

江苏海鸿投资控股集团有限公司 2022 年度 跟踪评级报告

项目负责人：曹梅芳 mfcao@ccxi.com.cn

项目组成员：王梦怡 mywang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2022 年 6 月 28 日

声 明

■ 本次评级为评级对象委托评级。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，中诚信国际与评级对象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评级对象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。

■ 本次评级依据评级对象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、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、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，不存在因评级对象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 2022 年 6 月 28 日至 2022 年 12 月 30 日。主体评级有效期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、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 1938号

江苏海鸿投资控股集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定，该信用评级结果有效期为 2022 年 6 月 28 日至 2022 年 12 月 30 日。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十八日

评级观点：中诚信国际维持江苏海鸿投资控股集团有限公司（以下简称“海鸿集团”或“公司”）主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。中诚信国际肯定了海门区区域经济平稳增长为公司发展奠定良好基础、海门区政府的持续支持和叠石桥家纺城三期资产优质对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司债务规模上升、短期偿债压力加大、未来投融资压力较大、公司其他应收款规模较大以及对外担保规模较大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

海鸿集团	2019	2020	2021	2022.Q1
总资产（亿元）	434.96	439.13	493.35	512.59
所有者权益合计（亿元）	159.57	167.13	175.87	176.80
总负债（亿元）	275.40	272.01	317.48	335.79
总债务（亿元）	225.72	233.66	281.85	305.87
营业总收入（亿元）	25.61	25.76	27.83	6.73
经营性业务利润（亿元）	2.35	2.42	3.67	1.02
净利润（亿元）	3.28	4.08	4.51	0.89
EBITDA（亿元）	8.20	8.93	8.99	--
经营活动净现金流（亿元）	1.09	0.41	1.00	-4.09
收现比（X）	1.30	1.22	1.02	0.53
营业毛利率（%）	20.27	15.17	21.85	20.13
应收类款项/总资产（%）	30.09	32.21	34.08	33.67
资产负债率（%）	63.32	61.94	64.35	65.51
总资本化比率（%）	58.59	58.30	61.58	63.37
总债务/EBITDA（X）	27.53	26.16	31.34	--
EBITDA 利息倍数（X）	1.10	1.21	0.98	--

注：中诚信国际根据海鸿集团 2019~2021 年三年连审审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。

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)

江苏海鸿投资控股集团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)*	3.03	8
	收现比(X)*	1.13	10
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.54	4
	受限资产占总资产的比重(X)	0.19	7
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	175.87	8
	总资本化比率(X)	0.62	6
	资产质量	6	6
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	8	8
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	7	7
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

■ **海门区平稳增长的区域经济为公司发展奠定坚实的基础。**近年来，海门不断推进产业转型，传统优势产业及新兴产业保持良好的发展态势，区域经济持续增长。2021 年海门区实现地区生产总值 1,569.33 亿元，同比增长 9.4%，较强的区域经济为公司发展奠定了良好的基础。

■ **海门区政府的持续支持。**公司定位为海门区保障房项目的建设主体，区域地位较高，得到了海门区政府在政府补助和资产注入等方面的大力支持。2021 年海门区财政局国资办将其下属的 91 宗房产无偿转让至公司，评估价值约为 0.73 亿元；同期，公司获得财政补助和贴息分别为 2.02 亿元和 2.44 亿元。

■ **家纺城三期资产优质。**公司持有并经营的家纺城三期资产优质，商铺出租率较高，商铺、公共服务平台以及车位等每年均贡献稳定的租金收入。

关注

■ **公司债务规模上升，短期偿债压力加大。**公司在建项目持续推进以及往来款支出增加使得债务规模有所上升，此外，2022 年 4~12 月、2023 年公司到期债务金额分别为 74.83 亿元和 74.49 亿元，面临一定的偿债压力。

■ **未来投融资需求较大。**截至 2022 年 3 月末，公司在建的保障房项目总投资 99.85 亿元，已完成投资 27.53 亿元；拟建项目总投资 32.30 亿元，后续资本支出需求较大，面临一定的投融资压力。

■ **公司其他应收款规模较大，对资金形成占用。**截至 2022 年 3 月末，公司其他应收款余额 155.33 亿元，占期末总资产比重为 30.30%，主要系与国有企业及参与投资项目公司往来款，对资金形成一定占用，对后续回收情况需持续关注。

■ **对外担保规模较大。**截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额为 95.39 亿元，占当期净资产比重为 53.96%，被担保对象主要为海门区国有企业，其中对区域内民营企业担保 11.83 亿元（主要系公司参与投资的房地产项目公司）。公司对外担保规模较大，存在一定代偿风险。

评级展望

中诚信国际认为，江苏海鸿投资控股集团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。**区域经济实力大幅增强且具有可持续性；公司资本实力显著增强，资产质量明显提升；盈利等各项财务指标均大幅改善。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，股东及相关各方支持意愿减弱等，重要资产划出或对其失去管控，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，对外投资经营恶化等。

评级历史关键信息

江苏海鸿投资控股集团有限公司							
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	--	2021/12/31	曹梅芳、王梦怡	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C250000_2019_02			阅读全文
AA+/稳定	--	2020/7/29	陈小中、曾永健	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C250000_2019_02			阅读全文

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	资产总额	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
海润集团	585.65	244.35	58.28	309.15	22.94	3.09	-3.60
海晟集团	441.15	161.77	63.33	269.81	39.44	4.20	0.93
海鸿集团	493.35	175.87	64.35	281.85	27.83	4.51	1.00

注：“海润集团”为“江苏海润城市发展集团有限公司”简称；“海晟集团”为“江苏海晟控股集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

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进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

宏观经济和政策环境

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，产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

依托优越的地理位置，南通市经济平稳增长，整体财政实力不断增强，但随着刚性支出增加，近年财政平衡率波动下降

作为我国首批对外开放的 14 个沿海城市之一，南通市港口岸线资源丰富，区位优势显著，纺织服装业、船舶海工及重装备业、能源及其装备业、化工医药业、电子信息业、轻工食品业六个产业板块齐头发展，均已形成千亿级产业规模，其中家纺、船舶、海洋工程等行业在国内外具有一定的产业优势，并且是全国五大修造船基地之一。南通市下辖 3 区、4 县（市）及 1 个国家级经济技术开发区，总面积 8,544 平方公里。2021 年末南通市全市常住人口 773.3 万人。

