

# 信用等级公告

联合〔2019〕1912号

联合资信评估有限公司通过对南通市港闸区国有资产经营有限公司及其拟发行的2020年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定南通市港闸区国有资产经营有限公司主体长期信用等级为AA，南通市港闸区国有资产经营有限公司2020年度第一期中期票据信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司  
二〇一九年七月十二日



# 南通市港闸区国有资产经营有限公司

## 2020 年度第一期中期票据信用评级报告

### 评级结果:

主体长期信用等级: AA  
本期中期票据信用等级: AA  
评级展望: 稳定

### 债项概况:

本期中期票据发行金额: 5.00 亿元  
本期中期票据期限: 3 年  
偿还方式: 按年付息, 到期一次还本  
募集资金用途: 支付募投项目建设工程款

评级时间: 2019 年 7 月 12 日

### 财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	91.11	98.68	72.10	75.39
资产总额(亿元)	387.18	472.81	573.95	583.87
所有者权益(亿元)	113.54	111.89	172.90	181.99
短期债务(亿元)	48.98	27.70	64.79	60.87
长期债务(亿元)	111.85	166.32	199.89	202.31
全部债务(亿元)	160.83	194.02	264.68	263.18
营业收入(亿元)	27.40	40.77	24.57	3.34
利润总额(亿元)	0.97	0.65	3.55	0.28
EBITDA(亿元)	2.88	1.80	7.77	--
经营性净现金流(亿元)	-14.52	-29.39	-37.65	-3.01
应收类款项/资产总额(%)	18.27	30.26	22.73	20.70
营业利润率(%)	-5.16	2.86	26.40	32.00
净资产收益率(%)	0.60	0.49	1.55	--
资产负债率(%)	70.67	76.34	69.88	68.83
全部债务资本化比率(%)	49.62	59.78	53.62	59.12
流动比率(%)	231.61	236.64	251.55	258.25
经营现金流/全部债务(%)	-9.03	-15.12	-19.72	--
全部债务/EBITDA(倍)	55.92	108.09	34.07	--

注: 公司 2019 年一季度财务数据未经审计

分析师: 霍正泽 辛纯璐

邮箱: [lianhe@lhratings.com](mailto: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](http://www.lhratings.com)

### 评级观点

南通市港闸区国有资产经营有限公司(以下简称“公司”)是南通市港闸区内重要的基础设施建设、土地开发和保障性住房项目建设主体。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其在外经营环境、区域专营地位和外部支持等方面具备的优势。同时,联合资信也关注到,公司应收类款项及存货占比较大、资产流动性偏弱、盈利能力弱、债务规模快速增长、债务负担较重、未来投资规模大、担保比率较高等因素给公司信用水平带来的不利影响。

近年来,南通市及港闸区区域经济持续稳定发展,产业结构不断优化,为公司提供了良好的外部发展环境。公司获得持续有力的外部支持,资产和权益规模快速增长,对其信用基本面形成支撑。随着南通市港闸区产业质态的不断提升,公司通过资产整合扩宽经营范围,未来发展前景良好。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况和本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

### 优势

1. 港闸区不断调整优化产业结构,区域经济持续稳定发展,为公司提供了良好的外部发展环境。
2. 公司作为港闸区内重要的基础设施建设、土地开发和保障性住房项目建设主体,区域专营优势明显。
3. 近年来,公司持续获得港闸区政府在资本注入、股权划转和基础设施建设项目补助方面的支持,资产和权益规模快速增长。

### 关注

1. 近年来，公司资产中应收类款项大幅增长，且应收类款项和存货占比较大，对公司资金形成较大占用，资产流动性偏弱，资产质量一般。
2. 公司经营和投资业务主要由政府指定，盈利能力弱。
3. 近年来，公司债务规模快速增长，债务负担较重。未来随着公司在建和拟建项目的持续投入，预计债务规模将进一步扩大。
4. 公司对外担保金额大，担保比率较高，存在较大或有负债风险。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由南通市港闸区国有资产经营有限公司（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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 南通市港闸区国有资产经营有限公司

