

信用等级公告

联合[2018] 2020 号

联合资信评估有限公司通过对南通市经济技术开发区总公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持南通市经济技术开发区总公司的主体长期信用等级为 AA⁺，维持“17 南通经开 MTN001”、“17 南通经开 MTN002”、“18 南通经开 MTN001”和“18 南通经开 MTN002”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告。



南通市经济技术开发区总公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA⁺

上次主体长期信用等级：AA⁺

| 债券简称 | 债券余额 | 到期兑付日 | 跟踪评级结果 | 上次评级结果 |
|----------------|----------|-----------|-----------------|-----------------|
| 17 南通经开 MTN001 | 2.00 亿元 | 2022/6/21 | AA ⁺ | AA ⁺ |
| 17 南通经开 MTN002 | 6.00 亿元 | 2022/8/18 | AA ⁺ | AA ⁺ |
| 18 南通经开 MTN001 | 10.00 亿元 | 2023/3/19 | AA ⁺ | AA ⁺ |
| 18 南通经开 MTN002 | 6.00 亿元 | 2023/5/16 | AA ⁺ | AA ⁺ |

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 7 月 26 日

财务数据

| 项 目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 3 月 |
|----------------|--------|--------|--------|---------------|
| 现金类资产(亿元) | 31.54 | 20.15 | 34.42 | 67.42 |
| 资产总额(亿元) | 317.31 | 323.13 | 427.13 | 454.57 |
| 所有者权益(亿元) | 107.91 | 107.07 | 131.04 | 130.19 |
| 短期债务(亿元) | 66.59 | 42.62 | 55.71 | 34.49 |
| 长期债务(亿元) | 95.46 | 128.10 | 179.42 | 211.34 |
| 全部债务(亿元) | 162.05 | 170.07 | 235.13 | 245.84 |
| 营业收入(亿元) | 24.08 | 20.01 | 20.62 | 9.38 |
| 利润总额(亿元) | 1.21 | 0.89 | 0.83 | 0.14 |
| EBITDA(亿元) | 4.42 | 3.79 | 2.73 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | -26.80 | -24.84 | -90.74 | 22.88 |
| 应收类款项/资产总额(%) | 49.77 | 50.68 | 64.51 | 58.21 |
| 营业利润率(%) | -4.69 | -4.53 | -47.74 | -5.50 |
| 净资产收益率(%) | 0.85 | 0.63 | 0.54 | -- |
| 资产负债率(%) | 65.99 | 66.86 | 69.32 | 71.36 |
| 全部债务资本化比率(%) | 60.03 | 61.46 | 64.21 | 65.38 |
| 流动比率(%) | 270.02 | 366.49 | 348.52 | 388.35 |
| 经营现金流动负债比(%) | -26.13 | -32.23 | -85.84 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 36.78 | 45.02 | 81.60 | -- |

注：1. 2014~2015 年公司合并财务数据采用旧会计准则，公司自 2016 年 1 月 1 日起执行新会计准则，为保持公司财务数据可比性，2015 年财务数据采用 2016 年期初数。

2. 2018 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

王妍 朱煜

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

南通市经济技术开发区总公司（以下简称“公司”）是南通市经济技术开发区（以下简称“南通开发区”）内重要的城市基础设施建设、土地拆迁整理和保障房建设主体，由南通市经济技术开发区管委会（以下简称“开发区管委会”）实际控制和管理。跟踪期内，南通开发区经济保持增长，公司获得开发区管委会资本金注入，资产和权益规模实现增长，且多元化业务平稳发展。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司其他应收款项对资金占用大、债务增长快且负担较重、盈利能力弱以及担保比率较高等因素给公司带来的不利影响。南通开发区建设的逐步推进有助于公司未来业务的持续发展，同时多元化业务发展对公司营业收入形成有益补充。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA⁺，并维持“17 南通经开 MTN001”、“17 南通经开 MTN002”、“18 南通经开 MTN001”和“18 南通经开 MTN002”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，南通开发区经济保持增长，产业结构不断优化，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司在资产注入、财政补贴方面得到了开发区管委会的大力支持。
3. 公司多元化业务平稳发展，商品销售业务为公司收入提供补充；未来自有商业配套地产投入运营后，公司收入规模有望提升。

关注

1. 公司其他应收款占比大且快速增长，资产流动性受开发区管委会还款情况直接影响。
2. 跟踪期内，公司债务规模不断增长，债务

- 负担较重，短期偿债压力较大。
3. 公司基础设施和保障房业务公益性强，盈利能力弱。
 4. 公司对外担保规模大，担保比率较高，存在一定或有负债风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由南通市经济技术开发区总公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

南通市经济技术开发区总公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于南通市经济技术开发区总公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为南通市经济技术开发区管理委员会（以下简称“开发区管委会”）。2017年，开发区管委会以货币形式对公司增资30.00亿元。截至2018年3月底，公司注册资本和实收资本均为75.75亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至2018年3月底，公司集团设有办公室、财务部、投融资管理部、资产与安全管理部4个职能部门；合并范围一级子公司共12家。

截至2017年底，公司资产总额427.13亿元，所有者权益（含少数股东权益0.05亿元）131.04亿元；2017年，公司实现营业收入20.62亿元，利润总额0.83亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额454.57亿元，所有者权益（含少数股东权益0.05亿元）130.19亿元；2018年1~3月，公司实现营业收入9.38亿元，利润总额0.14亿元。

公司注册地址：南通市经济技术开发区星湖大厦；法定代表人：王志兵。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年6月底，联合资信所评“17南通经开MTN001”、“17南通经开MTN002”、“18南通经开MTN001”和“18南通经开MTN002”尚需偿还债券余额共计24.00亿元。跟踪期内，

“17南通经开MTN001”已按期足额支付债券利息。

截至2018年6月底，上述中期票据全部用于偿还有息债务。其中，“17南通经开MTN001”、“17南通经开MTN002”募集资金已使用完毕，“18南通经开MTN001”和“18南通经开MTN002”募集资金已使用10.35亿元。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

| 债券简称 | 发行金额 | 债券余额 | 起息日 | 期限 |
|----------------|-------|-------|-----------|-----|
| 17 南通经开 MTN001 | 2.00 | 2.00 | 2017/6/21 | 5 年 |
| 17 南通经开 MTN002 | 6.00 | 6.00 | 2017/8/18 | 5 年 |
| 18 南通经开 MTN001 | 10.00 | 10.00 | 2018/3/19 | 5 年 |
| 18 南通经开 MTN002 | 6.00 | 6.00 | 2018/5/16 | 5 年 |
| 合计 | 24.00 | 24.00 | -- | -- |

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

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，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设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等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长

的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43号，以下简称“《43号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中國基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

