



# 2015年海安城市动迁改造有限公司公司债券 2022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.

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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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等级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

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 2022年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
15 海安城改债/PR 海城改	AAA	AAA

## 评级观点

- 中证鹏元维持海安城市动迁改造有限公司（以下简称“海安城改”或“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“15 海安城改债/PR 海城改”的信用等级为 AAA。
- 该评级结果是考虑到：海安市经济发展水平较高，公司作为海安市主要的土地征拆迁和保障房建设主体，未来收入较有保障，且获得较大的外部支持，中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）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“15 海安城改债/PR 海城改”安全性；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力和偿债压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

## 未来展望

- 预计公司未来收入较有保障，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。

## 评级日期

2022 年 6 月 9 日

## 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

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022 年 3 月	2021 年	2020 年	2019 年
总资产	350.89	347.93	322.12	286.02
所有者权益	111.35	111.15	106.86	96.49
总债务	195.70	182.01	175.01	149.43
资产负债率	68.27%	68.05%	66.83%	66.26%
现金短期债务比	0.47	0.55	0.73	0.50
营业收入	9.38	12.66	7.64	11.13
其他收益	0.00	1.61	0.13	1.01
利润总额	0.16	0.52	0.46	0.61
销售毛利率	3.29%	-4.29%	8.10%	-2.20%
EBITDA	--	0.61	0.51	0.66
EBITDA 利息保障倍数	--	0.06	0.05	0.08
经营活动现金流净额	-11.36	9.95	-4.74	-20.05
收现比	11.54%	63.07%	121.75%	135.05%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **海安市经济发展水平较高，产业结构较为多元化，工业经济发展较好。**海安市经济发展水平在全国百强县排名中靠前，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、农副产品精深加工产业共同形成了海安市“4+4+N”的特色产业集群，近年海安市经济实力持续增强，工业经济发展较好。
- **公司未来收入较有保障。**公司作为海安市主要的土地征拆迁和保障房建设主体，公司保障房及土地整理业务尚未结转收入的成本及在建、拟建的项目（包括保障房、土地整理）规模较大，未来公司收入较有保障。
- **公司获得的外部支持力度仍较大。**2021 年海安市国有资产管理中心（以下简称“海安国资中心”）将部分公租房资产无偿划转给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”），一定程度提升了公司资本实力，公司还收到政府补助 1.61 亿元，有效提升了公司盈利水平。
- **中投保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“15 海安城改债/PR 海城改”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，其提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了“15 海安城改债/PR 海城改”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 2022 年 3 月末，公司主要在建及拟建项目尚需投资规模较大，未来随着在建及拟建项目的陆续投入，公司面临较大的资金压力。
- **公司面临较大的偿债压力。**截至 2022 年 3 月末，公司资产负债率处于较高水平，总债务规模较大且有所增长，短期债务比较低，此外，2021 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 2021 年末，公司对外担保余额为 55.48 亿元，占同期末所有者权益的 49.91%，担保对象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

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	较低	财务风险状况	有效净资产规模	6
	GDP 规模	4		资产负债率	3
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	1
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	5		现金短期债务比	3
	公共财政收入	3		收现比	7
	区域风险状况调整分	0			
经营状况		强			
	业务竞争力	6			
	业务持续性和稳定性	6			

业务多样性	4		
业务状况等级	强	财务风险状况等级	中等
指示性信用评分			aa-
调整因素	无	调整幅度	0
独立信用状况			aa-
外部特殊支持调整			1
公司主体信用等级			AA

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AAA	2021-6-16	范俊根、顾春霞	<a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	AA+	2015-5-28	陈鹏、刘书芸	<a href="#">城投公司评级方法 (py_ff_2012V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
15海安城改债/PR海城改	11.50	2.30	2021-6-16	2022-11-27

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、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2022年3月31日，“15海安城改债/PR海城改”募集资金专项账户余额为98.17万元。

## 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2022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国资中心，公司股权结构参见附录二。2021年公司合并范围未发生变化，2021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。2022年5月，公司法定代表人、董事长及总经理张健和公司董事吴松涉嫌违纪违法被调查，公司控股股东董事兼总经理郭玉祥代为履行董事长职责。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升**

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表

现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

**2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势**

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额

度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

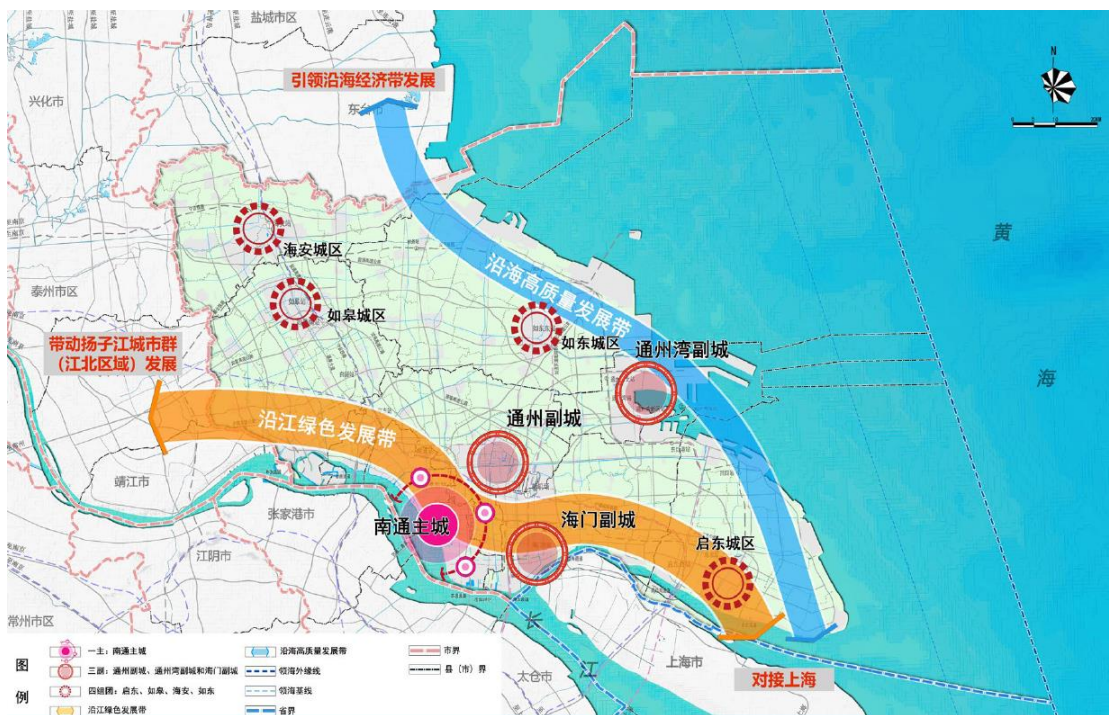
目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

### 区域经济环境

海安市交通整体较为便捷，经济发展水平在全国百强县排名中靠前，以第二产业为主，产业结构较为多元化，并形成了“4+4+N”的特色产业集群，工业经济发展较好，近年来社会消费品零售总额及进出口总额表现亮眼