依托良好的资源优势及产业基础，南通市经济近年持续快速发展，2019~2021 年，南通市分别实现地区生产总值（GDP）9,383.39 亿元、10,036.31 亿元和 11,026.90 亿元，按可比价计算，同比增速分别为 6.15%、4.70% 和 8.9%。2021 年南通市 GDP 在江苏全省排名第 4 名，与上年持平。2021 年南通市第一产业增加值 485.0 亿元，增长 4.5%；第二产业增加值 5,357.9 亿元，增长 9.8%；第三产业增加值 5,184.0 亿元，增长 8.3%。三次产业增加值比例调整为 4.4：48.6：47.0。

近年南通市财政收入亦保持增长态势，2021 年实现一般公共预算收入 710.18 亿元，同比增长 11.09%，其中税收收入为 572.90 亿元，仍是当地财政收入的重要来源。同期，得益于区域内土地市场的活跃，南通市政府性基金收入增至 1,441.82 亿元，同比 8.14%。随着一般公共预算支出的持续增加，南通市财政平衡率波动下滑。

从债务规模看，地方政府债务余额逐年增长，但整体风险可控。截至 2021 年末，南通市地方债务余额 1,862.70 亿元，其中一般债务余额 790.74 亿元，专项债务余额 1,071.96 亿元。按债务余额排序，位列江苏省内第三。

表 1：2019~2021 年南通市主要财政数据（亿元、%）

	2019	2020	2021
一般公共预算收入	619.26	639.30	710.18
其中：税收收入	507.55	523.23	572.90
税收收入占比	81.96	81.84	80.70
政府性基金预算收入	948.29	1,333.29	1,441.82
一般公共预算支出	972.64	1,080.50	1,122.23
政府性基金预算支出	872.29	1,248.92	1,331.36
财政平衡率	63.67	59.17	63.28
地方政府债务余额	1,562.69	1,684.19	1,862.70

注：财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；

资料来源：南通市财政决算报告及预算报告，中诚信国际整理

海门区经济平稳增长，财政实力整体较强，受刚性支出增加影响，财政平衡率有所下降

海门区（2020 年撤市设区）素有“江海门户”之称，与上海隔江相望。全区总面积 1,148.8 平方公里，下辖三个街道和九个镇，以及国家级开发区海门经济技术开发区和省级开发区江苏海门叠石桥国际家纺产业园区。截至 2021 年末，全区户籍人口 98.27 万人，常住人口 99.30 万人。

海门区凭借突出的地理交通优势，近年地区生产总值稳步上升。2019~2021 年，海门区分别实现地区生产总值 1,352.37 亿元、1,442.57 亿元和 1,569.33 亿元，按可比价计算，分别同比增长 6.4%、5.5% 和 9.4%。2021 年海门区 GDP 全市排名第 3，其中第一产业增加值 72.64 亿元，增长 4.5%；第二产业增加值 769.69 亿元，增长 8.6%；第三产业增加值 727.00 亿元，增长 10.7%。三次产业结构调整为 4.6：49.1：46.3。

产业方面，海门区是全国闻名的“教育之乡”、“纺织之乡”、“建筑之乡”，民营经济发达，拥有国内最大的家纺专业市场——中国叠石桥家纺市场，叠石桥家纺床品全国市场占有率达 40%。截至 2021 年末全区拥有资质以上建筑业企业 529 家，

其中，特级资质建筑企业 4 家，一级资质建筑企业 60 家，二级资质建筑企业 127 家，建筑企业 2021 年完成建筑业总产值 2,233 亿元，增长 2.1%。海门区内主要上市公司有中南建设（000961.SZ）及通光线缆（300265.SZ），以及多家新三板挂牌企业均为纺织企业。

2019~2021 年海门区一般公共预算收入有所增长，其中税收收入占比超过 80%，是当地财政收入的重要来源。但由于刚性支出较大，海门区财政平衡率相对较低。同期，海门区土地市场较为活跃，政府性基金收入持续快速增长。

截至 2021 年末，海门区地方政府债务限额为 173.32 亿元，地方政府债务余额为 152.75 亿元，其中一般债务余额 69.42 亿元，专项债务余额 83.33 亿元。按债务余额排序，位列南通市内第五。

表 2：2019~2021 年海门区经济财政情况（亿元、%）

	2019	2020	2021
一般公共预算收入	71.02	73.50	79.00
其中：税收收入	56.90	60.45	65.00
税收收入占比	80.12	82.24	82.28
政府性基金预算收入	101.00	128.03	168.86
一般公共预算支出	112.89	133.35	134.43
政府性基金预算支出	90.98	91.84	118.34
财政平衡率	62.91	55.12	58.77
地方政府债务余额	149.41	150.51	152.75

资料来源：海门区财政决算报告及预算草案，中诚信国际整理

总体来看，海门区经济总量保持平稳增长，较强的综合财力为保障和持续改善民生、促进经济转型等提供了稳定的资金保障。此外，海门区近年债务余额有所增长，但整体风险可控。

跟踪期内公司股权结构未发生变化，法人治理和管理体系仍较为健全状态

截至 2022 年 3 月末，公司股权结构较上年无变化，公司注册资本 45.00 亿元（实收资本为 30.00 亿元），海门区国资办直接持有公司 80% 股权，并通过全资子公司海润集团间接持有公司 20% 股权，为公司控股股东和实际控制人。公司法人治理结构仍较为健全，各项内部控制制度有序执行。

跟踪期，公司合并范围有所调整，但在海门区内承担的职能未有改变，核心的保障房建设和基础设施建设业务仍具有较强的区域经营优势，整体业务正常推进，收入规模稳中有升

公司定位于海门区保障房项目运营主体，主要从事区域内保障房开发业务，同时公司还从事基础设施建设、租赁业务、贸易业务和物业管理业务等。截至 2022 年 3 月末，公司合并范围内一级子公司共 13 家，较上年末增加 3 家，其中 2021 年 6 月，根据《关于同意海门市鸿业建设投资有限公司股权调整的批复》（海政复【2021】80 号），南通市海门区人民政府同意将海鸿集团持有的南通市海门鸿业建设投资有限公司（以下简称“鸿业公司”）100% 股权无偿划转至海门区国资办下属国有企业南通市蒞城实业有限公司，并已于 2021 年 7 月 23 日完成工商登记及产权变更登记手续。鸿业公司主要负责海门三厂工业园区的保障房建设，2020 年末鸿业公司总资产 14.69 亿元，净资产 0.60 亿元，其划出对公司影响较小。