在2014年发布的《43号文》的背景下，财政部通过《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2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐

步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表2 2017年以来与城投企业相关的主要政策

| 发布时间 | 文件名称 | 主要内容 |
|---------|---|---|
| 2017年4月 | 《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50号文 | 提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范PPP合作行为，再次明确43号文内容。 |
| 2017年5月 | 《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87号文 | 规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则； |
| 2017年6月 | 《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55号） | PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品 |
| 2017年6月 | 《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89号文 | （1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。 |
| 2017年7月 | 全国金融工作会议 | 各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为， |

| | | |
|----------|---|--|
| | | 规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。 |
| 2017年11月 | 《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92号 | 对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。 |
| 2017年12月 | 《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》 | 推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制 |
| 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2月 | 《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34号 | 强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。 |
| 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4月 | 《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54号 | 及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。 |

资料来源：联合资信综合整理

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80% 的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地

方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济环境

公司是南通市重要的基础设施建设主体，主要负责南通市经济技术开发区（以下简称“南通开发区”）基础设施建设、土地开发和商业配套设施及保障房建设业务。南通市及南通开发区的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

跟踪期内，南通市经济发展状况较好，固定资产投资保持增长，为公司发展创造了良好的外部环境。

根据 2017 年南通市统计局公布的年度《南通市国民经济和社会发展统计公报》，2017 年，南通市全市地区生产总值 7734.6 亿元，增速 7.8%。其中，第一产业增加值 382.7 亿元，增长 2.4%；第二产业增加值 3639.8 亿元，增长 6.8%；第三产业增加值 3712.1 亿元，增长 9.4%。2017 年，南通市固定资产投资 4959.2 亿元，同比增长 8.9%。2017 年，南通市人均 GDP 达

到 105903 元，增长 7.8%。2018 年 1~3 月，南通市实现地区生产总值 1822 亿元，实现规模以上工业增加值 739.2 亿元，完成固定资产投资 1155 亿元。

跟踪期内，南通开发区经济保持增长，产业结构不断优化，为公司业务的开展提供了保障。

2017 年，南通开发区地区生产总值 540 亿元，增长 7.2%；固定资产投资 552.3 亿元，增长 9.0%；全社会消费品销售总额 166.7 亿元，增长 14.3%。南通开发区实现高新技术产业产值 353.3 亿元，占规模工业产值比重提升 3.4 个百分点。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2018 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 75.75 亿元，开发区管委会持有公司 100% 股权，系公司实际控制人。

2. 外部支持

跟踪期内，南通市一般预算收入保持稳定，财政自给率一般；受土地使用权出让收入较高影响，南通开发区财政收入大幅增长。公司在资金注入和财政补贴方面持续获得开发区管委会支持。

2017 年，南通市全市一般公共预算收入 590.6 亿元，同比增长 0.1%；一般公共预算支出 811.07 亿元，财政自给率 72.82%，自给率一般。2018 年 1~3 月，南通市实现一般公共预算收入 167.4 亿元。

2017 年，南通开发区一般预算收入为 47.06 亿元，同比增长 4.09%。其中，税收收入占比有所增长，为 94.73%。2017 年，基金预算收入大幅增长 235.5%，为 59.82 亿元，主要系土地使用权出让收入。同期，南通开发区上级补助收入略有下降，为 12.65 亿元。2017 年，南通开发区财政总收入 143.32 亿元，同比增长 53.10%。

公司为南通开发区重要基础设施建设主体，具有区域专营优势。2017 年，开发区管委会以货币形式增资 30.00 亿元，公司实收资本增至 75.75 亿元。2017~2018 年 3 月，公司分别收到财政补贴 13.87 亿元和 1.31 亿元，主要用于补贴公司拆迁安置款、保障房建设收入成本倒挂部分以及补贴污水处理厂运营等。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好，未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1032060100066930B），截至 2018 年 7 月 6 日，公司无未结清不良和关注信贷信息记录；有 8 笔已结清关注类贷款，为系统录入错误所致，公司过往债务履约情况良好。

截至 2018 年 7 月 11 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化，公司运行情况良好。

七、经营分析

跟踪期内，公司营业收入小幅增长，主要来自房产销售及基础设施代建收入；受房产销售收入成本倒挂影响，当期公司综合毛利率下降幅度大。

2017 年，公司实现营业收入 20.62 亿元，同比小幅增长。收入结构有所变化，当年公司收入主要来自城市基础设施代建和房产销售业务；公司商品销售及其他业务板块收入大幅增长，主要系房产租赁收入和商品销售收入增长较快所致。公司的酒店服务和拆迁项目占主营业务收入的比重小，对整体营业收入规模的影响较小。

从毛利率情况来看, 2017年, 公司综合毛利率大幅下降至-45.74%, 主要系当期房产销售收入占比高所致; 由于基础设施建设项目管理费水平不变(6%), 故该板块毛利率基本稳定; 2017年, 由于拆迁工程改为净额确认收入, 故毛利率变为100.00%。

2018年1~3月, 公司实现营业收入9.38亿元, 相当于2017年底的45.49%; 以基本建设工程收入为主。同期, 公司综合毛利率为-4.91%, 仍为连年亏损态势。

表3 2016~2018年1季度公司营业收入构成和毛利情况(单位: 亿元、%)

| 项目 | 2016年 | | | 2017年 | | | 2018年1-3月 | | |
|---------|-------|--------|--------|-------|--------|---------|-----------|--------|---------|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 基本建设工程 | 9.74 | 48.68 | 8.46 | 8.84 | 42.87 | 6.01 | 7.99 | 85.18 | 5.04 |
| 拆迁项目工程 | 4.75 | 23.74 | 6.11 | 0.26 | 1.26 | 100.00 | 0.02 | 0.21 | 100.00 |
| 酒店服务 | 0.28 | 1.40 | 67.06 | 0.26 | 1.26 | 63.88 | 0.07 | 0.75 | 73.12 |
| 房产销售 | 1.79 | 8.95 | -86.03 | 6.80 | 32.98 | -151.90 | 0.72 | 7.68 | -105.26 |
| 商品销售及其他 | 3.45 | 17.24 | -9.93 | 4.45 | 21.58 | -1.13 | 0.57 | 6.08 | -32.18 |
| 合计 | 20.01 | 100.00 | -2.90 | 20.62 | 100.00 | -45.74 | 9.38 | 100.00 | -4.91 |

