

连云港恒驰实业有限公司 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：徐晓东 xdxu@ccxi.com.cn

项目组成员：陶 景 jtao@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2022 年 6 月 27 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级结果决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 1552 号

连云港恒驰实业有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内的相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“17 连云恒驰 01/17 恒驰 01”、“17 连云恒驰 02/17 恒驰 02”的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十七日

评级观点：中诚信国际维持连云港恒驰实业有限公司（以下简称“恒驰实业”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“17 连云港恒驰 01/17 恒驰 01”、“17 连云港恒驰 02/17 恒驰 02”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了灌云县区域经济保持增长为公司业务发展提供良好外部环境、持续的政府支持等方面的优势对公司整体信用实力提供了有利支持。同时，中诚信国际关注到公司代建项目投资规模较大、结算进度缓慢、负面影响资产流动性，同时自营项目未来经营及资金平衡情况需关注，以及面临较大的短期偿债压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

恒驰实业（合并口径）	2019	2020	2021
总资产（亿元）	134.80	136.07	133.25
所有者权益合计（亿元）	74.00	75.59	77.41
总负债（亿元）	60.80	60.48	55.84
总债务（亿元）	47.17	47.41	44.05
营业总收入（亿元）	9.20	9.68	9.92
经营性业务利润（亿元）	2.13	2.15	2.13
净利润（亿元）	1.53	1.59	1.56
EBITDA（亿元）	2.85	2.57	3.07
经营活动净现金流（亿元）	-2.33	-0.57	1.12
收现比(X)	1.01	1.06	0.58
营业毛利率(%)	22.98	22.80	22.80
应收类款项/总资产(%)	17.23	20.39	23.15
资产负债率(%)	45.10	44.45	41.91
总资本化比率(%)	38.93	38.54	36.27
总债务/EBITDA(X)	16.54	18.43	14.37
EBITDA 利息倍数(X)	1.68	0.81	0.99

注：中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告整理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000_2019_02)

连云港恒驰实业有限公司打分卡结果

重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	2.14	7
	收现比(X)*	0.81	7
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.16	1
	受限资产占总资产的比重(X)	0.06	8
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	77.41	7
	总资本化比率(X)	0.36	8
	资产质量	6	6
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	7	7
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	6	6
打分结果			a
BCA			a
支持评级调整			3
评级模型级别			AA
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(a)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

*指标采用 2019 年~2021 年三年数据计算得出

正面

■ **灌云县区域经济保持增长，为公司业务发展提供良好外部环境。**灌云县为连云港市下辖县，具有一定的区位优势，近年经济保持增长，2021 年实现地区生产总值 424.02 亿元，同比增长 10.3%，较强的区域经济为公司业务发展提供了良好的外部环境。

■ **持续的政府支持。**公司作为灌云县重要的基础设施投资建设主体，承担了道路交通、城市基础设施、水利设施、保障性住房等建设任务，当地政府持续对公司给予一定资金补助支持。2021 年公司收到计入其他收益的政府补贴 1.50 亿元。

关注

■ **代建项目投资规模较大，结算进度缓慢，负面影响资产流动性。**截至 2021 年末，公司主要代建项目计划总投资 96.67 亿元，已投资 79.50 亿元，已确认收入 28.12 亿元，代建项目投资规模较大且周期较长，整体结算进度缓慢，造成资金大量沉淀，负面影响公司资产流动性。

■ **自营项目未来经营及资金平衡情况需关注。**公司自营项目较多，包括安置房、商品房及童话小镇等项目，截至 2021 年末主要自营项目计划总投资 39.94 亿元，已投资 23.33 亿元，部分项目已运营，未来项目经营及资金平衡情况需予以关注。

■ **2022 年和 2023 年到期债务规模较大，面临较大的短期偿债压力。**公司 2022 年和 2023 年到期债务本金分别为 12.42 亿元和 11.77 亿元，2021 年末货币资金/短期债务仅为 0.16 倍，货币资金无法有效覆盖当期短期债务，面临较大的短期偿债压力。

评级展望

中诚信国际认为，连云港恒驰实业有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**灌云县经济实力显著增强；公司资本实力显著扩充，盈利大幅增长且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；重要子公司股权划出或公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

评级历史关键信息

连云港恒驰实业有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	17 连云恒驰 01/17 恒驰 01 (AA) 17 连云恒驰 02/17 恒驰 02 (AA)	2021/06/28	徐晓东、刘冠如	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	阅读全文
AA/稳定	17 连云恒驰 02/17 恒驰 02 (AA)	2017/10/13	杨晨晖、晏逸鸣、冀思远	中诚信国际基础设施投融资评级方法 140200 2014_01	阅读全文
AA/稳定	17 连云恒驰 01/17 恒驰 01 (AA)	2017/07/11	杨晨晖、晏逸鸣、冀思远	中诚信国际基础设施投融资评级方法 140200 2014_01	阅读全文