**区位特征：**海安市位于江苏省中南部，交通整体较为便捷，拥有多个国家级与省级园区。海安市系江苏省南通市代管的县级市，地处江苏省中南部，位于南通、盐城、泰州三市交界处，东临黄海，与如东接壤，南和如皋毗邻，西通泰兴，并与泰州市姜堰区相交，北与盐城市东台市相连，县境西宽东窄。截至2021年末海安市常住人口为87.00万人，相比同年末户籍人口90.77万人呈净流出态势，和第六次人口普查相比增长0.80万人，增长0.92%。海安市全市总面积1,184平方公里，下辖10个区镇，拥有国家级开发区、省级高新区、省级滨海新区、省级商贸物流园区、省级粮食物流园区、中国和意大利国际合作园区各1家。海安市交通整体较为便捷，水路有通扬、通榆、栟茶等三条运河畅流其间，沟通了长江、淮河两大水系；公路方面，江海高速、沿海高速两条高速公路过境而过，204国道、328国道、202省道和海防公路贯穿海安全境，从上海崇明经过苏通长江大桥抵达海安约200千米车程；铁路方面，新（江苏新沂）长（浙江长兴）铁路与宁（南京）启（启东）铁路在海安交汇，正在规划的铁路有沪通铁路、沪崇启、沪崇海等多条越江通道。



**图1 海安市区位图**


资料来源：南通市规划局网站，中证鹏元整理

**经济发展水平：**海安市在全国百强县排名中靠前，产业结构以第二产业为主，近年来固定资产投资增速有所放缓，社会消费品零售总额及进出口总额表现亮眼。海安市经济发展水平较好，在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（2020）》中，列全国县域经济竞争力百强县第24名。近年海安市地区生产总值持续增长，三次产业结构由2019年的5.8:53.9:40.3调整为2021年的5.7:54.0:40.3，经济结构以第二产业为主，且近年来产业结构保持相对稳定，2021年海安市人均GDP为153,980元，是同期全国人均GDP的190.16%。2021年海安市完成地区生产总值1,343.09亿元，同比增长9.1%，经济体量在南通市地区中处于靠后的位置，但增速位居南通地区前列，且人均GDP在南通市区域中排名靠前。

2019-2021年海安市固定资产投资存在一定波动，其中2021年增速有所放缓。社会消费品零售总额的增速不断提升、增长势头良好。此外，在新冠疫情的背景下，2019-2021年海安市进出口总额增速亮眼，其中2021年进出口总额增速为19.4%。从2021年主要经济数据来看，社会消费品零售总额和进出口总额表现较好，有力拉动了经济增长。

土地市场方面，2019-2021年海安市土地成交宗数及面积均处于下降趋势，但成交楼面价的提升对成交总价形成有力支撑。2021年海安市成交土地面积为253.7万平方米，较2019年大幅下降63.38%，成交楼面价平均为2,626.90元/平方米，较2019年大幅提升161.73%。根据Wind统计数据，2019-2021年海安

市住宅用地成交金额分别为72.42亿元、107.49亿元和71.12亿元，存在一定波动；商服用地成交金额分别为15.42亿元、10.48亿元和53.05亿元，整体大幅提升。

**表1 南通市 2021 年各区县经济财政指标情况（单位：亿元）**

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
崇川区	1,631.54	8.90%	136,326.00	126.00	76.10
通州区	1,594.17	9.20%	126,587.00	76.72	189.52
海门区	1,569.33	9.40%	158,119.00	79.01	168.86
如皋市	1,432.41	8.50%	116,201.00	77.81	136.97
启东市	1,345.94	8.40%	139,548.00	77.81	152.40
<b>海安市</b>	<b>1,343.09</b>	<b>9.10%</b>	<b>153,980.00</b>	<b>69.50</b>	<b>151.36</b>
如东县	1,272.24	8.90%	144,597.00	68.50	147.26

资料来源：南通市统计局、南通市各区县财政预决算报告，中证鹏元整理

**表2 海安市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,343.09	9.1%	1,221.63	5.8%	1,133.21	6.6%
固定资产投资	572.08	6.6%	536.88	10.7%	485.08	8.4%
社会消费品零售总额	414.38	16.4%	356.06	0.3%	344.98	6.2%
进出口总额	209.51	19.4%	175.53	25.4%	139.40	14.0%
人均 GDP（元）		153,980		141,270		131,197
人均 GDP/全国人均 GDP		190.16%		195.00%		185.07%

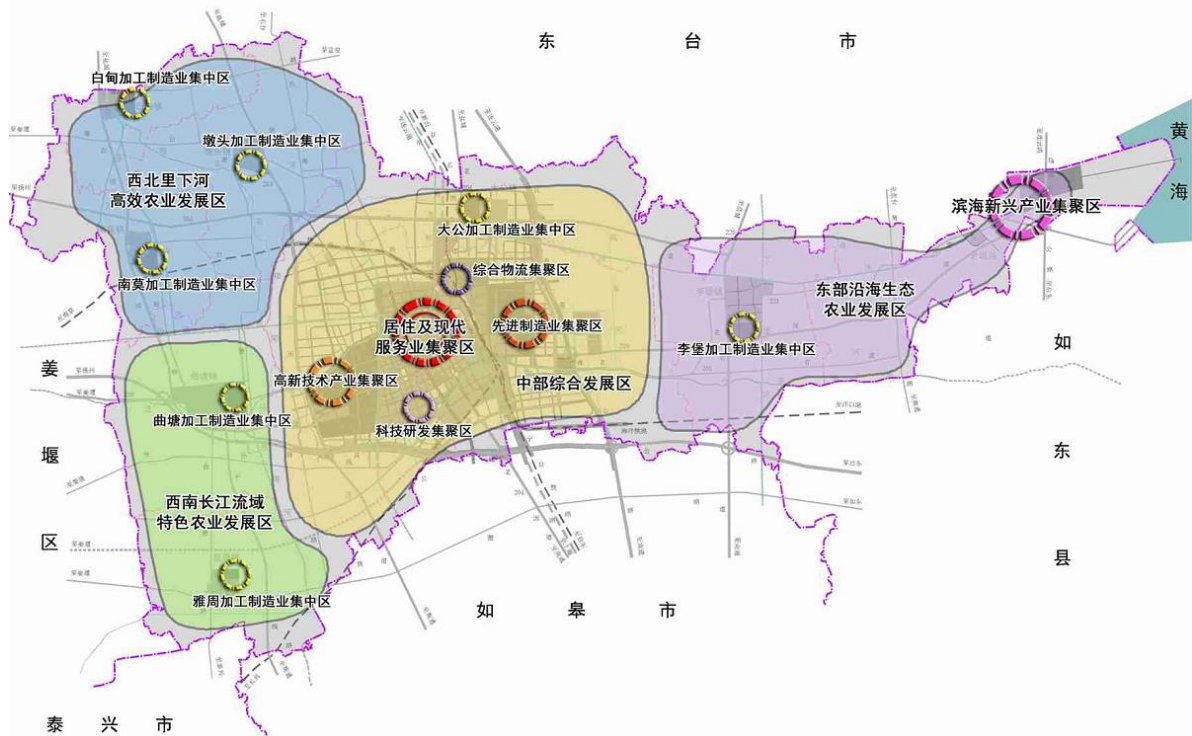
资料来源：2019-2021 年海安市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