注: 公司其他业务还包括中水回用、房产租赁、资金占用及利息收入。
公司主营业务收入合计数与各板块总和不一致系四舍五入所致。
资料来源: 公司审计报告及公司提供

跟踪期内, 城市基础设施代建及拆迁业务收入下降较快, 主要系拆迁业务由全额确认收入改为仅代理费确认收入所致。该板块在建项目未来投资规模不大。

根据开发区管委会的规划, 公司每年承担大量城市基础设施代建业务, 分为拆迁项目工程和基本建设工程两部分。

跟踪期内, 基本建设业务模式未发生变化, 由开发区财政局直接拨付项目资金, 并按实际发生成本的6%支付管理费。拆迁项目工程为公司接受开发区管委会委托, 对南通开发区内土地进行拆迁和整理。公司前期垫付拆迁所需资金, 拆迁完成并结算后, 开发区管委会财政(基建专户)支付拆迁业务成本及加成(6.00%)。

2017年, 公司基本建设工程实现收入8.84亿元, 同比下降9.24%。2018年1~3月实现收入7.99亿元, 相当于2017年的90.38%。根据公司年度计划总结及展望, 2017年底, 公司续建项目总投资10.15亿元, 已完成投资2.41亿元, 2018年计划投资6.14亿元。

表4 2017年底公司续建基础设施项目情况

(单位: 亿元)

| 项目名称 | 总投资估算 | 2017年已完成 | 2018年计划投资 |
|-------------|-------|----------|-----------|
| 功能性公共服务设施建设 | 2.30 | 0.35 | 1.95 |
| 绿化工程 | 1.40 | 0.53 | 0.87 |
| 道路交通基础设施建设 | 3.38 | 1.41 | 1.97 |
| 水利工程 | 0.47 | 0.12 | 0.35 |
| 公用事业建设 | 2.60 | 0.00 | 1.00 |
| 合计 | 10.15 | 2.41 | 6.14 |

资料来源: 公司提供

拆迁项目工程部分, 公司根据每年接到开发区管委会下发的拆迁任务和计划进行投资。2017年, 公司在建拆迁面积为95.14万平方米, 同比增长65.12万平方米。2017年公司实现拆迁收入0.26亿元, 同比下降94.53%, 毛利率为100.00%, 主要系2017年房屋拆迁由全额确认收入调整为仅代理费用确认收入所致。2018年, 公司计划完成房屋拆迁总面积48.07万平方米。2018年1~3月, 公司实现房屋拆迁收入0.02亿元。

跟踪期内，公司部分保障房项目交付使得2017年该板块收入大幅增长，由于保障房价格受限，故毛利率持续为负。公司保障房项目已接近完工。

公司房产建设任务主要为保障房建设及部分配套的商业地产。

保障房部分，业务实施主体为子公司江苏星湖置业有限公司（以下简称“星湖置业”）和南通能达建设投资有限公司（以下简称“能达建设”）承担南通开发区保障房建设，主要销售对象为拆迁过程中产生的拆迁户。截至目前，公司已就部分保障房项目与管委会签订《委托代建和回购协议》，约定按6%的成本加成率收取管理费，支付期限为8年且管委会承诺在回购年限内，每年年初确保将回购款明确列入当年财政预算计划并优先安排。

因政策对保障房销售价格进行限制，导致公司该板块呈现收入成本倒挂情况，对此开发区管委会每年针对倒挂部分和6%的成本加成部分进行补偿，全部计入“其他收益”。2017年，公司房产销售收入为6.80亿元，同比增长5.01亿元，主要来自于海悦嘉园和世家花园项目，收到政府补贴11.24亿元。由于公司将补贴收入计入其他收益，故该业务板块毛利率体现为亏损。2018年1~3月，公司实现房产销售收入0.72亿元，毛利率仍为负值。

公司建设的保障房项目共5个。截至2018年3月底，万和家园、海悦嘉园和五湖家园项目已完工并交付使用，建筑面积共计65.73万平方米，合计已投资27.04亿元，超出预算1.06亿元，主要系海悦嘉园项目建设周期过长，期间原材料价格上涨所致。截至2018年3月底，公司在建保障房项目共2个，计划投资总额20.70亿元，已完成投资额21.71亿元，超出投资预算。保障房未来规划有海悦嘉园二期项目，暂无新规划项目。

表5 2018年3月底公司在建保障房情况表

(单位: 万平方米、亿元)

| 项目名称 | 建筑面积 | 投资总额 | 已投资额 |
|-----------|--------------|--------------|--------------|
| 世家花园 | 74.67 | 16.20 | 19.41 |
| 怡和尊庭 | 13.00 | 4.50 | 2.30 |
| 合计 | 87.67 | 20.70 | 21.71 |

注：世家花园分两期开发，建设周期较长，期间原材料价格上涨导致项目投资额超出预算。

资料来源：公司提供

公司商业地产项目陆续建成，未来物业和出租收入有望增长。

商业地产部分，该业务实施主体为子公司能达建设。目前，公司主要投资建设的商业地产项目在南通开发区的中心商务区——能达商务区，项目包括能达大厦、“智慧之眼”商务办公楼和星湖城市广场。其中，能达大厦建设已完工，用于出租。“智慧之眼”商务办公楼完工进度90%，建成后主要通过出租产生收益。星湖城市广场共分为两期，一期项目为永旺梦乐城，已完工并投入使用，产生的租赁收入计入房产租赁板块；二期为商业地产项目，计划未来2~3年投建运营。

表6 2018年3月底公司商业地产在建项目情况

(单位: 万平方米、亿元)

| 项目名称 | 建筑面积 | 投资总额 | 已投资额 | 工程进度 |
|-------------|--------------|--------------|-------------|-----------|
| “智慧之眼”商务办公楼 | 7.00 | 4.00 | 2.48 | 完工90% |
| 星湖城市广场二期 | 12.00 | 6.00 | -- | 前期开发阶段 |
| 合计 | 19.00 | 10.00 | 2.48 | -- |

资料来源：公司提供

截至2018年3月底，公司在建商业地产计划投资10.00亿元，已完成投资2.48亿元，尚需投资7.52亿元。

跟踪期内，受客流量影响，公司酒店业务收入小幅下滑；当年商品销售收入保持增长。多元化业务经营对公司营业收入形成有益补充。

公司酒店服务业务的实施主体为子公司南通金陵能达酒店有限公司（下称“金陵酒店”）和南通星湖城市酒店有限公司（下称“星

湖酒店”)。2017年,受客流量影响,公司实现酒店服务收入0.26亿元,较2016年底有所下降,该板块毛利率维持在60%以上,对公司利润形成一定补充。2018年1~3月,公司实现酒店服务收入0.07亿元,毛利率仍保持在较高水平。

公司商品销售业务的实施主体为江苏能达国际贸易有限公司和南通市经济技术开发区物贸集团有限公司,分别负责国际和国内贸易,国际贸易出口商品包括运动器材、纺织服装和五金配件等,主要出口国为日本和欧美等国家;国内贸易主要产品为化工材料和建材。2017年,公司实现商品销售收入2.98亿元,同比增长31.57%。