注：中诚信国际原口径

评级历史关键信息 2

连云港恒驰实业有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	17 连云恒驰 02/17 恒驰 02 (AA)	2017/10/13	邵新惠、吴凯琳	地方政府融资平台评级方法	-
AA/稳定	17 连云恒驰 01/17 恒驰 01 (AA)	2017/09/25	邵新惠、吴凯琳	地方政府融资平台评级方法	-

注：原中诚信证券评估有限公司口径

同行业比较

同区域基础设施投融资企业 2021 年主要指标对比表 (亿元、%)							
公司名称	总资产	所有者权益	资产负债率	总债务	营业总收入	净利润	经营活动净现金流
江苏海州发展集团有限公司	574.75	101.87	67.69	369.15	18.84	2.72	-42.97
江苏瀛洲发展集团有限公司	237.86	80.69	66.08	152.23	8.11	1.68	-10.23
连云港恒驰实业有限公司	133.25	77.41	41.91	44.05	9.92	1.56	1.12

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
17 连云恒驰 01/17 恒驰 01	AA	AA	2021/06/28	5.00	3.00	2017/09/22~2024/09/22	设置提前偿还条款，债券存续期内的第 3、4、5、6、7 年末，分别按照债券发行总额的 20%、20%、20%、20%、20% 比例偿还债券本金，到期利息随本金一起支付
17 连云恒驰 02/17 恒驰 02	AA	AA	2021/06/28	10.00	6.00	2017/10/27~2024/10/27	

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

根据《连云港恒驰实业有限公司公司债券年度报告（2021年）》，“17连云港恒驰 01/17恒驰 01”和“17连云港恒驰 02/17恒驰 02”的募集资金总额 15.00 亿元，截至 2021 年末已使用募集资金 14.99 亿元，其中 10.00 亿元用于灌云县 2017 年棚户区改造一期工程项目，4.99 亿元用于补充营运资金，剩余 0.01 亿元为专户产生的利息。

宏观经济与政策环境

宏观经济：2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输

入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发

力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

依托良好的区域位置，2021年灌云县经济保持增长，产业结构不断优化，但财政平衡率仍维持在较低水平

灌云县为连云港市下辖县，县域范围内交通较为便捷，境内有汾灌、徐连、宁连、沿海4条高速公路以及204、324、236等5条国省干道；东部沿海地区有39公里长的海岸线；拥有国家三级航道盐河等5条等级航道，燕尾港为江苏唯一的海河联运港和连云港南翼重要组合港，形成公路、铁路、水运汇流的综合交通网络。经过多年的发展，灌云县初步形成高端石化、装备制造、健康食品、轻工纺织、智慧能源和电子新材料等主导产业。2021年末灌云县常住人口71.94万人。

依托较好的区位优势 and 合理的产业布局，近年来灌云县地区生产总值持续增长，2021年灌云县实现地区生产总值424.02亿元，按可比价格计算，同比增长10.3%。分产业来看，当年第一产业增加值82.1亿元，增长4.5%；第二产业增加值152.5亿元，增长14.7%；第三产业增加值189.42亿元，增长9.5%；三次产业结构由上年的20.9:34.6:44.5调整为19.3:36.0:44.7，产业结构持续升级。

工业生产方面，2021年灌云县实现工业增加值

111.77亿元，增长18.0%；工业应税销售收入162.5亿元，增长29.5%。2021年末规模以上工业企业108家，实现规模以上工业总产值130.16亿元，增长43.0%；实现营业收入124.91亿元，增长42.5%；实现利税9.34亿元，增长209.0%；实现利润7.16亿元，增长93.3%。固定资产投资方面，当年灌云县实现固定资产投资242.38亿元，增长10.3%。

财政实力方面，2021年灌云县实现一般公共预算收入25.33亿元，增长12.0%，其中税收收入20.40亿元，增长23.4%，占一般公共预算收入的80.5%，财政收入质量有所提高；当年一般公共预算支出为71.69亿元，增长2.8%，财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）35.33%，同比上升2.90个百分点，但财政平衡能力仍处于较低水平。当年灌云县实现政府性基金预算收入30.99亿元，同比上升31.28%，当年以国有土地使用权出让收入为主的基金收入增加较多。