跟踪期内，公司多元化的收入结构未发生变化，整体收入规模稳中有升。2021 年，公司营业总收入 27.83 亿元，同比增长 8.06%，其中保障房开发业务、基建业务及贸易业务仍系主要收入来源，保障房开发因交房节奏不同收入有所波动，基建业务收入受项目结算进度影响亦存在一定波动，贸易业务收入规模较上年基本保持稳定，随着疫情影响有所缓解及租赁资产增加，2021 年公司租赁业务收入同比增长 81.98%，此外，子公司江苏东布洲科技园集团有限公司（以下简称“科技园公司”）市场化拍卖部分安置房产生销售收入 1.62 亿元计入其他业务收入。2022 年 1~3 月，公司营业总收入 6.73 亿元，同比减少 11.18%，主要系受节假日和疫情影响，贸易业务收入规模减少所致。

表 3：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2019	2020	2021	2022.Q1
保障房开发业务	10.39	6.76	7.33	2.33
基建业务	6.66	8.65	7.19	2.43
贸易业务	5.04	7.81	7.59	0.89

租赁服务业务	2.02	1.72	3.13	0.81
物业管理	0.40	0.54	0.48	0.11
其他业务	1.10	0.27	2.11	0.17
合计	25.61	25.76	27.83	6.73
收入占比	2019	2020	2021	2022.Q1
保障房开发业务	40.55	26.26	26.35	34.57
基建业务	25.99	33.57	25.82	36.07
贸易业务	19.69	30.30	27.27	13.18
租赁服务业务	7.90	6.71	11.24	11.98
物业管理	1.56	2.10	1.73	1.69
其他业务	4.30	1.06	7.60	2.50
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

注：1、其他业务收入包括资产拍卖处置收入、教育培训、养老护理、地产项目服务费、人力资源代理服务费、大数据业务等；2、尾数差异系四舍五入造成，下同。

资料来源：公司提供

作为海门区保障房项目建设主体，公司项目储备较为充足，业务持续性良好，但项目后续投资需求较大，未来面临一定资金压力

公司作为海门区保障房项目建设运营主体，保障房开发业务主要由下属子公司江苏师山置业有限公司（以下简称“师山置业”）、海门五大洲投资发展有限公司（以下简称“五大洲公司”）和子公司江苏华夏纺谷实业发展有限公司（以下简称“华夏纺谷”）负责，其中师山置业负责海门区本级部分保障房建设销售，五大洲公司负责海门高新区的保障房建设销售，华夏纺谷负责叠石桥家纺城周边范围安置房建设销售。此外，2018年3月公司新设立子公司南通市海门海赋建设开发有限公司（以下简称

“海赋公司”）负责海门区本级新增保障房建设任务。师山置业具有房地产开发壹级资质，其余三家公司具有房地产开发贰级资质。

公司根据海门区政府所制定的保障性住房建设计划进行保障房项目建设，在保障房竣工验收后向拆迁户销售。2021年及2022年一季度，公司分别确认保障房开发收入7.33亿元和2.33亿元，其中2021年收入规模同比增长8.43%，主要系当年交房项目增加。2021年及2022年一季度，公司保障房开发毛利率分别为11.87%和10.58%，获利空间较为稳定。

公司保障房建设业务模式未有调整，公司与海门区财政局签订《保障性住房项目建设协议书》，根据当地政府安置需求，结合规划和建设任务，逐步落实保障房立项、规划及用地等手续，进行保障房建设。公司通过“招拍挂”流程取得保障房建设用地，并承担项目的融资、投资和建设等工作。安置房项目竣工后，面向选择房屋安置的被征收人员或其他安置项目人群定向销售，销售房款暂计预收款，待开具发票后结转收入。由于保障房由政府定价，销售价格普遍低于市场价，存在部分项目销售收入不足以弥补成本的情况，海门区财政对公司根据建设总成本加成6%~15%进行差额补偿。

表4：截至2022年3月末公司主要已完工保障房项目（万平方米、亿元）

项目名称	可售面积	已销售面积	总投资	2022年3月末已确认收入	2022年3月末已收到款项
红星美地	17.51	13.67	5.75	3.39	2.89
海兴华府(一、二期)	20.36	13.16	8.30	5.82	5.28
欣月佳苑	15.01	13.19	4.16	3.84	3.73
岷海小区一期	6.28	5.64	2.39	2.24	2.22
港南小区三期	12.15	10.07	4.98	4.44	4.31
嘉陵江花苑	10.77	9.45	1.93	1.96	1.95
富江一品花园	31.33	30.43	5.79	6.37	6.11
长秀花苑	12.88	8.27	4.20	2.23	1.88
都市五星社区	12.96	10.23	3.44	2.12	2.00
海北佳苑	14.61	10.76	5.80	3.79	3.23
同善新村（同慧嘉园）	5.16	3.59	2.22	1.36	0.89
东洲佳苑	9.33	8.06	3.05	2.96	2.41
黄海嘉园（嘉秀花园）	7.84	7.00	3.05	2.83	2.46
春江花园	28.82	4.73	15.37	1.60	1.49

都市五星西区	12.03	3.26	5.68	1.32	1.09
红海嘉园	17.41	2.98	8.58	1.42	1.16
嘉禾苑一期	16.92	0.53	6.66	0.38	0.35
合计	251.38	155.01	91.35	48.05	43.45

资料来源：公司提供

截至 2022 年 3 月末，公司主要已完工保障房项目主要包括红星美地、港南小区三期、富江一品花园和海北佳苑等保障房项目，合计可售面积 251.38 万平方米，总投资额共计 91.35 亿元；同期末，上述项目累计销售 155.01 万平方米，共确认收入 48.05 亿元，实际收到款项 43.45 亿元，回款情况较好。

截至 2022 年 3 月末，公司在建保障房项目主要为都市五星北区和汇成苑等保障房项目，总投资

额共计 99.85 亿元，截至 2022 年 3 月末已投资 27.53 亿元，2022 年 4~12 月及 2023 年计划投资分别为 16.00 亿元和 20.00 亿元。拟建项目方面，海鸿集团计划新开工项目包括海兴华府三期、富江南苑和赐宝花苑 3 个保障房项目，计划 2022 年下半年开工，总建筑面积 59.74 万平方米，预计总投资额 32.30 亿元，2022 年 4~12 月及 2023 年计划完成投资 2.00 亿元和 8.00 亿元。公司在建及拟建项目储备较充足，但整体投资规模较大，未来存在较大资金需求。