## 2020 年度第一期中期票据信用评级报告

### 一、主体概况

南通市港闸区国有资产经营有限公司（以下简称“公司”）前身为南通市港闸区城市建设开发总公司，系依据“港闸政〔2002〕60号”文由南通市港闸区国有资产管理局（现南通市港闸区国有资产监督管理办公室，以下简称“港闸区国资办”）出资设立的国有独资公司。2011年5月，公司名称变更为南通市港闸区国有资产经营总公司。2017年，依据《省国资委关于推进国有企业公司制改制工作的通知》（苏国资〔2017〕128号）和《关于转发推进国有企业公司制改制工作的通知》（港闸国资〔2017〕24号）的相关要求，南通市港闸区人民政府（以下简称“港闸区政府”）决定将公司改制为有限责任公司（国有独资）；同时，公司名称变更为现名。2018年12月，港闸区国资办以货币方式出资2.50亿元，将公司注册资本增加至3.00亿元。截至2018年底，公司注册资本与实收资本均为3.00亿元。2019年1月，港闸区国资办决定将公司注册资本进一步增加至12.00亿元，增加的9.00亿元已于2019年3月以货币方式出资到位。截至2019年3月底，公司注册资本及实收资本均为12.00亿元；港闸区政府授权港闸区国资办履行出资人职责，公司股东为港闸区国资办，实际控制人为港闸区政府。

公司作为南通市港闸区内重要的基础设施建设、土地开发和保障性住房项目建设主体，经营范围包括产业投资，基础设施建设与管理，国内贸易，国有资产经营与管理，土地开发经营。

截至2019年3月底，公司本部内设综合管理部、工程管理部、投资发展部和财务管理部4个职能部门；拥有6家一级子公司。

截至2018年底，公司资产总额573.95亿元，所有者权益172.90亿元（含少数股东权益4.78亿元）；2018年，公司实现营业收入24.57亿元，利润总额3.55亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额583.87亿元，所有者权益合计181.99亿元（含少数股东权益4.72亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入3.34亿元，利润总额0.28亿元。

公司住所：江苏省南通市港闸区城港路58号9楼；法定代表人：马亚骅。

### 二、本期中期票据概况

#### 1. 本期中期票据概况

公司计划于2019年注册总金额为5.00亿元的中期票据，2020年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）计划发行5.00亿元，期限为3年。本期中期票据每年付息一次，到期一次性还本，募集资金中3.00亿元将用于支付城北大道南、幸福大道东地块保障房项目（以下简称“幸福怡居项目”）建设工程款，2.00亿元用于支付龙潭福里八期项目（以下简称“龙潭八期项目”）建设工程款。

#### 2. 本期中期票据募投项目概况

本期中期票据募投项目为港闸区内R14053、R14066、R15010和R18018地块的保障房项目，已纳入江苏省2013—2018年棚户区（危旧房）改造规划和改造项目库中。募投项目总投资27.31亿元，截至2019年3月底已投资金额19.83亿元。建设进度方面，截至2019年3月底，幸福怡居项目主体均已基本完工，尚未完全移交进行安置；龙潭八期项目于2019年2月开工，目前工程进度约5%。

表1 本期中期票据募投项目情况 (单位: 万平方米、亿元)