表1：2019年-2021年灌云县财政收支情况（亿元、%）

项目	2019	2020	2021
一般公共预算收入	22.59	22.61	25.33
其中：税收收入	16.75	16.53	20.40
政府性基金预算收入	28.30	23.61	30.99
一般公共预算支出	62.74	69.71	71.69
政府性基金预算支出	50.13	38.21	37.84
财政平衡率	36.00	32.43	35.33

资料来源：灌云县财政决算报告及预算执行报告

政府债务方面，截至2021年末，灌云县政府债务余额为78.64亿元，其中一般债务18.27亿元，专项债务60.37亿元，均在债务限额内。

跟踪期内，公司股权结构未发生变化；公司股东授权其他单位代为履行职责，公司法定代表人、总经理、信息披露负责人、董事及监事发生变动

截至2021年末，公司注册资本和实收资本均为4.90亿元，控股股东和实际控制人仍为灌云县人民政府。跟踪期间，灌云县人民政府授权灌云县人民政府国有资产监督管理委员会代为履行出资人职责并代行股东职责，公司法定代表人、总经理、信息披露负责人、董事及监事发生变动。

2021年，公司职能定位未有变动，业务运营较为稳健，整体营收规模实现小幅增长

公司是灌云县重要的基础设施投资建设主体，主要负责灌云县范围内的道路管网工程、市政工程、水利工程和保障性住房等项目建设。2021年，公司职能定位未有变动，业务运营较为稳健，当年代建工程收入小幅提升（包括自营项目灌云县2017年棚户区改造一期工程当年确认收入3.00亿元），租赁业务保持平稳，整体营收规模实现小幅增长。

表2：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2019	2020	2021
代建工程	8.75	9.25	9.48
租赁收入	0.42	0.40	0.39
其他	0.02	0.03	0.05
合计	9.20	9.68	9.92
占比	2019	2020	2021
代建工程	95.19	95.60	95.57
租赁收入	4.55	4.11	3.90
其他	0.26	0.29	0.52
合计	100.00	100.00	100.00

注：其他包括酒店服务业务、公共自行车系统运营业务和大屏广告租赁业务

资料来源：公司提供

公司承担了县内大量的基础设施建设任务，整体投入较大，项目结算期较长，后续投融资压力及回款情况需予以关注

经灌云县人民政府授权委托，公司主要负责灌云县基础设施建设、水利设施建设和保障性安居工程建设等任务。灌云县人民政府与公司签订委托代建协议，建设过程中公司根据当地财政的支付情况以及融资安排，按照工程节点支付施工单位工程建

表3：截至2021年末公司主要在建代建项目（年、亿元）

项目	建设期间	计划总投资	已投资	已确认收入	已回款	2022年计划投资
灌云县道路管网工程	2014-2023	37.00	35.96	18.51	17.08	0.05
灌云县保障房工程	2014-2022	22.61	13.23	4.25	4.25	2.00
灌云县水利工程	2014-2023	10.00	6.04	1.13	1.13	1.50
灌云县市政工程	2014-2022	7.00	6.82	0.24	--	0.18
灌云县2016年棚户区改造建设项目	2016-2022	20.06	17.45	2.54	--	2.61
合计		96.67	79.50	28.12	22.46	6.34

资料来源：公司提供

公司自营项目较多，投资规模较大，未来项目运营及资金平衡情况有待关注

设款项。在项目竣工验收后，按照规定由灌云县相关部门进行决算审计工作，财务部门依据审定金额进行财务决算，明确工程建设成本，同时在此基础上加成25%的代建管理费支付给公司。公司根据灌云县人民政府出具的代建结算单进行确认收入。

2014年，灌云县人民政府就灌云县保障房工程、道路管网工程、市政工程和水利工程分别与公司签订框架式委托代建协议。此外，公司近年陆续将新承接的零星代建工程也归集到上述四大工程项目中，截至2021年末，上述四大代建项目计划总投资76.61亿元，2021年公司主要完工结算的子项目为连盐铁路拆迁和农村公路，分别确认收入1.39亿元和1.43亿元，结转成本1.11亿元和1.14亿元。

公司在建项目除上述四大类代建项目外，还包括灌云县2016年度棚户区改造建设项目，该项目位于灌云县东城新区，计划总投资20.06亿元，截至2021年末已投资17.45亿元，拆迁面积27.13万平方米，总拆迁户数1,280户；公司负责拆迁和安置房建设，安置房建设土地为划拨地，资金来源主要为企业自筹。该项目已签订相关协议，待项目验收合格后，灌云县政府按成本加成25%结算，分三年支付回购款项。

