



2020年第一期江苏方洋集团有限公司城市地下综合管廊建设专项债券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：



2020年第一期江苏方洋集团有限公司城市地下综合管廊建设专项债券2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
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	2021-06-23	2020-05-27

债券概况

债券简称：20 连云港专项债 01/20 连云 01

债券剩余规模：8.00 亿元

债券到期日期：2027 年 9 月 8 日

偿还方式：每年付息一次，从第 3 个计息年度开始至第 7 个计息年度，逐年分别按照发行总额 20% 的比例均摊偿还债券本金

增信方式：保证担保

担保主体：江苏省信用再担保集团有限公司

联系方式

项目负责人：徐宁怡
xuny@cspengyuan.com

项目组成员：党雨曦
dangyx@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对江苏方洋集团有限公司（以下简称“方洋集团”或“公司”）及其 2020 年 9 月 8 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，发行主体长期信用等级维持为 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，工程施工业务可持续性仍较好，继续获得一定力度的外部支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，主业盈利能力弱，利润状况对公允价值变动收益依赖较高，而总债务规模大且增长较快，存在较大的资金压力和偿债压力，以及面临一定的或有负债风险。

未来展望

- 公司是连云港市徐圩新区重要的基础设施投资建设主体，预计未来业务持续性较好。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	2021.3	2020	2019
总资产	825.79	791.27	614.19
所有者权益	280.61	280.88	218.01
总债务	491.68	452.77	344.91
资产负债率	66.02%	64.50%	64.50%
现金短期债务比	0.76	0.69	0.71
营业收入	23.56	68.70	57.13
其他收益	0.08	0.83	1.96
利润总额	-0.02	7.72	3.80
销售毛利率	11.73%	8.72%	6.62%
EBITDA	--	17.37	12.52
EBITDA 利息保障倍数	--	0.74	0.61
经营活动现金流净额	-2.73	-3.07	-2.52
收现比	0.46	0.66	0.80

资料来源公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

优势

- **连云港临港工业发展势头良好，徐圩新区基础设施建设投资力度较大，继续为公司发展提供良好基础。**连云港市是国内重要港口城市，交通区位条件优越，临港工业发展势头良好，2020年经济保持增长，新医药、新材料和高端装备制造等高新技术产业引领产业转型升级；2020年徐圩新区港口投资建设力度仍较大，产业配套设施不断完善，公司是徐圩港区重要基础设施建设单位，良好的外部环境继续驱动公司业务发展。
- **工程施工业务可持续性仍较好。**公司是徐圩新区重要的基础设施建设主体，工程施工业务为其核心收入来源，2020年该业务收入实现增长；截至2020年末，公司主要在建基础设施项目（代建）计划总投资规模较大，均已签订代建协议，相关项目后续投资及收入确认尚有较大空间，未来随着项目建设继续推进及工程结算，工程施工业务收入可持续性仍较好。
- **继续获得一定力度的外部支持。**2020年连云港市政府和徐圩新区管理委员会（以下简称“徐圩新区管委会”）继续通过拨款、资产注入以及财政补贴等方式给予公司支持，有效提升了公司的资本实力和利润水平。
- **保证担保有效提升了本期债券的安全性。**经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体长期信用等级为AAA，其为本期债券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

- **资产质量一般，流动性仍较弱。**公司资产以应收款项、投资性房地产、固定资产和在建工程为主，其中应收款项回收时间不确定，固定资产和在建工程即时变现能力较弱；此外，公司货币资金及投资性房地产受限比例较高，整体资产质量一般，流动性仍较弱。
- **主业盈利能力弱，利润对公允价值变动收益依赖较高。**2020年公司主营业务毛利水平仍较低，盈利中的投资性房地产增值带来的公允价值变动收益大于同期利润总额，公司盈利状况对公允价值变动收益的依赖程度较高，考虑到目前投资性房地产已累积较大增幅，应关注投资性房地产价值波动风险。
- **经营性现金继续大额净流出，资金支出压力较大。**2020年公司工程施工业务回款能力仍较弱，经营现金流继续大额净流出，截至2020年末，公司在建、拟建工程项目尚需投资规模较大，面临较大的资金支出压力。
- **总债务规模大且增长较快，公司面临较大的偿债压力。**近年公司债务率水平持续提升，财务杠杆水平较高。总债务规模大且增长较快，考虑到其资产流动性较弱，主营业务盈利能力和现金生成能力较弱，公司面临较大的偿债压力。
- **面临一定或有负债风险。**截至2020年末，公司存在一定规模的对外担保，担保对象均为国有企业，均无反担保措施，面临一定或有负债风险。

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2020年9月8日公开发行8.00亿元公司债券（“20连云港专项债01/20连云01”），募集资金原计划6.00亿元用于徐圩新区地下综合管廊一期工程，2.00亿元用于补充营运资金，截至2021年4月16日，“20连云港专项债01/20连云01”募集资金专项账户余额为80,496,714.33元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司注册资本和实收资本均未发生变化，控股股东仍为连云港市人民政府，徐圩新区管委会代连云港市人民政府行使出资人职能，公司股权及控制关系图见附录二，组织结构图见附录三。2020年及2021年1-3月公司合并报表范围无变化，截至2020年末，公司纳入合并报表范围的一级子公司共15家，详见附录四。

四、运营环境

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。

行业及区域经济环境

2020年连云港市经济继续保持增长，但受新冠疫情冲击和产业周期波动影响，经济增速明显下滑；依托于丰富的自然资源和便利的交通网络，区域临港工业发展势头良好，以新医药、新材料和高端装备制造为主的高新技术产业继续引领工业经济转型升级

连云港市地处苏省东北部，是中国首批沿海开放城市和“一带一路”交汇点城市，是国内重要港口城市，下辖3个市辖区、3个县级行政区。依托丰富的自然资源和便利的交通网络，2020年连云港市经济继续增长，但受产业发展周期和新冠疫情冲击等因素影响，经济增速下滑明显，2020年全市地区生产总值为3,277.07亿元，按可比价格计算同比增速为3.0%，三次产业结构为11.8：41.9：46.3。2020年连云港市人均地区生产总值72,646元，整体经济发展水平在江苏各地级市中较为落后，是全国人均GDP的100.27%。

