

2017 年南通运通港务发展有限公司公司债券

跟踪评级报告

 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2020]101328】

评级对象: 2017年南通运通港务发展有限公司公司债券

| | 主体信用等级 | 评级展望 | 债项信用等级 | 评级时间 |
|--------------|--------|------|--------|------------|
| 本次跟踪 | AA | 稳定 | AAA | 2020年8月13日 |
| 前次跟踪: | AA | 稳定 | AAA | 2019年6月25日 |
| 首次评级: | AA | 稳定 | AAA | 2017年7月11日 |

主要财务数据

| 项 目 | 2017年 | 2018年 | 2019年 |
|--------------------|---------|---------|--------|
| 金额单位:人民币亿元 | | | |
| 发行人母公司数据: | | | |
| 货币资金 | 21.81 | 8.07 | 7.42 |
| 刚性债务 | 32.00 | 30.42 | 42.22 |
| 所有者权益 | 51.55 | 53.74 | 55.13 |
| 经营性现金净流入量 | -8.97 | -10.22 | -12.49 |
| 发行人合并数据及指标: | | | |
| 总资产 | 233.30 | 205.61 | 204.85 |
| 总负债 | 160.12 | 130.95 | 128.26 |
| 刚性债务 | 100.52 | 94.41 | 98.01 |
| 所有者权益 | 73.18 | 74.66 | 76.59 |
| 营业收入 | 8.89 | 7.13 | 17.99 |
| 净利润 | 1.8 | 1.47 | 2.79 |
| 经营性现金净流入量 | -7.41 | -10.28 | -14.62 |
| EBITDA | 2.01 | 2.35 | 3.14 |
| 资产负债率[%] | 68.63 | 63.69 | 62.61 |
| 长短期债务比[%] | 189.82 | 191.07 | 130.76 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 72.80 | 79.08 | 78.14 |
| 流动比率[%] | 410.26 | 450.66 | 367.60 |
| 现金比率[%] | 160.82 | 74.06 | 38.34 |
| 利息保障倍数[倍] | 0.33 | 0.53 | 0.54 |
| EBITDA/利息支出[倍] | 0.33 | 0.53 | 0.54 |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.02 | 0.02 | 0.03 |
| 担保方数据: | | | |
| 总资产 | 122.48 | 116.50 | 101.94 |
| 所有者权益 | 86.33 | 83.60 | 80.79 |
| 担保余额 | 1088.79 | 1004.98 | 837.04 |
| 担保放大倍数[倍] | 12.61 | 12.02 | - |

注:发行人数据根据运通港务经审计的2017-2019年财务数据整理、计算。担保方数据根据中合担保经审计的2017-2019年财务数据整理、计算。

分析师

吕品 lp@shxsj.com
朱熙 zhuxi@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对南通运通港务发展有限公司(简称运通港务、发行人、该公司或公司)及其发行的2017年公司债券的跟踪评级反映了2019年以来运通港务在外部环境、政府支持及担保方增信等方面保持优势,同时也反映了公司在刚性债务偿付、流动性及对外担保等方面面临较大压力。

主要优势:

- **区域环境优势。**海安市经济基础良好,工业经济持续发展,可为运通港务的经营发展提供良好的外部环境。
- **外部支持。**运通港务是海安市政府重要的城市基础设施建设平台之一,能得到政府的大力支持。
- **担保增信。**中合担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保,有助于提升本期债券到期偿付的安全性。

主要风险:

- **刚性债务偿付压力。**跟踪期内,运通港务刚性债务规模仍较大,面临一定的债务本息偿付压力。
- **投融资压力。**运通港务公路基础设施建设项目后续仍有较大的投入需求,存在一定的投融资压力。
- **流动性压力上升。**跟踪期内,运通港务货币资金存量规模进一步减少,且被关联方占用资金规模持续增加,流动性压力上升。
- **担保损失风险。**运通港务为多家关联方提供担保,存在一定的或有损失风险。

➤ 未来展望

通过对运通港务及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2017 年南通运通港务发展有限公司公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2017 年南通运通港务发展有限公司公司债券（简称“17 运通债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据运通港务提供的经审计的 2019 年财务报表及相关经营数据，对运通港务的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

2017 年 8 月 17 日，该公司发行了 17 亿元人民币的 17 运通债，期限为 7 年，年利率为 6.13%，募集资金中 7 亿元用于刘缺花苑安置房建设项目；5 亿元用于海安商贸物流产业园建设项目（保税物流中心部分）；5 亿元用于补充流动资金。

图表 1. 本期债券募集资金用途（单位：亿元、%）

| 序号 | 募集资金用途 | 项目总投资额 | 募集资金使用额 | 占项目总投资的比例 |
|----|-------------------------|--------|---------|-----------|
| 1 | 刘缺花苑安置房建设项目 | 10.00 | 7.00 | 70.00 |
| 2 | 海安商贸物流产业园建设项目（保税物流中心部分） | 7.20 | 5.00 | 69.44 |
| 3 | 补充流动资金 | -- | 5.00 | -- |
| 合计 | | 17.20 | 17.00 | -- |

资料来源：运通港务

2018 年 6 月 1 日，该公司投资设立了海安县天运投资建设有限公司（以下简称“天运投资”）和海安运保物流有限公司（以下简称“运保物流”），持股比例均为 51%，分别委托江苏海安商贸物流集团有限公司和江苏海安保税物流中心有限公司代建刘缺花苑安置房建设项目以及海安商贸物流产业园建设项目。

截至 2019 年末，该公司募集资金 12 亿元已全部投入项目使用，其中刘缺花苑安置房项目已完成一期建设（占总投资规模的 55%），二期正在建设中；海安商贸物流产业园已完成场地和仓储建设（占总投资规模的 60%）。

图表 2. 公司已发行债券概况

| 债项名称 | 发行金额（亿元） | 期限（年） | 发行利率（%） | 发行时间 | 本金兑付情况 |
|--------|----------|-------|---------|------------|--------|
| 14 惠海债 | 2.40 | 2+1 | 9.00 | 2014 年 9 月 | 已到期兑付 |
| 14 海水务 | 3.00 | 2+1 | 9.50 | 2014 年 8 月 | 已到期兑付 |
| 17 运通债 | 17.00 | 7 | 6.13 | 2017 年 7 月 | 未到期 |

