

# 信用等级公告

联合〔2019〕1261号

---

连云港金东方港口投资有限公司：

联合信用评级有限公司通过对连云港金东方港口投资有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2019 年第一期公司债券进行了主动评级，确定：

**连云港金东方港口投资有限公司主体长期信用等级为 AA<sub>pi</sub>，评级展望为“稳定”**

**连云港金东方港口投资有限公司拟发行的 2019 年第一期公司债券信用等级为 AAA<sub>pi</sub>**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年五月二十日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 2019 年第一期连云港金东方港口投资有限公司 公司债券主动评级报告

本期债券信用等级：AAA<sub>pi</sub>  
 公司主体信用等级：AA<sub>pi</sub>  
 评级展望：稳定  
 发行规模：9.3 亿元  
 债券期限：7 年  
 担保方：江苏省信用再担保集团有限公司  
 担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保  
 证担保  
 还本付息方式：按年付息，存续期的第 3—7  
 年分期兑付本金的 20%  
 评级时间：2019 年 5 月 22 日  
 主要财务数据：  
 发行人

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额 (亿元)	89.96	106.50	121.50
所有者权益 (亿元)	50.82	53.24	52.57
长期债务 (亿元)	19.69	24.28	23.27
全部债务 (亿元)	32.10	35.85	38.05
营业收入 (亿元)	6.77	7.54	6.48
净利润 (亿元)	3.35	1.62	1.30
EBITDA (亿元)	4.09	1.89	1.72
经营性净现金流 (亿元)	0.00	-2.24	3.30
营业利润率 (%)	4.21	-1.23	11.18
净资产收益率 (%)	13.18	3.12	2.46
资产负债率 (%)	43.51	50.01	56.73
全部债务资本化比率 (%)	38.71	40.24	41.99
流动比率 (倍)	4.58	3.59	2.58
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.13	0.05	0.05
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.57	1.30	0.91
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.44	0.20	0.18

## 担保方

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	86.54	108.48	122.24
所有者权益合计 (亿元)	56.90	69.86	71.73
营业收入 (亿元)	9.14	10.03	11.26
担保责任余额 (亿元)	285.31	491.65	633.53
净资产担保倍数 (倍)	5.72	8.00	10.16

注：1. 本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异，系四舍五入造成的；2. 除特别说明外，均指人民币；3. 公司应付款项中付息部分已纳入债务核算

## 评级观点

连云港金东方港口投资有限公司（以下简称“公司”）是连云港港赣榆港区基础设施建设的唯一主体，具有明显的区域垄断地位。公司在资金拨付及财政补助等方面获得外部支持力度较大。联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）同时关注到，公司自身盈利能力弱、未来自建项目投资规模大、短期支付压力大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

赣榆港区是连云港港的重要组成部分，未来随着赣榆港区建设持续推进，公司收入有望增长。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券设置分期还本条款，有效缓解了本期债券未来的集中偿付压力。江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏省再担保”）为本期债券提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券本息偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本期债券到期不能偿还的风险极低。

## 优势

1. 公司是连云港港赣榆港区唯一的基础设施建设运营主体，具有较强的区域垄断优势。

2. 近年来，公司在资金拨付和财政补助等方面得到有力的外部支持。

3. 本期债券设置了分期偿还本金条款，有助于缓解公司集中偿付压力，同时，江苏省再担保为本期债券提供了本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，显著增强了本期债券本息偿付的安全性。

## 关注

1. 公司未来投资规模大，筹资压力明显；近年来公司债务规模持续增长，短期支付压力大。

2. 公司依托于赣榆港区的开发建设而投资的自建项目规模大，收益实现受临港产业景气度影响大，回报周期较长。

3. 公司受限资产及应收账款占比大，对资金形成明显占用；公司代建工程未来回款受连云港赣榆港区财政和连云港驰海实业有限公司资金安排及拨付效率影响大，存在较大不确定性。

4. 公司自身盈利能力弱，利润总额对政府补助依赖很大。

5. 本期债券发行规模较大，对现有债务有一定影响；同时，本期债券募投项目进度缓慢，收入实现具有不确定性。

## 分析师

张 蔚

电 话：010-85172818

邮 箱：zhangw@unitedratings.com.cn

郝亚刚

电话：010-85172818

邮箱：haoyg@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由评级对象提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

联合评级、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。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对评级对象主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：

  
张蔚 郝五钢

联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

2009年，连云港市赣榆县人民政府<sup>1</sup>出资成立了连云港金东方港口投资有限公司（以下简称“公司”），公司初始注册资本1,000万元；后经赣榆县国有资产管理委员会7次增资，公司注册资本增至3.1亿元。2011年5月4日，经赣榆县人民政府决定，公司股东由赣榆县国有资产管理委员会变更为江苏苏海投资集团有限公司（以下简称“苏海投资”）。截至2018年底，公司注册资本和实收资本为3.1亿元，苏海投资是公司唯一股东，连云港市赣榆区人民政府（以下简称“赣榆区政府”）为公司实际控制人。

公司经营范围：港口基础设施投资、建设；实业投资；港口岸线、山场的开发经营；土地平整；滩涂开发；国内贸易，自营和代理各类商品及技术的进出口业务，但国家限定企业经营或禁止进出口的商品和技术除外；租赁业；房屋拆迁工程、市政工程、建筑工程、水利工程施工；建筑用花岗岩开采；石材加工。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2018年底，公司内设党群及综合事务部、工程管理部、招投标及合同管理部、财务审计部、招商服务部、战略发展部、规划设计部、资产运营部共8个部门；公司合并范围内子公司共计20家。

截至2018年底，公司合并资产总额121.50亿元，负债合计68.93亿元，所有者权益52.57亿元，其中归属于母公司所有者权益50.79亿元。2018年，公司实现营业收入6.48亿元，净利润1.30亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.30亿元；经营活动产生的现金流量净额3.30亿元，现金及现金等价物净增加额2.21亿元。

公司注册地址：连云港市赣榆区青口镇环城南路75号；法定代表人：陈高林。

## 二、本期公司债券及募投项目概况

### 1. 本期债券概况

公司计划发行2019年第一期连云港金东方港口投资有限公司公司债券（以下简称“本期债券”），发行规模为9.30亿元，债券期限为7年，本期债券采用固定利率，按年付息，分期还本，在债券存续期的第3年至第7年末每年偿还本金的20%，当期利息随本金一起支付。

本期债券由江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）提供全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

### 2. 本期债券投资项目概况

本期债券拟募集资金规模9.30亿元，其中8.30亿元用于赣榆柘汪临港物流中心工程项目（以下简称“募投项目”），1.00亿元用于补充运营资金。募集资金投资项目情况见下表：

<sup>1</sup> 根据中共连云港市委文件《中共连云港市委、连云港市人民政府关于调整部分行政区划的通知》（连发〔2014〕19号）、《国务院同意江苏省调整连云港市部分行政区划的批复》（国函〔2014〕56号）、《省政府关于调整连云港市部分行政区划的通知》（苏政发〔2014〕64号）的要求，于2014年7月8日撤销赣榆县，设立连云港市赣榆区，以原赣榆县的行政区域为赣榆区的行政区域。

表 1 募投项目资金用途概况 (单位: 万元、%)

项目名称	总投资	拟使用募集资金	使用募集资金占投资比例
赣榆柘汪临港物流中心工程项目	119,874.71	83,000.00	69.24
补充运营资金	--	10,000.00	--
<b>合计</b>	<b>119,874.71</b>	<b>93,000.00</b>	<b>--</b>

资料来源: 公司提供

### (1) 募投项目概况

募投项目建设地点西至林子村西侧河口, 东抵响石村东侧海堤, 北临东林子村一带, 南至海堤, 毗邻赣榆港区。募投项目建筑面积 33,535 万平方米, 分 3 个功能区, 分别为液体罐区、固体散货区和辅建区, 配套购置龙门起重机、汽车吊车和运输车辆。募投项目总投资 119,874.71 万元, 拟使用本期债券募集资金 83,000.00 万元。