2020年全市交通基础设施继续完善。海运方面，连云港港有主体港区——连云港区及“两翼”的赣榆港区、徐圩港区、灌河港区共4个港区，现建成生产性泊位83个，其中万吨级以上泊位74个。2020年完成港口货物吞吐量2.52亿吨，同比增长3.0%；集装箱吞吐量480万标箱，同比增长0.5%。陆运方面，高速公路形成以G15沈海高速、G25长深高速、G30连霍高速为主骨架的“两纵一横”布局。陇海铁路、青盐（青连、连盐）铁路、连淮扬镇铁路连淮段、连徐高铁陆续开通运营，国铁干线运营里程330公里，其中高快速铁路240公里。航运方面，连云港现有白塔埠国际机场，2020年花果山国际机场全面开工建设。

工业经济方面，连云港市主要产业为化学原料和制品制造业、医药制造业、黑色金属冶炼加工业、等。当地主要大型企业包括江苏恒瑞医药股份有限公司、正大天晴药业集团股份有限公司、江苏新海石化有限公司、江苏斯尔邦石化有限公司、江苏省鑫鑫钢铁集团有限公司等，以民营企业为主。2020年连云港市规模以上工业企业增加值同比增速为4.5%，较上年下降较大。新兴产业增长较快，2020年全市规模以上工业战略性新兴产业实现产值1,138.11亿元，同比增长5.2%，占全部规上工业产值比重为40.2%；高新技术产业实现产值1,105.22亿元，同比增长4.8%。其中医药制造业实现产值607.12亿元，同比增长2.5%；新材料制造业实现产值261.73亿元，与上年基本持平。

从经济增长的驱动因素来看，2020年受新冠疫情影响，连云港市全年社会消费品零售总额同比明显下滑，投资仍是拉动经济增长的重要因素，全年固定资产投资整体较稳定，但出现结构性增长分化，其中房地产投资实现较快增长。2020年全市完成固定资产投资1,987.77亿元，同比增长0.1%，其中项目投资完成1,619.56亿元，同比下降3.0%；房地产开发完成投资368.21亿元，同比增长16.0%。

表1 连云港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）	3,277.07	3.0%	3,139.29	6.0%
第一产业增加值	386.10	2.0%	362.70	3.6%
第二产业增加值	1,372.35	2.6%	1,363.15	8.0%
第三产业增加值	1,518.62	3.8%	1,413.44	4.7%
规模以上工业增加值	-	4.5%	755.90	9.5%
固定资产投资	1,987.77	0.1%	1,986.39	6.8%
社会消费品零售总额	1,104.29	-5.0%	1,179.58	5.2%
进出口总额（亿美元）	92.99	-0.7%	93.20	-2.4%
存款余额	4,260.62	17.6%	3,621.56	11.0%
贷款余额	4,258.73	23.1%	3,460.22	17.5%
人均GDP（元）		72,646		69,523
人均GDP/全国人均GDP		100.27%		98.07%

注：“-”表示数据未公开。

资料来源：连云港市 2019-2020 年国民经济和社会发展统计公报、连云港市统计局，中证鹏元整理

2020年连云港市实现公共财政收入245.2亿元，同比增长1.1%；实现政府性基金收入202.3亿元，同比增长5.0%。同期实现公共财政支出501.7亿元，同比增长7.7%，财政自给率为48.87%。

作为国家东中西区域合作的先导区，连云港徐圩新区发展石化、先进装备制造、节能环保和现代港口物流等主导产业，2020年继续完善区域内产业配套设施，推进多个重大石化项目建设，未来发展前景较好

徐圩新区是国务院《江苏沿海地区发展规划》确定的重点开发区域，也是国务院批准设立的国家东中西区域合作示范区的先导区和“一带一路”交汇点建设产业合作的重要载体，是连云港市委市政府“十三五”规划确定的发展新型临港产业的核心区。目前新区总规划面积约467平方公里，其中，徐圩港区74平方公里，临港产业区153平方公里。目前徐圩新区正致力于布局和发展临港大工业，主要发展石化、先进装备制造、节能环保和现代港口物流等主导产业，依托陆桥经济带，建成服务中西部地区对外开放的重要门户、东中西产业合作示范基地、区域合作体制机制创新试验区。

新区规划布局确定为“一区六园”，其中“一区”为城市配套功能区，面积23平方公里，主要功能为商务休闲、生活居住、科技研发、旅游文化；“六园”为石化产业园、精品钢产业园、节能环保产业园、现代港口物流园、中西部地区出口产品生产工业园和现代农业示范园。新区内入驻企业主要为江苏虹港石化有限公司、江苏斯尔邦石化有限公司、盛虹炼化（连云港）有限公司、浙江卫星石化股份有限公司、中化国际（控股）股份有限公司等石化企业。近年徐圩新区投资力度较大，目前30万吨级航道徐圩段正大力建设，盛虹炼化快速推进，卫星石化投产在即。2020年，徐圩新区完成全部投资400.78亿元，同比增长91.2%，全部投资占全市投资比重为20.2%，较去年比重增加了9.6个百分点。

五、经营与竞争

公司作为徐圩新区重要的基础设施建设主体，承担区内相关配套服务设施的建设、运营和管理工作，业务主要包括城市基础设施建设、港口物流、公用事业投资、园区配套服务四大板块。其中，工程建设业务主要为新区基础设施委托代建，2020年收入实现增长；港口物流业务主要为向徐圩新区产业园区内企业销售化学品、石料等贸易类业务，该业务规模较大，但盈利能力仍较差；公用事业投资主要为公司面向园区内企业进行蒸汽及电力销售、原水销售及污水处理等，2020年收入规模有所扩大，毛利水平尚可；园区配套服务板块包括土地回储、租赁业务、商品房销售等业务，对公司营业收入形成一定补充。整体来看，公司业务类型较为多元，2020年营业收入仍呈增长态势，综合盈利能力偏低。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
港口物流	89,797.21	2.07%	281,929.02	0.38%	243,692.23	0.52%
工程建设	79,296.94	22.09%	225,447.73	10.26%	192,880.10	9.62%
公用事业投资	34,960.65	6.50%	93,623.97	20.17%	84,468.00	18.62%
园区配套服务	28,450.11	21.32%	65,833.94	18.28%	42,856.91	8.24%
其他	3,088.29	-2.75%	20,169.24	23.81%	7,431.67	-16.96%
合计	235,593.20	11.73%	687,003.90	8.72%	571,328.90	6.62%