资料来源：运通港务

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2020年初以来，新冠肺炎疫情对全球经济造成了严重影响，后期修复周期漫长，中美关系等地缘政治问题进一步增加了全球经济的不确定性，我国经济发展面临的外部环境在未来一段时期内将持续呈复杂多变的状况，经济增长压力依然较大。我国疫情防控和恢复均走在世界前列，在一揽子宏观政策推动下预计我国经济将持续修复；从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，经济基本面仍有望长期向好。

2020年初以来，新冠肺炎疫情在全球范围内传播对全球经济造成了严重影响，国际贸易、投资萎缩，后期的修复将经历一个漫长的周期，且主要经济体的修复进程将呈现步调不一。经济衰退下，主权债务风险特别是新兴经济体的主权债务风险上升；全球性的货币政策宽松在缓解流动性风险和市场的悲观情绪的同时，助推美欧权益市场反弹明显，潜在的资产泡沫风险较大；而美国金融监管的放松，长期内会导致金融脆弱性进一步上升。全球疫情防控形势依然严峻，中美关系不稳定以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突加剧进一步增加了全球经济的不确定性，我国经济发展面临的外部环境严峻、复杂多变。

我国疫情防控和恢复均走在世界前列，供需两端持续改善，而需求的好转弱于供给，物价指数回落较快、失业率处于高位，经济发展面临的压力依然较大。其中，在汽车等促消费政策的拉动下，商品零售降幅持续收窄，就业压力的缓解以及居民对疫情担忧心理的消除是后期消费重回正增长的关键；制造业投资表现疲弱，房地产开发投资回升，专项债资金的到位有利于基建发力并带动整体投资回稳；在外需缩减以及贸易环境不稳定的情况下，对外贸易面临的压力与挑战较大。规模以上工业企业的生产活动恢复节奏较快，工业结构转型升级成效正在逐步体现，其中高技术制造、设备制造以及新产品生产等表现强劲，但在需求不佳的情况下，工业企业存货压力上升、经营性现金回笼不畅，整体工业企业面临的经营管理压力仍较大。

为应对前所未有的风险挑战和稳住“经济基本盘”，各类宏观政策的调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，提高财政赤字率、重启特别国债并增加专项债规模，增加的资金直达地方、财政支出聚焦基本民生和重点领域，为经济社会稳定保驾护航；明显提高政府债务水平是非常时期的特殊举措，地方政府债务风险依然总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，随着经济的持续修复适时适度调整力度和节奏，结构性货币政策工具成为主要政策选项，更加强调直达和精准调控，缓解经济实体特别是中小微企业融资压力，并进一步引导融资成本下降。金融监管力度加强，打击资金“空转”套利，让资金真正流入实体、服务实体，金融系统的资本补充有利于提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

本次疫情是人类历史上规模最大的一次公共卫生事件，对全球经济已然产生了重大冲击，而对国际社会乃至国际秩序的影响尚待观察，这意味着我国经济社会发展的外部环境将在一定时期内持续呈复杂且多变的状况。2020年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，短期内，预计在一揽子宏观政策推动下我国经济将持续呈修复态势；从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，经济基本面仍有望长期向好。

（2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继43号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。

2017年至2018年上半年，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。2020年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，受此影响，城投企业可能出现短期的业绩波动，但其在逆周期调节及社会维稳中的作用有望加强。同时也需关注到，平台资质分化仍将持续，近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2019年末，我国城镇化率为60.60%，与国外发达国家的70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域，是我国城镇化建设的重要力量。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企

业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于2014年9月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，简称“43号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351号），对地方政府性债务进行清理和甄别。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有保障。

从具体政策环境来看，2015年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号），加强融资平台公司融资管理。5月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。2018年3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

2018年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。2018年7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。此外，支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。2019年3月，《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台

到期债务，不能搞“半拉子”工程。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，疫情的扩散及相关防控措施的施行易对经济造成阶段性冲击。虽然目前国内疫情防控已取得明显成效，但我国仍面临境外输入病例风险，必要的疫情防控仍将持续。受此影响，部分城投企业短期内经营业绩或有所波动。但为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其将承担的逆周期调节作用将显得尤为重要，核心城投企业的发展前景仍然稳固。与此同时，城投企业资质分化仍将持续。由于产业调整、减税减费等造成财政收入增长承压，以及防疫等基本支出需求增加，政府给予城投企业基建的直接资金支持或将放缓，对城投自身的流动性及融资能力提出更高要求。近两年城投企业到期债务仍处于较高规模，部分企业面临集中偿付压力。

（3）区域经济环境

海安市经济发展基础较好，综合实力排名稳定。近年来受宏观经济景气度下行、经济外向程度高等影响，全市经济增速有所放缓。

海安市位于江苏省东部的苏中地区，地处南通、盐城、泰州三市交界处。东临黄海，南望长江，是苏中水陆交通要冲。近年来海安市经济保持较快增长，增速领先南通市。2019年，海安市列全国中小城市综合实力百强榜、最具投资潜力中小城市百强榜第28位、第7位，均与上年持平。列全国工业百强县第25位，较上年前移1个位次。在全国创新百强县市中列第14位。

2017-2019年，海安市完成地区生产总值868.30亿元、993.00亿元和1133.21亿元，分别增长8.20%、8.10%和6.60%。该市工业发展增速较快，经济结构不断优化，三次产业结构由2016年的7.40:46.90:45.70调整至2019年的5.80:53.90:40.30。截至2019年末，全市户籍总人口92.74万人，较上年末减少0.58万人；常住人口86.30万人，同比下降0.20%，城镇化率达61.89%，较上年末提高1.73个百分点。2019年，海安城镇居民人均可支配收入4.78万元，增长8.50%；农村居民人均可支配收入2.34万元，增长8.80%。