表 5：截至 2022 年 3 月末公司主要在建保障房项目（万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	建设周期	总投资	2022 年 3 月末已投资
珑秀花园	23.75	2018~2022	9.98	5.22
都市五星北区	36.62	2019~2022	15.16	6.04
汇成苑	29.82	2020~2022	12.52	5.70
都市五星东区	11.35	2020~2022	4.97	2.23
新东花园	13.98	2020~2022	5.37	2.32
城北新村东区	16.70	2021~2024	6.98	0.71
聚贤新村	65.07	2021~2025	31.67	0.46
锦汇嘉苑	8.48	2016~2022	4.20	2.56
建安小区	17.36	2019~2025	6.00	2.01
新风佳苑	6.90	2021~2025	3.00	0.28
合计	230.03	--	99.85	27.53

资料来源：公司提供

总体来看，公司保障房建设业务已完工项目回款情况较好，同时由于海门区财政的差额弥补机制，该业务近年获利空间较为稳定。公司在建、拟建保障房项目储备较充足，且多个项目列入省保名录，在建设、融资、销售和财政差额弥补方面取得一定政策优势。但项目后续投资规模较大，未来仍面临较大资金压力。

公司基建业务获利较稳定，资金回笼情况较好，2021 年板块收入规模受项目建设进度影响小幅下降

公司基建业务主要由江苏东布洲科技园集团有限公司（以下简称“科技园公司”）、南通叠石桥建设工程有限公司（以下简称“叠石桥建设”）、江苏

师山建设工程有限公司（以下简称“师山建设”）负责运营。科技园公司作为临江新区的建设主体，承担临江新区基础设施建设任务；叠石桥建设主要承担叠石桥家纺城周边区域范围内的市政路桥、供排水工程、开发配套拆迁等基础设施建设任务；师山建设目前业务规模较小，主要以市场化方式进行基础设施的施工业务。

业务模式方面，科技园公司与业主单位江苏海临实业发展有限公司（以下简称“海临实业”）签订工程代建协议，业主单位按合同约定期限支付工程建设资金，每年需向公司支付当期结算总成本，并加成 20% 利润。科技园公司负责项目前期的报批、资金筹集、监理、建设；在项目工程移交及竣工验收

收合格的前提下，海临实业保证不可撤销地回购全部建设项目。叠石桥建设与业主单位南通空港产业集团有限公司（以下简称“空港产业集团”，原南通叠石桥城建综合开发有限公司）签订工程建设协议，空港产业集团根据工程项目建设进度或在项目竣工验收后，根据项目投资总额的 120% 逐年向叠石桥建设支付工程建设款。受工程进度影响收入规

模呈现波动态势，2021 年公司确认基建业务收入 7.19 亿元，同比减少 16.88%，同期，毛利率 15.59%，较上年基本持平，初始获利水平较为稳定。

截至 2022 年 3 月末，公司主要已完工基础设施建设项目总投资金额为 28.52 亿元，已确认收入 27.04 亿元，已回款 26.67 亿元，资金回笼情况较好。

表 6：截至 2022 年 3 月末公司主要已完工基础设施建设项目（亿元）

项目名称	建设主体	已投资	2022 年 3 月末 已确认收入	2022 年 3 月末 已收到款项
滨湖花园居住小区一期项目	科技园公司	1.36	1.63	1.63
通江大道工程项目	科技园公司	1.31	1.57	1.57
扬子江大道工程项目	科技园公司	1.05	1.26	1.26
东升花园居住小区	科技园公司	0.51	0.61	0.61
旭日花园（万顷良田安置小区）一期	科技园公司	1.78	2.13	2.13
东升花园居住小区（安置小区）二期项目	科技园公司	0.79	0.94	0.94
旭日花园二、三期（万顷良田安置小区）	科技园公司	3.77	4.52	4.52
东升花园安置小区（三期）项目	科技园公司	3.03	3.63	3.63
滨湖花园二期	科技园公司	1.32	1.58	1.58
其他项目	叠石桥建设	13.60	9.15	8.78
合计	--	28.52	27.04	26.67

注：其他项目系叠石桥建设承接的零星基础设施建设项目，单个项目的投资规模较小。

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月末，公司主要在建基础设施建设项目包括围垦工程和临江新区道路、桥梁、污水管网工程等基础配套设施项目，总投资额共计

37.49 亿元，目前已投资 32.25 亿元，已确认收入 34.70 亿元，已回款 28.14 亿元。

表 7：截至 2022 年 3 月末公司主要在建基础设施建设项目（亿元）

项目名称	建设周期	总投资	2022 年 3 月末 已投资	2022 年 3 月末 已确认收入	2022 年 3 月末 已收到款项
围垦工程	2013~2022	10.95	9.20	10.74	10.07
临江新区道路、桥梁、污水管网工程	2015~2022	15.64	15.64	16.59	16.13
锦云新村一期	2016~2022	2.00	1.59	2.17	1.13
锦云新村二期	2017~2022	2.50	1.80	0.63	0.48
海门市临江新区珍贵彩叶树种种植项目	2020~2022	4.81	3.55	4.26	0.34
锦云新村三期	2020~2024	1.00	0.05	0.07	-
诺迪幼儿园	2021~2023	0.60	0.43	0.24	-
合计	--	37.49	32.25	34.70	28.14

资料来源：公司提供

拟建项目方面，截至 2022 年 3 月末，公司拟建项目为国际学校、九匡河人家及建安项目区道路工程，预计总投资额为 12.40 亿元。

总体来看，公司基建业务采用成本加成方式结算，业务获利较为稳定，且项目结转及资金回笼情

况较好。

跟踪期内公司贸易产品结构有所调整，但获利空间仍较微薄，且上下游结算周期匹配不佳，资金周转压力仍存

公司贸易业务主要由子公司南通市信海贸易有限公司（以下简称“信海贸易”）负责。主要贸易商品包括钢材、管桩、水泥、混凝土、电缆和乙二醇贸易，2021年新增铜杆贸易。2019~2021年及2022年1~3月，公司贸易业务收入分别为5.04亿元、7.81亿元、7.59亿元和0.89亿元，2022年一季度，受节假日及疫情影响，贸易规模较少；2019~2021年及2022年1~3月，公司贸易业务毛利率分别为1.60%、1.25%、2.75%和3.88%，2021年，受毛利略高的管桩业务贸易规模占比较高，当年获利空间有所提升，但整体利润贡献仍较为微薄。