注：工程建设板块包括工程施工、管养维护和土地整理开发；港口物流即贸易业务；公用事业投资包括原水销售及污水处理、蒸汽及电力销售；园区配套服务主要包括土地回储、租赁业务、商品房销售、餐饮服务、广告及展览服务等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

工程建设业务是公司重要的收入来源之一，2020年业务结算规模继续增长，其中土地整理开发业务为非经常性业务，工程施工业务可持续性仍较好；自营项目投资规模较大，未来收益实现具有一定不确定性；目前在建、拟建项目规模较大，公司面临较大资金压力

公司工程建设板块主要包括工程施工、土地整理开发等业务。工程施工收入主要来源于徐圩新区内的基础设施项目委托代建，委托方主要为徐圩新区管委会，项目建设资金由公司筹措。根据公司及子公司和徐圩新区管委会签订的项目委托代建协议，徐圩新区管委会应支付公司投资项目所发生的工程总费用（包括工程安装费、设备设施采购安装费、待摊费用等），并支付上述工程总费用的一定比例作为代建费。公司每年根据政府核算已发生项目建设成本确认本年度成本金额，以成本加成模式确认当年工程施工业务收入，并从存货的工程施工科目结转相关项目成本。2020年确认收入的项目主要包括连云港徐圩港区二港池5万吨级航道准备工程、石化四道等，2020年实现工程施工收入21.84亿元，该项收入随工程结算周期波动；同期毛利率为8.79%，盈利水平较低。

表3 近年公司工程施工项目收入确认情况（单位：亿元）

年份	项目名称	确认收入	工程模式
2020年	连云港徐圩港区二港池5万吨级航道准备工程	2.39	代建
	石化四道（板徐路-石化九路）	0.60	代建
	连云港徐圩港区二港池5万吨级航道工程建设工程	1.82	代建

	应急备用水源输水泵站及配套管线	0.72	代建
	徐圩新区灭火救援应急中心	1.27	代建
	东港污水处理厂达标尾水净化工程	0.98	代建
	徐圩新区河湖连通工程	0.93	代建
	徐圩新区主干道及配套管网工程建设项目（含港前大道、港前一道、港前二道、港前四道等）	4.80	代建
	固危废处理处置中心项目厂外市政基础设施—西安路（隍山路-江苏大道）新建工程	0.48	代建
	西港闸新建工程	0.45	代建
	徐圩港区封闭管理工程	0.03	代建
	中通道西延段（S242~烧香支河大桥）	0.45	代建
	其他	6.92	代建
	合计	21.84	--
2019年	徐圩新区主干道及配套管网工程建设项目（含港前大道、港前一道、港前二道、港前四道等）	3.89	代建
	海滨大道	1.54	代建
	连云港徐圩港区二港池5万吨级航道准备工程	0.85	代建
	应急备用水源输水泵站及配套管线	0.77	代建
	徐圩新区河湖连通工程	0.53	代建
	徐圩新区医疗应急救援中心	0.49	代建
	其他	8.02	代建
	合计	16.09	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司委托代建项目主要有徐圩新区主干道及配套管网工程建设项目、徐圩新区达标尾水排海工程集中组织建设项目、徐圩新区医疗救援中心、连云港徐圩港区二港池5万吨级航道准备工程等，主要在建基础设施项目（代建）计划总投资84.83亿元，均已签订代建协议，实际已投资53.65亿元，尚需投资31.18亿元，累计确认收入64.39亿元，累计回款率48.84%，未来随着项目建设继续推进及工程结算，工程施工业务收入来源有保障，但实际回款时间受委托方资金安排影响，存在不确定性。

表4 截至2020年末公司主要在建工程项目（代建）情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	累计确认收入	累计回款
徐圩新区主干道及配套管网工程建设项目	42.90	36.09	44.12	23.64
徐圩新区达标尾水排海工程集中组织建设项目	8.41	2.15	1.25	1.34
徐圩新区医疗救援中心	7.80	2.76	3.84	1.40
连云港徐圩港区二港池5万吨级航道准备工程	4.58	2.73	3.36	1.62
固危废处理处置中心项目厂外市政基础设施—西安路（隍山路-江苏大道）新建工程	2.82	0.74	0.89	0.45
连云港徐圩港区二港池5万吨级航道工程建设工程	2.37	1.67	2.14	0.40
节能一路（环保二路-环保十路）	2.17	0.73	1.08	0.43
徐圩新区灭火救援应急中心	2.16	1.97	1.98	0.68
东港污水处理厂达标尾水净化工程	2.15	0.76	1.01	0.00
徐圩新区河湖连通工程	1.95	0.89	1.02	0.31
应急备用水源输水泵站及配套管线	1.70	0.71	0.84	0.00
石化四道（板徐路-石化九路）	1.43	0.67	0.84	0.20

连云港市徐圩新区张圩港泵闸下游排水通道疏浚工程	1.41	0.03	0.04	0.00
中通道西延段（S242~烧香支河大桥）	1.16	0.79	0.96	0.48
西港闸新建工程	1.15	0.68	0.85	0.40
徐圩港区封闭管理工程	0.66	0.28	0.17	0.10
合计	84.83	53.65	64.39	31.45

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司工程建设业务中，其他部分收入主要源于土地整理开发业务。土地整理开发业务是公司徐圩新区管委会签订土地开发协议，约定公司按照徐圩新区管委会的规划，负责新区内土地“七通一平”、场地回填和地基处理等开发工作，由徐圩新区管委会委托的审计机构审计土地开发产生的相关费用，分期项目可分期审计，再由徐圩新区管委会根据实际发生金额和一定加成比例支付公司相关费用。该业务为非经常性业务，根据徐圩新区管委会规划实施，未来业务开展具有不确定性，2020年实现收入0.32亿元。