纺织服装、电气机械、通用设备、化学纤维是海安市的前四大支柱产业，对规模工业的发展贡献大。2017-2019年，该市规模以上工业企业实现主营业务收入分别为2516.75亿元、2432.85亿元和1294.34亿元，同比分别增长14.50%、16.30%和4.40%¹。2017-2018年工业经济保持较快发展，主要系高新技术产业和战略新兴产业发展增速较快，2019年受宏观经济下行影响，工业经济增速有所放缓。

¹ 由于统计口径变化，近三年数据存在统计差异。

图表 3. 2017-2019 年海安市主要经济指标及增速

| 指标 | 2017 年 | | 2018 年 | | 2019 年 | |
|-----------------------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
| | 金额 | 增幅 (%) | 金额 | 增幅 (%) | 金额 | 增幅 (%) |
| 地区生产总值 (亿元) | 868.30 | 8.20 | 993.00 | 8.10 | 1133.21 | 6.60 |
| 人均生产总值 (元) | 92,828 | - | 114,798 | - | 131197 | - |
| 规模以上工业企业实现主营业务收入 (亿元) | 2516.75 | 14.50 | 2432.85 | 16.30 | 1294.34 | 4.40 |
| 全社会固定资产投资 (亿元) | 609.82 | 10.20 | 447.40 | 8.60 | 485.08 | 8.40 |
| 社会消费品零售总额 (亿元) | 300.98 | 10.00 | 324.93 | 9.70 | 344.98 | 6.20 |
| 进出口总额 (亿元) | 127.24 | 16.20 | 122.30 | -3.90 | 139.40 | 14.00 |

资料来源：海安市国民经济和社会发展统计公报

注：规模以上工业企业实现主营业务收入 2019 年统计数据口径发生变化

海安市经济对外贸依存度高。2017-2018 年，该市进出口总额分别为 127.24 亿元和 122.30 亿元，分别增长 16.20% 和减少 3.90%，其中 2018 年进出口总额同比下降，主要系该市出口规模下滑。2019 年，得益于海安电子口岸平台正式上线运行，当年进出口总额同比增长 14.00% 至 139.40 亿元，其中出口总额 112.60 亿元，增长 11.70%，进口总额 26.80 亿元，增长 25.00%。

2017-2019 年，海安市固定资产投资额呈波动，但增速呈下滑趋势，同期全市分别完成固定资产投资额 609.82 亿元、447.40 亿元和 485.08 亿元，同比增速分别为 10.20%、8.60% 和 8.40%，其中 2018 年起统计口径发生变化。2019 年固定资产投资中，第一产业实现投资 1.01 亿元，同比增长 481.60%；第二产业实现投资 291.44 亿元，同比增长 7.90%；第三产业实现投资 192.63 亿元，同比增长 8.80%；一二三产投资结构比为 0.20:60.10:39.70，一三产投资占比略有上升；完成高新技术产业投资 157.05 亿元，增长 47.80%，占工业投资比重为 53.90%。

图表 4. 2017-2019 年海安市主要固定资产投资情况 (单位：亿元，%)

| | 2017 年 | | 2018 年 | | 2019 年 | |
|-----|--------|--------|--------|-------|--------|-------|
| | 完成投资 | 增速 | 完成投资 | 增速 | 完成投资 | 增速 |
| 工业 | 346.45 | 7.60 | 270.15 | -- | 295.82 | 9.50 |
| 房地产 | 45.68 | -12.90 | 53.81 | 17.80 | 94.75 | 76.10 |

资料来源：海安市国民经济和社会发展统计公报

注：2018 年工业固定资产投资统计口径发生改变，同比不具有可比性

2017 年以来，旧城改造的实施，改善性刚需的增长，全面“二孩”政策效应显现，海安市商品房销售增长较快。2019 年商品房销售继续增长，但增幅大幅下降，当年实现商品房销售面积 191.11 万平方米，同比增长 4%，较上年下降 6 个百分点。库存方面，截至 2019 年末，全市商品房待售面积为 48.71 万平方米，同比下降 26.80%，其中住宅待售面积 15.60 万平方米，同比下降 50.70%，商铺待售面积 28.73 万平方米，同比增长 12.00%。

图表 5. 2017~2019 年海安市房屋建设、销售情况

| | 2017 年 | | 2018 年 | | 2019 年 | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 面积 | 增速 (%) | 面积 | 增速 (%) | 面积 | 增速 (%) |
| 商品房施工面积 (万平方米) | 513.65 | 7.80 | 526.20 | 2.40 | 587.07 | 11.60 |
| 商品房销售面积 (万平方米) | 167.10 | 65.00 | 183.84 | 10.00 | 191.11 | 4.00 |

资料来源：海安市统计局

2017-2019 年，海安市土地成交量分别为 558.80 万平方米、550.50 万平方米和 689.75 万平方米，呈波动上涨趋势，受工业用地成交量波动影响较大。同期，工业用地成交量分别为 421.24 万平方米、355.28 万平方米和 413.61 万平米；成交均价相对稳定，2017-2019 年分别为 227.49 元每平方米、225.00 元每平方米和 240.44 元每平方米，2019 年略有增长。该市住宅用地和商业用地土地成交量均逐年增长，2017-2019 年住宅用地成交量分别为 87.19 万平方米、143.18 万平方米和 183.65 万平方米；但成交均价波动较大，同期分别为 4022.79 元每平方米、5794.51 元每平方米和 3629.35 元每平方米，其中 2019 年大幅下降主要受政府管控影响。同期，商用土地成交量分别为 38.75 万平方米、40.60 万平方米和 76.27 万平米；成交均价波动趋势与住宅用地一致，分别为 1786.05 元每平方米、3194.06 元每平方米和 1997.60 元每平方米。