液体罐区位于整个物流园区的西侧, 主要建设内容包括原料油储罐、汽油储罐、煤油储罐、化工品储罐。年周转量为 399 万吨/年, 配套罐区总库容约为 33 万立方米。在油罐区的北侧设置铁路装车区, 设计 2 条 1,050 米整列装卸线, 设计能力约为 700 万吨/年, 同时预留 2 条作业线; 在罐区的西侧布置了汽车装车区, 设计 10 个汽车装卸台, 总设计能力约为 300 万吨/年, 同时预留 18 个装卸台。

固体散货区位于园区的东侧, 主要建设内容包括矿石、煤炭、木材以及钢材等货种年周转量约为 510 万吨, 配套堆场约 69 万平方米; 在园区的北侧设置了铁路装车作业区, 设计 1 条 1,050 米整列铁路线, 总设计能力约为 700 万吨/年, 预留 1 条铁路装卸线。

辅建区主要为物流园区的生产、管理提供服务, 其配套设施和管理区占地约 42 万平方米, 建设内容主要包括办公楼、变电所、消防站、污水处理厂等设施。

募投项目已取得各相关政府单位的审批及批复, 详情见下表:

表 2 赣榆柘汪临港物流中心项目审批情况

序号	批准文件	批准文号
1	《关于赣榆柘汪临港物流中心工程项目的备案通知书》	赣发改服〔2010〕177 号
2	《关于赣榆柘汪临港物流中心工程项目用地的预审意见》	赣国土资规〔2010〕18 号
3	《关于赣榆柘汪临港物流中心项目环境影响报告书的批复》	赣环发〔2011〕16 号
4	《建设用地规划许可证》	地字 320721201000100 号
5	《关于赣榆港区柘汪临港物流中心项目评审节能评估报告的审查意见》	赣发改能审〔2011〕6 号
6	《赣榆柘汪临港物流中心工程项目的备案通知书》	赣发改服〔2010〕177 号

资料来源: 公司提供

募投项目已于 2011 年 3 月开工, 但是由于赣榆港区作为连云港港“一体两翼”港口战略中的北翼, 项目进度受到连云港港口资源整合的影响, 建设进度较慢。截至 2019 年 3 月底, 募投项目已投资 36,165.28 万元, 工程进度约 32%, 已完成回填、道路、部分矿石堆场、部分供电、通信、给排水等施工内容。

### (2) 募投项目经济效益和社会效益

#### 经济效益

募投项目建成后收入分别来源于散货堆场自营物流收入和液体罐区场地出租收入。

根据募投项目可研报告, 公司预计在运营期内第 1 年取得收入为 1.15 亿元、第 2 年为 1.25 亿元、第 3 年为 1.40 亿元、第 4 年为 1.83 元, 往后逐年递增, 预计本期债券存续期内, 收入规模合计 13.99 亿元。

## 社会效益

赣榆港作为连云港港的重要组成部分，是连云港港拓展港口功能，实现可持续发展的重要支撑。近年来，赣榆区着力进行结构调整，大力发展临港产业。赣榆柘汪临港物流中心项目是顺应赣榆港口发展的需要而进行投资开发建设，项目建成后将服务于赣榆临港产业发展，满足整合赣榆物流市场、带动临港物流业发展以及降低区域物流成本，未来将是配套赣榆港口的重要物流基础设施。

## 三、行业及区域环境分析

### 1. 行业分析

#### (1) 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设。城市基础设施建设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，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作有着积极的作用。改革开放以来，随着城市基础设施建设资金来源和渠道的日益丰富，建设规模不断扩大，建设效率和水平不断提升，基础设施不断完善，带动我国城镇化率从 1978 年的 17.90% 增长到 2018 年的 59.58%。基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，也为国民经济发展做出了巨大贡献。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，而城投企业作为我国财税体制改革的特殊产物，是城市基础设施投融资及建设运营的重要主体，业务范围包括市政道路、桥梁、轨道交通、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，还涉及土地整理开发，保障房建设，供水、供暖、供气等公用事业领域。城投企业在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

总体看，城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，国民经济可持续发展的重要基础，城投企业作为城市基础设施建设实施的重要主体，在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

#### (2) 行业政策

为应对 2008 年国际金融危机的冲击，2009 年中央政府推出 4 万亿刺激计划，城投企业取得了快速发展，并带动基础设施建设迅速发展，与此同时，也导致地方政府隐性债务规模快速攀升、债务风险不断积聚、金融风险加大等问题。为规范和约束地方政府及城投企业的举债融资行为，逐步控制和化解地方政府债务风险，近年来监管部门陆续出台了一系列政策。

自 43 号文以来，中央政府加快建立规范的地方政府举债融资机制，逐步形成了地方政府债务管理的框架和风险防控体系，并确立了“疏堵结合”的基本思路，对于地方政府债务的管理日趋规范，对地方政府及城投企业举债融资行为不断进行约束，制止融资平台增加地方政府隐性债务。并通过出台相应政策鼓励地方政府发行土地储备、政府收费公路、棚户区改造等专项债券，以及政府与社会资本方合作（PPP）、合法合规的政府购买服务等市场化方式为基础设施建设融资，剥离城投企业政府融资职能，使融资平台与政府信用逐步脱钩并加快推动其市场化转型。

2018 年以来，对地方政府债务及城投企业整体上延续了严监管的趋势，并多次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚决遏制隐性债务增量，妥善化解存量隐性债务。但下半年以来，宏观经济增长承压明显，宏观经济政策定向宽松，2018 年 7 月国常会提出支持扩内需调

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；中央政治局会议指出把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度；2018年10月，国务院办公厅下发101号文，明确提出按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，金融机构不得盲目抽贷、压贷或停贷，在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，允许融资平台公司存量债务进行置换，防范发生“处置风险的风险”。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。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等。城投企业经营和融资环境得到一定改善。

表3 2018年以来与城投企业相关行业政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018年3月	《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	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018年9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018年10月	《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	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019年3月	《财政部关于推进政府和资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10号）	严格按照要求规范的PPP项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。
2019年3月	《2019政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019年5月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合评级整理

总体看，地方政府债务管理体系不断完善，地方政府及城投企业的举债融资行为得到进一步规范，城投企业与政府信用脱钩及市场化转型成为未来发展趋势。2018年政策上整体延续了严监管趋势，但下半年以来随着国内外经济形势的变化，促使政策及时调整，城投企业融资环境在一定程度上得到改善。

### （3）行业关注

#### 政策变化对城投企业融资环境及经营模式影响

城投企业的自身属性决定了其易受宏观经济政策、金融政策及监管政策等影响，宽松的

政策会导致财政支出扩大、基建投资力度加大、融资便利，有利于城投企业融资和持续运营；紧缩的政策会导致财政支出收缩、基建投资增速下降、融资环境趋紧，对城投企业融资和业务运营产生不利影响。当前，宏观经济增长乏力，地方政府债务监管日趋规范，相关政策频出，需关注政策变化对城投企业融资及经营模式的影响。

#### 债务规模持续扩大，流动性压力较大

城投企业工程款结算周期较长，项目回款易受当地政府财政状况的影响，通常存在回款不及时、资金占用严重等问题，因此城投企业通常高负债运营，通过外部融资进行基础设施建设。随着城投企业的快速发展，其债务规模持续扩大，债务负担持续加重；尤其近年来随着债务的集中到期，流动性压力凸显，需关注城投企业面临的流动性压力。