**产业情况：海安市产业结构较为多元化，并形成了“4+4+N”的特色产业集群，工业经济发展较好。**海安市产业结构以第二产业为主，现有工业规模企业超千家、亿元企业近300家，是江苏长江以北首个工业应税销售超2,000亿元的县级城市。海安市产业较为多元化，已形成了时尚锦纶、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。四大主导产业、四大新兴产业以及生物医药、农副产品精深加工等共同形成了海安市“4+4+N”的特色产业集群，目前海安市拥有2家上市公司，其中联发股份为纺织产业的代表性企业，环保新能源产业以中国天楹为代表。2021年实现工业应税销售2,370.1亿元，规上工业总产值增长26.2%，应税销售超100亿元企业3家、超50亿元企业8家，工业经济发展较好。

产业配套方面，海安市拥有国家级开发区、省级高新区等多个产业园区，已先后建成电梯设备、建材机械、锻压设备、磁性材料等4个国家火炬特色产业基地，形成时尚锦纶、纺织丝绸、机器人及智能制造、电子信息等十大产业集群，拥有时尚锦纶产业园、电子信息产业园、常安纺织科技园、机器人及智能制造产业园等十大专业园区。拥有国家级工程技术研究中心3家、省级工程技术研究中心79家、国家级高新技术企业374家，总数南通第一、全省前列。建筑业快速发展，拥有建筑企业525家，其中特级

资质3家，先后获得“鲁班奖”38项，“国家优质工程奖”33项，“詹天佑奖”31项。

图2 海安产业规划图



资料来源：海安市规划局网站，中证鹏元整理

**发展规划及机遇：**在“一带一路”“长江经济带”“长三角区域一体化”“沿海开发”等国家重大战略的叠加下，海安积极融入苏南、接轨上海。根据《海安市国民经济和社会发展的第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，“十四五”期间，盐通高铁、南通新机场、通州湾新出海口等一批重大交通工程实施，海安的枢纽区位优势将更加凸显。

**财政及债务水平：**近年海安市财政收入稳步提升，税收收入占比较高。2021年海安市实现一般公共预算收入69.5亿元，同比增长7.7%，其中税收收入占比较高，但近年财政自给率小幅下降；实现政府性基金收入151.36亿元，同比增长0.69%。区域债务方面，近三年海安市地方政府债务余额持续扩张，复合增长率为6.82%。

表3 海安市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	69.50	64.54	62.66
税收收入占比	82.10%	82.97%	84.01%
财政自给率	49.79%	50.10%	53.37%
政府性基金收入	151.36	150.33	111.38

地方政府债务余额	217.12	208.71	190.29
----------	--------	--------	--------

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%。

资料来源：海安市各年财政预决算报告，中证鹏元整理

**投融资平台：**海安市发债企业较多，市区域内的投融资一级主体有4家，分别为海安市城建开发投资有限公司（以下简称“海安城建”）、江苏开晟产业发展集团有限公司（以下简称“开晟集团”）、海安开发区建设投资有限公司（以下简称“海安开投”）和江苏瑞海投资控股集团有限公司（以下简称“瑞海投资”）。前三家公司分别主要负责海安市城区、经济技术开发区和高新区范围内的土地整理、基础设施建设、园区开发等业务，瑞海投资业务主要为地产、物业管理、金融投资、酒店、教育和文旅产业板块。

在4家市级一级主体中，海安城建拥有全资子公司海安城镇建设投资有限公司，开晟集团拥有全资子公司海安经济技术开发区控股集团有限公司及江苏腾海投资控股集团有限公司，瑞海投资拥有全资子公司海安城改及江苏海安商贸物流集团有限公司，以上公司均有债券发行。

此外，南通运通港务发展有限公司（以下简称“运通港务”）主要负责海安市交通、水利基础设施建设；江苏曲水园城镇化建设投资有限公司（以下简称“曲水园城建”）主要负责海安市曲塘镇范围的土地整理及基建业务。整体来看，海安市区域内城投公司债务体量较大。

**表4 海安市主要城投平台情况（单位：亿元、%）**

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
海安城建	海安市政府国有资产监督管理委员会	204.47	63.40	13.79	233.91	负责海安市内城市基础设施建设、交通运输、水务投建营
开晟集团	海安经济技术开发区管理委员会	204.45	62.45	21.28	326.19	主要负责海安经开区内的土地综合开发、基础设施建设和安置房建设业务
海安开投	海安经济技术开发区管理委员会	233.92	59.29	7.09	222.94	负责海安高新区土地整理、园区开发及房地产开发业务
瑞海投资	海安国资中心	140.73	66.95	21.78	160.87	集地产、物业管理、金融投资、酒店、教育和文旅产业于一体的综合性集团公司
曲水园城建	海安国资中心	47.95	44.14	6.29	33.46	海安市曲塘镇基建、土地整理
运通港务	海安国资中心	78.36	61.77	9.03	98.85	负责海安市内交通、水利基础设施的投建营

注1：财务指标为2020年报数据；

注2：瑞海投资的总债务=短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券，未考虑债务调整项

资料来源：Wind、债券发行人公告、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

## 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。2021年公司保障房销售收入较上年增幅较大，且当期实现土地整理收入3.40亿元，得益于此，2021年公司营业收入较上年有所增长；2021年政府按账面价值收回公司一块土地，公司确认土地回购收入

5.20亿元，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，2021年公司保障房销售业务毛利率较上年大幅下降至负数，主要系当期销售的保障房单价较低所致，受此影响，2021年公司销售毛利率由正转负。

**表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
保障房销售	3.73	-26.02%	1.89	23.44%
土地整理	3.40	4.39%	0.00	-
其他业务	5.53	5.04%	5.75	3.06%
<b>合计</b>	<b>12.66</b>	<b>-4.29%</b>	<b>7.64</b>	<b>8.10%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

**2021年公司保障房销售收入大幅增长，但该业务毛利率为负，公司已建设完成未出售以及主要在建、拟建保障房规模较大，未来保障房销售收入较有保障，但随着在建、拟建项目的陆续投入，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。

2021年公司销售的保障房项目包括凤栖花园、吉祥佳苑、如意佳苑等，销售面积合计 6.43万平方米，实现保障房销售收入3.73亿元，较上年大幅增长，由于当期销售的保障房均价较上年有所下降，为 5,797.43元/平方米，不足以覆盖成本，受此影响，当期公司保障房销售业务毛利率为负。但2021年公司收到较大规模的保障房业务补助资金，其中7.50亿元计入递延收益，1.08亿元计入其他收益。

**表6 2020-2021 年公司保障房销售情况（单位：万平方米、元/平方米、亿元）**

项目	2021年	2020年
结转收入面积	6.43	2.20
销售单价	5,797.43	8,582.10
结转收入	3.73	1.89
销售毛利率	-26.02%	23.44%

来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司已建设完成未出售的保障房账面价值为37.29亿元，此外，截至2022年3月末，公司在建、拟建的保障房项目规模较大，计划总投资合计56.51亿元，已投资金额合计27.92亿元，尚需投资28.59亿元，随着公司已建设完成的保障房的对外销售及在建、拟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，且随着在建、拟建保障房项目的陆续投入，公司面临较大资金压力。