图表 6. 2017-2019 年度海安市土地市场交易情况

| | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|----------------------------|---------|---------|---------|
| 土地出让总面积 (万平方米) | 558.80 | 550.50 | 689.75 |
| 其中：工业 | 421.24 | 355.28 | 413.61 |
| 住宅 | 87.19 | 143.18 | 183.65 |
| 商用 | 38.75 | 40.60 | 76.27 |
| 土地出让总价 (亿元) | 52.05 | 104.25 | 92.45 |
| 其中：工业 | 9.58 | 7.99 | 9.94 |
| 住宅 | 35.07 | 82.97 | 66.65 |
| 商用 | 6.92 | 12.97 | 15.24 |
| 土地出让均价 (元/m ²) | 931.49 | 1893.77 | 1340.33 |
| 其中：工业 | 227.49 | 225.00 | 240.44 |
| 住宅 | 4022.79 | 5794.51 | 3629.35 |
| 商用 | 1786.05 | 3194.06 | 1997.60 |

资料来源：CREIS 中指数据

2. 业务运营

该公司系海安市交通、水利基础设施建设和土地开发的投融资主体。2019 年公司重点推进万顷良田土地整理业务，当年土地平整收入大幅增长，带动了总体营收规模的提升，但水务、道路收入下降较多。

该公司系海安市交通、水利基础设施建设和土地开发主体，业务包括交通、水利基础设施建设、项目管理和土地综合整理开发等，2017-2019 年，公司分别实现营业收入 8.89 亿元、7.12 亿元和 17.99 亿元。其中，2019 年为推进“海安市万顷良田建设工程”，公司对项目所属土地进行综合整理开发，实现 17.02 亿元土地开发收入，占收入的

94.61%；同期随着公司代建项目工程速度放缓，可结转项目减少，公路基础设施和水利基础工程收入大幅下滑，当年仅结转了 0.97 亿元公路基础设施建设收入，占收入的 5.39%；此外，公司还提供了少量工程管理服务，贡献了 0.001 亿元收入，规模很小。

该公司 2017-2019 年综合毛利率分别为 2.84%、2.85%和 10.01%，公司工程代建毛利基本固定，2019 年土地开发毛利水平达 10.43%，带动整体毛利水平上升。

图表 7. 近三年来该公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 业务类型 | 2017 年 | | 2018 年 | | 2019 年 | |
|-------------|-------------|---------------|-------------|---------------|--------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 营业收入 | 8.89 | 100.00 | 7.12 | 100.00 | 17.99 | 100.00 |
| 土地综合整理开发 | -- | -- | -- | -- | 17.02 | 94.60 |
| 公路基础设施建设 | 8.55 | 96.18 | 3.94 | 55.34 | 0.97 | 5.39 |
| 水利基础设施建设 | 0.32 | 3.60 | 3.17 | 44.52 | -- | -- |
| 其他业务 | 0.02 | 0.22 | 0.01 | 0.14 | 0.001 | 0.01 |
| 毛利率 | 2.84 | | 2.85 | | 10.01 | |
| 土地综合整理开发 | -- | | -- | | 10.43 | |
| 公路基础设施建设 | 2.83 | | 2.83 | | 2.83 | |
| 水利基础设施建设 | 2.83 | | 2.83 | | -- | |
| 其他业务 | 13.46 | | 39.21 | | -151.95 | |

资料来源：运通港务

1) 土地综合整理开发业务

为进一步推进城乡一体化进程，促进土地集约利用，海安市自 2011 年起开始推进“海安市万顷良田建设工程”，通过大规模的农地整理，推进农业产业化、规模化和现代化，建成集中连片、基础设施配套完备的高标准农田。该公司主要负责项目雅周片工程区土地 10365 亩的土地平整工作及部分周边安置房配套设施建设，计划总投资为 24.70 亿元。截至 2019 年末公司已投资项目累计 20.04 亿元，土地整理已完成，后续仍需投资 4.66 亿元，主要系周边安置房配套设施建设需要。

2019 年，该公司的经营重心为万顷良田的土地整理业务，实施主体为子公司海安新农村建设管理有限公司。该业务经营模式为：公司接受发包方委托，代为整理土地，完成土地平整后，发包方根据公司已完项目建设成本与建设服务费用确定建设结算金额，并与公司签订建设结算确认协议，其中服务费按工程建设成本的 15% 计算。该项目发包方为江苏兴墩城镇化建设投资有限公司²，根据项目结算协议，公司 2019 年末已完成全部的土地整理，并确认收入 17.02 亿元，结算建设成本 15.24 亿元，期末公司已回收账款 0.34 亿元。截至 2020 年 3 月 13 日，公司累计收到回款 8.00 亿元，预计在年底前回收所有土地整理款项。

2) 工程代建业务

在公路基础设施建设方面，该公司运营主体主要为本部与海安市干线公路工程项目管理有限公司。业务方面，海安市交通运输局委托公司组织实施海安市交通运输局和县政府交办的公路、桥梁建设工程以及相关的土地房屋征迁安置等工作。公司承建的工程，分别根据征迁安置、公路桥梁建设完成进度情况，经审计确认后，向海安市财政局结算

² 江苏兴墩城镇化建设投资有限公司系海安市国有资本运营集团有限公司全资子公司。

工程款，工程分段完工或全部完工后进行移交。工程款一般按经审核的工程成本加成6%管理费计算。2019年公司结转公路基础设施建设收入0.97亿元，结转成本0.94亿元，毛利率为2.83%，维持上年同期水平。

近年来，该公司在建的公路基础设施建设业务主要为226省道公路、403省道公路和沈海高速北互通项目等。截至2019年末，公司在建公路基础设施工程计划总投资31.67亿元，目前已累计投资13.03亿元，后续仍需投资18.64亿元，融资压力较大。回款方面，公司在建项目中已确认收入3.65亿元，回款2.56亿元。

图表 8. 该公司在建公路基础设施建设项目情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 总投资 | 已投资 | 已确认收入 | 已回款金额 |
|-----------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| 226 公路工程 | 7.60 | 6.43 | 3.65 | 2.56 |
| 403 公路工程 | 22.00 | 4.78 | -- | -- |
| 沈海高速北互通工程 | 1.07 | 0.90 | -- | -- |
| 其他项目 | 1.00 | 0.92 | -- | -- |
| 合计 | 31.67 | 13.03 | 3.65 | 2.56 |

资料来源： 运通港务

该公司水利基础设施项目运作模式与公路基础设施建设模式类似，由海安市水利局与公司子公司海安利泰水务投资发展有限公司签署相关协议后建设，工程款一般按经审核的工程成本加成6%管理费计算。