#### 面临转型压力较大

城投企业市场化转型是未来发展的必然趋势，但其主要从事公益性业务，资产主要是地方政府划拨的土地及基础设施建设开发投入，资产盈利性弱，利润实现通常依赖政府补贴，缺少盈利性强的优质资产且债务负担普遍较重，转型难度较大；此外，部分城投企业急于完成转型，盲目进入一些高风险的竞争性行业，容易导致经营性风险的增加，需关注城投企业的转型风险。

#### (4) 未来发展

截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较上年提高 1.06 个百分点，但距发达国家 70% 以上的城镇化率仍有较大差距，我国城镇化发展仍面临东西部发展不均衡的问题，基础设施建设仍有较大的增长潜力。同时，近年来世界政治经济格局发生深度调整变化，我国经济发展外部不确定性增加，叠加内部经济结构调整转型，宏观经济下行压力不断增大，有必要加大基础设施建设补短板力度，维持经济在合理空间内运行。《2019 年政府工作报告》中对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。在可预见的未来，我国城市基础设施建设仍具有较大的增长潜力和投资需求，城投企业在未来较长时间内仍将发挥重要作用。

## 2. 区域环境分析

### (1) 连云港市

连云港市南连长三角，北接渤海湾，隔海东临东北亚，通过陇海铁路西连中国中西部地区以至中亚。连云港市是交通部规划建设的长三角地区 7 个国家级综合运输枢纽之一，全国高速公路“五纵七横”中最长的黑龙江省同江市至海南省三亚市南北纵线与连云港-霍尔果斯的的东西横线在连云港交汇，已形成以海运、铁路、公路运输为主，航空、内河、管道等其它运输方式为辅的立体交通体系。连云港是全国首批 14 个沿海开发城市之一，也是全国十大海港之一。

根据《连云港市国民经济和社会发展统计公报》，2016—2018 年全市地区生产总值（GDP）持续增长，分别为 2,376.48 亿元、2,640.31 亿元和 2,771.70 亿元。2018 年，连云港市第一产业增加值 325.57 亿元，增长 2.6%；第二产业增加值 1,207.39 亿元，增长 1.9%；第三产业增加值 1,238.74 亿元，增长 8.2%。2018 年，三次产业结构调整为 11.7:34.6:44.7，第三产业占比 20 年来首次超过第二产业，产业结构得到持续优化。2018 年人均地区生产总值 61,332 元，增长 4.5%。

2018 年，连云港市完成固定资产投资 1,859.28 亿元，增长 6.7%。其中，工业投资 1,073.92 亿元，较上年增长 13.7%；房地产开发投 341.52 亿元，较上年增长 24.2%；民间投资 1,075.10 亿元，增长 14.1%。

根据连云港市财政局公布的数据，2016—2018 年，连云港市一般公共预算收入持续增长，

三年分别为211.47亿元、214.85亿元和234.31亿元。其中2018年税收收入为187.45亿元，增长17.6%；政府性基金收入（主要为国有土地使用权出让）为144.60亿元。2016—2018年，连云港全市地方政府债务余额快速上升，分别为347.85亿元、406.31亿元和467.20亿元。

## （2）赣榆区

赣榆区地处苏鲁交界的黄海之滨、海州湾畔，全区总面积1,514平方公里，辖15个镇，2个省级经济开发区，427个行政村、42个社区，人口118万。赣榆区拥有108万亩浅海域和62.5公里海岸线。

2014年7月9日，赣榆撤县设区后，赣榆区作为连云港市“一心三极”海滨城市的重要组成部分，是连云港市重要的战略发展区和新兴增长极。根据《2018年连云港市赣榆区人民政府工作报告》，赣榆区完成地区生产总值560亿元，增长7.5%，固定资产投资421亿元，增长13%。

根据赣榆区财政局公布的数据，赣榆区一般预算收入25.81亿元，较上年增长11.40%；政府性基金收入16.18亿元，较上年下降14.20%。

从地方债务看，截至2018年底，赣榆区地方债务限额53亿元，债务余额为50.57亿元。

## （3）赣榆港区

连云港港经过多年的建设和发展，已经成为中国综合运输体系的重要枢纽，是全国沿海25个主要港口，12个区域性中心港口之一。根据《连云港港“十三五”发展规划》（以下简称“十三五发展规划”），连云港港围绕着“一带一路”的核心战略，以连云港区为主体，以赣榆港区为北翼，以徐圩港区为南翼，打造成岸线总长100.7公里的“一体两翼”组合大港。

赣榆港区作为连云港港的重要组成部分，按照十三五发展规划的要求，依托临港工业起步，逐步建设成为腹地经济发展和后方临港工业服务的综合港区，形成了以四大园区、四个中小企业园和八个工业集中区为载体，以石油化工、钢铁机械及装备制造、生物科技、新能源四大主导产业为支撑的工业体系。

目前，赣榆港区已经具备装卸仓储、中转换装、运输组织、现代物流、临港工业、综合服务等功能。连云港港口集团有限公司目前负责赣榆港区的运营。

根据赣榆区人民政府网站资料，2018年赣榆港区共完成货物吞吐量1,260万吨、集装箱3.1万标箱。

总体看，近年来，连云港市一般预算收入持续增长，债务规模快速扩张；赣榆区一般预算收入有所增长，基金收入（主要是国有土地使用权出让）是赣榆区综合财力的重要补充，但有所下降。赣榆港作为连云港港的重要组成部分，吞吐量有所增长，随着港区建设不断推进，逐步满足临港产业的需求，未来将是赣榆区经济增长的重要部分，同时，也为公司的未来发展提供良好的外部环境。

## 四、基础素质分析

### 1. 规模与竞争力

公司作为连云港港赣榆港区的基础设施建设的唯一主体，自公司成立以来受赣榆区政府指示持续对赣榆港区及其周边的基础设施进行开发建设。公司股东苏海投资主要负责赣榆区内除赣榆港区以外的基础设施及安置房建设，与公司业务范围划分明显。

总体看，公司作为连云港港赣榆港区的基础设施建设的唯一主体，区域垄断优势明显。

## 2. 人员素质

截至 2018 年底，公司高层管理人员 3 人，包括总经理 1 人、副总经理 1 人、总经理助理 1 人。

公司党支部书记、董事长、总经理陈高林先生，硕士研究生；曾任中远广州远洋运输公司轮机工程师，赣榆县发改委主任助理，柘汪临港产业区（筹）管委会副主任，赣榆县交通运输局副局长；现任公司党支部书记、董事长、总经理。

公司副总经理王行亮先生，本科学历；曾任赣榆县龙河乡财政所预算会计，赣榆县财政局预算外资金管理办公室副主任、企业科科长、科教文科科长、农业科科长、综合科科长，苏海投资董事、副总经理；现任公司副总经理。

截至 2018 年底，公司员工 51 人，其中研究生及以上学历 9 人，本科学历 30 人，大专学历 6 人，高中及以下学历 6 人；职工中具有技术职称的有 15 人，其中高级职称 1 人，中级职称 11 人，初级职称 3 人，合计占总人数的 29.41%；从年龄结构来看，30 岁以下 13 人，30~50 岁 36 人，50 岁以上 2 人。

总体看，公司高管人员文化素质较高，管理经验较丰富，员工年龄结构合理，能够满足公司日常经营管理需要。

## 3. 政府支持

### （1）资金拨付

2015 年，赣榆区政府为支持公司完善港区配套服务及港口融资需要，将位于石桥沿海的 19 个地块的土地出让金扣除相关税费后合计 15.49 亿元拨付至公司，其中 12.33 亿元计入“资本公积”，3.16 亿元冲减了当年的应收赣榆区财政局的账款。

### （2）政府补贴

赣榆区政府每年给予公司一定的港区开发补贴以及基础设施建设配套补贴。2016—2018 年，公司分别获得政府补助 4.22 亿元、2.20 亿元和 1.06 亿元。