公司合并范围内拥有3家污水处理厂,分别为能达水务、第一污水处理厂和第二污水处理厂。能达水务对上游来水企业进行污水处理,达到回用水标准后出售给相关企业,污水处理费由公司直接向客户收取,相关收入、成本计入“商品销售及其他业务”板块。政府补贴方面,开发区管委会和江苏省政府分别对公司运营成本和污水处理基础设施投入进行相应补贴,计入公司“其他收益”。2017年,能达水务实现中水回用收入0.14亿元,收到运营补贴收入0.68亿元,确认中水回用递延收益0.44亿元。

第一污水处理厂负责开发区一区、二区内所有企业的生产废水处理和区内生活废水处理;第二污水处理厂负责南通开发区三区(含港口区)所有企业的生产废水处理和区内生活废水处理。污水处理费均由区政府统一收取,以“其他收益”形式返还公司,2017年两厂共获得运营补贴收入1.48亿元,同比基本稳定。2017年,两污水处理厂处理污水量较去年变动小。

表7 2016~2018年1~3月污水处理情况

(单位:万吨)

| 名称 | 2016年 | 2017年 | 2018年1~3月 |
|----|-------|-------|-----------|
| | | | |

| | | | |
|---------|------|------|------|
| 第一污水处理厂 | 3891 | 3356 | 882 |
| 第二污水处理厂 | 2639 | 3207 | 795 |
| 合计 | 6530 | 6563 | 1677 |

资料来源:公司提供

未来公司将继续承担南通开发区城市基础设施建设任务,同时抓好商业地产项目建设,随着商业地产项目逐步投入使用,公司收入有望提升。

公司未来将继续承担南通开发区基础设施建设任务,预计未来新建项目33个,2018~2019年计划投资分别为5.68亿元和0.94亿元。

表8 2018~2019年公司城市建设计划(新建工程)

(单位:个、亿元)

| 项目名称 | 项目数量 | 未来投资计划 | |
|---------------|------|--------|-------|
| | | 2018年 | 2019年 |
| 功能性公共服务设施建设 | 2 | 1.15 | 0.70 |
| 道路交通基础设施建设 | 12 | 2.91 | 0.14 |
| 公共事业建设与市政设施维护 | 19 | 1.62 | 0.10 |
| 合计 | 33 | 5.68 | 0.94 |

资料来源:公司提供

同时,公司将继续抓好商业地产项目建设,推进星湖城市广场二期建设;继续抓好智慧之眼项目后续配套施工,坚持超前谋划楼宇招商,争取早建成、早使用。

八、财务分析

公司提供了2017年合并财务报告,江苏公证天业会计师事务所(特殊普通合伙)对该财务报告进行了审计,并出具了标准无保留意见审计结论。2018年1季度财务数据未经审计。2017年公司合并范围未发生变化。2018年3月,公司新增1家子公司,合并范围共12家一级子公司。合并范围变化对财务报告的可比性影响小。

1. 资产质量

跟踪期内,受在建项目持续投入以及往来款增长影响,公司资产规模快速增长,资产结

构仍以流动资产为主，应收开发区管委会款项占比大，回款较慢，公司资产流动性弱。

截至 2017 年底，公司资产总额 427.13 亿元，同比增长 32.19%。其中流动资产占 86.25%，资产结构同比变动小。

2017 年底，公司流动资产合计 368.42 亿元，同比增资 30.42%，主要由其他应收款、存货和货币资金构成。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2016 年 | | 2017 年 | | 2018 年 3 月 | |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 20.15 | 6.24 | 34.42 | 8.06 | 67.42 | 14.83 |
| 其他应收款 | 162.18 | 50.19 | 269.26 | 63.04 | 252.88 | 55.63 |
| 存货 | 69.80 | 21.60 | 50.76 | 11.88 | 54.71 | 12.04 |
| 其他流动资产 | 24.03 | 7.44 | 3.80 | 0.89 | 3.76 | 0.83 |
| 流动资产 | 282.49 | 87.42 | 368.42 | 86.25 | 397.14 | 87.37 |
| 可供出售金融资产 | 8.27 | 2.56 | 7.77 | 1.82 | 7.77 | 1.71 |
| 投资性房地产 | 7.07 | 2.19 | 17.92 | 4.20 | 17.81 | 3.92 |
| 固定资产 | 19.15 | 5.93 | 26.51 | 6.21 | 26.22 | 5.77 |
| 非流动资产 | 40.64 | 12.58 | 58.71 | 13.75 | 57.42 | 12.63 |
| 资产总额 | 323.13 | 100.00 | 427.13 | 100.00 | 454.57 | 100.00 |

资料来源：根据公司财务报告整理

2017 年底，公司货币资金 34.42 亿元，同比增长 70.80%，受限资金为 2.12 亿元，主要为汇票保证金及银行定期存单。公司存货规模 50.76 亿元，同比下降 27.28%，主要系当期保障房及商业地产项目完工出出售或转至投资性房地产所致。构成上，主要由房地产开发成本（占 12.44%）、房地产开发产品（占 54.35%）、土地围堰开发（占 32.89%）构成。其中抵押存货价值 3.35 亿元，抵押比率 6.60%。

2017 年底，公司其他应收款 269.26 亿元，同比增长 66.02%，主要系应收开发区管委会往来款大幅增长所致。公司应收款账龄较长，集中度高，以政府性款项为主，回款较慢，对公司资金占用明显。2017 年底，公司其他应收款共计提坏账准备 0.27 亿元，主要是针对民营企业 and 个人的往来款。

表 10 2017 年底余额占比较大的其他应收款（单位：亿元、%）

| 债务人名称 | 金额 | 账龄 | 占其他应收款期末余额的比例 | 款项性质 |
|-----------------|---------------|-----------|---------------|-----------|
| 南通市经济技术开发区管理委员会 | 227.96 | 5 年以内 | 84.58 | 往来款 |
| 南通市经济技术开发区财政局 | 36.63 | 5 年以内 | 13.59 | 子公司专项往来款 |
| 南通金桥资产经营管理有限公司 | 2.15 | 1 年以内 | 0.80 | 资金往来 |
| 合计 | 266.74 | -- | 98.97 | -- |

注：公司对上述应收款项均未计提坏账准备

资料来源：审计报告

2017 年底，公司应收账款 6.28 亿元，同比增长 296.20%，主要为应收保障房业务补贴款的增加。构成上与去年基本一致，为应收南通金桥资产经营管理有限公司（开发区管委会