该公司近年来承建的主要项目包括农村饮水工程、北凌河疏浚工程、栢茶河工程等多项水利工程，目前在建水利工程项目情况如下图所示。2019年公司未结转水利基础设施项目收入。

图表 9. 该公司在建水利工程项目情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 总投资 | 已投资 | 已确认收入 | 已回款金额 |
|---------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| 农村饮水工程 | 2.10 | 1.79 | 1.79 | 1.39 |
| 北凌河疏浚工程 | 2.20 | 2.02 | 1.93 | 1.81 |
| 焦港北闸工程 | 1.54 | 0.74 | 0.74 | 0.48 |
| 2013 年重点县水利工程 | 0.44 | 0.40 | 0.37 | 0.40 |
| 栢茶河工程 | 2.40 | 2.30 | 2.30 | 1.86 |
| 2011 年重点县水利工程 | 0.41 | 0.36 | 0.35 | 0.30 |
| 如海灌区项目 | 0.33 | 0.28 | 0.28 | 0.27 |
| 贲家集泵站工程 | 0.32 | 0.29 | 0.29 | 0.20 |
| 河道疏浚工程 | 0.26 | 0.22 | 0.22 | 0.03 |
| 合计 | 10.00 | 8.40 | 8.27 | 6.74 |

资料来源： 运通港务

截至2019年末，该公司在建水利工程计划总投资10.00亿元，目前已累计投资8.40亿元，累计确认收入8.27亿元，已回款6.74亿元，后续仅需投资1.60亿元。总体看，公司在手项目主要集中于公路基础设施建设，后续的仍有较大的投资资金需求，未来将持续面临一定的投融资压力。

管理

该公司是海安市属的国有独资公司，股东仍为海安市国有资产管理中心，股权结构清晰。公司法人治理结构基本健全，组织结构较为合理。

跟踪期内，该公司唯一出资人仍为海安市国有资产管理中心，在产权状况、管理制度、机构设置均未发生变化；2019年12月公司原董事长兼总经理在海安市政府统一规划下，进行人员调配，新选举鲁德平先生担任董事长兼总经理，聘用期为三年。鲁德平先生拥有高级会计师职称，历任海安县财政局办事员、海安县财政局县税收财务物价三大检查办办公室副主任、海安县财政局国资科以及农财科科长、海安县开发区财税部部长、海安县审计局副局长、海安县财政局副局长、党组副书记、海安县国资办主任。上述变更未对公司日常管理、经营及偿债能力产生不利影响。

根据公开市场信息、人行征信系统信息、审计报告披露信息、发行人提供的信息等该公司不存在违约记录。

根据企业信用报告、国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息查询结果，该公司不存在异常情况。

财务

2019年以来，该公司仍维持了较大规模的刚性债务，债务偿付压力仍然较高；公司账面资金存量有所减少，关联方的占用款规模继续增加，公司流动性压力进一步上升；当年得益于大量土地代整理收入，公司收入规模大幅增加，盈利也有所提升。

1. 公司财务质量

江苏苏亚金诚会计师事务所有限公司对该公司的2019年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则、企业会计制度及其补充规定。截至2019年末，公司纳入合并范围的控股子公司共11家，较与上年末未发生变化。

在2019年审计报告中，该公司按照财政部发布的《关于修订印发2019年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2019]6号）等相关规定对相关会计政策进行了变更，并对2018年应收账款、应付账款、应收票据、应付票据、资产减值损失等进行追溯调整，总体影响较小。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

跟踪期内，该公司注册资本及资本公积均未发生变动。2019年末所有者权益为76.59亿元，较上年增长2.60%；公司资产总额为204.85亿元，负债总额为128.26亿元，资产负债率为62.61%，与上年基本持平，负债经营程度仍然较高。

债务构成方面，该公司 2019 年末流动负债和非流动负债占比分别为 43.34% 和 56.66%，长期债务的占比较高。流动负债中应付账款和预收账款余额分别为 1.92 亿元和 3.19 亿元，分别占负债的 1.50% 和 2.49%，系应付施工方工程款和预收的工程款；其他应付款余额为 8.84 亿元，占负债的 6.89%，其中 99.54% 为往来款，当年在市财政统筹资金影响下，规模较上年末减少 17.03%；非流动资产中长期应付款余额为 9.69 亿元，其中 5.66 亿元系海安市财政局给予公司的置换债券资金借款，其余主要系市下属企业往来借款和融资租赁款。除上述负债外，公司还有 98.01 亿元刚性债务，占公司负债总额的 76.42%，包括短期刚性债务 35.02 亿元（含短期借款 5.88 亿元、一年内到期的长期借款 25.10 亿元、一年内到期的应付债券 3.40 亿元和 0.64 亿元一年内到期的融资租赁款）、长期借款 49.39 亿元和应付债券 13.60 亿元，债务结构偏于长期。

图表 10. 该公司刚性债务结构（单位：亿元）

| 刚性债务 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 |
|-----------------|---------|---------|---------|
| 短期借款及一年内到期的长期借款 | 10.95 | 20.36 | 30.98 |
| 一年内到期的融资租赁款 | -- | -- | 0.64 |
| 一年内到期的应付债券 | -- | -- | 3.40 |
| 长期借款 | 72.57 | 57.05 | 49.39 |
| 应付债券 | 17.00 | 17.00 | 13.60 |
| 合计 | 100.52 | 94.41 | 98.01 |

资料来源： 运通港务

此外，该公司为海安县交通建设有限公司、海安市城建开发投资集团有限公司、海安市水务集团排水有限公司等多家关联方提供抵押和保证担保，截至 2019 年末抵押和保证的担保余额分别为 3.94 亿元和 17.94 亿元。年末公司担保比率为 28.56%，存在一定的或有损失风险。

（2）现金流分析

2019 年，该公司受大额往来款流出影响，经营活动产生的现金流量净额为-14.62 亿元。同期，公司因收回购买的基金产品，使得当年投资活动产生的现金流净流入 2.57 亿元。筹资活动现金流方面，当年公司新增的借款规模高于偿还的债务及偿还的关联往来款，使得筹资活动产生的现金流量净流入 0.12 亿元。