总体看，公司作为连云港赣榆港区的基础设施建设及运营的唯一主体，在资金拨付和政府补贴等方面得到有力的外部支持。

## 五、管理分析

### 1. 公司治理

连云港市赣榆区政府全资持有的苏海投资是公司唯一的股东，是公司的权力机构，行使下列职权：决定公司的经营方针和投资计划；决定和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会的报告；审议批准监事会的报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；对公司增加或者减少注册资本作出决定；对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决定；修改公司章程。

公司设董事会，董事会是公司经营管理的决策机构，对股东负责，根据股东授权范围行使职权，决定公司重大事项。公司董事会成员 5 人，设董事长 1 人，董事长由公司股东从董事会成员中委派产生。董事会行使审定公司的经营计划和投资方案以及制订公司的年度财务预算方案、决算方案等职权。

公司设监事会，监事会是公司的监督机构，对股东负责，并定期向其报告工作。监事成

员 3 人，其中职工代表 1 人，由公司职工代表大会选举产生，其他监事由股东委派。监事会设监事主席 1 人，由全体监事过半数选举产生。监事的任期每届三年，任期届满，可连选连任。监事会行使检查公司财务以及对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等职权。

公司设总经理 1 人。总经理对董事会负责，行使主持公司的生产经营管理工作、组织实施董事会决议等职权。

总体看，公司法人治理结构相对健全清晰，组织机构的设置满足经营与管理需要。

## 2. 管理体制

公司制定了一系列内部管理制度，以规范公司内部运作程序。

财务管理方面，公司及其子公司确定内部财务管理体制，建立健全财务管理制度，控制财务风险。融资管理方面，公司根据相关法律、法规及《赣榆区政府投融资管理暂行办法》，并结合自身的具体情况，制定了融资管理办法。公司融资管理本着“统一领导、量入为出、统筹管理、防范风险”的原则按照自身投资需求及应归还债务本息需要来制定年度的融资计划，公司制定的年度的融资计划需报公司总经理办公室审核，再报苏海投资和赣榆区政府批准，融资成本与苏海投资保持一致。

对外担保管理方面，公司暂未制定对外担保管理办法，但是原则上不得为非法人或单位或个人、无资产关系的企业担保。但考虑到公司为扶持在赣榆港区内的企业发展，确需担保的，由公司申请，报赣榆区政府研究决定，另外，公司出资设立的子公司之间的担保，由公司董事会审批；公司与苏海投资（包括苏海投资子公司）之间互保，由借款主体上报区政府，具体担保事项按照政府批复文件执行。

总体看，公司内部管理制度较齐全，能够满足公司的日常运作需要。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司作为连云港港赣榆港区基础设施的投资、开发与建设的唯一主体，营业收入主要来自城市建设工程，另有少量收入来自矿石销售和其他业务。2016—2018 年，公司营业收入有所波动，其中城市建设工程收入占营业收入比重均在 90% 以上。2018 年，公司城市建设工程实现收入 6.11 亿元，较上年下降 18.10%，主要系当期完工工程量有所下降所致。同期，公司对外销售矿石规模扩大，矿石销售收入较快增长至 0.26 亿元；其他业务收入主要来源于租赁和物业管理业务，规模较小，对整体收入影响不大。

2016—2018 年，公司综合毛利率分别为 5.44%、1.55% 和 14.44%，城市建设工程业务毛利率变动对公司综合毛利率影响很大。2018 年以前，公司本部负责的代建项目无收益，2018 年起重新约定代建收益比例，带动该业务毛利率增长至 10.43%。2018 年，公司矿石销售业务毛利率进一步提升至 76.39%，主要系当年的矿石开采后对外销售占比较大所致。

表 4 2016—2018 年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
城市建设工程	65,544.55	96.88	6.33	74,637.28	98.99	0.88	61,065.11	94.20	10.43
矿石销售	1,409.83	2.08	-69.82	261.94	0.35	15.97	2,622.75	4.05	76.39
其他	700.15	1.03	100.00	502.28	0.67	93.31	1,133.97	1.75	86.67
<b>合计</b>	<b>67,654.53</b>	<b>100.00</b>	<b>5.44</b>	<b>75,401.50</b>	<b>100.00</b>	<b>1.55</b>	<b>64,821.84</b>	<b>100.00</b>	<b>14.44</b>

注：其他业务包括租赁和物业管理等  
资料来源：公司审计报告

总体看，公司营业收入主要来自城市建设工程业务，营业收入有所波动，受城市建设工程业务约定代建收益比例影响，公司综合毛利率波动上升。

## 2. 经营分析

### （1）城市建设工程业务

公司的港区基础设施建设业务由公司本部和子公司江苏凯港集团有限公司（以下简称“凯港集团”）负责。

2018 年以前，赣榆区政府分别与公司本部和凯港集团签订了《委托代建及项目回购协议书》。按照约定，公司本部及凯港集团根据赣榆区政府下达的年度政府投资项目计划表中指定的项目进行建设，负责项目前期、投融资和建设管理等工作。赣榆区政府根据项目实际投入成本与公司本部结算，与凯港集团按照实际投入成本加成 15%（税前）进行结算。项目竣工结算后，赣榆区财政局根据已确认的委托代建金额，分别向公司本部和凯港集团支付委托代建款，付款期限不超过 5 年。

2018 年 1 月，连云港驰海实业有限公司（以下简称“驰海公司”）分别与公司本部和凯港集团签订《委托建设协议》，驰海公司作为赣榆区国有资产管理委员会全资子公司，委托公司及凯港集团对港区内港口岸线、基础设施项目进行建设，包括道路工程、土地整理、拆迁安置等内容。结算方面，每年底以审计后的公司对代建项目实际投入为基础，加成 15% 的管理费，委托方及被委托方对项目收入确认并出具盖章文件，公司本部或凯港集团据此确认当年收入，协议约定驰海公司需在每年结算后一年内支付代建款项。该协议履约期限为 10 年，自 2018 年起执行。

2016—2018 年，公司城市建设工程业务分别确认收入 6.55 亿元、7.46 亿元和 6.11 亿元，毛利率分别为 6.33%、0.88% 和 10.43%，2018 年执行与驰海公司签订的代建协议后，公司本部及凯港集团均按照投资成本加成 15% 进行确认，当年毛利率明显提升。

工程回款方面，2016—2017 年，公司收到代建项目政府回款分别为 8.33 亿元和 2.19 亿元，2018 年未收到政府过往项目回款，新协议签订后尚未到与驰海公司约定的回款期，受政府和驰海公司资金安排影响，工程款回收存在较大不确定性。

针对 2015 年之前公司与赣榆区政府形成的应收款项 15.54 亿元，赣榆区政府出具文件《连云港市赣榆区政府关于连云港金东方港口投资有限公司应收款项及项目建设资金来源》，计划逐年安排资金支付给公司。同时，为避免相关单位出现无法按时、足额支付上述款项，赣榆区政府将石桥沿海地块共计 1,652 亩配置给公司用于平衡上述的应收类款项，预计成交单价 100 万元/亩，扣除相关规费后净收益平均 95 万元/亩，预计总净收益 15.69 亿元。按照赣榆区政府的预测，上述地块出让收益可覆盖公司与政府及相关单位形成的应收类款项。其中

2016年出让土地612亩，形成土地出让收入3.69亿元，返还公司3.46亿元，2017—2018年相关地块未实现出让。联合评级关注到，相关地块实际出让时间与进度存在不确定性，且已出让地块收入不及预期，近年来政府回款情况有所恶化，加之自2018年起代建项目委托方变更为驰海公司，未来公司资金回收效率具有较大不确定性，联合评级将持续关注公司对政府及驰海公司应收款项的回收情况。