最终控制的公司）和开发区财政局款项（应收拆迁安置款）。2017 年底，公司应收类款项占资产总额的比例为 64.51%，同比大幅增长

13.83 个百分点，公司应收类款项对资金占用大。

2017 年底，公司其他流动资产 3.80 亿元，同比下降 84.18%，主要是理财产品到期所致。

2017 年底，公司非流动资产合计 58.71 亿元，同比增长 44.46%，主要系投资性房地产和固定资产增长所致。截至 2017 年底，公司固定资产 26.51 亿元，同比增长 38.41%，主要系在建工程转入。其中 19.01 亿元已用于抵押，主要系抵押给银行和非银行金融机构的房屋及建筑物。2017 年底，公司投资性房地产 17.92 亿元，同比增长 153.68%，主要系当年从存货转入的商业地产项目，全部为房屋及建筑物。2017 年底，公司无形资产 3.18 亿元。其中土地使用权账面净值 3.16 亿元，账面净值 1.28 亿元已抵押。2017 年底，公司可供出售金融资产小幅下降，为 7.77 亿元，以股权投资为主，包括多家成本法核算入账企业，涵盖金融、物流、服装和纸业等多领域。截至 2017 年底，公司受限资产合计 43.67 亿元，占当期总资产的 10.22%。

资产受限方面，综合来看，截至 2017 年底，公司受限资产合计 43.67 亿元，占当期总资产的 10.22%，其中受限的货币资金 2.12 亿元、存货 3.35 亿元、投资性房地产 17.92 亿元、固定资产 19.01 亿元和无形资产 1.28 亿元。

2018 年 3 月底，公司资产总额 454.57 亿元，较 2017 年底增长 6.42%。其中，流动资产变动主要系货币资金增长，非流动资产较 2017 年底基本稳定。由于 2018 年 1 季度公司增发债券，公司货币资金达 67.42 亿元，同比增长 95.84%；2018 年 3 月底，公司其他应收款有所下降，至 252.88 亿元。

2. 资本结构

跟踪期内，公司获得股东增资使得所有者权益快速增长，权益稳定性进一步提升。同时，公司债务规模快速增长，债务期限长、负担较重。

2017 年底，公司所有者权益（含少数股东权益 0.05 亿元）131.04 亿元，同比增长 22.39%，主要系实收资本增长影响。

2017 年，开发区管委会对公司增资 30 亿元，公司实收资本增至 75.75 亿元。2017 年底，公司资本公积 45.50 亿元，同比下降 11.65%，主要系 2017 年，开发区管委会将未付代建工程款资产 6.00 亿元注入公司，由于该工程结算款无法按计划支付，故公司减少资本公积 6.00 亿元，同时冲减与开发区管委会往来 6.00 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 130.19 亿元（含少数股东权益 0.05 亿元），同比保持稳定，构成与 2017 年底一致。

截至 2017 年底，公司负债总额 296.10 亿元，同比增长 37.05%。公司负债构成仍以非流动负债为主。

2017 年底，公司流动负债 105.71 亿元，同比增长 37.15%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致。

2017 年底，公司应付账款 12.55 亿元，同比增长 36.27%，主要为房产项目应付施工单位工程款，其中账龄超过 1 年的重要应付账款合计 1.89 亿元。同期，公司其他应付款 27.52 亿元，同比上升 61.20%，主要系与开发区管委会的资金往来和少部分工程保证金及押金，其中账龄超过 1 年的重要其他应付款 4.43 亿元。2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 45.44 亿元，同比增长 18.66%，主要系一年内到期的长期借款（占 45.94%）和应付债券（占 50.26%）。

2017 年底，公司非流动负债 190.38 亿元，同比上升 36.99%。长期借款 120.66 亿元，同比增长 71.64%，其中，抵押借款、质押借款、信用借款和保证借款分别占 7.72%、20.06%、17.32% 和 40.28%。应付债券 58.76 亿元，同比基本稳定，2017 年公司新发 5 期债券及 1 期资产支持证券，由于往年债券本金偿还及调整到一年内到期应付债券，故 2017 年底应付债券

金额同比变动较小。2017 年底，公司长期应付款 3.40 亿元，同比下降 33.63%，主要系非银

行金融机构借款下降所致。公司其他流动负债为应付超短期融资券。

表11 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2016 年 | | 2017 年 | | 2018 年 3 月 | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 4.10 | 1.90 | 4.00 | 1.35 | 5.00 | 1.54 |
| 应付账款 | 9.21 | 4.26 | 12.55 | 4.24 | 10.96 | 3.38 |
| 其他应付款 | 17.07 | 7.90 | 27.52 | 9.30 | 56.07 | 17.28 |
| 一年内到期的非流动负债 | 38.29 | 17.72 | 45.44 | 15.35 | 24.39 | 7.52 |
| 其他流动负债 | 5.00 | 2.31 | 7.00 | 2.36 | -- | -- |
| 流动负债 | 77.08 | 35.68 | 105.71 | 35.70 | 102.26 | 31.53 |
| 长期借款 | 70.30 | 32.54 | 120.66 | 40.75 | 121.74 | 37.53 |
| 应付债券 | 57.80 | 26.75 | 58.76 | 19.84 | 89.60 | 27.62 |
| 非流动负债 | 138.98 | 64.32 | 190.38 | 64.30 | 222.12 | 68.47 |
| 负债总额 | 216.06 | 100.00 | 296.10 | 100.00 | 324.38 | 100.00 |
| 实收资本 | 45.75 | 42.73 | 75.75 | 57.81 | 75.75 | 58.19 |
| 资本公积 | 51.49 | 48.09 | 45.50 | 34.72 | 44.51 | 34.19 |
| 未分配利润 | 6.44 | 6.01 | 6.85 | 5.23 | 6.99 | 5.37 |
| 所有者权益合计 | 107.07 | 100.00 | 131.04 | 100.00 | 130.19 | 100.00 |

资料来源：根据公司财务报告整理

2017 年底，公司全部债务 235.13 亿元，同比增长 30.06%，其中长期债务占比 80.80%。公司债务结构仍以长期债务为主。

2017 年底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率同比均略有增长，分别为 57.79%、64.21%和 69.32%。如将长期应付款中有息债务计入长期债务、其他流动负债计入短期债务，2017 年底调整后全部债务 245.54 亿元，调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别为 58.25%和 65.20%，公司的整体债务负担较重。

2018 年 3 月底，公司负债总额 324.38 亿元，较 2017 年底增长 9.55%，其中，公司流动负债合计 102.26 亿元，较 2017 年底下降 3.26%。2018 年 3 月底，公司其他应付款 56.07 亿元，较 2017 年底增长 228.37%，主要系与开发区管委会的往来款增多。公司非流动负债合计 222.12 亿元，较 2017 年底增长 16.67%，主要系应付债券增长所致。2018 年 1~3 月，公司新发债券，使得应付债券增至 89.60 亿元；2018 年 3 月底，公司专项应付款 1.20 亿元，较 2017