（3）资产质量分析

该公司 2019 年末资产规模余额为 204.85 亿元，规模较上年变动不大，且仍以流动资产为主。期末流动资产余额 204.32 亿元，占总资产的 99.74%。主要集中于货币资金、应收账款、其他应收款和存货。其中，货币资金年末余额为 21.31 亿元（其中受限资金为 3.00 亿元），货币资金储备规模较上年下滑 36.04%；应收账款余额 18.91 亿元，较上年末大幅增长 218.96%，增量系应收江苏兴墩城镇化建设投资有限公司的土地代整理收入；其他应收款余额 111.96 亿元，较上年末大幅增长 15.55%，绝大部分系应收政府部门和其他关联企业的往来款，新增部分为委托第三方建设募投项目而形成的资金；存货年末余额为 51.92 亿元，其中开发成本和土地余额分别为 24.10 亿元和 27.79 亿元（均为商业及住宅用地）。2019 年末，公司非流动资产主要为固定资产、无形资产和长期理

理财产品等，合计余额为 0.53 亿元，因近两年赎回较多基金理财产品等，使得年末余额大幅下降 81.50%。总体看，公司账面货币资金存量逐年减少，关联方的往来款占用款进一步增加，短期内公司流动性压力上升。

（4）流动性/短期因素

2019 年末，该公司流动比率和速动比率分别为 367.60% 和 274.19%，指标显示公司资产流动性好。但公司当年末账面资金存量继续缩减，年末现金比率由上年的 74.06% 继续降至 38.34%，但其货币资金存量规模尚可，仍可为到期债务的即期偿付提供缓冲。

受限资金方面，该公司 2019 年受限资金主要包括质押的 3.00 亿元货币资金和用于借款抵押的 15.46 亿元土地资产，合计受限资金 18.46 亿元，较上年末减少 21.85%，占资产规模的 9.01%。

3. 公司盈利能力

2019 年，该公司实现营业收入 17.99 亿元，当年新增大量土地平整收入，使得收入规模较上年增长 152.40%，综合毛利率为 10.01%。公司当期期间费用合计 0.75 亿元，其中大部分系财务费用 0.73 亿元；销售费用和管理费用分别仅为 0.004 亿元和 0.02 亿元。

该公司为市政府重要的基础设施建设平台和土地整理主体之一，近年来持续获得较大规模的财政补贴收入，对公司的利润形成了重要补充。2019 年，公司获得补贴收入为 1.41 亿元，绝大部分系海安市财政局对于公司承担的基建项目等给予的补贴，补贴规模根据公司代建的项目规模大小而变动。在此基础上，公司当年实现营业利润 2.36 亿元，净利润 1.93 亿元，净资产收益率和总资产报酬率分别为 3.68% 和 1.53%。公司盈利能力有所提升。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司承担了海安市交通和水利基础设施等代建业务，在经营中可以得到海安市政府的持续支持。2019 年公司完成的公路及水利项目不多，可结转的代建项目量少，但公司当年实现大量土地代整理收入，总体收入规模大幅提升，同期受益于收入结构变动，盈利能力提升。

该公司 2019 年刚性债务规模达 98.01 亿元，债务偿付压力仍然较大；公司账面资金存量减少，关联方的往来款占用款进一步增加，公司流动性压力继续上升。

2. 外部支持因素

依托该公司在海安市的平台地位，每年均可得到一定规模的财政补贴收入，2017-2019 年，公司分别获得补贴 1.85 亿元、2.20 亿元和 1.41 亿元，绝大部分系海安市财政局对于公司承担的基建项目等给予的补贴。

3. 外部担保支持

本期债券由中合中小企业融资担保股份有限公司（简称“中合担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中合担保成立于 2012 年 7 月，原名为中合中小企业担保股份有限公司，初始注册资本为人民币 51.26 亿元，由中国进出口银行（简称“进出口银行”）、JP Morgan China Investment Company Limited（简称“摩根大通”）、海航资本集团有限公司（简称“海航资本”）、宝钢集团有限公司（现用名为中国宝武钢铁集团有限公司（简称“中国宝武”）³、海宁宏达股权投资管理有限公司（简称“海宁宏达”）、西门子（中国）有限公司（简称“西门子”）和内蒙古鑫泰投资有限公司（简称“内蒙古鑫泰”）共同出资组建，股东均以货币资金出资。2012 年 10 月，中合担保更名为现名。

2015 年 10 月 16 日，中合担保获股东大会批准增资扩股事宜，共计募集人民币 23.58 亿元。海宁宏达、内蒙古鑫泰和天津天海投资发展股份有限公司（现用名为海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”）⁴分别认购 0.80 亿股、0.60 亿股和 19.10 亿股。截至 2019 年末，公司注册资本为 71.76 亿元，其中海航资本及其关联方海航科技合计持股比例为 43.34%，为公司第一大股东，但公司无实际控制人。公司股权结构如下图所示：

图表 11. 截至 2019 年末中合担保股权结构

| 序号 | 股东名称 | 股份数额（万股） | 持股比例（%） |
|------------|--|---------------|---------------|
| 1 | 海航科技股份有限公司 | 191040 | 26.62 |
| 2 | JP Morgan China Investment Company Limited | 127600 | 17.78 |
| 3 | 海航资本集团有限公司 | 120000 | 16.72 |
| 4 | 中国宝武钢铁集团有限公司 | 105000 | 14.63 |
| 5 | 海宁宏达股权投资管理有限公司 | 68000 | 9.47 |
| 6 | 中国进出口银行 | 50000 | 6.97 |
| 7 | 西门子（中国）有限公司 | 35000 | 4.88 |
| 8 | 内蒙古鑫泰投资有限公司 | 21000 | 2.93 |
| 合计： | | 717640 | 100.00 |