在工程建设业务之外，公司还建设部分项目自主运营，主要包含自建工程类项目和公共租赁住房项目等，项目建设资金主要由公司自筹。近年来公司持续加大对自建工程类项目的投入，代表其未来业务转型发展的方向，未来随着项目逐渐完工，徐圩新区的各项配套基础设施将更加完备，公司将在此基础上进一步拓展港口物流业务和园区配套服务等其他业务。公司目前自建工程类在建项目主要包括虹洋热电联产工程、港口工程、资源采购中心和徐圩新区地下综合管廊一期工程等，拟建项目主要有“一带一路”东桥头堡国家综合物流园项目等。截至2020年末，在建和拟建的自营项目合计计划投资额为291.81亿元，规模较大，未来收益实现依赖于产业园区企业入驻情况及港口运营效益，具有一定不确定性。

表5 截至2020年末公司主要在建工程项目（自营）情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	完工进度
虹洋热电联产工程	67.00	8.56	12.78%
港口工程	27.10	19.75	72.88%
资源采购中心	22.00	3.03	13.77%
徐圩新区地下综合管廊一期工程	19.41	7.85	40.44%
清洁技术产业化基地	15.00	3.88	25.87%
示范区综合保税区	10.39	1.08	10.39%
徐圩港区航运服务中心工程	9.23	0.38	4.12%
徐圩港区二港池一期工程	9.22	3.08	33.41%
工业邻里中心服务配套项目	8.60	1.66	19.30%
徐圩港区一港池二期工程	8.03	3.23	40.22%
徐圩新区多式联运中心一期	4.83	1.48	30.64%
徐圩给水处理厂及厂外配套供水管网一期工程[自来水厂、污水厂]	4.60	3.59	78.04%
徐圩新区专用铁道工程及港区-突堤路专用线	4.56	0.16	3.51%
220kV孔桥输变电工程	4.30	0.26	6.05%
220kV深港输变电工程	4.20	1.21	28.81%
徐圩新区第二水厂二期工程	3.39	0.44	12.98%
徐圩新区高盐废水处理工程	3.36	1.02	30.36%

徐圩新区第二水厂及配套管网一期工程	2.97	1.75	58.92%
张圩小区一期	2.83	2.45	86.57%
连云港石化基地工业废水第三方治理工程	2.60	0.67	25.77%
合计	233.62	65.53	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表6 截至2020年末公司主要拟建工程项目（自营）情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资		
一带一路东桥头堡国家综合物流园项目	26.03		
连云港港徐圩港区一突堤通用泊位区件杂堆场工程	12.00		
田湾核电站蒸汽供能管道工程项目	12.00		
徐圩新区第二水厂三期及深度处理项目	8.16		
合计	58.19		

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司在建、拟建工程项目（含代建和自营项目）预计总投资额合计376.64亿元，已投资119.18亿元，尚需投资257.46亿元，公司面临较大的资金压力，且未来预计自营项目运营收益存在较大不确定性。

公司港口物流业务主要围绕园区内企业开展，随着入驻企业需求的增加，该业务规模继续增长，但盈利能力仍较弱，且存在一定垫资压力

公司港口物流业务主要为石料销售、化学品销售等业务以及与销售相配套的仓储物流业务，由子公司江苏方洋物流有限公司和连云港云苏贸易有限公司运营。公司港口物流业务主要围绕园区内企业开展，与客户签订销售合同，约定商品数量、销售价格、交货时间以及地点，付款方式一般通过电汇，账期一般为7-30天，公司对供应商主要采取即期结算，整体来看该业务会占用一定营运资金。随着入园企业需求不断增加，原物料需求持续增长，公司港口物流业务收入保持增长态势。为满足园区内企业盛虹石化360万吨醇基多联产项目等大型项目投产产生的化学品需求，公司逐步拓展化学品销售并实现港口物流业务收入持续增加主要销售甲醇、PX和PTA等化学品。公司开展港口物流业务的主要目的是保障园区内企业原物料需求，通过集中采购和仓储物流资源优势降低园区内企业生产成本，以更好地促进园区整体经济协同发展，因此该业务板块毛利率维持在较低水平。

表7 公司港口物流业务收入情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
化学品销售	267,103.66	0.38%	232,599.84	0.26%
仓储物流	3,865.83	0.34%	4,651.60	6.82%
石料销售	9,445.80	0.27%	6,435.90	5.51%
钢材销售	1,094.79	0.36%	-	-
其他	418.94	-	4.89	-

合计	281,929.02	0.38%	243,692.23	0.52%
----	------------	-------	------------	-------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公用事业投资收入规模和毛利率水平继续增长，对公司收入和利润形成良好补充

公用事业投资主要为公司面向园区内企业的蒸汽及电力销售、原水销售及污水处理等业务，蒸汽及电力销售主要由子公司连云港虹洋热电有限公司¹负责，原水销售及污水处理主要由子公司江苏方洋水务有限公司负责。其中蒸汽与电力销售贡献大部分收入，目前蒸汽业务设计年产能能为1,765万吨，预计虹洋热电联产工程扩建后将带来一定产能提升。客户主要为园区入驻企业，目前主要向江苏斯尔邦石化有限公司供应中、低压蒸汽，向江苏虹港石化有限公司供应高、低压蒸汽²。电力销售方面，公司客户主要为国网江苏省电力公司，公司与国网江苏省电力公司签订《购售电合同》，每月根据各类上网电量和相应的江苏省物价部门核定的上网电价结算电费。随着园区企业陆续投产及实现满负荷运营，对原水供给、污废处理、电力供应等需求增加，固定成本摊薄导致毛利率有所提高，该业务毛利水平尚可。未来随着园区卫星石化、盛虹炼化一体化等大型石化项目陆续投产，预计该业务有一定增长空间。