公司贸易业务是主要在保障房开发业务基础上所作的拓展与延伸，下游客户主要为南通地区建筑施工企业等，2021年公司前五大客户贸易额占贸易收入比重为36.13%，客户集中度较上年基本持平。销售方面，公司实行“以销定购”贸易模式，先与下游客户签订供货合同，确定供货量和供货价格，再按照下游客户订货合同，向上游供应商组织商品采购，并负责向下游客户配送商品。结算方面，公司一般给予下游客户1~2月的信用期，一定程度上加大资金周转压力。

表 8：2021 年公司贸易业务前五大客户情况（亿元、%）

客户名称	主要商品	销售金额	占比
海门市星叠纺织品贸易有限公司	乙二醇	0.90	10.51
南通国华新材料科技有限公司	水泥、钢材	0.61	7.07
苏州嘉盛建设工程有限公司	钢材	0.57	6.67
宏轩（南通）电力新材料有限公司	铜杆	0.52	6.06
江苏地质基桩工程公司	管桩	0.50	5.83
合计		3.10	36.13

资料来源：公司提供

2021年公司前五大供应商采购比重为59.96%，采购集中度较高。结算方面，公司在收到货物一周后向上游供应商支付87%采购款，剩余部分尾款在收到供货方发票后1~2周内结清。

表 9：2021 年公司贸易业务前五大供应商情况（亿元、%）

供应商名称	主要商品	采购金额	占比
海门拓建缘贸易有限公司	钢材	1.89	22.68
南通国华砷业有限公司	管桩	1.17	14.00
上海拓汉实业有限公司	乙二醇	0.90	10.79
南通申博金属制品有限公司	钢材	0.67	8.09
宏胜科技有限公司	电缆	0.37	4.40
合计		5.00	59.96

资料来源：公司提供

公司逐步新增贸易商品种类，经营范围进一步扩大，业务发展稳定，但上下游结算周期匹配度不佳，资金周转压力加大。

公司叠石桥家纺城资产优质，经营情况较好，加之科技园公司租赁资产增加以及公司物业管理业务逐步拓展，对整体收入规模形成良好补充

公司房屋租赁业务由子公司江苏叠石桥家纺产业集团有限公司（以下简称“叠石桥公司”）负责。叠石桥公司成立于2003年8月，截至2022年3月末注册资本15.00亿元，主要负责叠石桥家纺城三期的投资和运营。叠石桥家纺城三期项目主体工程于2011年9月5日竣工并投入运营，功能布局上主要包括核心交易区及公共服务平台，建筑面积约50万平方米，定位于综合家纺产品批发及零售，可出租商铺数量约3,500个。

目前叠石桥三期的市场经营模式为将商铺出租给经营业主，并采用按租赁面积向经营业主预收全年商铺租金的方式。核心交易区一到三层可出租面积共9.54万平方米，根据不同楼层与位置，平均年租金在1,700~2,050元/平方米，按年收取租金，截至2022年3月末该物业的出租率约为95%；公共服务平台一到三层可出租面积共1.19万平方米，平均日租金在1.78~2.74元/平方米，整体出租率约为85%。现有租赁合同期限主要为10年期，承租期内租金按照上年的5%左右递增，合同于2021年陆续到期，经和承租人沟通，合同展期一年，目前叠石桥公司已着手叠石桥家纺城三期商铺的重新招租竞拍工作。与此同时，核心交易区拥有车位近3,800个，其中地下车位2,500个，楼顶车位400个

以及广场生态停车位 900 个,停车场自 2018 年 4 月开始使用收取停车费,可为公司带来新增收入。

此外,2021 年科技园公司新增医药生物研发基地和玲珑街租赁资产,该资产可租赁面积 19.06 万平方米,整体打包出租给海门临江建设投资有限公司,合同期限 5 年,合同期内租金固定,2021 年获得租金收入 0.92 亿元。

2019~2021 年及 2022 年第一季度,公司租赁服务业务收入分别为 2.02 亿元、1.72 亿元、3.13 亿元和 0.81 亿元,对整体收入形成良好补充,2021 年随着疫情影响有所缓解及科技园公司租赁资产的增加,公司租金收入同比增长 81.98%。

公司物业管理业务由子公司嘉海物业负责,主要承接海鸿集团投资建设安置小区物业管理业务,同时积极承接当地政府相关企事业单位的物业管理业务,并遵循市场价原则收取物业管理费。嘉海物业将逐步开拓社会小区、商业楼宇的物业管理业务,未来收入规模将逐步增长。

公司所经营叠石桥家纺城三期商铺出租率高,经营稳定,加之租赁资产的增加以及物业管理区域逐步开拓,房屋租赁业务及物业管理业务对整体收入形成良好补充。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年三年连审的审计报告以及未经审计的 2022 年第一季度财务报表。公司各期财务数据采用当期报表期末数,各期财务报告均执行新会计准则。

公司收入结构多元,跟踪期内收入稳中有升,随着较高毛利率的租赁业务收入占比增加,公司营业毛利率得以提升,整体盈利规模有所增长,但对政府补助的依赖程度仍较高

2021 年公司各项业务平稳发展,实现营业收入 27.83 亿元,同比增长 8.06%。毛利率方面,公司保障房开发业务由政府定价,当销售收入不足以弥补

成本时可获得当地政府 6%~15%差额补偿,基建业务采用成本加成方式结算,上述两大板块的获利空间基本稳定,2021 年毛利率高的租赁业务收入比重增加使得营业毛利率较上年增长 6.68 个百分点。2022 年 1~3 月,公司综合毛利率 20.13%,同比增长 3.92 个百分点。

表 10: 近年来公司主要业务毛利率构成(%)

项目	2019	2020	2021	2022.Q1
保障房开发业务	12.40	11.25	11.87	10.58
基建业务	16.40	15.59	15.59	14.56
贸易业务	1.60	1.25	2.75	3.88
租赁服务业务	82.40	86.54	84.49	84.91
物业管理	28.59	28.83	18.43	35.80
其他业务	85.97	17.98	54.36	-2.72
营业毛利率	20.27	15.17	21.85	20.13

资料来源:公司提供

期间费用方面,公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。公司管理费用主要系员工薪酬费用、办公费和差旅费等,2021 年由于人力费用增加且公司教育幼托、养老医疗服务等新业务尚处于启动初期,管理费用同比增长 41.88%;公司债务规模较大,每年的利息支出较多,但公司系将部分资本化,且每年可获得一定的贴息冲抵,故账面财务费用规模相对较小。总体来看,公司期间费用支出规模较大,对当期利润形成一定侵蚀。