**表7 截至 2022 年 3 月末公司主要在建及拟建保障房建设项目情况（亿元、万平方米）**

项目状态	项目名称	总投资	已投资	住宅面积
在建	海安火车站前保障性住房	9.80	6.90	13.58
	瑞融佳苑	12.21	12.19	16.05
	凤栖花园二期	9.50	8.83	15.16
小计	-	<b>31.51</b>	<b>27.92</b>	<b>44.79</b>
拟建	雅仕书院	5.00	0.00	4.34
	滨河花园	10.50	0.00	12.93
	凤鸣花园	9.50	0.00	11.10
小计	-	<b>25.00</b>	<b>0.00</b>	<b>28.37</b>
合计	-	<b>56.51</b>	<b>27.92</b>	<b>73.16</b>

来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司实现了一定规模土地整理收入，尚未结转的土地整理成本及在建土地整理项目规模较大，未来该业务收入较有保障，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，且在建土地整理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。2021年公司通过对草坝路改造工程B区、金融集聚区进行结算实现土地整理收入3.40亿元，业务毛利率为4.39%。

**表8 2021 年末公司土地整理收入明细（单位：亿元）**

项目名称	收入	成本
草坝路改造工程 B 区	1.93	1.83
金融集聚区	1.47	1.42
合计	<b>3.40</b>	<b>3.25</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司存货中尚未结转的土地整理成本为 134.06亿元。截至2022年3月末，公司在建的土地整理项目包括新通扬河生态区和闸东路2个项目，计划总投资合计97.00亿元，已投资合计82.46亿元，尚需投资14.54亿元，未来土地整理业务收入较有保障，但需要注意的是，该业务收入受土地移交进度影响较大，面临较大波动风险，且在建土地整理项目尚需投入较多资金，将进一步加大公司的资金压力。

**表9 截至 2022 年 3 月末公司主要在建土地整理项目情况（单位：万平方米、亿元）**

项目名称	面积	总投资	已投资
新通扬河生态区	665.67	90.00	75.50
闸东路	8.37	7.00	6.96
<b>合计</b>	<b>674.04</b>	<b>97.00</b>	<b>82.46</b>

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，在资产注入及财政补贴方面获得较大力度的外部支持，2021年海安国资中心将部分公租房资产无偿划转给子公司海安保障房，增加公司资本公积2.12亿元，一定程度提升了公司资本实力，此外，公司还收到政府补助1.61亿元，其中保障房业务补助资金为1.08亿元，计入其他收益，有效提升了公司盈利水平。

## 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2020-2021年审计报告及未经审计的2022年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制，执行新会计准则及公司重大前期差错更正事项对本期期初资产负债表相关会计科目的影响见表10。2021年公司合并范围无变化，截至2021年末，公司合并范围子公司情况见附录四。

**表10 执行新会计准则及公司重大前期差错更正事项对本期期初资产负债表相关会计科目的影响（单位：万元）**

会计科目	2020年12月31日	重分类涉及科目	重分类影响金额	差错更正影响金额	2021年1月1日
可供出售金融资产	34,200.00	交易性金融资产	-2,000.00	0.00	0.00
		其他非流动金融资产	-32,200.00	0.00	
其他流动资产	73,432.19	交易性金融资产	-60,000.00	203.83	13,636.03
其他应收款	536,973.31	-	0.00	20,206.15	557,179.46
存货	1,854,316.20	-	0.00	-2,152.53	1,852,163.67
其他非流动资产	41,214.61	其他非流动金融资产	-7,000.00	0.00	34,214.61
		其他流动资产	60,000.00	0.00	
交易性金融资产	0.00	可供出售金融资产	2,000.00	0.00	62,000.00
		其他非流动金融资产	32,200.00	0.00	
其他非流动金融资产	0.00	可供出售金融资产	32,200.00	0.00	39,200.00
		其他非流动资产	7,000.00	0.00	

短期借款	17,150.00	其他应付款	7.10	0.00	17,157.10
其他应付款	421,177.19	短期借款	-7.10	0.00	405,146.28
		一年内到期非流动负债	-16,023.80	0.00	
一年内到期非流动负债	131,000.00	其他应付款	16,023.80	0.00	147,023.80
预收账款	129,950.72	合同负债	-122,819.95	0.00	989.77
		其他流动负债	-6,141.00	0.00	
合同负债	0.00	预收账款	122,819.95	0.00	122,819.95
其他流动负债	0.00	预收账款	6,141.00	0.00	6,141.00
未分配利润	133,916.30	-	0.00	18,257.45	152,173.75

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 资产结构与质量

### 2021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，2021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，随着项目建设资金的陆续投入以及4.00亿元定期存单重分类至其他流动资产，2021年末公司货币资金较上年末有所下降，无使用受限的货币资金。2021年末公司交易性金融资产主要系金融机构理财产品。其他应收款主要为应收其他单位的往来款和拆借款，2021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85.40%，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，2021年末存货规模也有所增长，主要包括开发成本164.74亿元，主要为土地拆迁及保障房开发成本，开发产品37.29亿元，系已建设完成未出售的保障房。2021年末公司其他流动资产主要系定期存单，账面价值较上年末小幅下降。

非流动资产方面，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，2021年末公司投资性房地产账面价值同比有所增长，主要系公司当期购入较多商用土地并计入投资性房地产，截至2021年末，公司计入投资性房地产的房产及土地面积共计56.65万平方米，已抵押16.47亿元，占投资性房地产账面价值的46.03%。2021年末公司其他非流动资产账面价值同比有所增加，主要系当期新增预付土地出让金、定期存单以及公司对中投融资担保海安有限公司追加投资所致。

整体来看，2021年末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11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年3月末		2021年末		2021年初		2020年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	34.31	9.78%	34.25	9.84%	39.39	12.16%	39.39	12.23%
交易性金融资产	4.48	1.28%	4.48	1.29%	6.20	1.91%	0.00	0.00%
其他应收款	53.85	15.35%	50.02	14.38%	55.72	17.20%	53.70	16.67%
存货	202.35	57.67%	202.11	58.09%	185.22	57.18%	185.43	57.57%
其他流动资产	6.03	1.72%	6.60	1.90%	1.36	0.42%	7.34	2.28%
<b>流动资产合计</b>	<b>302.46</b>	<b>86.20%</b>	<b>299.55</b>	<b>86.09%</b>	<b>291.61</b>	90.02%	<b>289.58</b>	<b>89.90%</b>
可供出售金融资产	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	3.42	1.06%
投资性房地产	38.95	11.10%	35.78	10.28%	24.92	7.69%	24.92	7.74%
其他非流动资产	6.62	1.89%	9.70	2.79%	3.42	1.06%	4.12	1.28%
<b>非流动资产合计</b>	<b>48.43</b>	<b>13.80%</b>	<b>48.38</b>	<b>13.91%</b>	<b>32.34</b>	9.98%	<b>32.54</b>	<b>10.10%</b>
<b>资产总计</b>	<b>350.89</b>	<b>100.00%</b>	<b>347.93</b>	<b>100.00%</b>	<b>323.94</b>	100.00%	<b>322.12</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 收入质量与盈利能力