表8 公司公用事业投资业务收入情况

项目	2020年			2019年		
	销量(万吨、万千瓦时)	平均价格(元/吨, 元/千瓦时)	收入(万元)	销量(万吨、万千瓦时)	平均价格(元/吨, 元/千瓦时)	收入(万元)
原水销售	3,380	1.0	3,447	2,723	1.0	2,669
污水处理	871	7.4	6,443	948	5.7	5,423
蒸汽销售	412	165.6	68,240	419	164.4	68,854
电力销售	20,123	0.4	7,857	19,192	0.4	7,478
合计			85,986			84,424

注：上表仅列示主要产品的销售情况，副产品销售及其他服务业务产生的收入未列示。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年园区配套服务收入实现较快增长，未来随着园区入驻企业增加，该业务仍有一定扩充空间

目前公司园区配套服务业务包括土地回储、租赁业务、商品房销售等业务，其中租赁业务主要为公司出租办公楼等资产，商品房销售主要为公司出售自建的办公用房或人才公寓。土地回储收入是连云港市国土资源局回收公司尚未全面开发的土地时产生的土地增值收入，公司与连云港市国土资源局、徐圩新区管委会共同签订了《收回国有建设用地使用权协议》，收回部分公司所持有的通过招拍挂方式取得的土地。2020年该项收入2.19亿元，该业务属于非经常性业务，未来将根据主管部门规划按需开展，不确定性较大。2020年公司园区配套服务收入实现较快增长，主要由商品房销售和资产租赁业务规模扩张

¹ 虹洋热电成立于2010年4月11日，公司与苏州苏震热电有限公司分别出资2.90亿元，各占注册资金的50%。根据章程，虹洋热电董事会成员共5名，其中3名由公司委派，故公司为其实际控制人。

² 根据公司与园区用气单位签订的《供用热合同》，目前虹洋热电共有三种参数蒸汽有偿对外供应，分别为：压力10.5Mpa，温度380℃；压力4.4Mpa，温度420℃；压力1.5Mpa，温度280℃。公司提供蒸汽价格与煤炭价格联动，价格正常每年调整一次，根据连云港市物价局煤热联动机制及国家有关规定确定。

贡献。未来随着园区持续招商引资，吸引更多企业入驻，相应增加基础配套服务需求，预计公司该板块业务规模有一定增长空间。

公司继续获得一定力度的外部支持

为支持公司基础设施和公租房建设，连云港市政府及徐圩新区管委会每年给予公司各项财政补贴，2020年公司获得收益性政府补助0.83亿元，提升了公司利润水平。此外，2020年收到政府拨款及划拨资产8.39亿元，计入资本公积，有效提升了资本实力。

表9 公司获得计入收益的外部补助情况（单位：万元）

年份	项目名称	确认收入
2020年	2020年中央水污染防治资金	3,965.00
	污水处理费补贴	1,197.48
	石化产业基地应急救援项目资金	1,025.00
	其他	2,135.29
	合计	8,322.77

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经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年三年连审审计报告、经苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）³审计并出具标准无保留意见的2020年审计报告及2021年1-3月未经审计的财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020年及2021年1-3月公司合并报表范围无变化。

资产结构与质量

2020年公司资产规模保持增长，但资产主要沉淀于应收账款及投资性房地产，受限规模较大，整体资产质量一般，流动性仍较弱

随着政府资产注入、工程项目投入积累及少数股东增资等，公司资产规模保持较快增长，2021年3月末资产规模达825.79亿元，其中非流动资产为主要构成。

流动资产方面，2021年3月末公司货币资金规模达113.48亿元，其中39.77亿元资金作为银行承兑汇票保证金、定期存单质押等受限。应收账款主要为应收徐圩新区管委会的工程款和贸易业务产生的货款等，工程款回收风险可控，但具体回款情况受政府财政资金安排影响，回收时间不确定；此外，公司前五大应收对象存在少量民企贸易欠款。其他应收款主要为公司对政府单位和其他平台公司等代垫款，

³ 2020年中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）服务期结束，公司通过公开招标选聘新会计师事务所。

以及与贸易业务交易对手的往来款，欠款对象较为分散。总体来看，应收款项对公司营运资金形成较大占用，部分民企欠款可能存在一定回收风险。公司存货以保障房和商业开发等项目的开发成本为主，项目完工后由公司自行销售。

非流动资产方面，可供出售金融资产⁴和长期股权投资主要为公司对区域国企的投资，主要投资企业近年整体经营业绩一般。投资性房地产主要为土地使用权和海域使用权，公司计划增值后转让，土地使用权全部为出让性质，已缴纳土地出让金，土地类型包括住宅用地、商业用地等，海域使用权主要为港口用海，账面价值20.10亿元，投资性房地产合计融资抵押比例达66.02%；中证鹏元注意到，公司投资性房地产采用公允价值模式计量，已连续多年实现评估增值，其中2020年由投资性房地产产生的公允价值变动收益增加额为8.72亿元，由于土地价格受政府调控及房地产市场环境等因素影响较大，未来其价值存在一定波动风险。固定资产主要为房屋建筑、机器设备等。在建工程主要为港口工程、徐圩新区地下综合管廊一期工程、云湖社区邻里中心（一期）等自营项目开发成本。无形资产主要为土地使用权和海域使用权等⁵。

整体来看，公司资产规模持续增长，但应收款项、投资性房地产、固定资产、在建工程占比较大，其中应收款项回收时间不确定；投资性房地产价值波动风险大，受限比例高；固定资产和在建工程即时变现能力弱。截至2020年末，公司抵押资产规模达190.59亿元，占资产总额比例达24.09%，占同期净资产比例为67.85%，比例较高，需关注其对公司融资弹性的影响。总体来看，公司资产质量一般，流动性较弱。