表5 2016—2018年公司主要代建工程收入情况（单位：万元）

年份	项目名称	确认收入	工程成本
2016年	<b>项目实施主体：公司本部</b>		
	东防波堤工程（三）	12,227.92	12,227.92
	口岸联检中心（三）	1,026.62	1,026.62
	10万吨级航道工程（三）	1,996.90	1,996.90
	柘汪整体城镇化项目	4,203.64	4,203.64
	零星工程	5,845.64	5,845.64
	<b>项目实施主体：凯港集团</b>		
	鑫海花园小区（二）	37,415.50	32,535.22
	零星工程	3,136.71	2,727.57
<b>合计</b>		<b>65,852.63</b>	<b>60,563.21</b>
2017年	<b>项目实施主体：公司本部</b>		
	口岸联检中心（三）	312.12	312.12
	防波堤二期工程项目	14,748.45	14,748.45
	10万吨级航道工程项目（三）	3,497.63	3,497.63
	东防波堤工程项目（三）	1,797.47	1,797.47
	柘汪整体城镇化项目	19,059.48	19,059.48
	港口工程前期费用	3,032.07	3,032.07
	疏港二路项目	2,891.56	2,891.56
	疏港公路滕官庄-山东界连接线项目	658.33	658.33
	连云港港赣榆港区外环路（临海高等级-石羊河段）项目	1,743.73	1,743.73
	零星工程	4,731.17	4,731.17
	<b>项目实施主体：凯港集团</b>		
	鑫海花园小区项目	12,792.17	11,123.62
	王坊社区项目	3,560.78	3,096.33
	临港产业区污水管网改造工程项目	2,925.98	2,544.34
零星工程	2,232.35	1,940.85	
<b>合计</b>		<b>73,983.29</b>	<b>71,177.15</b>
2018年	<b>项目实施主体：公司本部</b>		
	防波堤管廊架工程	7,502.49	6,523.90
	码头石油管廊工程	6,342.28	5,515.03
	前沿配套区工程	5,957.82	5,180.71
	柘汪整体城镇化项目	3,841.94	3,340.82
	东防波堤工程	3,767.79	3,276.34
	疏港二通道（G228-省界段）一期工程	1,964.86	1,708.57
	零星项目	3,524.84	3,065.06
	<b>项目实施主体：凯港集团</b>		
凯港花园项目	9,131.04	7,940.03	

	凯港业务楼项目	7,979.35	6,938.56
	前期费用项目	2,177.93	1,893.85
	王坊社区项目	2,133.72	1,855.41
	柘汪中学项目	1,804.30	1,568.96
	零星项目	5,043.78	4,385.91
	<b>合计</b>	<b>61,172.14</b>	<b>53,193.16</b>

资料来源：公司提供

注：1. 上表中的收入金额为含税收入；

2. 截至 2018 年底公司存货中代建项目未结转余额为 10.97 亿元

总体看，公司城市建设工程业务新签协议约定代建收益比例带动毛利率波动提升；代建工程委托方发生变更，未来回款受连云港港赣榆港区财政和驰海公司资金安排及拨付效率影响大，存在较大不确定性。

### （2）矿石销售业务

公司的矿石开采业务主要由子公司连云港市赣榆惠达矿业有限公司（以下简称“惠达矿业”）负责，开采品种为片麻岩和花岗岩。惠达矿业通过招拍挂购入采矿权，对矿的储量进行勘测，分包给工程队进行报批、开采出的花岗岩用于赣榆港区的建设及对外出售，销售对象主要为政府及相关企业。矿石开采成本主要系招拍挂购入费用、爆破费用。

截至 2018 年底，公司仅拥有 1 座矿山的采矿权，即为八条路矿，详情如表 6。

表 6 2016—2018 年公司矿产情况（单位：万吨、万吨/年）

矿山	矿储量	设计开采能力	开采量		
			2016 年	2017 年	2018 年
八条路矿	499	104	168.48	11.26	99.70

资料来源：公司提供

2016 年，公司矿石销售收入毛利率为负值，系公司开采的石料大部分供赣榆港港区基础设施建设使用，价格相对较低，而公司拿矿成本高，且惠达矿业所承担的部分赣榆区的道路建设成本均分摊到采矿成本。2017 年，由于赣榆港港区基建项目逐步完善对矿石的需求量减少，开采量大幅下降至 11.26 万吨，当期矿石销售毛利率由负转正，主要系当年开采的矿石均对外销售。2018 年，公司与施工方签订的围填海项目合同中约定施工方需自购石料，公司根据矿石需求量加大开采力度并对其进行销售，实现销售收入 2,622.75 万元，受对外销售价格增长影响，毛利率大幅增长至 76.39%。

总体看，公司矿石销售受赣榆港港区基础设施建设情况影响较大，对矿石的需求有一定不确定性，收入规模及毛利率均波动较大。

### （3）在建及拟建项目

截至 2018 年底，公司主要在建项目总投资 56.83 亿元，已完成投资 14.55 亿元。随着港区及周边基础设施基本满足港区运营需求的条件，公司加大自营项目投资，自营项目未来将会通过出租与销售的方式来平衡公司的建设成本。

公司在建项目已投资规模较小，项目工程建设的推进较为缓慢，主要是受赣榆港区规划调整的影响。截至 2018 年底，公司拟建、在建项目仍需投入 56.17 亿元，未来存在很大的对外融资压力。此外，公司自建项目收益屈居于临港产业的发展 and 景气度，投资回报周期长，未来收益实现具有不确定性。

表 7 截至 2018 年底公司主要在建项目投资计划情况 (单位: 万元)

项目名称	总投资	已完成投资	项目进展	是否代建
连云港赣榆港区防波堤二期工程	74,000.00	15,807.48	已完成 C 段建设,目前正在推进建设 A 段工程	是
连云港赣榆港区途顺钢材仓储物流工程	28,500.00	1,300.00	围埝工程已合拢	否
连云港赣榆港区金东方化肥水泥仓储物流工程	32,700.00	2,100.00	围埝工程已合拢	是
赣榆港区码头石油管廊工程	14,000.00	11,450.54	管廊架一期二期工程已完工,目前正在建设三期工程	是
港区绿化工程	12,000.00	8,151.05	港区主干道绿化工程基本完工	是
连云港苏和物流中心一期项目	50,500.00	12.00	正在进行前期报批	否
金东方钢结构物流加工园	25,700.00	500.00	围埝工程已合拢	否
赣榆途顺木片堆场项目	27,440.39	7,407.28	已完成围埝、陆域形成、地基处理等施工内容	否
柘汪物流中心工程	119,874.71	36,165.28	已完成场地回填等工程	否
金东方净水厂工程	18,000.00	11,065.73	主体工程已完工,目前正在建设附属工程项目	是
10-11#泊位堆场	29,880.58	8,343.30	已完成围埝、陆域形成、地基处理等施工内容	否
连云港赣榆港区 8#、9#泊位堆场围填工程项目	36,679.11	10,676.05	已完成围埝、陆域形成、地基处理等施工内容	否
其他零星项目	99,020.57	32,508.93	--	--
<b>合计</b>	<b>568,295.36</b>	<b>145,487.64</b>	--	--

资料来源:公司提供

注:柘汪物流中心项目投资余额计在公司“存货”科目

表 8 截至 2018 年底公司主要拟建项目投资计划情况 (单位: 万元)

项目名称	主要建设内容	总投资	建设周期	是否代建
10 万吨级航道延伸段工程	建设 3.727 公里长航道,疏浚土方量约 890 万方	38,000	2019.12—2021.6	是
连云港赣榆港区防波堤二期 A 段	建设延伸段 A 段 1200m	30,000	2019.4—2020.12	是
连云港赣榆港区防波堤二期 B 段	建设离岸段 B 段 2400m	20,000	2021.1—2021.12	是
铁路专用线工程	包括柘汪站改造、4.658 公里 IV 级铁路专用线、液体装卸区工程、散装装卸区工程	50,900	2020.12—2022.12	是
<b>合计</b>	--	<b>138,900</b>	--	--