**2021年公司营业收入有所增长，销售毛利率由正转负，政府补助很大程度上弥补了公司的亏损**

2021年公司营业收入有所增长，主要系当期保障房销售规模增加，同时对部分土地整理项目进行结算所致。截至2021年末，公司保障房及土地整理业务尚未结转收入的成本及在建及拟建的项目（包括保障房、土地整理）规模较大，未来公司收入较有保障。毛利率方面，由于2021年公司的保障房销售均价较低，使得保障房销售业务毛利率大幅下降至负数，受此影响，2021年公司的销售毛利率由正转负。业务回款方面，2021年收现比为63.07%，较2020年大幅下降。2021年政府补助占公司利润总额的比重为312.83%，很大程度上弥补了公司的亏损。

**表12 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
收现比	11.54%	63.07%	121.75%
营业收入	9.38	12.66	7.64
营业利润	0.17	0.56	0.47
其他收益	0.00	1.61	0.13
利润总额	0.16	0.52	0.46
销售毛利率	3.29%	-4.29%	8.10%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 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有所增长，短期债务占比有所提升，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保障房业务补助资金计入递延收益，2021年末公司负债总额较上年末有所提高；得益于海安国资中心无偿划转的公租房资产，2021年末公司所有者权益规模较上年末也有所提高，2022年3月末，公司产权比率为215.13%，较2020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3 公司资本结构

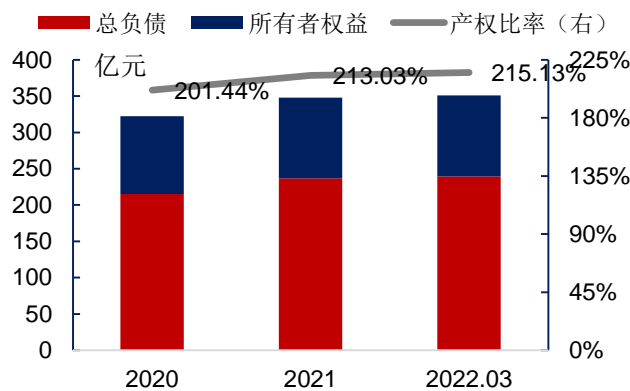
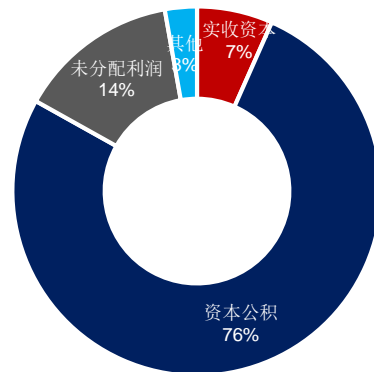


图4 2022年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022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2022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，2021年末公司应付账款主要包括应付工程款8.60亿元和暂估应付账款1.14亿元，应付账款账面余额较上年末有所增加，主要系公司应付工程款增加所致。2021年末公司合同负债账面余额为18.34亿元，系从预收款项转入及当期新增的预收房款。其他应付款主要为向其他单位拆借的资金及往来款，2021年末公司其他应付款账面余额较上年末有所增加，其中拆借资金47.48亿元、往来款1.17亿元，应付对象主要为地方国有企业，偿还期限具有一定弹性。2021年末，公司一年内到期的非流动负债较上年末有所增长，总体来看，公司短期债务规模有所增加，面临的短期偿债压力有所加大。2021年末公司其他流动负债主要系应付华夏银行的短期融资款，2022年3月末其他流动负债账面余额有所增加，主要系2022年一季度公司新增一笔3.05亿元的委托贷款所致。

非流动负债方面，随着公司融资的扩张，2021年末，公司长期借款账面余额较上年末有所增长，随着“15海安城改债/PR海城改”、“18海安动迁债01”、“18海安动迁债02”及“18海安动迁债03”提前偿还本金，2021年末公司应付债券账面余额较上年末有所下降。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

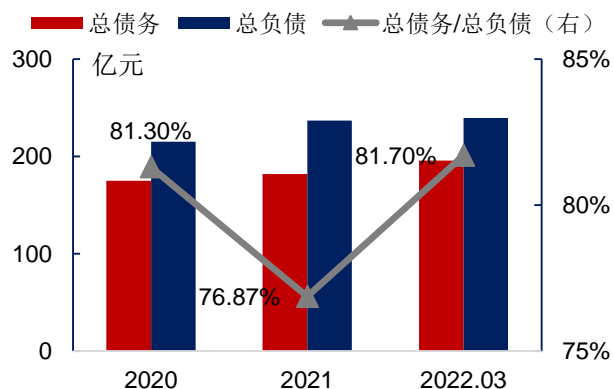
项目	2022年3月末		2021年末		2021年初		2020年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.97	1.24%	2.97	1.26%	1.72	0.80%	1.72	0.80%

应付账款	5.64	2.36%	9.98	4.21%	7.54	3.50%	7.54	3.50%
预收款项	0.01	0.00%	0.06	0.02%	0.10	0.05%	13.00	6.04%
合同负债	10.05	4.19%	18.34	7.75%	12.28	5.70%	0.00	0.00%
其他应付款	57.44	23.98%	49.26	20.80%	40.51	18.82%	42.12	19.57%
一年内到期的非流动负债	20.31	8.48%	16.35	6.90%	14.70	6.83%	13.10	6.09%
其他流动负债	6.60	2.75%	3.95	1.67%	0.61	0.28%	0.00	0.00%
<b>流动负债合计</b>	<b>103.55</b>	<b>43.23%</b>	<b>101.48</b>	<b>42.86%</b>	<b>78.97</b>	36.69%	<b>78.97</b>	<b>36.69%</b>
长期借款	50.94	21.27%	48.61	20.53%	37.20	17.28%	37.20	17.28%
应付债券	38.23	15.96%	43.23	18.26%	53.46	24.84%	53.46	24.83%
长期应付款	23.23	9.70%	20.37	8.60%	30.09	13.98%	30.09	13.98%
<b>非流动负债合计</b>	<b>135.99</b>	<b>56.77%</b>	<b>135.30</b>	<b>57.14%</b>	<b>136.29</b>	63.31%	<b>136.29</b>	<b>63.31%</b>
<b>负债合计</b>	<b>239.54</b>	<b>100.00%</b>	<b>236.78</b>	<b>100.00%</b>	<b>215.26</b>	100.00%	<b>215.26</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

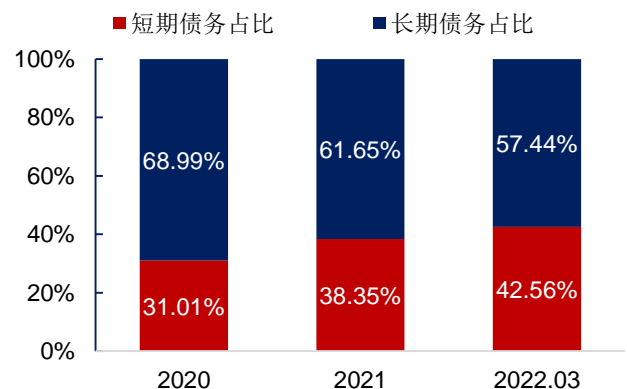
截至2022年3月末，公司总债务规模为195.70亿元，较2020年末增长11.82%，占负债总额的81.70%，从债务结构来看，公司短期债务占总债务的比例为42.56%，较2020年末占比有所提高，总体来看，公司总债务规模较大且有所增长，短期债务占比偏高，面临较大的偿债压力。

