2020年末公司资产总额较上年有所增长，公司资产仍以流动资产为主。

流动资产方面，2020年末公司货币资金账面余额较上年末有所增长，主要系当年公司融资规模增加所致，其中使用受限的货币资金账面余额为4.00亿元，系用于担保的银行存单；其他应收款主要为应收其他单位的往来款和拆借款，2020年末公司其他应收款较上年末小幅下降，应收前五大应收对象的金额合计占比87.68%，应收对象主要为政府单位及其控制企业，回收风险总体可控，但公司其他应收款规模较大，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。存货是公司最主要的资产，随着项目的陆续投入，2020年末存货规模也有所增长，主要包括开发成本169.39亿元，主要为土地拆迁及保障房开发成本，开发产品15.97亿元，系已建设完成未出售的保障房。其他流动资产主要为公司购买的私募基金及信托产品、银行理财产品等，2020年末其他流动资产有所增长。

非流动资产方面，2020年末公司可供出售金融资产账面价值较上年末大幅减少，主要系公司持有的集合信托到期所致；投资性房地产主要为公司持有的海安商城、土地使用权资产及房产，2020年公司投资性房地产账面价值较上年末有所增长，主要系公司当年购入较多土地资产并计入投资性房地产，截至2020年末，公司计入投资性房地产的房产及土地面积共计37.20万平方米，已抵押6.74亿元，占投资性房地产账面价值总额的27.05%。

整体来看，2020年公司资产总额有所增长，但资产仍以其他应收款和存货为主，其中其他应收款回款时间存在一定不确定性，存货主要为土地拆迁及保障房开发成本，土地拆迁成本变现依赖于土地移交进度，整体资产流动性较弱。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	44.38	12.98%	39.39	12.23%	24.34	8.51%
其他应收款	54.24	15.86%	53.70	16.67%	65.81	23.01%
存货	196.74	57.54%	185.43	57.57%	157.67	55.12%
其他流动资产	7.80	2.28%	7.34	2.28%	3.88	1.36%
流动资产合计	306.80	89.73%	289.58	89.90%	252.66	88.34%
可供出售金融资产	0.00	0.00%	3.42	1.06%	14.42	5.04%
投资性房地产	24.92	7.29%	24.92	7.74%	14.05	4.91%
非流动资产合计	35.13	10.27%	32.54	10.10%	33.36	11.66%
资产总计	341.93	100.00%	322.12	100.00%	286.02	100.00%

注：2021年3月末公司的可供出售金融资产均计入到了债权投资科目，截至2021年3月末，公司的债权投资账面余额为6.02亿元。

资料来源：公司2019-2020年审计报告及未经审计的公司2021年一季度财务报表，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

2020年公司营业收入有所下降，综合毛利率有所提高，政府补助一定程度上提升了公司盈利水平

受保障房销售面积大幅减少的影响，2020年公司保障房销售收入大幅下降，使得当期营业收入较上年下降较多，截至2020年末，公司已建设完成未出售的保障房（包括配套车库车位等）账面价值为15.97亿元，且在建保障房项目规模较大，未来公司保障房销售收入较有保障，但保障房销售收入实现时间受销售进度的影响具有一定不确定性。毛利率方面，2020年公司的保障房销售业务毛利率为23.44%，较2019年上升27.40个百分点，主要系2020年安置结算交房的房屋单价较高所致，得益于此，2020年的综合毛利率有所提高，为8.10%。业务回款方面，2020年收现比为1.22，较2019年有所下降，但公司业务回款情况仍较好。2020年公司政府补助占利润总额的比重为28.18%，一定程度提升了公司盈利水平。

表7 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
营业收入	0.49	7.64	11.13
收现比	5.58	1.22	1.35
营业利润	-0.01	0.47	0.61
其他收益	-	0.13	1.01
利润总额	-0.01	0.46	0.61
销售毛利率	35.11%	8.10%	-2.20%