注：根据中合担保提供资料整理

中合担保是一家中外合资跨区域经营的融资担保机构，是根据国务院“加快推进利用外资设立中小企业担保公司”要求（国发[2010]9 号），由国家发改委牵头设立的试点项目。公司的经营范围包括：贷款担保；债券发行担保；票据承兑担保；贸易融资担保；项目融资担保；信用证担保；诉讼保全担保；投标担保，预付款担保，工程履约担保，尾付款如约偿付担保及其他合同履行担保；与担保业务有关的融资咨询、财务顾问及其他中介服务；以自有资金进行投资；为其他融资性担保公司的担保责任提供再担保；以及符合法律、法规并由有关监管机构批准的其他融资性担保和其他业务。

截至 2019 年末，中合担保经审计的合并口径资产总额为 101.94 元，期末在保余额 837.04 亿元，融资担保责任余额为 681.45 亿元，融资担保责任余额的净资产放大倍数

³ 2016 年 9 月 22 日，根据国务院国有资产监督管理委员会《关于宝钢集团有限公司与武汉钢铁（集团）公司重组的通知》，宝钢集团有限公司与武汉钢铁（集团）有限公司实施资产重组，宝钢集团有限公司更名为中国宝武钢铁集团有限公司，该事项已于 2016 年 11 月 17 日完成工商登记。

⁴ 2018 年 4 月 19 日，天津天海投资发展股份有限公司名称变更为海航科技股份有限公司，海航科技为海航资本关联企业。

为 8.28 倍，净资产为 80.79 亿元；2019 年度公司实现营业收入 10.22 亿元⁵，其中担保业务净收入 7.58 亿元，已赚保费 7.40 亿元，投资收益 3.63 亿元，实现净利润 0.29 亿元。

中合担保是国家发展和改革委员会为落实《国务院关于进一步做好利用外资工作的若干意见》（国发【2010】9 号）关于“加快推进利用外资设立中小企业担保公司试点工作”的要求，由国家发改委推动，中国进出口银行、摩根大通等 7 家中外股东共同出资设立，其成立宗旨是支持中小企业发展，促进多层次中小企业金融服务体系的完善。2016 年增资事项完成后，公司注册资本增至 71.76 亿元，是国内注册资本最大的担保机构之一，具有良好的背景和雄厚的资本实力。

值得关注的是，2017 年以来，我国《融资担保公司监督管理条例》及其配套政策出台，在规范融资担保业务经营方面均做了细化要求。在强调协调避免监管套利的思路下，对信用增进行业相关监管制度的规范建立具有指导意义，中合担保增信业务结构或将受到影响。此外，在我国债券市场信用风险的逐步释放，信用违约事件频发的背景下，中合担保面临的市场风险、投资风险和流动性风险有所加大，未来对中合担保的信用风险识别能力及投资判断能力均提出更高要求。

整体来看，中合担保提供的担保进一步增强了本期债券的安全性。

跟踪评级结论

该公司系海安市国有资产管理中心独资的交通和水利基础设施建设主体，核心业务包括交通、水利基础设施建设、土地开发及项目管理等。

跟踪期内，该公司新增大量土地代理平整收入，总收入规模大幅增长，且盈利能力较之上年有所提高。公司刚性债务规模仍然较大，债务偿付压力无明显缓解。公司账面存有一定规模的货币资金，可为到期债务的即期偿付提供一定缓冲，但其存量较之上年继续缩减，加之关联方往来借款持续增加，短期内公司流动性压力进一步上升。

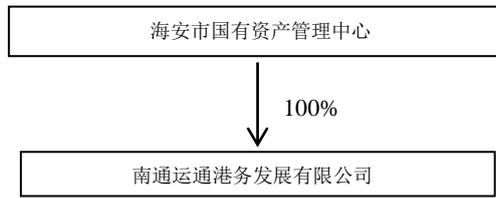
中合担保为该公司发行的 2017 年公司债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，可为债券的到期偿付提供有效保障。

本评级机构仍将持续关注：（1）海安市经济及财力变动情况、土地及房地产市场情况和债务情况；（2）该公司后续土地代理开发回款情况及代建项目回款情况；（3）公司资金平衡和政府支持情况；（4）公司关联往来资金回收情况；（5）公司对外担保情况及代偿风险。

⁵ 中合担保营业收入包括已赚保费、投资收益、公允价值变动损益、汇兑损益、其他收益和其他业务收入，其中已赚保费为担保业务收入扣除分出保费和提取未到期责任准备金所得。

附录一：

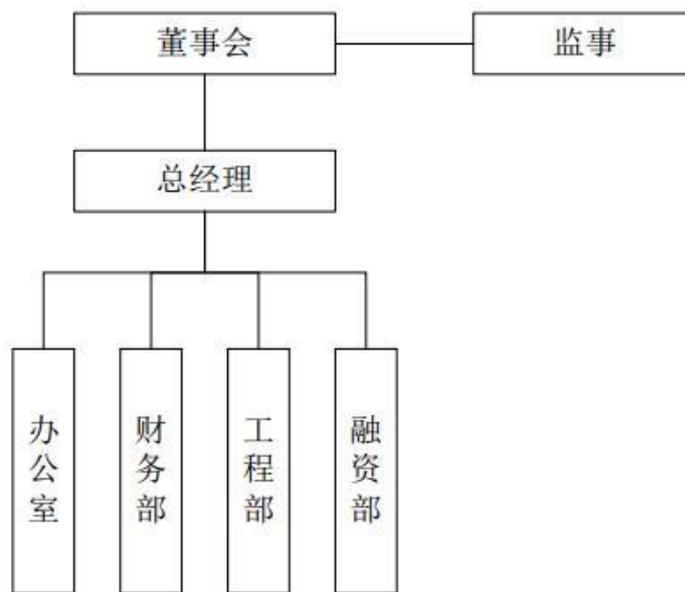
公司与实际控制人关系图



注：根据运通港务提供的资料绘制（截至 2019 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据运通港务提供的资料绘制（截至 2019 年末）