表10 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	126.18	15.28%	113.48	14.34%	81.75	13.31%
应收账款	132.70	16.07%	121.54	15.36%	92.08	14.99%
其他应收款	18.82	2.28%	19.15	2.42%	10.59	1.72%
存货	29.48	3.57%	28.34	3.58%	20.84	3.39%
流动资产合计	316.71	38.35%	292.38	36.95%	210.65	34.30%
可供出售金融资产	0.00	0.00%	30.09	3.80%	0.09	0.01%
其他非流动金融资产	30.09	3.64%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
长期股权投资	32.85	3.98%	33.49	4.23%	31.02	5.05%
投资性房地产	210.98	25.55%	212.48	26.85%	189.54	30.86%
固定资产	86.21	10.44%	80.64	10.19%	69.26	11.28%
在建工程	110.73	13.41%	101.56	12.84%	75.51	12.29%
无形资产	11.69	1.42%	11.73	1.48%	18.85	3.07%

⁴ 2021年3月末调整至其他非流动金融资产项目。

⁵ 本次评级模型已扣减无形资产中划拨土地账面价值合计2.19亿元。

非流动资产合计	509.09	61.65%	498.88	63.05%	403.54	65.70%
资产总计	825.79	100.00%	791.27	100.00%	614.19	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

表11 截至 2020 年末公司前五大应收账款对象情况（单位：万元）

单位名称	款项性质	账面余额	占比 (%)
国家东中西区域合作示范区管理委员会	工程款等	1,118,861.78	91.88
连云港希昌贸易有限公司	货款	61,646.93	5.06
江苏斯尔邦石化有限公司	货款	2,978.03	0.24
连云港志岩建设工程有限公司	货款	2,864.71	0.24
江苏宝通镍业有限公司	贸易款	2,264.49	0.19
合计	-	1,188,615.95	97.61

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司核心业务未来持续性仍较好，但毛利率水平较低，主业盈利能力弱，盈利主要源于投资性房地产增值，具有一定不确定性；持续的外部补助为公司利润提供了一定支撑

公司营业收入主要来源于城市基础设施建设、港口物流、公用事业投资、园区配套服务四大板块，其中工程施工业务为其核心收入来源，截至2020年末，公司已签订代建协议的在建项目规模及尚需回款金额较大，预计未来该业务收入持续性较好，但毛利率较低，且业务结算及实际回款情况受委托方资金安排影响，存在不确定性；公用事业投资对公司的收入和利润形成良好补充，随着园区入驻企业需求增加，该业务规模有一定增长空间；港口物流业务盈利能力较差，较大的业务规模可能对营运资金形成一定占用；园区配套服务盈利性和稳定性偏弱，但该业务开展有利于完善园区服务环境，保障园区企业经营需求，公司未来仍将持续提供配套服务。整体来看，公司2020年营业收入继续实现增长，业务盈利能力仍较弱，经营获现能力一般。

公司利润主要来源于投资性房地产公允价值变动收益，考虑到前期已累积较大增幅，若未来区域房地产市场行情走弱，公司盈利可能受到不利影响。此外，公司有息债务规模较大，财务费用对利润侵蚀严重。为支持公司各项业务发展，2020年政府继续给予公司一定规模的资金支持，有效提升了其利润水平。

表12 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2021年3月	2020年	2019年
营业收入	23.56	68.70	57.13
收现比	0.46	0.66	0.80
营业利润	-0.03	7.69	3.78
公允价值变动收益	0.00	8.72	5.28
其他收益	0.08	0.83	1.96

利润总额	-0.02	7.72	3.80
销售毛利率	11.73%	8.72%	6.62%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

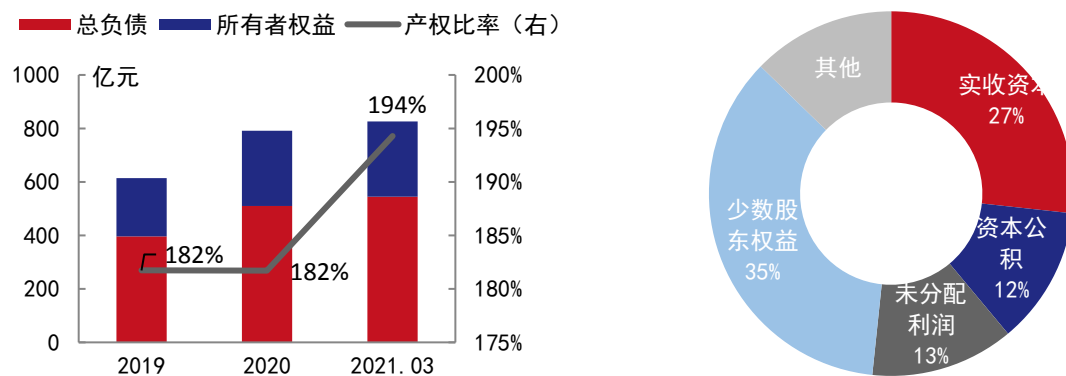
资本结构与偿债能力

负债规模继续攀升，有息债务规模大且增长较快，公司面临较大的偿债压力

为弥补工程项目建设资金缺口等，2020年公司对外筹资规模继续扩张，负债总额上升。所有者权益受益于政府资产注入、资金补贴、少数股东增资等亦实现增长，其中少数股东权益占比较大，主要因公司合并范围内非全资控股子公司较多，2020年末少数股东权益大幅增加，主要因少数股东对连云港虹洋热电有限公司、连云港徐圩港口投资集团有限公司等子公司增资规模较大；其余构成主要为实收资本、资本公积与未分配利润，其中资本公积主要为政府拨款转入与资产划拨等。公司所有者权益对总负债的保障程度较低，2021年3月末产权比率随着负债攀升而大幅提高。

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 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司负债仍主要为刚性债务，期限结构以长期债务为主。从融资结构来看，公司融资渠道以银行借款为主，票据、债券融资形成有力补充，非标融资规模占比相对较小。近年公司债务增长较快，截至 2021年3月末，公司总债务规模高达491.68亿元，其中短期债务占比33.66%，主要包括短期借款、银行承兑汇票、短期债券和一年内到期的长期债务。长期债务方面，长期借款包括抵质押、保证及信用借款；应付债券主要为公司债、中期票据和非公开定向债务融资工具等，长期债券期限主要为3-5年，票面利率集中在5.5%-7.5%；长期应付款主要为融资租赁等非标债务，融资成本大约在6%-8%。