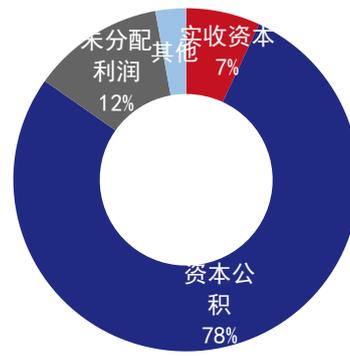
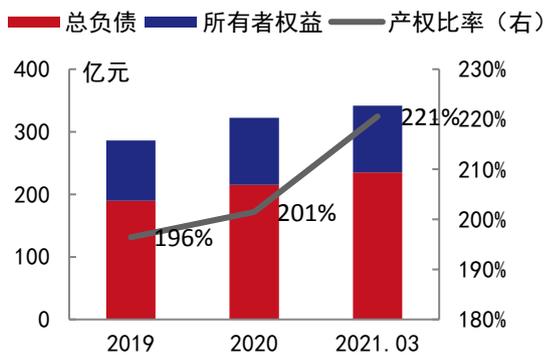
资料来源：公司2019-2020年审计报告及未经审计的2021年一季度财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模较大且增长较快，面临较大的偿债压力

随着公司融资规模的增长及收到较大规模的棚户改造专项资金计入递延收益，2020年末公司负债总

额较上年末有所提高。所有者权益方面，得益于海安市财政局对公司的资金注入，2020年末公司所有者权益规模较上年也有所提高，2021年3月末，公司产权比率为221%，较2019年末有所提高，公司所有者权益对负债的保障程度仍较弱。

图 1 公司资本结构
图 2 2021 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

从公司负债结构上来看，公司负债以非流动负债为主。流动负债方面，公司短期借款规模较小，2020年末公司应付账款主要包括应付工程款5.80亿元和暂估应付工程账款1.50亿元，应付账款余额较上年末有所下降，主要系公司应付工程款减少所致。公司预收款项主要系预售楼盘尚未交付所致，2020年公司在手较多项目取得预售证，因此2020年末公司预收款项较上年末出现大幅增长。其他应付款主要为向其他单位拆借的资金的往来款，2020年末公司其他应付款账面余额为42.12亿元，较上年末有所下降，其中拆借资金38.45亿元、往来款1.51亿元，应付对象主要为地方国有企业，偿还期限具有一定弹性。2020年末，公司一年内到期的非流动负债较上年末大幅增长，公司面临的短期偿债压力有所加大。

非流动负债方面，随着公司融资的扩张，2020年末，公司长期借款及应付债券账面余额较上年末有所增长，2020年公司新发行了“20海安动迁债01”、“20海安动迁债02”、“浙商银行PPN”、“江苏银行中票”，发行金额合计32.00亿元。2020年末公司长期应付款账面余额较上年末有所下降，主要系应付海安市财政局的款项减少所致。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.95	2.10%	1.72	0.80%	0.00	0.00%
应付账款	7.35	3.13%	7.54	3.50%	9.78	5.16%
预收款项	15.70	6.67%	13.00	6.04%	6.80	3.59%
其他应付款	57.52	24.45%	42.12	19.57%	64.17	33.86%
一年内到期的非流动负债	11.10	4.72%	13.10	6.09%	4.80	2.53%
流动负债合计	98.27	41.77%	78.97	36.69%	86.05	45.40%

长期借款	37.90	16.11%	37.20	17.28%	28.51	15.04%
应付债券	53.47	22.73%	53.46	24.83%	31.45	16.59%
长期应付款	30.09	12.79%	30.09	13.98%	43.25	22.82%
非流动负债合计	137.00	58.23%	136.29	63.31%	103.48	54.60%
负债合计	235.27	100.00%	215.26	100.00%	189.53	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

截至2021年3月末，公司总债务规模为191.58亿元，同比增长28.21%，占负债总额的81.43%，从债务结构来看，公司短期债务占总债务的比例为37%，相较于2019年末占比有所提高，但总体来看，公司总债务规模较大且增长较快，面临较大的偿债压力。