截至2021年末，公司在建代建项目计划总投资96.67亿元，已投资79.50亿元，尚需投入17.17亿元，拟完工周期集中于未来1~2年。针对上述项目，公司已累计确认收入28.12亿元，已回款22.46亿元，受项目竣工决算周期较长等影响，整体结算进度较缓慢。同期，公司暂无拟建代建项目。

除上述业务外，公司还自主建设了灌云县2017年棚户区改造一期工程项目（以下简称“2017年棚

改一期项目”)、灌云县山前安置房项目(以下简称“山前安置房”)和灌云县伊甸园童话小镇项目(以下简称“童话小镇项目”)等项目。

2017年棚改一期项目系“17连云恒驰01/17恒驰01”和“17连云恒驰02/17恒驰02”的募投项目,位于灌云县东城新区,总投资15.81亿元,总占地面积约545亩,总建筑面积49.06万平方米,于2016年开工。项目建设安置房4,110套,建设面积41.65万平方米,配套商业建筑面积6.85万平方米,幼儿园建筑面积0.23万平方米,地下停车位3,288个。2017年棚改一期项目由公司自行销售,其中安置房将按3,000元/平方米的优惠价格向拆迁户定向销售。截至2021年末,2017年棚改一期项目已完工,实际投资15.81亿元,累计确认收入7.15亿元,已回款4.15亿元,其中2021年公司确认收入3.00亿元,结转成本2.40亿元。

山前安置房项目计划总投资13.00亿元,该项目分A、B两个地块,分两期建设,占地面积约137亩,总建筑面积约26.82万平方米,包括住宅1,500套。其中A地块项目于2018年9月开始投建,截至2021年末已完工;B地块项目已通过招拍挂获得土地,土地成本约0.99亿元,计划2022年开始开工建设,山前安置房项目整体预计于2023年完工,后期将通过住房、商铺和地下车位的销售来实现收益。

童话小镇项目建设内容包括童话区工程、百果园工程、百花园工程以及生态采摘园工程,占地面积共计7,242.12亩,计划总投资4.54亿元,拟通过酒店经营、门票及租赁等方式实现收益。截至2021年末,该项目已投资1.50亿元,其中童话小镇商业设施部分(包括酒店和风情商业街)已完工建成,占地面积52.25亩,其中伊甸园花园酒店(包含16栋楼,建筑面积共0.65万平方米)于2019年1月正式运营,酒店经营情况逐步改善,但仍处于亏损状态,2021年酒店业务收入502.96万元,同比增长79.43%,同期成本737.04万元。风情商业街房屋(12栋楼)建筑面积合计0.90万平方米,包括安徒生故

居展览馆、婚礼堂、餐厅、零售门店等,目前正在办理产权,预期在未来1~2年内陆续对外租赁经营。此外,童话小镇项目百果园工程、百花园工程以及生态采摘园工程,公司将在不改变原来的种植物的条件下陆续进行相关修整和投入。

表4:截至2021年末公司主要自营项目(亿元)

项目名称	计划总投资	已投资	项目状态
灌云县2017年棚户区改造一期工程项目	15.81	15.81	销售
灌云县山前安置房项目	13.00	3.62	在建
灌云县伊甸园童话小镇项目	4.54	1.50	运营
伊山名府	5.50	1.90	在建
灌云婚纱摄影基地	1.09	0.50	在建
合计	39.94	23.33	--

资料来源:公司提供

此外,公司还开发建设伊山名府商品房项目,计划总投资5.50亿元,总建筑面积13.00万平方米,包括住宅688套,可售面积9.67万平方米,商业用房可售面积1,942平方米,机动车停车位573个。该项目建设期2年,2020年下半年已动工,截至2021年末已投资1.90亿元(含土地成本0.79亿元),于2022年5月开启预售,项目预计可实现销售总收入6.22亿元。当前国内房地产市场面临持续的政策调控压力,需持续关注公司商品房项目未来经营情况。截至2021年末,公司暂无拟建自营项目计划。

2021年租赁收入小幅减少,整体业务保持平稳;随着商务大厦2幢大楼对外出租,预期后期租赁收入将增长

公司租赁业务主要系自有的办公楼等资产的对外出租,出租对象为灌云县人民政府。

业务运营模式方面,公司与承租方签订房屋租赁合同,租期通常为三年,租金每年收取一次,租金价格区间为1.0元/平方米/天~2.0元/平方米/天,不存在租金减免情况。截至2021年末公司对外出租面积6.20万平方米,当年确认收入0.39亿元,同比减少0.01亿元,整体保持平稳。

此外,子公司江苏恒驰房地产开发有限公司于东城新区投资建设了商务大厦B座和C座两幢大

楼，目前因消防工程暂未竣工验收，总投资约 1.68 亿元，可出租面积 3.21 万平方米。两幢大楼紧邻灌云县行政服务中心（坐落在商务大厦 A 座），预期满租可新增年租金收入约 937 万元，竣工验收及租赁情况需关注。