表 11: 近年来公司盈利能力相关指标(亿元)

	2019	2020	2021	2022.Q1
销售费用	0.21	0.23	0.01	0.01
管理费用	1.52	1.17	1.66	0.46
财务费用	1.97	2.20	1.66	0.44
期间费用合计	3.70	3.60	3.82	0.90
期间费用率	14.44%	13.98%	13.73%	13.45%
经营性业务利润	2.35	2.42	3.67	1.02
其中:其他收益	1.35	2.74	2.02	0.80
公允价值变动收益	2.19	2.42	0.47	0.00
利润总额	4.45	5.16	5.23	1.00
净利润	3.28	4.08	4.51	0.89

资料来源:公司财务报表,中诚信国际整理

公司利润总额主要由经营性业务利润和公允价值变动收益构成,其中经营性业务利润对计入其他收益的政府补助依赖较大,整体规模不断增加。此外,公司来自于按公允价值计量投资性房地产

(主要系叠石桥家纺城)的变动收益亦可对利润总额形成一定补充,但该部分利润受市场价格波动的影响存在不确定性。

跟踪期内,公司资产规模不断扩大,但以存货、其他应收款和投资性房地产为主,流动性较弱,加之在建项目投入和往来款支出持续增加,债务规模快速扩张

表 12: 近年来公司主要资产情况 (亿元)

	2019	2020	2021	2022.Q1
货币资金	96.84	74.81	61.35	72.84
应收账款	14.28	14.26	14.98	17.26
其他应收款	116.59	127.20	153.15	155.33
存货	107.38	117.44	131.75	135.92
流动资产	339.92	337.95	366.57	386.66
可供出售金融资产	9.54	10.04	--	--
其他权益工具投资	--	--	11.99	10.05
投资性房地产	76.17	80.20	98.54	98.54
非流动资产	95.04	101.18	126.78	125.94
资产总额	434.96	439.13	493.35	512.59

注:公司自 2021 年起执行新金融工具准则,可供出售金融资产调整至其他权益工具投资和其他非流动金融资产核算。

资料来源:公司财务报表,中诚信国际整理

公司业务持续发展,资产规模不断增长。公司资产以流动资产为主,2021 年末流动资产占资产总额比重为 74.30%,主要包括货币资金、应收账款、其他应收款和存货。公司货币资金以银行存款为主,2021 年公司在建项目投入增加及对区域内国企拆借资金规模上升,货币资金较上年末减少 18.00%,受限的货币资金为 16.82 亿元,占当期末货币资金的 27.42%,主要系银行承兑汇票保证金和定期存单。应收账款主要系应收委托方工程款及保障房销售补偿款,较上年基本持平。公司其他应收款较上年末增加 20.40%,主要系公司与区域内国有企业及参与投资的项目公司往来款项,2021 年计提坏账准备 0.31 亿元,公司其他应收款前五大合计 55.12 亿元,占当期末其他应收款比重为 35.93%,2021 年末公司其他应收款占总资产比重为 31.04%,维持较高规模,对资金形成较大占用,账龄以 1 年

以内和 1~2 年为主,中诚信国际将持续关注回收情况。2021 年末,公司存货主要为已建成在售保障房项目和贸易物资(计入库存商品)、在建保障房、在建基础设施项目以及待开发土地使用权(计入开发成本),其中库存商品和开发成本分别为 38.64 亿元和 87.82 亿元,随着在建保障房项目和基础设施建设项目投入资金增加,2021 年末存货较上年末增长 12.18%,目前大部分保障房项目尚处于开发建设期,整体库存规模维持较高水平。

表 13: 截至 2021 年末公司其他应收款前五大情况 (亿元、%)

单位名称	账面余额	占比
南通市海门城建燃气有限公司	14.95	9.74
南通市海门苏海水务有限公司	13.95	9.09
上海招商置业有限公司	8.99	5.86
南通临江新区滨江水务有限公司	8.85	5.77
南通市苈城实业有限公司	8.39	5.47
合计	55.12	35.93

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

公司非流动资产主要系其他权益工具投资和投资性房地产。截至 2021 年末,公司其他权益工具投资主要为对江苏海门农村商业银行股份有限公司、南通市博双贸易有限公司、南通时代伯乐创业投资合伙企业(有限合伙)和南通蓝湾壹号创业投资合伙企业等多家公司股权投资款。公司投资性房地产主要系子公司叠石桥公司用于出租的叠石桥家纺城三期等物业资产,采用公允价值方式计量,2021 年末,公司投资性房地产较上年末增长 22.86%,主要系子公司科技园公司新增医药生物研发基地和玲珑街租赁资产所致。截至 2022 年 3 月末,公司总资产 512.59 亿元,较期初增长 3.90%,资产结构较期初基本保持稳定。

表 14: 近年来公司主要负债及所有者权益情况 (亿元)

	2019	2020	2021	2022.Q1
短期借款	23.99	20.18	23.95	33.67
应付票据	24.31	9.17	9.99	8.44
其他应付款	16.20	14.98	7.78	6.33
一年内到期的非流动负债	29.35	40.91	77.50	62.68
流动负债	115.52	96.04	134.99	125.63
长期借款	81.04	76.17	75.04	95.50

应付债券	55.81	80.66	91.51	99.68
非流动负债	159.88	175.97	182.49	210.16
负债合计	275.40	272.01	317.48	335.79
实收资本	30.00	30.00	30.00	30.00
资本公积	110.63	113.48	113.97	113.95
未分配利润	16.12	20.44	25.04	25.96
所有者权益	159.57	167.13	175.87	176.80

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021年末，公司负债总额持续扩张，其中非流动负债占负债总额比重为57.48%，主要为长期借款和应付债券。2021年末公司长期借款主要系抵押借款和质押借款，较上年末基本持平；随着保障房及基建项目建设资金需求增加，公司应付债券较上年末增长13.45%，主要系新增债权融资计划2.99亿元、美元债12.77亿元、中期票据6.00亿元、公司债8.00亿元和企业债5.00元。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。短期借款主要系保证借款，2021年末公司短期借款规模较上年末增长18.66%，系保障房开发项目周期较长，基础设施建设投入资金需求较大，加之往来款对资金形成占用，经营性资金需求增加。公司应付票据系贸易业务产生，2021年公司商业承兑汇票增加，带动应付票据同比增长8.90%。近年公司逐步偿还往来借款，其他应付款整体呈持续减少趋势。公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款和应付债券等，受部分长期债务即将到期偿还影响，2021年末公司一年内到期的非流动负债较上年末增长89.42%。截至2022年3月末，公司负债合计335.79亿元，其中流动负债125.63亿元，较期初减少6.93%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致；非流动负债210.16亿元，较期初增长15.16%，主要系往来款支出增加及项目投入加大，外部融资需求上升，带动长期借款和应付债券增加所致。