图 3 公司债务占负债比重

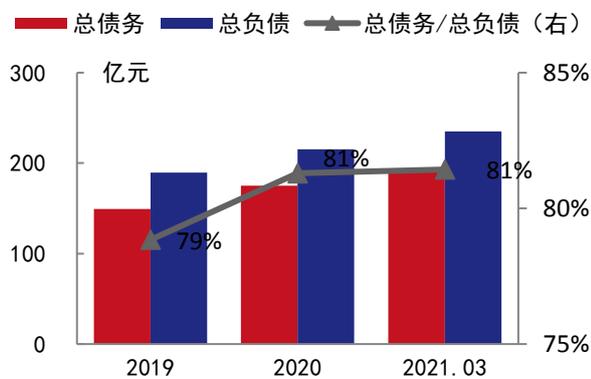
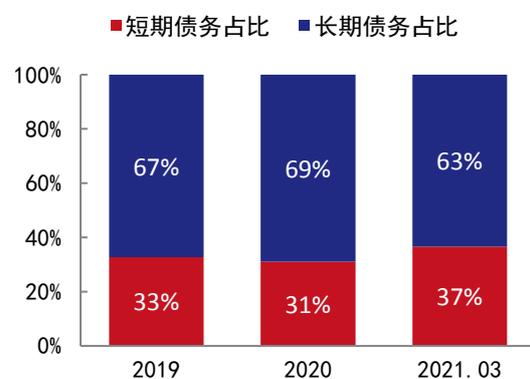


图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

偿债指标方面，2021年3月末，公司资产负债率为68.81%，较2019年末有所提高，公司负债水平仍较高，现金短期债务比为0.63，较2019年末有所一定提升，现金类资产对短期债务的保障程度一般。2020年公司EBITDA利息保障倍数为0.05，仍处于低水平，公司盈利水平对利息的保障程度弱。

表9 公司偿债能力指标

项目	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	68.81%	66.83%	66.26%
现金短期债务比	0.63	0.73	0.50
EBITDA 利息保障倍数	--	0.05	0.08

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

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，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月19日），公司本部及子公司海安保障性住房投资建设有限公司均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年末，公司对外担保总额为37.24亿元，占同期末所有者权益的34.85%，担保对象绝大部分为地方国有企业，但均未设置反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

表10 截至2020年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保到期日
海安瑞海城镇化投资建设有限公司	0.75	2043/2/1
海安瑞华棚户区改造投资建设有限公司	12.00	2029/12/30
	2.80	2029/12/30
	3.00	2027/6/24
海安瑞华棚户区改造投资建设有限公司	1.53	2023/6/24
	2.00	2030/6/24
	1.00	2031/12/24
	1.00	2033/12/24
江苏海安商贸物流集团有限公司	0.20	2023/6/24
	0.92	2025/1/14
	0.30	2021/7/23
	0.50	2030/5/6
	0.45	2027/11/6
南通上湖创新区建设投资有限公司	0.40	2021/12/2
	1.80	2024/9/27
	0.50	2021/6/23
海安市城建开发投资集团有限公司	0.95	2021/12/21
	0.50	2021/7/9
海安市水务集团供水有限公司	0.90	2021/4/25
	0.95	2021/3/26
海安新农村建设管理有限公司	0.98	2021/3/26
鑫缘茧丝绸集团股份有限公司	1.00	2021/5/27
	0.50	2021/5/27
新希望投资建设有限公司	0.80	2021/12/21
海安佳保利商贸有限公司	0.48	2021/4/19
南通汇优洁医用材料有限公司	0.08	2021/1/19
江苏海安凤山港务有限公司	0.46	2021/3/4
江苏海安保税物流中心有限公司	0.50	2021/3/20
合计	37.24	--