财务分析

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）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 年~2021 年审计报告，财务数据均为审计报告期末数，财务报表均按照新会计准则编制。

跟踪期内，公司主营业务获利能力基本稳定，期间费用大幅增加，盈利对政府补助的依赖程度较大

毛利率方面，2021 年公司 2017 年棚改一期项目确认收入，计入代建工程板块，当年该板块毛利率维持在 20%。由于公司对外出租房产计入投资性房地产，并按照公允价值计量，不计提折旧，因此租赁业务无对应成本，当年板块毛利率为 100%；公司酒店服务业务因收入增加，成本较为固定，当年毛利率较上年有所好转，但仍成本倒挂，其他业务毛利率为负值。2021 年，公司综合营业毛利率为 22.80%，较上年持平。

表 5：近年来公司主要板块毛利率构成（%）

项目	2019	2020	2021
代建工程	20.00	20.00	20.00
租赁收入	100.00	100.00	100.00
其他	-235.43	-148.25	-41.79
营业毛利率	22.98	22.80	22.80

资料来源：公司提供

公司期间费用主要由财务费用和管理费用构成，其中 2021 年管理费用增长，主要系固定资产使用费等支出增加；当年公司利息支出 1.21 亿元，同比增加 0.53 亿元，使得财务费用支出同比大幅上升。整体来看，公司期间费用对盈利侵蚀有所加重，费用管控能力有待提高。

公司利润总额主要来自经营性业务利润，2021 年期间费用大幅扩张，但当年收入规模实现增长，加之政府补助增多，当年经营性业务利润略有下滑

至 2.13 亿元，其中计入其他收益的政府补助 1.50 亿元，同比增长 36.36%。此外，2021 年公司计提资产减值损失 0.14 亿元，同时按公允价值计量的投资性房地产产生公允价值变动损失 0.15 亿元。当年公司实现利润总额 1.84 亿元，较上年基本持平。

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021
销售费用	0.02	0.02	0.03
管理费用	0.09	0.11	0.15
财务费用	0.48	0.86	1.18
期间费用合计	0.59	0.99	1.36
期间费用率	6.41	10.24	13.75
经营性业务利润	2.13	2.15	2.13
其中：其他收益	0.80	1.10	1.50
资产减值损失	0.17	-0.20	--
信用减值损失	--	--	-0.14
公允价值变动收益	-0.16	-0.09	-0.15
利润总额	2.13	1.85	1.84
EBITDA 利润率	31.01	26.59	30.91
总资产收益率	2.07	1.87	2.26

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年末公司总资产和净资产规模均有减少，同期资产仍以存货和其他应收款为主，流动性不足，同时未来两年到期债务规模均较大，面临较大的即期债务偿付压力

2021 年公司资产规模小幅减少，当年末总资产 133.25 亿元，同比下降 2.08%。所有者权益方面，随着经营利润的留存支撑，公司净资产逐年扩张，2021 年末所有者权益合计 77.41 亿元，同比增长 2.41%，自有资本实力增强。当年末公司资本公积 59.60 亿元，较上年变动不大，主要包括以前年度股东债转股 16.91 亿元，当地政府累计资金注入 48.94 亿元，以及 2017 年公司将持有的灌云县城市建设投资有限公司的股权无偿划转至灌云县人民政府，资本公积相应减少 6.80 亿元。

表 7：近年来公司所有者权益构成情况（亿元）

	2019	2020	2021
实收资本	4.90	4.90	4.90
资本公积	59.33	59.33	59.60
盈余公积	1.08	1.28	1.51
未分配利润	8.14	9.53	10.86
所有者权益合计	74.00	75.59	77.41

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

财务杠杆方面，2021 年公司负债规模有所下降，随着自有资本实力的提升，财务杠杆比率持续回落。2021 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 41.91% 和 36.27%，分别同比下降 2.54 和 2.27 个百分点，整体财务杠杆水平较低。

表 8：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2019	2020	2021
货币资金	4.12	4.95	1.97
应收账款	5.22	5.25	10.01
其他应收款	18.00	22.49	20.84
存货	100.36	96.71	93.95
流动资产合计	127.82	129.62	127.00
投资性房地产	4.34	4.25	3.51
非流动资产合计	6.98	6.45	6.24
资产合计	134.80	136.07	133.25