图 5 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

图 6 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

偿债指标方面，2022年3月末，公司资产负债率为68.27%，较2020年末有所提高，公司负债水平仍较高，现金短期债务比为0.47，较2020年末有所下降，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。2021年公司EBITDA利息保障倍数为0.06，仍处于低水平，公司盈利水平对利息的保障程度弱。

**表14 公司偿债能力指标**

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	68.27%	68.05%	66.83%
现金短期债务比	0.47	0.55	0.73
EBITDA 利息保障倍数	--	0.06	0.05

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年5月16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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

### 或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保余额为55.48亿元，占同期末所有者权益的49.91%，担保对象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15 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：亿元）**

被担保方	担保余额
海安新农村建设管理有限公司	0.98
鑫缘茧丝绸集团股份有限公司	1.50
新希望投资建设有限公司	0.80
海安市城建开发投资集团有限公司	0.90
海安市水务集团排水有限公司	0.93
海安市水务集团供水有限公司	0.88
南通上湖创新区建设投资有限公司	1.80
海安瑞华棚户区改造投资建设有限公司	30.90
江苏海安商贸物流集团有限公司	8.75
南通通瑞科技发展有限公司	2.00
江苏海安保税物流中心有限公司	0.75
海安汇川商贸有限公司	0.51
海安众合投资建设有限公司	0.50
海安瑞保贸易有限公司	0.48
海安佳保利商贸有限公司	0.48
江苏海安凤山港务有限公司	0.46
海安瑞海城镇化投资建设有限公司	0.25
个人按揭贷款业主	2.61

合计

55.48

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 八、抗风险能力分析

海安市经济发展水平在全国百强县排名中靠前，且近年海安市经济实力持续增强，工业经济发展较好；公司是海安市主要的土地征拆迁和保障房建设主体，公司保障房及土地整理业务尚未结转收入的成本及在建、拟建项目（包括保障房、土地整理）规模较大，未来公司收入较有保障；此外，公司在资产注入及财政补贴方面继续获得较大的外部支持。

但需要注意的是，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；公司主要在建、拟建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力；公司资产负债率处于较高水平，总债务规模较大面临较大的偿债压力；此外，公司面临一定的或有负债风险。

## 九、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能有效提升“15海安城改债/PR海城改”的信用等级

中投保对“15海安城改债/PR海城改”的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。在“15海安城改债/PR海城改”存续期及“15海安城改债/PR海城改”到期之日起两年内，如公司不能按期兑付债券本金及到期利息，中投保保证将债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，划入公司债券登记机构或主承销商指定的账户。

中投保于1993年经国务院批准，由财政部、原国家经贸委出资成立，是国内首家全国性专业担保机构。截至2021年末，中投保注册资本和股本总额均为45.00亿元，国家开发投资集团有限公司（以下简称“国投集团”）为中投保控股股东，持有其48.93%的股份，国投集团作为国务院批准设立的国家投资控股公司，综合实力强，能提升中投保品牌形象，并在业务拓展、资金等方面给予中投保大力支持。国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）持有国投集团90.00%的股份，中投保实际控制人为国资委。截至2021年末，中投保前十大股东情况如下表所示。

**表16 截至 2021 年末中投保前十大股东情况（单位：亿股）**

序号	股东名称	期末持股数	期末持股比例
1	国家开发投资集团有限公司	22.02	48.93%
2	中信资本担保投资有限公司	5.01	11.14%
3	金鼎投资(天津)有限公司	4.97	11.05%
4	鼎晖嘉德（中国）有限公司	4.50	10.00%

5	Tetrad Ventures Pte Ltd	3.43	7.62%
6	中信证券投资有限公司	1.90	4.23%
7	孙晨	0.45	1.00%
8	宁波华舆股权投资合伙企业（有限合伙）	0.40	0.89%
9	上海义信投资管理有限公司	0.39	0.87%
10	增慧芳	0.27	0.60%
<b>合计</b>		<b>43.34</b>	<b>96.33%</b>

资料来源：中投保 2021 年年报，中证鹏元整理

中投保作为国内担保行业的龙头企业，近年来积极推进业务、产品和领域创新，经过长期的发展和业务实践，已形成了跨货币市场、股票市场、债券市场的业务线，致力打造以“担保增信为主体、资管投资和金融科技为两翼”的“一体两翼”业务架构。中投保主要业务为担保业务，包括融资性担保和非融资性担保等，同时中投保利用自有资金开展投资业务，为担保主业的发展提供重要支撑。受益于新增担保业务规模大幅增长，2021年中投保已赚保费显著增长，2021年已赚保费4.45亿元，同比增长54.21%。受2020年大额投资项目退出影响，当年确认投资收益规模较大，2021年中投保投资收益同比下降60.00%至11.99亿元。总体来看，2021年中投保营业收入有所下降，2021年实现营业收入23.81亿元，同比下降38.87%。

**表17 中投保营业收入构成情况（单位：万元）**

项目	2021年	2020年	2019年
	金额	金额	金额
担保业务收入	99,862.00	21,593.76	17,839.79
减：分出保费	609.40	580.49	656.20
减：提取未到期责任准备金	54,757.01	-7,839.80	-17,830.34
已赚保费	44,495.59	28,853.07	35,013.93
投资收益	119,858.76	299,670.01	175,012.36
其他收益	1,364.45	202.97	546.02
公允价值变动损益	21,971.66	31,415.57	956.92
汇兑损益	28,980.83	-7,122.85	568.80
其他业务收入	18,214.37	35,843.40	17,341.12
资产处置收益	3,202.31	635.10	216.82
<b>营业收入合计</b>	<b>238,087.96</b>	<b>389,497.26</b>	<b>229,655.97</b>

资料来源：中投保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

中投保担保业务分为融资担保和非融资担保两大类，其中以融资担保业务为主。融资担保业务包括公共融资类担保、房地产类金融产品担保及其他金融产品担保等；非融资担保业务主要包括诉讼保全担保、履约担保等。除传统的担保业务之外，近年来中投保加大担保业务创新力度，主要围绕资产证券化（ABS）、类REITS、CMBS等方向开拓业务，拓展供应链金融平台担保增信等业务领域，并取得了一定成效。

2020年以来中投保调整业务开展思路，2021年以来大力发展担保增信业务，当年业务投放规模同比显著增长，期末担保业务规模同比亦有较明显增长。2021年中投保新增担保额429.10亿元，是2020年新增担保额的2.23倍，2021年末担保余额为634.62亿元，较2020年末增长32.20%，主要系债券类担保和银行间接融资担保规模大幅增长所致。随着业务规模增长，中投保融资担保责任余额放大倍数亦有所上升，由2020年末的3.67倍上升至2021年末的4.94倍。