年底增长 12.24%，主要系财政拨款的保障房、解困房专项拨款。

2018 年 3 月底，公司全部债务合计 245.84 亿元，较 2017 年底增长 10.71%，债务结构未发生变化。同期，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 71.36%、61.88%和 65.38%，较 2017 年底均有所增长。如将其他流动负债和长期应付款计入调整后全部债务核算，公司调整后全部债务 249.00 亿元，调整后全部债务资本化率和调整后长期债务资本化率分别为 65.67%和 62.23%，公司债务负担较重。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司主营业务公益性强，开发区财政局给予公司持续且稳定的补贴支持，公司整体盈利能力弱。

公司的营业收入主要来源于城市基础设施项目代建收入。2017 年，公司实现营业收入 20.62 亿元，同比增长 3.03%。

2017年,公司获得开发区管委会拨入的补贴收入为13.87亿元,包括保障房销售补贴收入以及污水处理等公共事业补贴收入,对公司利润起到了较强的支持作用。由于政府补贴由营业外收入调整至其他收益,公司营业利润扭亏为盈,2017年为0.84亿元。2017年,公司利润总额0.83亿元,同比下降5.96%。

从期间费用看,公司期间费用主要是管理费用和财务费用的支出,2017年期间费用占营业收入的比重为16.54%,同比下降5.24个百分点。2017年期间费用较去年有所下降,主要系当年财务费用下降所致。公司管理费用主要系污水处理厂处置成本及折旧摊销。

2017年,公司营业利润率为-47.74%,同比大幅下降;总资本收益率为0.31%,净资产收益率为0.54%。

2018年1~3月,公司实现营业收入9.38亿元,相当于2017年的45.49%。公司实现营业利润0.13亿元。2018年1~3月,公司收到其他收益1.31亿元,实现利润总额0.14亿元。从盈利指标看,公司营业利润率为-5.50%,较2017年大幅增长。

4. 现金流分析

受往来款规模较大影响,公司现金流量规模日趋增大,往来款占比高,公司经营活动对外部融资依赖程度高,投资活动规模相对较小。

经营活动方面,2017年,由于公司与政府往来款项规模较大,经营活动依然呈现金净流出状态。2017年,公司销售商品、提供劳务收到的现金为17.05亿元,现金收入比82.70%,同比下降9.49个百分点,公司收入获现能力较差。2017年,受近年现金流量扩大来自于关联方的往来款大幅增加,公司经营活动现金流出依然保持在较高水平,为169.54亿元,同比增长17.08%。

投资活动方面,2017年,由于当年收回投资下降,公司投资活动现金流出为38.60亿元,

同比下降27.89%;2017年,公司投资活动现金流出大幅下降65.29%,至18.71亿元,以投资支付的现金为主,2016年公司投资支付的现金规模较大主要系当年投资理财产品所致。2017年,公司投资活动现金流量净额由负转正,为19.88亿元。

筹资活动方面,2017年,公司筹资活动力度加大,取得借款资金增长较快导致当年筹资活动现金流入增长39.61%,为179.07亿元;2017年,公司筹资活动现金流出同比变动较小,为93.68亿元。筹资活动现金流量净额为85.39亿元。

2018年1~3月,公司经营活动现金流入量为41.89亿元,以收到其他与经营活动有关的现金为主。同期,公司经营活动现金流量净额为22.88亿元。2018年1~3月,公司投资活动现金流规模收缩,体现为净流出2.08亿元;2018年1~3月,公司筹资活动现金流入量为37.32亿元,主要系取得借款与发行债券收到的现金,同期筹资活动现金流出以偿债资金为主。

5. 偿债能力

公司现金类资产无法覆盖短期债务,存在较大的短期偿债压力;长期偿债能力弱。考虑到开发区管委会对公司的支持力度较强,公司整体偿债能力好。跟踪期内,公司对外担保比率较高,存在一定或有负债风险。

从短期偿债能力指标看,2017年底,公司流动比率和速动比率分别为348.52%和300.50%,2018年3月底上述两指标均有所增长,分别为388.35%和334.85%。受经营活动现金流量净额为负值影响,2017年底,公司经营现金流动负债比为-85.84%,同比进一步下降。2017月底,公司现金类资产(扣除受限资金)为32.30亿元,为调整后短期债务的0.56倍。整体来看,公司存在较大的短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看,2017年公司EBITDA值为2.73亿元,同比大幅下降;全部

债务/EBITDA 为 81.60 倍，如将长期应付款和其他流动负债中有息债务计入调整后全部债务，2017 年调整后全部债务/EBITDA 为 89.91 倍，上述指标较 2016 年大幅上升，公司长期偿债能力弱。考虑到开发区管委会对公司的支持力度较强，公司整体偿债能力好。

2017 年底，公司共获金融机构授信额度总额 321.53 亿元，尚有 76.00 亿元未使用，公司间接融资渠道较畅通。

2018 年 3 月底，公司累计对外担保余额 73.77 亿元，担保比率为 56.67%，被担保单位主要为开发区管委会控股公司和事业单位，目前被担保单位均正常经营，公司担保比率较高，存在一定或有负债风险。

表12 截至2018年3月底公司对外担保情况

(单位: 万元)

| 担保对象 | 金额 |
|--------------------|---------------|
| 江苏炜赋集团公司 | 112275 |
| 江苏炜赋集团天棚置业有限公司 | 12000 |
| 江苏炜赋集团建设开发有限公司 | 300000 |
| 南通苏通科技产业园控股发展有限公司 | 145700 |
| 南通综合保税区发展有限公司 | 55280 |
| 南通经济技术开发区新农村建设有限公司 | 45750 |
| 南通江海融资租赁有限公司 | 8740 |
| 南通沿海开发集团有限公司 | 58000 |
| 合计 | 737745 |

资料来源: 联合资信整理

九、存续债券偿还能力分析

截至2018年3月底，公司存续债券余额 89.60 亿元¹，一年内到期的应付债券 15.84 亿元，存续债券的短期偿债压力较小，未来集中偿债压力较大。

截至2018年3月底，公司一年内到期兑付债券 15.84 亿元，2021 年将达到存续债券待偿本金峰值 37.38 亿元。2017 年底，公司现金类资产 32.30 亿元（扣除受限资金）；2017 年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和