资料来源:公司提供

总体看,公司在建及拟建项目投资规模较大,未来存在很大的对外融资压力;公司自建项目完全依托于临港产业的发展和景气度,投资回报周期长,未来收益实现具有不确定性。

### 3. 未来发展

公司作为赣榆港区投资建设开发的唯一主体,未来将加大港口基础设施和集疏运通道建设力度,选择合适的战略投资合作者,加速港口基础设施的建设,同时开拓运输市场,形成港口的规模效应与集群效应,着力拓展以现代物流为核心的港口服务,提高公司的物流服务水平,提升港口综合竞争力。

总体看，公司发展战略切实可行，有利于支持公司的可持续发展。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2016—2018 年合并财务报表经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）进行连续审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。会计政策变更方面，财政部于 2017 年颁布了《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、修订后的《企业会计准则第 16 号——政府补助》和《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2017〕30 号）。财政部于 2018 年颁布了《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号）。公司已采用上述准则和通知编制 2017 年度和 2018 年度财务报表，采用上述准则未对公司财务状况和经营成果未产生重大影响。从合并范围看，2016—2018 年，公司新设立的子公司较多，但规模不大，截至 2018 年底，公司合并范围内拥有子公司 20 家，公司财务数据可比性较强。

### 2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模快速增长，年均复合增长 16.22%。截至 2018 年底，公司资产为 121.50 亿元，较上年增长 14.09%，流动资产占比为 96.18%，公司资产以流动资产为主。

2016—2018 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 83.38%。截至 2018 年底，公司货币资金 6.06 亿元，主要为银行存款和其他货币资金；其他货币资金中 2.39 亿元为票据保证金、定期存单质押等受限资金。

2016—2018 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 18.12%，主要系应收票据及应收账款、其他应收款增长较快所致。截至 2018 年底，公司流动资产为 116.86 亿元，较上年增长 13.89%。公司流动资产主要以应收票据及应收账款（占 19.99%）、其他应收款（占 24.86%）和存货（占 48.17%）为主。

2016—2018 年，公司应收票据及应收账款快速增长，年均复合增长 36.04%。截至 2018 年底，公司应收票据及应收账款为 23.36 亿元，全部为应收账款，较上年增长 40.47%，主要来自应收连云港市赣榆区财政局及驰海公司的代建工程款增加所致。公司应收账款主要为应收赣榆区政府单位或国有企业的工程款，累计计提坏账准备 29.73 万元；从集中度看，前五名欠款单位欠款合计 23.21 亿元，占公司应收账款账面余额的 99.33%，集中度很高。

2016—2018 年，公司其他应收款大幅增长，年均复合增长 108.04%，主要系与连云港市赣榆区柘汪镇财政所等单位的往来款增加所致。截至 2018 年底，公司其他应收款 29.06 亿元，较上年增长 35.57%；从集中度看，前五名欠款单位欠款合计 18.33 亿元，占其他应收款账面余额的 63.01%，集中度较高。公司累计计提坏账准备 361.58 万元。考虑到欠款单位主要为赣榆区政府单位或国有企业，回收风险低，但对公司资金占用明显。

2016—2018 年，公司存货有所波动，年均复合下降 2.36%。截至 2018 年底，公司存货 56.30 亿元，较上年下降 5.39%。公司存货主要为开发成本（占 99.64%），开发成本主要为公司持有的土地和基础设施建设项目投入，其中 10.97 亿元为基础设施建设项目投入，0.85 亿元为公司通过招拍挂取得的海域使用权，44.28 亿元为政府注入的土地；账面价值 25.39 亿元的土地用于借款抵押。

截至 2018 年底，公司受限资产 27.78 亿元，占资产总额的 22.86%；其中受限货币资金 2.39

亿元，为票据保证金和质押的定期存单；存货中 25.39 亿元的土地用于借款抵押。

总体看，近年来公司资产规模快速增长，资产结构以流动资产为主，应收类款项和存货占比较大，存货中土地大部分用作抵押，资产流动性较弱，整体资产质量一般。

### 3. 负债及所有者权益

#### 负债

2016—2018 年，公司负债规模快速增长，年均复合增长 32.70%。截至 2018 年底，公司负债 68.93 亿元，较上年增长 29.42%，主要系其他应付款增加所致。公司流动负债占比为 65.78%，公司负债结构以流动负债为主。

2016—2018 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 57.41%。截至 2018 年底，公司流动负债 45.34 亿元，较上年增长 58.65%，主要来自其他应付款的增加。公司流动负债主要以短期借款（占 10.14%）、应付票据及应付账款（占 6.33%）、其他应付款（占 73.30%）和一年内到期的非流动负债（占 7.23%）为主。

2016—2018 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 24.82%。截至 2018 年底，公司短期借款 4.60 亿元，较上年增长 76.77%，主要系质押借款和抵押借款增加所致。

2016—2018 年，公司应付票据及应付账款快速下降，年均复合下降 30.55%，主要系应付的工程款减少所致。截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款 2.87 亿元，较上年下降 12.32%，其中应付票据 1.11 亿元，主要为银行承兑汇票；应付账款 1.76 亿元，主要为应付的工程款或材料款。

2016—2018 年，公司其他应付款大幅增长，年均复合增长 115.46%。截至 2018 年底，公司其他应付款 33.24 亿元，较上年增长 71.70%，主要系与当地国有企业或政府单位的往来款或借款增加所致。本报告将其他应付款中的有息部分计入短期债务核算。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 38.44%。截至 2018 年底，一年内到期的非流动负债 3.28 亿元，较上年增长 41.96%，为一年内到期的长期借款。

2016—2018 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 6.38%。截至 2018 年底，公司非流动负债 23.58 亿元，较年初下降 4.43%，主要系长期应付款下降所致。公司非流动负债主要为长期借款（占 81.76%）和长期应付款（占 18.24%）。

2016—2018 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 21.06%。截至 2018 年底，公司长期借款 19.28 亿元，较上年略有增长，由抵押借款（占 61.91%）和保证借款（占 38.09%）构成。

2016—2018 年，公司长期应付款快速下降，年均复合下降 25.17%。截至 2018 年底，公司长期应付款 4.30 亿元，较上年下降 23.70%，主要系应付中交天津航道局有限公司的工程款减少所致。公司长期应付款由应付连云港港务工程有限公司 3.78 亿元工程款、政府专项债券 0.20 亿元和专项应付款 0.32 亿元构成。公司长期应付款中刚性债务已调整至长期债务核算。

2016—2018 年，公司全部债务不断增长，年均复合增长 8.88%。截至 2018 年底，公司全部债务 38.05 亿元，较年初增长 6.12%，其中短期债务占 38.85%，长期债务占 61.15%，公司有息债务以长期债务为主。债务指标方面，2016—2018 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率均不断上升，长期债务资本化比率波动上升，截至 2018 年底分别为 56.73%、41.99% 和 30.68%，较年初分别上升 6.72 个百分点、上升 1.74 个百分点和下降 0.65 个百分点，公司整体债务负担尚可。

总体看，公司负债规模和全部债务规模不断增长，全部债务结构以长期债务为主，整体债

务负担尚可。

#### 所有者权益

2016—2018年，公司所有者权益波动增长，年均复合增长1.71%。截至2018年底，公司所有者权益52.57亿元，较年初略有下降，其中归属于母公司的所有者权益50.79亿元，主要由实收资本（占6.10%）、资本公积（占70.59%）和未分配利润（占21.83%）构成。

2016—2018年，公司资本公积波动下降，年均复合下降1.89%。截至2018年底，公司资本公积35.86亿元，较年初下降5.20%，主要系政府无偿收回公司六宗价值合计1.96亿元的土地资产所致。