2021年，中投保进一步加强风险控制体系建设，并根据“全面风险管理”理念以及动态跟踪管理等手段管理控制风险。此外，中投保确立了按照“风险与效率”平衡的原则不断完善风险管理工作的指导思想，根据外部环境和自身战略规划，优化和完善风险管理机制，风险管理能力进一步提升。2021年当期担保业务未发生代偿。整体来看，中投保风险防控体系较为完善，运行效果较好，风险控制能力较强。但在宏观经济增速放缓、国内疫情反复以及部分重点业务开展领域相关融资政策调整仍给中投保未来业务开展、风险管理提出一定挑战。

风险准备金计提方面，受新增担保业务规模大幅增长影响，2021年中投保计提的担保风险准备金、未到期责任准备金和一般风险准备金均呈增长态势，2021年末前述三类准备金余额分别为12.04亿元、9.18亿元和5.23亿元，分别同比增长18.33%、147.75%和8.07%。截至2021年末，中投保应收代位追偿款账面余额7.89亿元，已计提坏账准备7.89亿元，年末账面净额仅24.98万元，2021年末中投保拨备覆盖率同比大幅提升且处于很高水平。

**表18 担保业务开展情况（单位：亿元）**

项目	2021年	2020年	2019年
当期新增担保额	429.10	192.03	87.70
当期解除担保额	274.51	213.68	265.01
期末担保余额	634.62	480.03	501.67
融资担保余额	587.35	459.94	481.98
非融资担保余额	47.28	20.09	19.69
融资担保责任余额	471.03	368.98	336.29
融资担保责任余额放大倍数	4.94	3.67	3.24
当期担保代偿额	0.00	0.32	0.74
当期担保代偿率	0.00%	0.15%	0.28%
当年代偿回收额	0.04	0.24	0.35
累计代偿回收率	0.37%	1.90%	2.76%
担保风险准备金	26.30	18.72	12.68
拨备覆盖率	1,052,804.31%	749,424.23%	507,712.19%

资料来源：中投保 2019-2021 年审计报告及年报，中证鹏元整理

集中度方面，2021年末中投保担保业务客户中第一大行业水利、环境和公共设施管理业客户担保余额合计为166.82亿元，相当于同期末中投保权益总额的149.82%；区域分布方面，中投保担保客户主要位于江苏省、山东省等经济发达地区，2021年末中投保在江苏省的客户担保余额合计为170.37亿元，

相当于同期末中投保权益总额的153.00%。从客户集中度来看，截至2021年末，中投保担保业务单一最大客户和前十大客户担保余额分别为14.40亿元和115.80亿元，分别占期末净资产的比例为12.93%和104.00%。整体来看，中投保在行业、地区、客户等方面的集中度较高，不利于其实现风险分散。

近年来中投保资产规模较为稳定，以金融资产为主，金融资产在总资产中的占比保持在50%左右。截至2021年末，中投保资产总额262.56亿元，同比增长1.56%，其中货币资金为27.57亿元，较2020年末增长122.02%，占总资产的比重为10.50%，货币资金中有13.65亿元银行存款因为子公司上海经投资产管理有限公司提供借款质押担保受限，受限货币资金在同期末货币资金中的占比为49.51%；2021年末定期存款为43.84亿元，较2020年末减少42.19%，占总资产的比重为16.70%，上述变动主要系中投保考虑资金安全及收益性，对资金配置结构进行调整所致。2021年末中投保金融投资合计金额为144.07亿元，同比增长13.01%，金融投资主要分为交易性金融资产、债权投资和其他债权投资三大类。截至2021年末，中投保交易性金融资产金额为98.05亿元，同比增长17.46%，主要系2021年中投保增加理财资产配置所致；2021年末其他债权投资金额为28.42亿元，同比增长17.45%，主要系2021年中投保加大对高信用评级债券资产投资力度所致。中投保投资资产规模较大，需关注投资业务相关的信用风险和市场风险。2021年末，中投保本部 I、II、III级资产占资产总额扣除应收代偿款后的比例分别为58.84%、15.57%和 25.59%，I、II、III级资产比例指标满足相应监管要求。

2021年末中投保负债规模和负债结构较上年末保持稳定。截至2021年末，中投保负债合计151.22亿元，较2020年末增长6.42%，负债构成仍以长期债务为主。2021年末中投保短期借款余额为32.87亿元，占负债总额的21.74%。2021年随着新增担保业务规模大幅上升，中投保计提的未到期责任准备金显著增长，2021年末未到期责任准备金为9.18亿元，同比增长147.77%。2021年末中投保长期借款余额为43.67亿元，主要为向亚洲开发银行（以下简称“亚行”）的信用借款，另有一定规模向国有大型商业银行和国投集团下属财务公司的借款。2021年末应付债券余额为44.75亿元，占负债总额的29.59%，主要为面向合格投资者发行的公司债券。

截至2021年末，中投保所有者权益总额111.35亿元，同比下降4.36%，所有者权益呈小幅下降，但总体来看权益稳定性尚可。截至2021年末，中投保融资性担保责任余额放大倍数为4.94倍，整体来看仍具备较大的业务发展空间。

2021年受益于新增担保业务规模大幅上升，中投保担保业务收入显著增长，2021年担保业务收入为9.99亿元，同比增长362.46%。受2021年投资收益大幅下降影响，2021年中投保营业收入同比下降较为明显，2021年实现营业收入23.81亿元，同比下降38.87%。2021年中投保实现净利润8.07亿元，同比下降3.24%。2021年净资产收益率和总资产收益率分别为7.09%和3.10%，同比分别下降0.39和0.09个百分点。剔除非经常性损益影响，整体来看中投保盈利能力较为稳定。



**表19 中投保主要盈利指标情况（单位：亿元）**

项目	2021年	2020年	2019年
营业收入	23.81	38.95	22.97
担保业务收入	9.99	2.16	1.78
已赚保费	4.45	2.89	3.50
投资收益	11.99	29.97	17.50
提取担保赔偿准备金	1.83	6.67	0.96
业务及管理费	3.79	6.25	4.72
信用减值损失	3.78	5.51	1.80
营业利润	10.32	12.52	9.70
利润总额	10.32	12.50	9.70
净利润	8.07	8.34	8.31
营业利润率	43.36%	32.14%	42.25%
净资产收益率	7.09%	7.48%	7.99%
总资产收益率	3.10%	3.19%	3.54%

资料来源：中投保 2019-2021 年审计报告及年报，中证鹏元整理

从外部支持来看，中投保第一大股东为国投集团，综合实力雄厚，有利于提升其品牌形象，并在业务拓展、资金等方面获得大力支持。

综上所述，中投保综合实力强，业务发展稳健，创新能力较强；股东背景良好，实力雄厚，可在业务拓展、资金等方面为其提供大力支持；风险控制体系较为完善，风险控制和管理能力较强，担保代偿水平很低，拨备覆盖率和处于很高水平，整体代偿能力极强。同时，中证鹏元也关注到，中投保担保业务行业和区域集中度较高，不利于分散风险；宏观经济增速放缓、国内疫情反复以及部分重点业务开展领域相关融资政策调整仍给中投保未来业务开展、风险管理提出一定挑战，同时中投保投资资产规模相对较大，也给其带来了一定的信用风险和市场风险敞口。