资料来源：公司2020年审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

中投保提供的无条件不可撤销连带责任保证担保仍有效提升了本期债券的信用水平

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2020年末，中投保实收资本为45.00亿元，国家开发投资集团有限公司持股比例为48.93%，前五大股东如下表所示。

表11 截至2020年末中投保前五大股东情况（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	220,168.80	48.93%
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	399,298.60	88.74%

资料来源：公开资料，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。公司担保业务主要包括金融担保、融资性担保、履约担保等，2020年公司担保业务规模同比有所上升。截至2020年末，中投保资产总额为258.52亿元，所有者权益为116.42亿元。

表12 中投保主要财务指标（单位：亿元）

项目	2020年	2019年	2018年
总资产	258.52	265.13	204.53
所有者权益合计	116.42	106.67	101.27
营业收入	38.95	22.97	28.74
利润总额	12.50	9.70	20.95
当年担保发生额（亿元）	192.03	87.70	146.19
期末担保余额（亿元）	480.03	501.67	678.98
其中：融资担保责任余额（亿元）	368.98	336.29	419.11
拨备覆盖率	749,424.23%	507,712.19%	26,859.71%
融资担保业务放大倍数	3.67	3.24	4.25
当期担保代偿率	0.15%	0.28%	0.00%

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2018-2020年审计报告、中投保2018-2020年度报告，中证鹏元整理

2020年度中投保实现营业总收入38.95亿元，其中投资收益和已赚保费分别为29.97亿元和2.89亿元，

分别同比增长71.23%和减少17.60%。

表13 中投保营业收入构成（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
担保业务	2.16	5.54%	1.78	7.77%
减：分出保费	0.06	0.15%	0.07	0.29%
减：提取未到期责任准备金	-0.78	-2.01%	-1.78	-7.76%
已赚保费	2.89	7.41%	3.50	15.25%
投资收益	29.97	76.94%	17.50	76.21%
营业收入	38.95	100.00%	22.97	100.00%

资料来源：中投保 2019-2020 年审计报告，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，其为本期债券提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券安全性。

九、结论

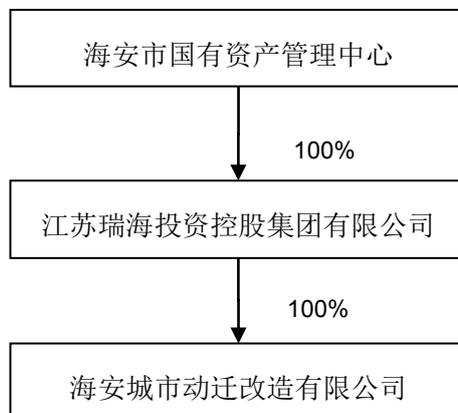
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（单位：亿元）

财务数据	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	44.38	39.39	24.34	44.93
其他应收款	54.24	53.70	65.81	68.42
存货	196.74	185.43	157.67	131.99
流动资产合计	306.80	289.58	252.66	268.25
非流动资产合计	35.13	32.54	33.36	18.49
资产总计	341.93	322.12	286.02	286.74
短期借款	4.95	1.72	0.00	4.00
其他应付款	57.52	40.51	63.61	51.16
一年内到期的非流动负债	11.10	13.10	4.80	7.70
流动负债合计	98.27	78.97	86.05	86.70
长期借款	37.90	37.20	28.51	21.21
应付债券	53.47	53.46	31.45	43.64
长期应付款	30.09	30.09	40.59	33.59
非流动负债合计	137.00	136.29	103.48	102.16
负债合计	235.27	215.26	189.53	188.86
总债务	191.58	175.01	149.43	157.03
所有者权益	106.66	106.86	96.49	97.88
营业收入	0.49	7.64	11.13	9.93
营业利润	-0.01	0.47	0.61	1.06
其他收益	0.00	0.13	1.01	0.31
利润总额	-0.01	0.46	0.61	1.07
经营活动产生的现金流量净额	0.40	-4.74	-20.05	-9.54
投资活动产生的现金流量净额	-0.56	-7.56	-5.08	-12.26
筹资活动产生的现金流量净额	1.15	25.35	4.54	17.96
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	35.11%	8.10%	-2.20%	11.63%
收现比	5.58	1.22	1.35	1.28
资产负债率	68.81%	66.83%	66.26%	65.86%
现金短期债务比	0.63	0.73	0.50	0.77
EBITDA	--	0.51	0.66	1.11
EBITDA 利息保障倍数	--	0.05	0.08	0.12