EBITDA 分别为 78.81 亿元、-90.74 亿元和 2.73 亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表13 公司存续债券保障情况(单位: 亿元、倍)

| 项目 | 2017 年 |
|----------------------|--------|
| 一年内到期债券余额 | 15.84 |
| 未来待偿债券本金峰值 | 37.38 |
| 现金类资产/一年内到期债券余额 | 2.04 |
| 经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值 | 2.11 |
| 经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值 | -2.43 |
| EBITDA/未来待偿债券本金峰值 | 0.07 |

资料来源: 联合资信整理

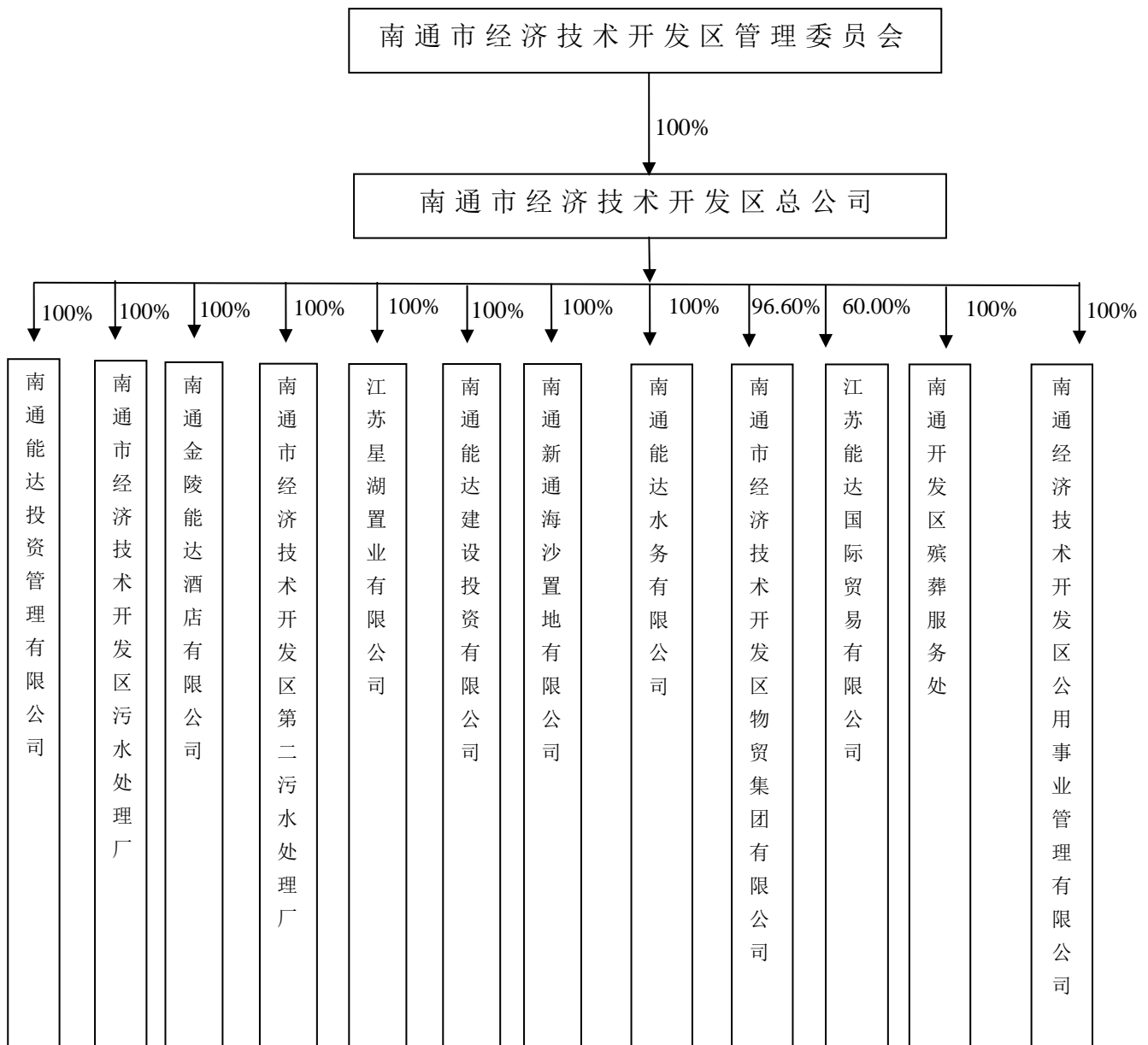
整体看，公司存续债券规模较大，现金类资产对一年内到期的债券余额覆盖能力较强，未来集中偿债压力较大。

十、结论

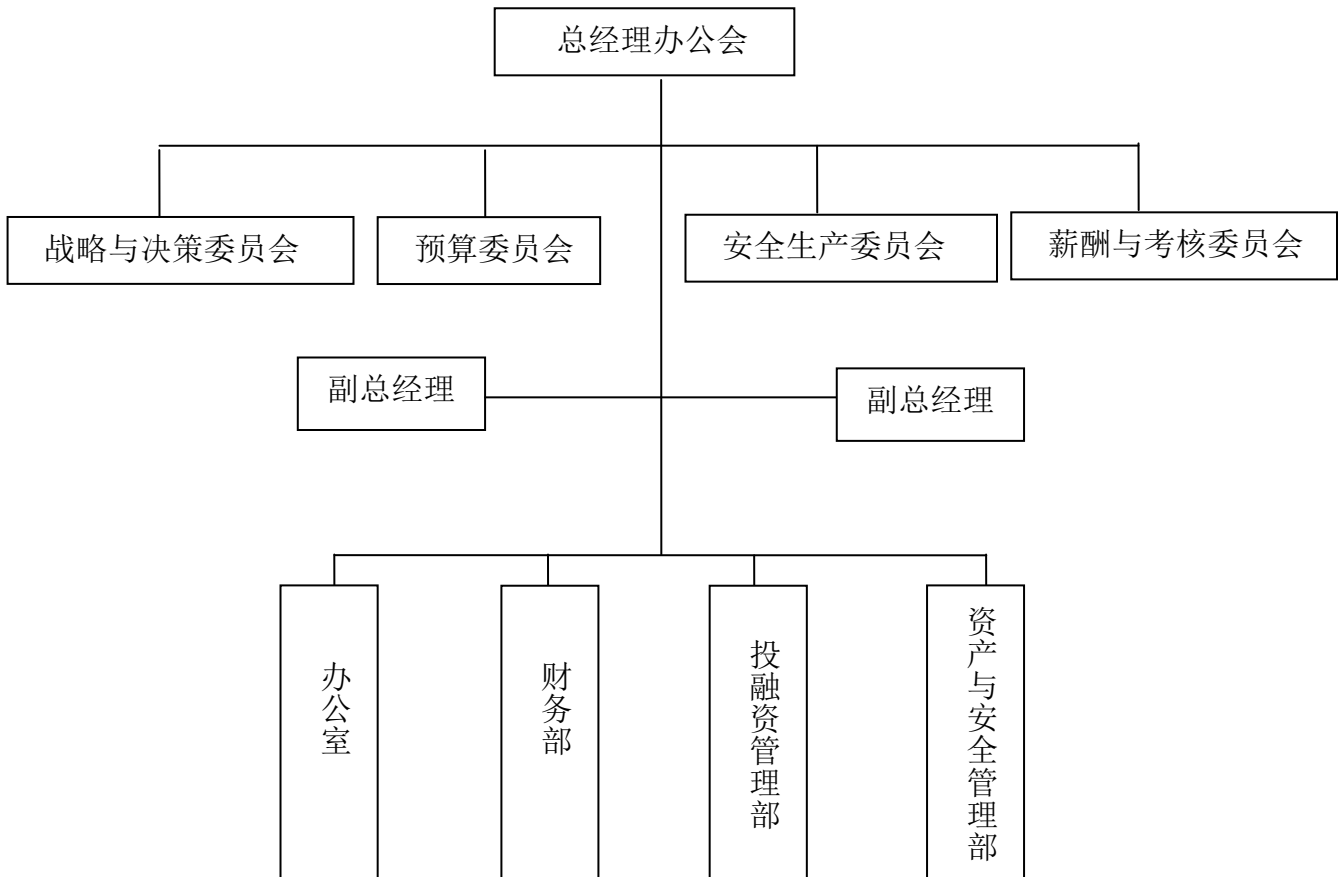
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，并维持“17南通经开 MTN001”、“17南通经开 MTN002”、“18南通经开 MTN001”和“18南通经开 MTN002”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