表13 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	76.47	14.03%	53.11	10.41%	37.75	9.53%
应付票据	28.77	5.28%	32.19	6.31%	16.22	4.09%
一年内到期的非流动负债	60.14	11.03%	67.97	13.32%	40.90	10.32%

其他流动负债	0.14	0.02%	12.30	2.41%	20.50	5.17%
流动负债合计	187.29	34.35%	190.75	37.37%	138.90	35.06%
长期借款	247.46	45.39%	223.45	43.78%	148.80	37.56%
应付债券	66.11	12.13%	51.94	10.18%	65.18	16.45%
长期应付款	12.59	2.31%	11.82	2.32%	15.57	3.93%
非流动负债合计	357.89	65.65%	319.64	62.63%	257.27	64.94%
负债合计	545.19	100.00%	510.38	100.00%	396.18	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

图 3 公司债务占负债比重

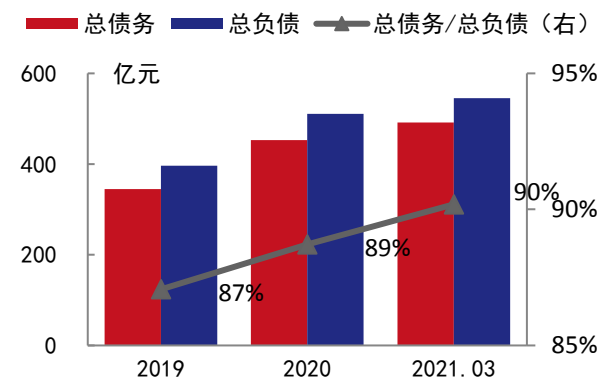
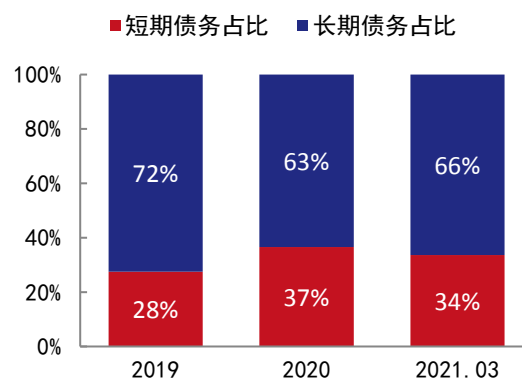


图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

2021 年 3 月末公司资产负债率上升至 66.02%，负债经营程度较高。现金短债比有所波动，考虑到公司货币资金受限比例较高，现金类资产对短期债务的实际保障程度弱于账面表现，财务弹性一般。公司盈利对政府补贴和投资性房地产公允价值变动收益依赖较大，未来盈利对债务利息的保障程度可能存在波动。整体来看，公司债务负担较重，面临较大的偿债压力；在建项目后续建设尚需较大资本开支，且以收益不确定的自营项目为主，未来债务管控存在压力；再融资能力较为一般，融资空间可能受区域融资政策环境影响较大。

表 14 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年 3 月	2020 年	2019 年
资产负债率	66.02%	64.50%	64.50%
现金短期债务比	0.76	0.69	0.71
EBITDA 利息保障倍数	--	0.74	0.61

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，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 4 月 29 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）对外担保

截至2020年末，公司对外担保余额为19.90亿元，占当期末所有者权益的比重为7.09%，担保对象均为国有企业，但均无反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

表15 截至2020年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	是否有反担保
江苏香河农业开发有限公司	21,000.00	无
中节能（连云港）清洁技术发展有限公司	7,858.00	无
江苏洋井石化集团有限公司	170,141.05	无
合计	198,999.05	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

江苏再担保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

江苏再担保出具了《担保函》，约定为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证范围为本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。保证期间为本期债券存续期间及债券到期之日起两年。债券持有人在此期间未要求江苏再担保承担保证责任的，担保人免除保证责任。

江苏再担保是江苏省人民政府牵头组建的省属再担保机构，控股股东与实际控制人均为江苏省财政厅，公司目前拥有13家省辖市级分公司，12家全资和控股子公司，7家参股公司。截至2020年底，江苏再担保实收资本88.17亿元，总资产达223.76亿元，净资产137.55亿元，准备金余额21.98亿元，准备金覆盖率438%。江苏再担保承担构建完善江苏省融资担保体系的政策职能，主要在江苏省内经营直接担保、再担保、投资、融资租赁、小额贷款、典当等业务。担保业务收入、利息收入和融资租赁业务收入是江苏再担保的主要收入来源。2020年江苏再担保实现营业收入21.57亿元，同比增长18.10%，担保业务、利息收入和融资租赁业务经营较为稳健。

经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体长期信用等级为AAA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性。

表16 近年江苏再担保营业收入构成（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	11.40	52.85%	10.25	56.10%
其中：直接担保业务收入	1.81	8.39%	7.86	43.02%
再担保业务收入	9.59	44.46%	2.39	13.08%

利息收入	5.38	24.94%	4.24	23.20%
融资租赁业务收入	4.33	20.07%	3.34	18.30%
其他收入	0.46	2.13%	0.44	2.39%
合计	21.57	100.00%	18.26	100.00%

资料来源：江苏再担保 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

表17 担保方主要财务指标（单位：亿元）

项目	2021年3月	2020年	2019年
总资产	230.70	223.40	172.17
所有者权益	143.00	136.36	104.52
营业总收入	5.28	21.57	18.26
担保业务收入	-	11.40	10.25
利息收入	-	5.38	4.24
投资收益	1.13	0.58	0.92
利润总额	4.85	8.09	6.40
净利润	4.13	5.47	4.81
担保余额*	-	-	1,230.43
融资担保责任余额*	-	-	664.72
其中：融资性直接担保责任余额*	-	-	509.60
融资性再担保责任余额*	-	-	155.12
当期担保发生额*	-	-	860.16
融资担保放大倍数（合计）*	-	-	9.00