经中证鹏元综合评定，中投保主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，其提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保能有效提升“15海安城改债/PR海城改”的安全性。

## 十、结论

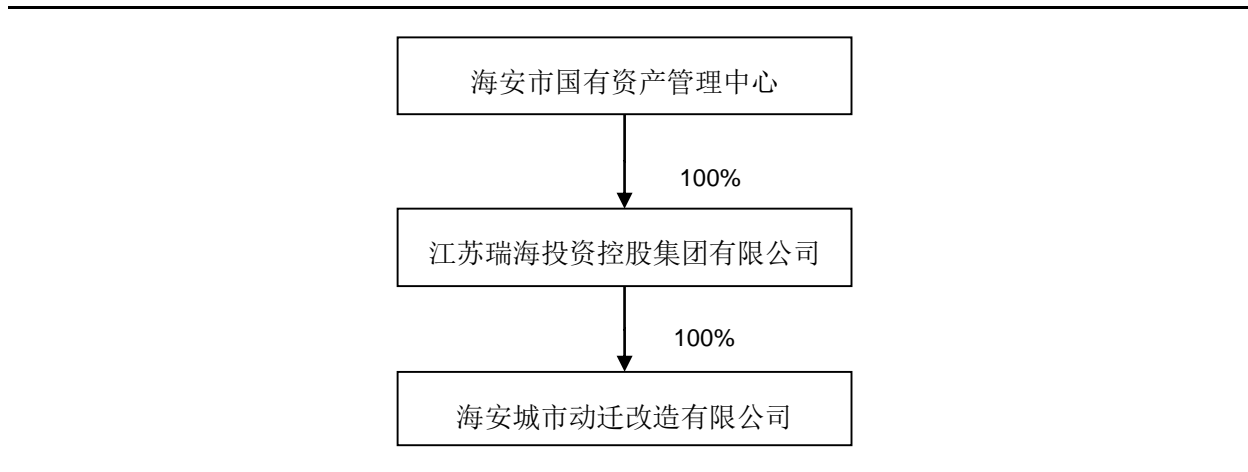
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“15海安城改债/PR海城改”的信用等级为AAA。

## 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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	34.31	34.25	39.39	24.34
其他应收款	53.85	50.02	53.70	65.81
存货	202.35	202.11	185.43	157.67
流动资产合计	302.46	299.55	289.58	252.66
投资性房地产	38.95	35.78	24.92	14.05
非流动资产合计	48.43	48.38	32.54	33.36
资产总计	350.89	347.93	322.12	286.02
短期借款	2.97	2.97	1.72	0.00
其他应付款	57.44	49.26	42.12	64.17
一年内到期的非流动负债	20.31	16.35	13.10	4.80
流动负债合计	103.55	101.48	78.97	86.05
长期借款	50.94	48.61	37.20	28.51
应付债券	38.23	43.23	53.46	31.45
长期应付款	23.23	20.37	30.09	40.59
非流动负债合计	135.99	135.30	136.29	103.48
负债合计	239.54	236.78	215.26	189.53
总债务	195.70	182.01	175.01	149.43
营业收入	9.38	12.66	7.64	11.13
所有者权益	111.35	111.15	106.86	96.49
营业利润	0.17	0.56	0.47	0.61
其他收益	0.00	1.61	0.13	1.01
利润总额	0.16	0.52	0.46	0.61
经营活动产生的现金流量净额	-11.36	9.95	-4.74	-20.05
投资活动产生的现金流量净额	-4.10	-8.37	-7.56	-5.08
筹资活动产生的现金流量净额	15.52	-2.71	25.35	4.54
<b>财务指标</b>	<b>2022年3月</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>	<b>2019年</b>
销售毛利率	3.29%	-4.29%	8.10%	-2.20%
收现比	11.54%	63.07%	121.75%	135.05%
资产负债率	68.27%	68.05%	66.83%	66.26%
现金短期债务比	0.47	0.55	0.73	0.50
EBITDA（亿元）	--	0.61	0.51	0.66
EBITDA 利息保障倍数	--	0.06	0.05	0.08

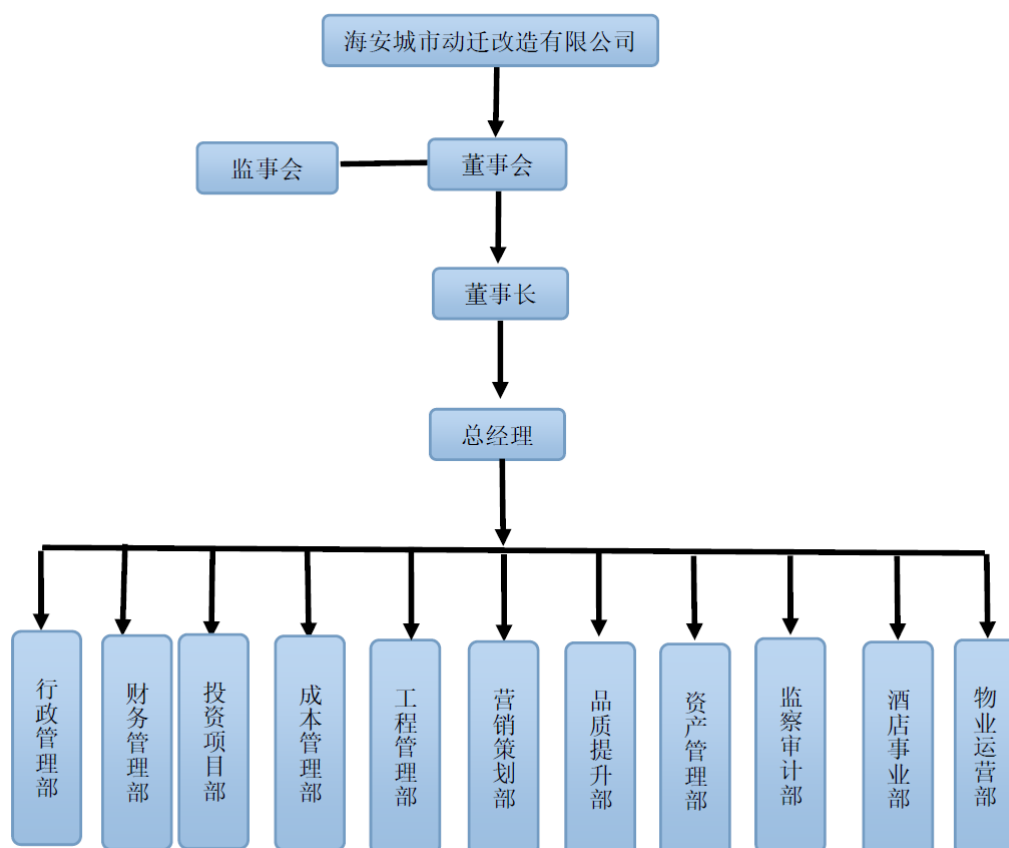
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 4 月末）



资料来源：公司提供

### 附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 4 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2021 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 2021 年审计报告、公开资料，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。