附录三：

发行人主要财务数据及指标表

| 主要财务数据与指标[合并口径] | 2017年 | 2018年 | 2019年 |
|----------------------|--------|--------|--------|
| 资产总额 [亿元] | 233.30 | 205.61 | 204.85 |
| 货币资金 [亿元] | 88.85 | 33.32 | 21.31 |
| 刚性债务[亿元] | 102.10 | 94.41 | 98.01 |
| 所有者权益 [亿元] | 73.18 | 74.66 | 76.59 |
| 营业收入[亿元] | 8.89 | 7.13 | 17.99 |
| 净利润 [亿元] | 1.80 | 1.48 | 2.79 |
| EBITDA[亿元] | 2.01 | 2.35 | 3.14 |
| 经营性现金净流入量[亿元] | -7.41 | -10.28 | -14.62 |
| 投资性现金净流入量[亿元] | -6.63 | 3.97 | 2.57 |
| 资产负债率[%] | 68.63 | 63.69 | 62.61 |
| 长短期债务比[%] | 189.82 | 191.07 | 130.76 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 72.80 | 79.08 | 78.14 |
| 流动比率[%] | 410.26 | 450.66 | 367.60 |
| 速动比率 [%] | 288.68 | 303.09 | 274.19 |
| 现金比率[%] | 160.82 | 74.06 | 38.34 |
| 利息保障倍数[倍] | 0.33 | 0.53 | 0.54 |
| 有形净值债务率[%] | 218.81 | 175.41 | 167.75 |
| 担保比率[%] | 20.97 | 33.93 | 28.56 |
| 毛利率[%] | 2.84 | 2.85 | 10.01 |
| 营业利润率[%] | 21.08 | 20.40 | 13.12 |
| 总资产报酬率[%] | 0.95 | 1.07 | 1.53 |
| 净资产收益率[%] | 2.62 | 2.00 | 3.68 |
| 净资产收益率*[%] | 2.62 | 2.00 | 3.69 |
| 营业收入现金率[%] | 108.73 | 124.36 | 31.50 |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%] | -12.99 | -20.50 | -29.08 |
| 经营性现金净流入量与刚性债务比率[%] | -9.18 | -10.54 | -15.20 |
| 非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%] | -24.59 | -12.58 | -23.98 |
| 非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%] | -17.39 | -6.47 | -12.53 |
| EBITDA/利息支出[倍] | 0.33 | 0.53 | 0.54 |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.02 | 0.02 | 0.03 |

注：表中数据依据运通港务经审计的2017-2019年度财务数据整理、计算。

附录四：

中合担保主要财务数据及指标表

| 主要财务数据与指标 | 2017年 | 2018年 | 2019年 |
|--------------|---------|---------|--------|
| 实收资本(亿元) | 71.76 | 71.76 | 71.76 |
| 股东权益(亿元) | 86.33 | 83.60 | 80.79 |
| 总资产(亿元) | 122.48 | 116.50 | 101.94 |
| 货币资金(亿元) | 1.46 | 1.09 | 1.21 |
| 风险准备金(亿元) | 19.74 | 23.57 | 28.69 |
| 营业收入(亿元) | 14.86 | 10.98 | 10.22 |
| 担保业务收入 | 8.53 | 8.78 | 7.58 |
| 营业利润(亿元) | 10.51 | 7.93 | 0.20 |
| 净利润(亿元) | 6.11 | 0.71 | 0.29 |
| 平均资本回报率(%) | 7.24 | 0.84 | 0.35 |
| 风险准备金充足率(%) | 1.81 | 2.34 | 3.43 |
| 担保放大倍数(倍) | 12.61 | 12.02 | - |
| 担保责任放大倍数(倍) | - | 9.54 | 8.28 |
| 担保发生额(亿元) | 362.99 | 89.26 | 43.46 |
| 年末担保余额(亿元) | 1088.79 | 1004.98 | 837.04 |
| 融资担保责任余额(亿元) | - | 810.97 | 681.45 |
| 累计担保代偿率(%) | 2.21 | 2.81 | 5.66 |
| 累计代偿回收率(%) | 19.74 | 26.71 | 22.85 |
| 累计代偿损失率(%) | 6.00 | 3.49 | 0.74 |

注1：根据中合担保经审计的2017-2019年财务数据以及相关期间业务数据整理计算；

注2：担保放大倍数和担保责任放大倍数由中合担保计算并提供。

附录五：

各项财务指标的计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|----------------------|--|
| 资产负债率(%) | 期末负债合计/期末资产总计×100% |
| 长短期债务比(%) | 期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100% |
| 权益资本与刚性债务比率(%) | 期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100% |
| 流动比率(%) | 期末流动资产合计/期末流动负债合计×100% |
| 速动比率(%) | (期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100% |
| 现金比率(%) | [期末货币资金余额+期末短期投资余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100% |
| 利息保障倍数(倍) | (报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出) |
| 有形净值债务率(%) | 期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100% |
| 担保比率(%) | 期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100% |
| 毛利率(%) | 1-报告期营业成本/报告期营业收入×100% |
| 营业利润率(%) | 报告期营业利润/报告期营业收入×100% |
| 总资产报酬率(%) | (报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100% |
| 净资产收益率(%) | 报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100% |
| 营业收入现金率(%) | 报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100% |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率(%) | 报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100% |
| 经营性现金净流入量与负债总额比率(%) | 报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100% |
| 非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%) | (报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100% |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%) | (报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100% |
| EBITDA/利息支出[倍] | 报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息) |
| EBITDA/刚性债务[倍] | EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2] |

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

| 等级 | 含义 | |
|-----|------|-----------------------------------|
| 投资级 | AAA级 | 发行人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级 | 发行人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级 | 发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低 |
| | BBB级 | 发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般 |
| 投机级 | BB级 | 发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高 |
| | B级 | 发行人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级 | 发行人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级 | 发行人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级 | 发行人不能偿还债务 |

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

| 等级 | 含义 | |
|-----|------|----------------------------------|
| 投资级 | AAA级 | 债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| | AA级 | 债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。 |
| | A级 | 债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| | BBB级 | 债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| 投机级 | BB级 | 债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。 |
| | B级 | 债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| | CCC级 | 债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| | CC级 | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。 |
| | C级 | 不能偿还债券本息。 |

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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。