所有者权益方面，近年公司股东增资、资产划转和利润留存使得自有资本实力持续增强。截至2022年3月末，公司资本公积占所有者权益的比重为64.45%，主要系财政拨款和股权划转，所有者权益176.80亿元，受益于利润留存较2020年末增长

16.73%。

随着公司在建项目投入和往来款支出增加，债务规模持续增长，截至2022年3月末，公司总债务规模提升至305.87亿元，较2020年末增长30.90%，其中短期债务占比为35.86%，债务以长期债务为主，银行借款及债券融资占比相当。2019~2021年末及2022年3月末公司资产负债率分别为63.32%、61.94%、64.35%和65.51%，同期总资本化比率分别为58.59%、58.30%、61.58%和63.37%，财务杠杆水平呈波动上升态势。

2021年公司经营活动现金流保持小额净流入；受投资支出增加影响，投资活动现金流呈现大额净流出状态；随着公司有息债务规模持续扩张，整体偿债指标较弱，短期偿债压力加大

公司保障房及工程建设项目对资金需求较大，且建设周期较长，项目回款和支出不匹配，同时经营性往来较大，使得近年经营活动净现金流表现欠佳。2021年度，公司投资活动产生的现金流呈现大额净流出状态，主要系对联合开发项目投资支出以及金融资产投资支出增加所致；筹资活动现金流方面，2021年以来公司融资渠道畅通，筹资活动现金流呈净流入状态。

表 15：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.Q1
经营活动净现金流	1.09	0.41	1.00	-4.09
投资活动净现金流	-6.93	1.57	-24.82	-0.39
筹资活动净现金流	44.58	-8.69	9.74	17.19
总债务	225.72	233.37	281.85	305.87
短期债务	77.65	70.27	113.36	109.68
货币资金/短期债务	1.25	1.06	0.54	0.66
总债务/EBITDA	27.53	26.16	31.34	--
EBITDA 利息覆盖倍数	1.10	1.21	0.98	--
经营活动净现金流/总债务	0.00	0.00	0.00	-0.05*
经营活动净现金流/利息支出	0.15	0.06	0.11	--
收现比	1.30	1.22	1.02	0.53

注：带*指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司保障房建设及基建业务投入不断增加，加

之对外拆借资金加大，债务融资规模持续增长，EBITDA 对债务本息的保障程度低。同时，公司经营净现金流表现欠佳，其对债务本息的覆盖能力弱。2021 年以来，受部分长期债务即将到期转入短期债务影响，货币资金对短期债务覆盖能力有所下降。此外，公司收现比指标持续保持较好水平，近期由于公司销售商品、提供劳务收到的现金较少，2022 年 1~3 月收现比指标趋弱。

债务偿还方面，2022 年 4~12 月、2023 年和 2024 年公司到期债务金额分别为 74.83 亿元、74.49 亿元和 78.12 亿元，其中 2022 年 4~12 月到期债务主要包括银行借款 32.31 亿元，债券等直融产品 39.88 亿元和融资租赁 2.64 亿元，拟通过银行贷款续贷、发行公司债券和自有资金偿还，实际的偿付安排需持续关注。

公司备用流动性较弱，且受限资产规模较大，对外担保或将面临一定代偿风险

银行授信方面，截至 2022 年 3 月末，公司获得多家金融机构授信总额 169.20 亿元，其中已使用授信额度 152.15 亿元，未使用授信余额 17.05 亿元，备用流动性较弱。

或有事项方面，截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额为 95.39 亿元，占净资产比重为 53.96%，被担保对象主要为海门区国有企业，对民营企业担保合计 11.83 亿元。其中对龙信海诚置业（常州）有限公司（以下简称“龙信海诚”）担保的 7.46 亿元由龙信海诚控股股东江苏龙信置业有限公司以海永乡地块抵押进行反担保，其他均由各股东按照股权比例分别提供担保，未设反担保措施，需关注被担保对象经营情况变化导致的或有负债风险。此外，截至 2022 年 3 月末，公司不存在重大未决诉讼、仲裁或行政处罚。

表 16：截至 2022 年 3 月末公司对民营企业担保情况（亿元）

被担保企业名称	担保余额
澳斯康生物（南通）股份有限公司	0.33
龙信海创置业（高邮）有限公司	1.04
龙信海悦置业（海安）有限公司	3.00

龙信海诚置业（常州）有限公司	7.46
合计	11.83

注：澳斯康生物制药（南通）有限公司为海门临江新区招商引资进入的重要企业；龙信海创置业（高邮）有限公司（公司持股 30.4%）、龙信海悦置业（海安）有限公司（公司持股 25%）和龙信海诚置业（常州）有限公司（公司持股 40%）是公司和江苏龙信置业有限公司等公司合资成立的房地产开发企业。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受限资产方面，截至 2022 年 3 月末，公司受限资产账面价值 113.71 亿元，占当期总资产比重为 22.18%。其中，受限货币资金为 25.85 亿元，抵质押存货、投资性房地产、固定资产和无形资产分别为 11.92 亿元、70.14 亿元、5.30 亿元和 0.48 亿元，受限资产规模较大，需关注受限资产对整体资产流动性的影响。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2022 年 4 月 6 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录