总体看，受政府无偿收回土地影响，公司所有者权益略有下降，以实收资本和资本公积为主，所有者权益稳定性较好。

#### 4. 盈利能力

2016—2018年，公司营业收入波动下降，分别为6.77亿元、7.54亿元和6.48亿元，主要系城市建设工程收入波动所致。近三年，公司营业利润率波动较大，分别为4.21%、-1.23%和11.18%。

公司期间费用由管理费用和财务费用构成，2016—2018年波动下降，分别为0.72亿元、0.46亿元和0.50亿元，主要系财务费用波动下降所致。2016—2018年，公司费用收入比波动下降，分别为7.67%。

2016—2018年，赣榆区政府分别给予公司财政补贴4.22亿元、2.20亿元和1.06亿元，系对港区开发以及基础设施建设配套进行的补贴，公司计入“营业外收入”或“其他收益”。2016—2018年，公司利润总额分别为3.37亿元、1.74亿元和1.46亿元，利润总额对政府补助的依赖性很大。

从盈利指标来看，2016—2018年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均不断下降，2018年分别为1.63%、1.42%和2.48%，较上年分别下降0.27个百分点、0.37个百分点和0.66个百分点。总体看，公司盈利能力较弱。

总体看，近年来公司收入规模波动下降，利润总额对政府补助依赖程度很高，整体盈利能力较弱。

#### 5. 现金流分析

经营活动方面，2016—2018年，公司经营活动现金流入波动增长，年均复合增长20.83%，2018年为22.82亿元，较上年增长58.87%，主要系往来款增加所致。公司收到其他与经营活动有关的现金主要是往来款和财政补贴等。近三年，公司经营活动现金流出不断增长，2018年为19.52亿元。公司支付其他与经营活动有关的现金主要是往来款等。由于2018年公司收到的往来款规模较大，当年经营性净现金流由负转正，为3.30亿元。从收入实现质量看，2016—2018年，公司现金收入比分别为95.09%、51.95%和36.20%，收入实现质量持续下降。

投资活动方面，2018年公司投资活动现金流入3.78亿元，主要为收到其他与投资活动有关的现金（赎回短期理财产品）等。2016—2018年，公司投资活动现金流出有所波动，分别为3.12亿元、0.58亿元和4.37亿元，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产收到的现金（主要为“存货”和“在建工程”中项目投入）以及支付其他与投资活动有关的现金（2016年为股权收购款支出，2018年为购买理财产品支出）波动所致。2016—2018年，公司投资性净现金流分别为-3.12亿元、-0.43亿元和-0.59亿元。

筹资活动方面，公司主要通过银行借款筹集资金，2016—2018年，公司筹资活动现金流入快速增长，2018年为14.77亿元。2017年公司吸收投资收到的现金0.23亿元，主要来自少数股东的增资。公司收到/支付其他与筹资活动有关的现金主要为承兑汇票保证金及质押的存单存款。2016—2018年，公司筹资性净现金流分别为3.80亿元、2.71亿元和-0.49亿元。

总体看，公司经营活动受往来款规模影响较大，收入实现质量持续下降；考虑在建拟建项目的推进，公司未来对外筹资压力较大。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018年，公司流动比率持续下降，速动比率波动下降，2018年底分别为2.58倍和1.34倍；公司现金短期债务比持续增长，2018年为0.41倍。公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2016—2018年，公司EBITDA不断下降，分别为4.09亿元、1.89亿元和1.72亿元；公司EBITDA全部债务比分别为0.13倍、0.05倍和0.05倍，公司EBITDA对全部债务的保障能力弱，同期，公司EBITDA利息保障倍数分别为3.57倍、1.30倍和0.91倍，公司长期偿债能力尚可。

截至2018年底，公司共获得银行授信额度52.77亿元，已使用额度为27.36亿元，未使用额度为23.24亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至2018年底，公司对外担保1笔，系对股东苏海投资的担保，担保余额10.90亿元，担保比率为20.73%。

总体看，公司短期偿债压力一般，长期偿债能力尚可；考虑到是连云港港赣榆港区基础设施建设的唯一主体，具有明显的区域垄断地位，在资金拨付及财政补助等方面获得较大力度的外部支持，公司整体偿债能力很强。

## 八、本期债券偿债能力分析

### 1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行规模9.30亿元，相当于2018年底公司长期债务的39.97%，全部债务的24.44%。本期债券发行规模较大，对公司整体债务结构影响较大。

2018年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为56.73%、41.99%和30.68%。以2018年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至59.81%、47.39%和38.25%，公司债务负担有所加重。

### 2. 本期债券偿还能力分析

2016—2018年，公司经营活动产生的现金流入量分别为15.63亿元、14.36亿元和22.82亿元，分别为本期债券拟发行规模的1.68倍、1.54倍和2.45倍，公司经营活动产生的现金流入量对本期债券的保障能力较高；近三年，公司EBITDA分别为4.09亿元、1.89亿元和1.72亿元，分别为本期债券拟发行规模的0.44倍、0.20倍和0.18倍，EBITDA对本期债券的保障能力弱。

考虑到本期债券自发行后第三年起，每年偿还本金的20%，即1.86亿元，2016—2018年，公司经营活动产生的现金流入量分别为分期偿还本金的8.40倍、7.72倍和12.27倍；公司

EBITDA 分别为分期偿还本金的 2.20 倍、1.02 倍和 0.92 倍；公司经营活动现金流入量对本期债券分期偿还本金的保障能力较强，EBITDA 对本期债券分期偿还本金的保障能力尚可。

### 3. 募投项目收益偿债能力分析

根据《赣榆柘汪临港物流中心可行性研究报告》，赣榆柘汪临港物流中心项目将从事煤炭、铁矿石、木薯干、钢材等货物的堆存、装卸、加工贸易等业务，收入来自于物流中心的土地出租、自营物流等。

自营物流收入方面，公司按照年货物作业量和平均堆存时间换算成每天的平均堆存量，再根据堆存单价和一年运营天数计算出年均收益，装卸费用按照 6 元/吨收费标准进行计算。另外还有铁路装卸线可以提供散货和液体化工产品公铁联运服务，装卸转运费收费标准按照 20 元/吨计算。同时，还提供包括铁矿石、木材、镍矿、木薯干的简易加工贸易，收益按照 2 元/吨进行计算。

液体罐区场地出租收入方面，募投项目建成后可提供出租土地面积为 640 亩，土地出租初始价格为 5 万元/亩，以后每年增加 20%，当出租价格增加到 10 万元/亩时，不再增长。

在本期债券存续期内，募投项目预计收入合计为 13.99 亿元。假设本期债券于 2019 年成功发行，以 8% 利率测算，本期债券用于募投项目（8.30 亿元）本息合计 11.62 亿元，募投项目收入对本期债券用于募投项目本息的覆盖倍数为 1.20 倍。分年度看，募投项目自 2020 年开始产生收入并逐年增长，2022—2023 年，募投项目收入无法完全覆盖当期应付本息，公司需要用自身的营业收入和经营性现金流入对本息偿还进行补足。

整体看，募投项目收入能覆盖本期债券本息，但联合评级关注到，项目收入实现受宏观经济和进出口行情影响大，项目进度一直滞后，能否如期产生收入仍有待观察。另外，项目收入预测偏于乐观。公司于 2022—2023 年开始偿还本期债券本金，但当年的收入无法覆盖当期的本息偿还，需用其他经营收入进行补足。