注 1：“*”表示数据为母公司口径。

注 2：融资担保责任余额和融资担保放大倍数按《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算。

资料来源：江苏再担保 2019-2020 年审计报告、2021 年 1-3 月未经审计财务报表及江苏再担保提供，中证鹏元整理

九、结论

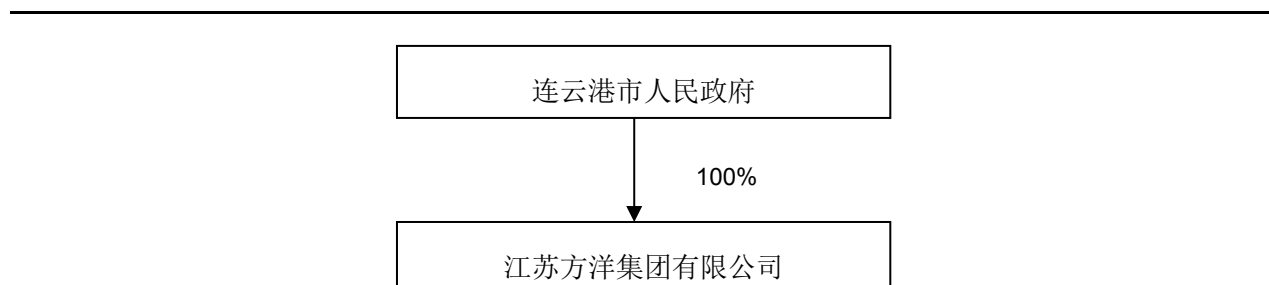
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年3月	2020年	2019年
货币资金	126.18	113.48	81.75
应收账款	132.70	121.54	92.08
流动资产合计	316.71	292.38	210.65
投资性房地产	210.98	212.48	189.54
固定资产	86.21	80.64	69.26
在建工程	110.73	101.56	75.51
非流动资产合计	509.09	498.88	403.54
资产总计	825.79	791.27	614.19
短期借款	76.47	53.11	37.75
一年内到期的非流动负债	60.14	67.97	40.90
流动负债合计	187.29	190.75	138.90
长期借款	247.46	223.45	148.80
应付债券	66.11	51.94	65.18
长期应付款	12.59	11.82	15.57
非流动负债合计	357.89	319.64	257.27
负债合计	545.19	510.38	396.18
总债务	491.68	452.77	344.91
所有者权益	280.61	280.88	218.01
营业收入	23.56	68.70	57.13
营业利润	-0.03	7.69	3.78
其他收益	0.08	0.83	1.96
利润总额	-0.02	7.72	3.80
经营活动产生的现金流量净额	-2.73	-3.07	-2.52
投资活动产生的现金流量净额	-12.94	-65.64	-43.32
筹资活动产生的现金流量净额	27.84	87.57	75.12
财务指标	2021年3月	2020年	2019年
销售毛利率	11.73%	8.72%	6.62%
收现比	0.46	0.66	0.80
资产负债率	66.02%	64.50%	64.50%
现金短期债务比	0.76	0.69	0.71
EBITDA（亿元）	--	17.37	12.52
EBITDA 利息保障倍数	--	0.74	0.61

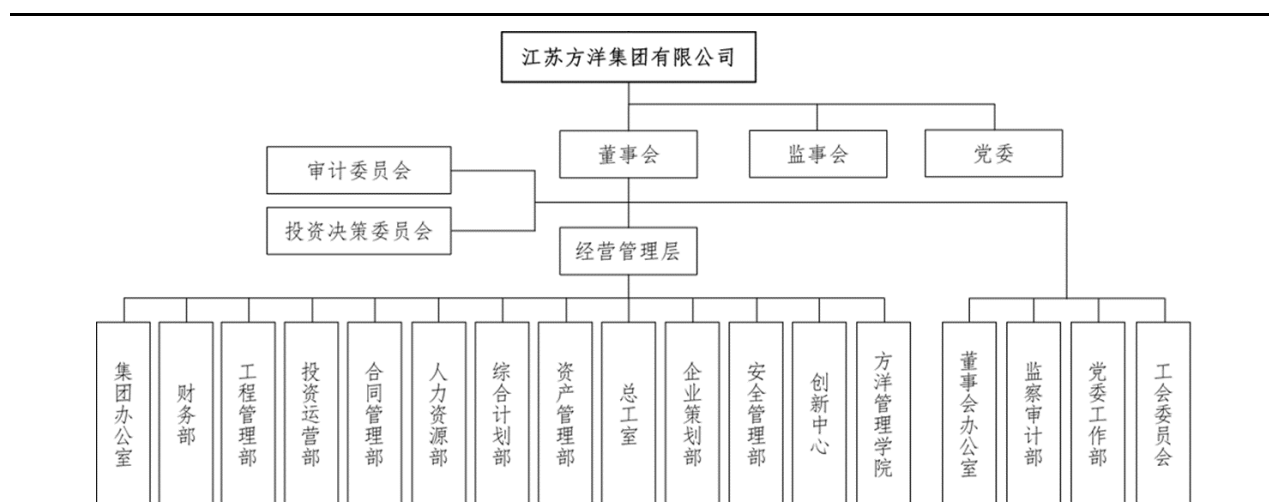
资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



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一级子公司情况（单位：亿元）

序号	子公司名称	实收资本	持股比例
1	连云港苏海投资有限公司	40,000.00	60.00%
2	江苏方洋物流有限公司	155,868.00	67.92%
3	北京方洋管理咨询有限公司	1,500.00	100.00%
4	连云港虹洋热电有限公司	348,000.00	50.00%
5	江苏方洋人力资源管理有限公司	480.00	100.00%
6	江苏方洋现代服务产业集团有限公司	41,298.49	70.65%
7	连云港徐圩港口投资集团有限公司	319,536.36	67.24%
8	江苏方洋建设投资有限公司	201,710.00	100.00%
9	江苏方洋水务有限公司	197,997.80	100.00%
10	连云港徐圩城建工程有限公司	10,819.66	50.00%
11	江苏方洋建设工程管理有限公司	5,263.00	100.00%
12	江苏方洋能源科技有限公司	11,944.28	100.00%
13	中国方洋商贸（香港）有限公司	4,000.00(美元)	100.00%
14	江苏方洋智能科技有限公司	8,500.00	100.00%
15	江苏东港能源投资有限公司	35,000.00	64.29%

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。