外部支持

公司作为海门区保障房建设重要实施主体，获得当地政府在政府补助及资产注入等方面大力支持

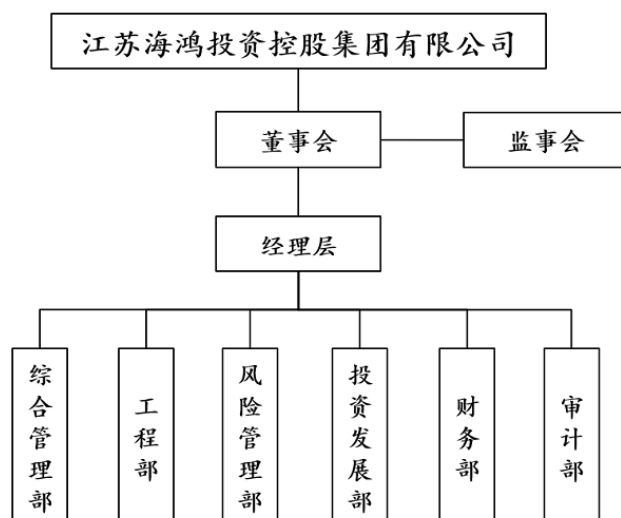
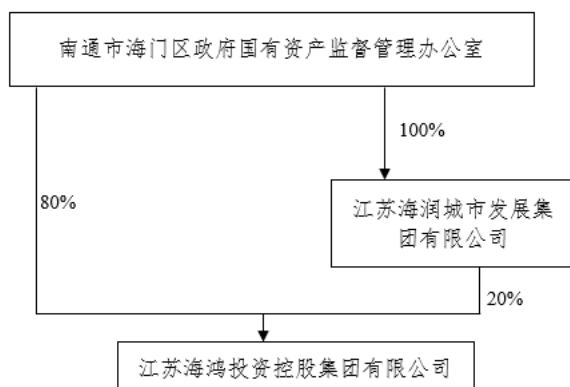
公司经海门区人民政府授权，负责区域内保障房项目。公司在政府补助及资产注入等方面获得当地政府大力支持。2021 年根据南通市海门区人民政府办文单[2021]399 号批示，同意原海门区财政局国资办将其下属 91 宗房产无偿划拨至海鸿集团，并由公司负责运营管理，评估价值约为 0.73 亿元，进一步充实公司的资产规模。

政府补助方面，2021 年及 2022 年第一季度，公司获得的政府补助分别为 2.02 亿元和 0.80 亿元。2021 年公司获得政府贴息 2.44 亿元。另外，由于公司保障房由政府定价，销售价格普遍低于市场价，存在部分项目销售收入不足以弥补成本的情况，海门区财政对公司根据建设总成本加成 6%~15%进行差额补偿。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持江苏海鸿投资控股集团有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。

附一：江苏海鸿投资控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



截至 2022 年 3 月末公司下属主要子公司

全称	持股比例	主要业务
江苏师山置业有限公司	100%	保障房开发
海门五大洲投资发展有限公司	100%	保障房开发
江苏东布洲科技园集团有限公司	100%	基础设施建设
江苏叠石桥家纺产业集团有限公司	100%	房屋租赁
南通市信海贸易有限公司	100%	商品贸易
南通市海门海赋建设开发有限公司	60%	保障房开发

资料来源：公司提供

附二：江苏海鸿投资控股集团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	2022.Q1
货币资金	968,367.15	748,107.02	613,468.44	728,376.11
应收账款	142,786.37	142,618.94	149,768.41	172,555.75
其他应收款	1,165,930.32	1,271,992.22	1,531,482.96	1,553,334.84
存货	1,073,760.09	1,174,436.25	1,317,469.03	1,359,244.21
长期投资	101,053.66	106,140.12	176,644.46	159,014.74
在建工程	848.73	3,845.19	16,342.50	22,817.63
无形资产	227.87	212.55	8,429.31	11,082.99
总资产	4,349,646.62	4,391,332.70	4,933,519.16	5,125,915.40
其他应付款	162,045.72	149,769.88	77,773.48	63,320.87
短期债务	776,532.70	702,694.46	1,133,606.03	1,096,836.07
长期债务	1,480,694.65	1,633,909.65	1,684,940.08	1,961,858.06
总债务	2,257,227.36	2,336,604.11	2,818,546.11	3,058,694.13
总负债	2,753,981.14	2,720,056.72	3,174,794.48	3,357,935.11
费用化利息支出	30,633.30	32,786.10	30,637.77	4,875.12
资本化利息支出	43,698.15	41,036.12	61,542.70	--
实收资本	300,000.00	300,000.00	300,000.00	300,000.00
少数股东权益	9,905.46	8,744.95	12,212.59	12,386.13
所有者权益合计	1,595,665.48	1,671,275.98	1,758,724.68	1,767,980.30
营业总收入	256,106.35	257,570.46	278,333.17	67,258.89
经营性业务利润	23,464.64	24,153.93	36,738.87	10,208.59
投资收益	491.66	5,840.17	10,544.84	1,016.03
净利润	32,796.17	40,760.84	45,079.75	8,894.83
EBIT	75,126.57	84,385.92	82,907.40	--
EBITDA	81,991.12	89,325.81	89,934.41	--
销售商品、提供劳务收到的现金	332,481.45	313,529.64	283,764.72	35,427.21
收到其他与经营活动有关的现金	696,959.33	705,789.14	634,344.94	119,407.11
购买商品、接受劳务支付的现金	437,877.39	433,936.10	380,982.48	98,563.45
支付其他与经营活动有关的现金	560,335.21	557,288.78	504,870.59	84,722.13
吸收投资收到的现金	105,575.00	26,973.13	2,300.00	0.00
资本支出	13,211.24	5,185.36	18,523.19	3,171.65
经营活动产生现金净流量	10,895.66	4,087.71	10,019.80	-40,946.81
投资活动产生现金净流量	-69,288.18	15,685.15	-248,236.86	-3,935.62
筹资活动产生现金净流量	445,829.75	-86,905.71	97,443.71	171,939.12
财务指标	2019	2020	2021	2022.Q1
营业毛利率（%）	20.27	15.17	21.85	20.13
期间费用率（%）	14.44	13.98	13.73	13.45
应收类款项/总资产（%）	30.09	32.21	34.08	33.67
收现比（X）	1.30	1.22	1.02	0.53
总资产收益率（%）	1.92	1.93	1.78	1.18*
资产负债率（%）	63.32	61.94	64.35	65.51
总资本化比率（%）	58.59	58.30	61.58	63.37
短期债务/总债务（%）	34.40	30.07	40.22	35.86
FFO/总债务（X）	0.03	0.03	0.03	--
FFO 利息倍数（X）	0.83	0.80	0.87	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数（X）	0.15	0.06	0.11	--
总债务/EBITDA（X）	27.53	26.16	31.34	--
EBITDA/短期债务（X）	0.11	0.13	0.08	--
货币资金/短期债务（X）	1.25	1.06	0.54	0.66
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.10	1.21	0.98	--

注：1、2022 年一季报未经审计；2、带“*”指标经年化；3、中诚信国际分析时将公司计入其他非流动负债和长期应付款科目的带息债务调整至长期债务，将其他流动负债科目的带息债务调整至短期债务。

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+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	
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	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
偿债能力	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。