¹ 含优先级资产支持证券 G 通水 01~10

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2018 年 3 月底）



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

| 项 目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 3 月 |
|-------------------|--------|--------|--------|------------|
| 财务数据 | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 31.54 | 20.15 | 34.42 | 67.42 |
| 资产总额(亿元) | 317.31 | 323.13 | 427.13 | 454.57 |
| 所有者权益(亿元) | 107.91 | 107.07 | 131.04 | 130.19 |
| 短期债务(亿元) | 66.59 | 42.62 | 55.71 | 34.49 |
| 调整后短期债务(亿元) | 66.59 | 47.62 | 62.71 | 34.49 |
| 长期债务(亿元) | 95.46 | 128.10 | 179.42 | 211.34 |
| 调整后长期债务(亿元) | 102.30 | 133.22 | 182.83 | 214.50 |
| 全部债务(亿元) | 162.05 | 170.07 | 235.13 | 245.84 |
| 调整后全部债务(亿元) | 168.89 | 180.85 | 245.54 | 249.00 |
| 营业收入(亿元) | 24.08 | 20.01 | 20.62 | 9.38 |
| 利润总额(亿元) | 1.21 | 0.89 | 0.83 | 0.14 |
| EBITDA(亿元) | 4.41 | 3.79 | 2.73 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | -26.80 | -24.84 | -90.74 | 22.88 |
| 财务指标 | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 10.73 | 12.57 | 5.24 | -- |
| 存货周转次数(次) | 0.44 | 0.32 | 0.50 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.08 | 0.06 | 0.05 | -- |
| 现金收入比(%) | 105.08 | 92.18 | 82.70 | 48.39 |
| 应收类款项/资产总额(%) | 49.77 | 50.68 | 64.51 | 58.21 |
| 营业利润率(%) | -4.69 | -4.53 | -47.74 | -5.50 |
| 总资本收益率(%) | 0.85 | 0.81 | 0.31 | -- |
| 调整后总资本收益率(%) | 0.83 | 0.79 | 0.29 | -- |
| 净资产收益率(%) | 0.85 | 0.63 | 0.54 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 46.94 | 54.47 | 57.79 | 61.88 |
| 调整后长期债务资本化比率(%) | 48.67 | 55.44 | 58.25 | 62.23 |
| 全部债务资本化比率(%) | 60.03 | 61.46 | 64.21 | 65.38 |
| 调整后全部债务资本化比率(%) | 61.01 | 62.81 | 65.20 | 65.67 |
| 资产负债率(%) | 65.99 | 66.86 | 69.32 | 71.36 |
| 流动比率(%) | 270.02 | 366.49 | 348.52 | 388.35 |
| 速动比率(%) | 211.62 | 275.93 | 300.50 | 334.85 |
| 经营现金流动负债比(%) | -26.13 | -32.23 | -85.84 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 36.78 | 45.02 | 81.60 | -- |
| 调整后全部债务/EBITDA(倍) | 38.33 | 47.69 | 89.91 | -- |

注：1. 2014-2015 年公司合并财务数据采用旧会计准则，公司自 2016 年 1 月 1 日起执行新会计准则，为保持公司财务数据可比性，2015 年财务数据采用 2016 年期初数。

2. 2018 年 1 季度财务数据未经审计。

3. 调整后全部债务=长期债务+长期应付款+短期债务+其他流动负债

附件 3 主要财务指标的计算公式（新准则）

| 指标名称 | 计算公式 |
|-----------------|--|
| 增长指标 | |
| 资产总额年复合增长率 | |
| 净资产年复合增长率 | (1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% |
| 营业收入年复合增长率 | (2) n年数据: 增长率=(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1)×100% |
| 利润总额年复合增长率 | |
| 经营效率指标 | |
| 销售债权周转次数 | 营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据) |
| 存货周转次数 | 营业成本/平均存货净额 |
| 总资产周转次数 | 营业收入/平均资产总额 |
| 现金收入比 | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100% |
| 应收类款项/资产总额 | (应收账款+其他应收款+长期应收款)/资产总额×100% |
| 盈利指标 | |
| 总资本收益率 | (净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100% |
| 净资产收益率 | 净利润/所有者权益×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% |
| 债务结构指标 | |
| 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% |
| 长期偿债能力指标 | |
| 全部债务/EBITDA | 全部债务/EBITDA |
| 短期偿债能力指标 | |
| 流动比率 | 流动资产合计/流动负债合计×100% |
| 速动比率 | (流动资产合计-存货)/流动负债合计×100% |
| 经营现金流动负债比 | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100% |

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

| 信用等级设置 | 含 义 |
|--------|--------------------------------|
| AAA | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低 |
| AA | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低 |
| A | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低 |
| BBB | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般 |
| BB | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高 |
| B | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高 |
| CCC | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高 |
| CC | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务 |
| C | 不能偿还债务 |

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

| 评级展望设置 | 含 义 |
|--------|-----------------------------------|
| 正面 | 存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大 |
| 稳定 | 信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大 |
| 负面 | 存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大 |
| 发展中 | 特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变 |

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。