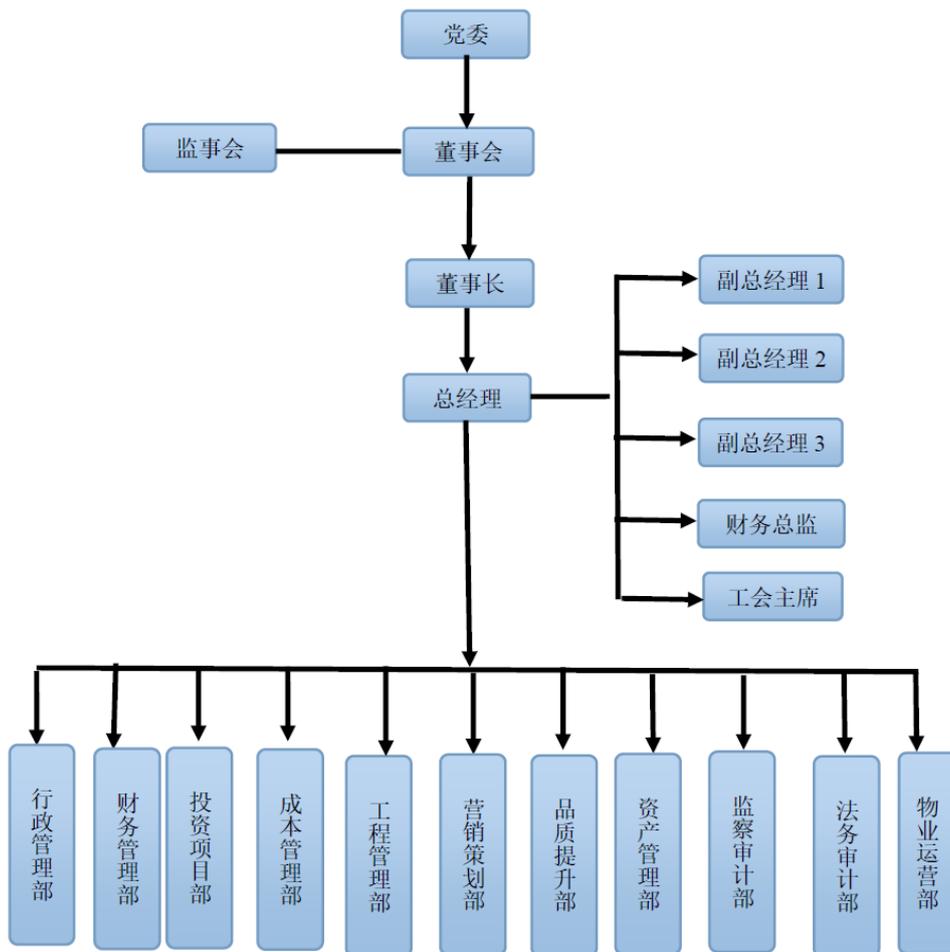
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 4 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年 12 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2020 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
海安保障性住房投资建设有限公司	17.60	85.23%	房地产投资、开发；房屋租赁
江苏瑞海建设有限公司	2.50	100.00%	房屋建筑工程施工总承包；市政公用工程施工总承包；园林绿化工程专业承包等
江苏瑞海工程项目管理有限公司	0.10	100.00%	工程管理服务；工程监理服务；规划设计管理服务；工程设计

资料来源：公司 2020 年审计报告，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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

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。