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司资产集中于流动资产，2021 年末流动资产占比 95.31%，主要包括货币资金、应收账款、其他应收款和存货等。当年末公司货币资金同比下降 60.20%，包括银行存款 1.44 亿元和其他货币资金 0.53 亿元，其中其他货币资金使用受限。2021 年末公司应收账款 10.01 亿元，同比增长 90.49%，应收对象基本为灌云县人民政府，当年末余额 9.99 亿元，占应收账款总额的比重为 99.82%，账龄为 1 年以内。当年末公司其他应收款 20.84 亿元，同比下降 7.32%，主要为往来款，回收期限不明确，前五大应收对象分别为灌云万福建筑安装工程有限公司（6.35 亿元）、灌云德鑫水利工程有限公司（3.79 亿元）、连云港惠利市政工程有限公司（2.62 亿元）、灌云远景建设工程有限公司（1.54 亿元）和北京市政建设集团有限责任公司（1.34 亿元），合计金额为 15.64 亿元，占期末其他应收款余额的比重为 72.70%，应收对象较为集中，账龄主要分布在 1 年以内、2 年以内和 3 年以内；坏账方面，年末计提坏账准备余额 0.68 亿元。当年末公司存货同比下降 2.85% 至 93.95 亿元，占总资产的比重仍达到 70.51%，主要包括代建项目 76.90 亿元和土地使用权 17.02 亿元；其中代建项目系委托代建项目及 2017 年棚改一期、山前安置房等自营项目的投入；当年末土地使用权均为招拍挂获得的出让土地，面

积合计 83.15 万平方米，土地性质以其他商服用地为主，可自用或对外转让。此外，同期公司其他非流动资产为 6.24 亿元，主要为投资性房地产 3.51 亿元，系对外出租的办公楼及厂房等，由于公允价值下降及部分房产处置，年末投资性房地产的金额有所下降。

表 9：近年来公司主要负债情况（亿元）

	2019	2020	2021
短期借款	1.12	2.72	4.68
应交税费	5.69	6.77	7.86
其他应付款	5.71	4.33	1.90
一年内到期的非流动负债	6.00	10.73	7.74
流动负债合计	20.10	25.91	23.63
长期借款	18.40	17.49	16.50
应付债券	17.11	9.94	8.97
长期应付款	4.45	6.52	6.17
非流动负债合计	40.70	34.58	32.21
负债合计	60.80	60.48	55.84
短期债务	7.12	13.45	12.42
长期债务	40.06	33.96	31.64
总债务	47.17	47.41	44.05

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年末公司总负债以非流动负债为主，主要系长期借款、应付债券和长期应付款构成，其中长期借款包括信用借款、保证借款和保证及抵押借款；应付债券为公司发行的两期企业债、一期私募公司债和定融产品；长期应付款（包含一年内到期的长期应付款）主要包括江苏省城乡建设投资有限公司（国开行贷款）4.43 亿元（25 年期，利率 4.1450%）、灌云县财政局（地方政府债券）0.55 亿元（3 年期，2.95%），以及融资租赁款 1.24 亿元（3 年期，利率 6.97% 和 8.92%）和 1.17 亿元（5 年期，利率 6.33%）。当年末公司流动负债主要包括短期借款、应交税费、其他应付款和一年内到期的非流动负债，其中短期借款为保证借款和抵押借款；应交税费主要包括应交企业所得税 3.28 亿元、应交增值税 2.91 亿元和应交营业税 0.54 亿元等；其他应付款主要为往来款，账龄在 1 至 2 年的占比 53.87%，暂未约定归还期；一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款 3.37 亿元、一年内到期的长期应付款 1.22 亿元和一年内到期的应付债券 3.14 亿

元。

有息债务方面，2021 年末公司总债务为 44.05 亿元，较上年下降 7.08%，主要系公司偿还债务较多，其中银行借款 28.99 亿元，公司债券 10.10 亿元和非标融资 2.41 亿元。同期末，资产负债率和总资本化比率分别为 41.91%和 36.27%，较上年分别下降 2.54 个百分点和 2.27 个百分点。从债务结构来看，公司以长期债务为主，2021 年末，短期债务/总债务的比重为 28.19%，较上年基本持平，债务结构较为稳定。

到期债务分布方面，2022 年~2025 年和 2026 年及以后，到期债务分别为 12.42 亿元、11.76 亿元、3.06、7.06 和 9.75 亿元，其中 2022 年和 2023 年到期债务规模相对较大，面临较大的即期债务偿付压力。

2021 年公司经营活动净现金流转正，同期 EBITDA 对债务本息的覆盖倍数有所上升，但仍无法形成有效覆盖，且货币资金对短期债务的保障度较低，整体偿债指标较弱

2021 年，公司往来款等支付其他与经营活动有关的现金规模较上年大幅减少，使得当年经营活动现金流转正；同期公司收现比为 0.58 倍，主营业务回款情况有所弱化。当年公司固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 61.31 万元，投资活动产生的现金流小；由于公司偿还债务较多，当年筹资活动现金净流量由正转负，为-4.22 亿元。