## 九、债权保护条款分析

### 1. 担保方分析

本期债券由江苏再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。江苏省再担保成立于 2009 年 12 月，是江苏省委、省政府为支持中小企业融资和发展而组建的国有控股企业；初始注册资本 31.00 亿元，随着资本金的逐步到位及增资扩股的实施，2018 年 9 月底江苏省再担保实收资本增至 63.08 亿元。江苏省再担保股东主要为江苏省地方各级政府，第一大股东为江苏省人民政府，2018 年 9 月底其持股比例为 33.73%。江苏省国有资产监督管理委员会（以下简称“江苏省国资委”）代表省政府履行出资人职责，江苏省再担保控股股东及实际控制人为江苏省国资委，主管部门为江苏省金融工作办公室。

截至 2017 年底，江苏省再担保资产总额 122.24 亿元，负债总额 50.51 亿元，所有者权益 71.73 亿元。2017 年，江苏省再担保实现营业收入 11.26 亿元，其中担保业务收入 5.08 亿元，贷款利息收入 3.17 亿元，融资租赁业务收入 1.37 亿元；实现净利润 3.19 亿元。

截至 2018 年 9 月底，江苏省再担保资产总额 127.18 亿元，负债总额 51.68 亿元，所有者权益 75.50 亿元。2018 年 1—9 月，江苏省再担保实现营业收入 8.91 亿元，其中担保业务收入 0.43 亿元，贷款利息收入 3.01 亿元，融资租赁业务收入 1.02 亿元；实现净利润 3.86 亿元。

经联合评级评定，江苏省再担保主体长期信用等级为 AAA<sub>pi</sub>，评级展望为稳定，其担保实

力极强，可有效增强本期债券的偿付保障能力。

## 2. 偿债资金专户

为规范本期债券募集资金的管理和使用，公司拟在监管银行的营业机构开立募集资金专项账户和偿债账户，分别用于监管募集资金和偿付本期债券本息。公司聘请中国工商银行连云港分行（以下简称“工行分行”或“监管银行”）作为监管银行，并签署《账户及资金监管协议》、《债权代理协议》等协议，募集资金使用专项账户设立后，公司须将本期债券发行后的募集资金直接划至募集资金使用专项账户。公司应按债券还本付息的有关要求，将还本付息的资金及时划付至偿债账户，以保证按期支付本期债券本息，偿债资金一旦划入偿债账户，仅可用于按期支付本期债券的利息和到期支付本金，以保证本期债券存续期间的还本付息。总体看，公司为本期债券设立了募集资金专项账户及偿债账户，并由工行分行对上述账户进行监管，有助于降低本期债券的操作风险。

总体看，募集资金使用专户和偿债资金专户的设立有利于提高本期债券偿付的安全性。

## 十、综合评价

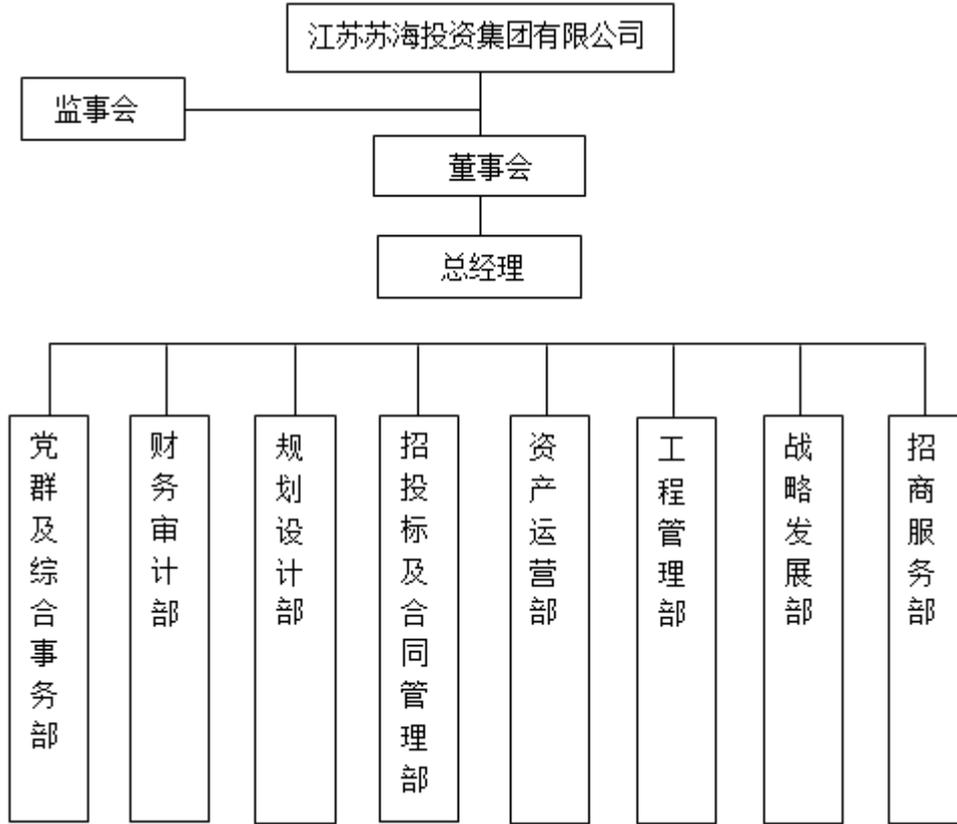
公司是连云港港赣榆港区基础设施建设的唯一主体，具有明显的区域垄断地位。公司在资金拨付及财政补助等方面获得较大力度的外部支持。联合评级同时关注到，公司自身盈利能力弱、未来自建项目投资规模大、短期支付压力大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

赣榆港区是连云港港的重要组成部分，未来随着赣榆港区建设持续推进，公司收入有望增长。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券设置分期还本条款，有效缓解了本期债券未来的集中偿付压力。江苏省再担保为本期债券提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券本息偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本期债券到期不能偿还的风险极低。

### 附件 1 连云港金东方港口投资有限公司 组织架构图



## 附件 2 连云港金东方港口投资有限公司 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额 (亿元)	89.96	106.50	121.50
所有者权益 (亿元)	50.82	53.24	52.57
短期债务 (亿元)	12.40	11.57	14.78
长期债务 (亿元)	19.69	24.28	23.27
全部债务 (亿元)	32.10	35.85	38.05
营业收入 (亿元)	6.77	7.54	6.48
净利润 (亿元)	3.35	1.62	1.30
EBITDA (亿元)	4.09	1.89	1.72
经营性净现金流 (亿元)	0.00	-2.24	3.30
应收账款周转次数 (次)	--	0.52	0.32
存货周转次数 (次)	--	0.13	0.10
总资产周转次数 (次)	--	0.08	0.06
现金收入比率 (%)	95.09	51.95	36.20
总资本收益率 (%)	--	1.91	1.63
总资产报酬率 (%)	--	1.79	1.42
净资产收益率 (%)	--	3.12	2.46
营业利润率 (%)	4.21	-1.23	11.18
费用收入比 (%)	10.58	6.08	7.67
资产负债率 (%)	43.51	50.01	56.73
全部债务资本化比率 (%)	38.71	40.24	41.99
长期债务资本化比率 (%)	27.93	31.33	30.68
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.57	1.30	0.91
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.13	0.05	0.05
流动比率 (倍)	4.58	3.59	2.58
速动比率 (倍)	1.35	1.51	1.34
现金短期债务比 (倍)	0.15	0.17	0.41
经营现金流流动负债比率 (%)	-0.02	-7.83	7.27
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.44	0.20	0.18

注: 1. 本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异, 系四舍五入造成的; 2. 除特别说明外, 均指人民币; 3. 公司应付款项中付息部分已纳入债务核算

### 附件3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本次-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本次/前n年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转次数	营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
总资产周转次数	营业收入/[期初总资产+期末总资产]/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本次公司债券还债能力</b>	
EBITDA偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据  
 长期债务=长期借款+应付债券  
 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+应付票据+应付短期债券  
 +一年内到期的非流动负债  
 全部债务=长期债务+短期债务  
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销  
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权

## 附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：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 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。