从偿债能力指标来看，2021 年公司 EBITDA 规模有所上升，同期债务融资规模有所减少，当年 EBITDA 对债务本息的覆盖倍数有所上升，但仍无法形成有效覆盖；随着经营性现金流情况好转，当年经营活动净现金流对利息覆盖能力亦有所提升。当年货币资金/短期债务指标下降，指标值较低，面临短期偿债压力。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021
经营活动净现金流	-2.33	-0.57	1.12
投资活动净现金流	-1.24	-0.004	-0.01

筹资活动净现金流	-2.84	1.01	-4.22
EBITDA	2.85	2.57	3.07
收现比	1.01	1.06	0.58
总债务/EBITDA	16.54	18.43	14.37
EBITDA 利息倍数	1.68	0.81	0.99
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-1.38	-0.18	0.36
货币资金/短期债务	0.58	0.37	0.16

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司受限资产占比较小，但备用流动性不足，同时需关注或有负债风险

银行授信方面，截至 2021 年末，公司获得的授信总额 19.28 亿元，尚未使用额度 7.32 亿元，备用流动性不足。

受限资产方面，截至 2021 年末，公司受限资产合计 8.23 亿元，占总资产的比重为 6.18%，其中包括使用受限的货币资金 0.53 亿元、用于抵押借款的存货 6.48 亿元和投资性房地产 1.22 亿元。

对外担保方面，截至 2021 年末，公司对外担保余额 5.26 亿元，占年末净资产的比重为 6.80%，被担保对象均为当地国有企业，或有负债风险需关注。

表 11：截至 2021 年末公司主要对外担保情况（亿元）

被担保人	担保余额
灌云县城市建设投资有限公司	2.55
连云港祥云投资有限公司	1.20
灌云远景建设工程有限公司	0.95
连云港惠利市政工程有限公司	0.45
连云港辉恒贸易有限公司	0.08
江苏全泰交通工程有限公司	0.03
合计	5.26

资料来源：公司提供

截至 2021 年末，公司不存在对其持续经营产生重大不利影响的重大未决诉讼或仲裁事项。

过往债务履约情况：根据公司提供的本部《企业信用报告》，截至 2022 年 6 月 13 日，公司未出现银行借款和已发行债券到期未偿付情形。

外部支持

公司为灌云县重要的基础设施投资建设主体，能够持续获得当地政府的支持

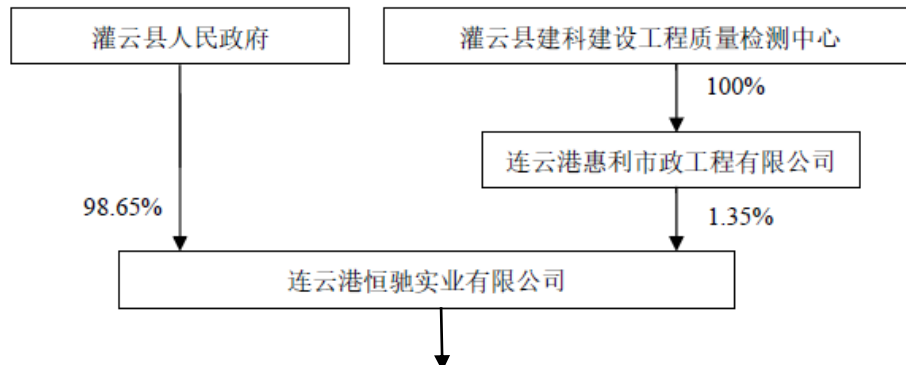
公司作为灌云县重要的基础设施投资建设主体，仍主要负责灌云县范围内的道路管网、市政工程、水利工程和保障性住房建设，自成立以来持续获得相关政府支持。

2021 年，公司获得计入其他收益的政府补贴 1.50 亿元，是当年盈利的重要来源。

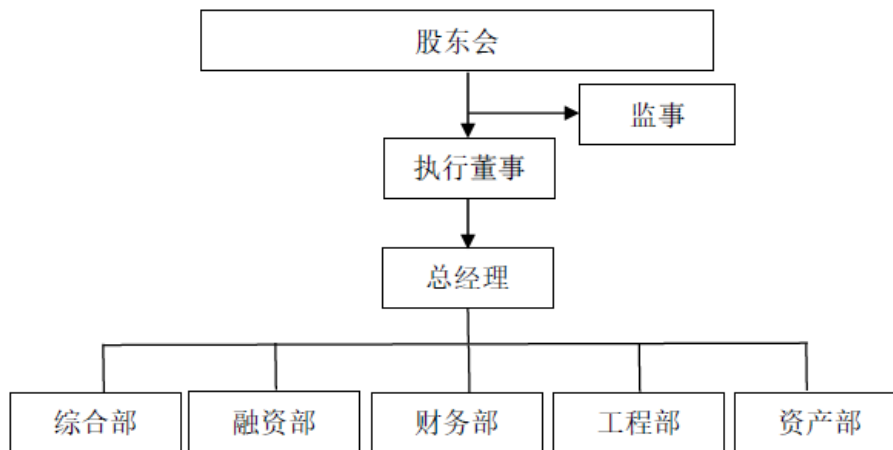
评级结论

综上所述，中诚信国际维持连云港恒驰实业有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“17 连云恒驰 01/17 恒驰 01”、“17 连云恒驰 02/17 恒驰 02”的债项信用等级为 **AA**。

附一：连云港恒驰实业有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年末）



序号	一级子公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	灌云恒发农村供水有限公司	34,200.00	100.00
2	灌云恒利旅游开发有限公司	15,000.00	100.00
3	江苏恒驰房地产开发有限公司	10,000.00	100.00
4	灌云花园酒店管理有限公司	1,500.00	100.00
5	连云港市灌云县光毅电子商务有限公司	500.00	100.00
6	灌云长泽实业有限公司	500.00	100.00
7	灌云县臣辉广告传媒有限公司	500.00	100.00



资料来源：公司提供

附二：连云港恒驰实业有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021
货币资金	41,161.01	49,530.55	19,711.01
应收账款	52,236.57	52,548.99	100,102.88
其他应收款	179,980.56	224,857.35	208,394.53
存货	1,003,573.70	967,056.47	939,485.12
长期投资	0.00	0.00	0.00
在建工程	11,299.59	16,457.00	21,662.22
无形资产	3,712.12	3,622.72	3,533.31
总资产	1,348,006.78	1,360,731.22	1,332,461.31
其他应付款	57,053.63	43,294.22	18,993.69
短期债务	71,150.00	134,500.13	124,176.89
长期债务	400,583.52	339,586.27	316,364.95
总债务	471,733.52	474,086.40	440,541.85
总负债	607,968.34	604,838.62	558,386.95
费用化利息支出	6,924.68	6,724.84	12,055.43
资本化利息支出	10,000.00	25,000.00	19,000.00
实收资本	49,000.00	49,000.00	49,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	740,038.44	755,892.60	774,074.36
营业总收入	91,957.80	96,753.49	99,196.86
经营性业务利润	21,268.39	21,457.91	21,345.48
投资收益	0.00	0.00	0.00
净利润	15,340.27	15,854.16	15,552.57
EBIT	28,218.77	25,259.96	30,451.62
EBITDA	28,517.91	25,722.78	30,664.64
销售商品、提供劳务收到的现金	92,794.62	102,203.67	57,611.01
收到其他与经营活动有关的现金	90,862.26	95,118.58	97,109.41
购买商品、接受劳务支付的现金	76,850.04	23,548.46	48,288.29
支付其他与经营活动有关的现金	129,461.01	177,749.25	92,670.02
吸收投资收到的现金	2,000.00	0.00	9,000.00
资本支出	12,375.76	40.26	61.31
经营活动产生现金净流量	-23,349.13	-5,705.74	11,166.49
投资活动产生现金净流量	-12,375.76	-40.26	-61.31
筹资活动产生现金净流量	-28,354.53	10,097.30	-42,214.09
财务指标	2019	2020	2021
营业毛利率(%)	22.98	22.80	22.80
期间费用率(%)	6.41	10.24	13.75
应收类款项/总资产(%)	17.23	20.39	23.15
收现比(%)	1.01	1.06	0.58
总资产收益率(%)	2.07	1.87	2.26
资产负债率(%)	45.10	44.45	41.91
总资本化比率(%)	38.93	38.54	36.27
短期债务/总债务(%)	15.08	28.37	28.19
FFO/总债务(X)	0.05	0.06	0.07
FFO 利息倍数(X)	1.34	0.90	0.98
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-1.38	-0.18	0.36
总债务/EBITDA(X)	16.54	18.43	14.37
EBITDA/短期债务(X)	0.40	0.19	0.25
货币资金/短期债务(X)	0.58	0.37	0.16
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.68	0.81	0.99

注：中诚信国际分析时将公司长期应付款中的带息债务纳入长期债务核算。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。