项目	项目地址	规划/地上建筑面积	计划建设期	总投资额	2019年3月底已投资额	募集资金使用金额	建设进度	主要批复文件
幸福怡居(一) R14066	港闸区幸福大道东、城北大道南、经八路西、幸福镇区中心路北	33.71	2015.11 - 2018.11	10.85	8.35	1.50	85%	通港闸发改[2015]7号《关于南通市城镇房地产开发公司 R14066 地块建设项目的核准通知》; 港闸环许[2015]27号《关于南通市城镇房地产开发公司<R14066、R15010、R14053 地块建设项目环境影响报告书>的审批意见》; 苏通国用(2015)第 02080008 号; 地字第 320603201510019 号《建设用地规划许可证》; 建字第 320603201510107 号《建设工程规划许可证》; 320611201511260101 号《建筑工程施工许可证》
幸福怡居(一) R15010	城北大道南、幸福大道东、经八路西、幸福镇中心路北	10.62	2015.12 - 2018.12	5.82	5.32	0.50	92%	通港闸发改[2015]3号《关于南通市城镇房地产开发公司 R15010 地块建设项目的核准通知》; 港闸环许[2015]27号《关于南通市城镇房地产开发公司<R14066、R15010、R14053 地块建设项目环境影响报告书>的审批意见》; 苏通国用(2015)第 020800026 号; 地字第 320603201510053 号《建设用地规划许可证》; 建字第 320603201510221 号《建设工程规划许可证》; 320611201511270101 号《建筑工程施工许可证》
幸福怡居(四) R14053	城北大道南、幸福大道东、经八路西、幸福镇中心路北	11.55	2016.3 - 2019.3	5.44	3.44	1.00	80%	通港闸发改[2015]29号《关于南通市城镇房地产开发公司 R14053 地块建设项目的核准通知》; 港闸环许[2015]27号《关于南通市城镇房地产开发公司<R14066、R15010、R14053 地块建设项目环境影响报告书>的审批意见》; 苏通国用(2015)第 02080003 号; 地字第 320603201510006 号《建设用地规划许可证》; 建字第 320603201510092 号《建设工程规划许可证》; 320611201508190101 号《建筑工程施工许可证》
龙潭福里八期 R18018	黄海路东、港闸河东	8.20	2018.11 - 2020.11	5.20	2.72	2.00	5%	通港闸行审投资核[2018]116号《区行政审批局关于 R18018 地块项目核准的通知》; 环评备案号 201832061100000212; 苏(2018)南通市不动产权第 0069752 号; 地字第 320603201810071 号《建设用地规划许可证》; 建字第 320603201810198 号《建设工程规划许可证》
合计	--	67.38	--	27.31	19.83	5.00	--	--

注: 规划建筑面积仅包含地上建筑面积和部分公建配套(居委会、物业管理、治安联防、居委会等)面积, 未包含绿化及道路面积等;

龙潭福里八期 R18018 已投资额中包括支付的土地款 2.20 亿元

资料来源: 公司提供

本期中期票据募投项目回款来源主要为保障房、配套商业及车位销售收入。目前南通市港闸区安置房小区二手房价格在 9500~12000 元/平方米, 2018 年南通市港闸区的保障房平均价格约为 4500~6000 元/平方米之间(区位不同, 均价有上下), 考虑通货膨胀等因素, 经比对各不同小区的市场调查并修正后, 则估算到 2019 年初保障房销售均价约为 5630 元/平方米, 预计均价会逐年稳步提升, 初步测算 2019 年至 2021 年间随着销售进度, 保障房销售价格约为在 5630~6500

元/平方米不等。依据相似区域房地产销售状况, 暂估配套商业用房销售价格为 16800 元/平方米。募投项目所涉的地下汽车库及地下建设面积合计约 128736 平方米, 如按 50 平方米一个车位保守估算, 约能产生 2575 个车位, 如安排一半的车位销售, 按当前市场调查的车位单价保守估算, 共将实现车位销售收入 6435.00 万元。根据测算, 本期中期票据募投项目可实现销售收入 37.29 亿元, 可以覆盖总投资金额。

表 2 本期中期票据募投项目收入预测情况表 (单位: 平方米、元/平方米、个、元/个、万元)

项目	住宅面积	住宅单价	商铺面积	商铺单价	车位个数	车位单价	销售计划		
							2019 年	2020 年	2021 年
幸福怡居 (一) R14066	334034.00	56300	--	--	471	50000	189946.14	235.00	235.00
幸福怡居 (一) R15010	105362.00	56300	--	--	265	50000	60373.81	125.00	135.00
幸福怡居 (四) R14053	114516.00	56300	--	--	221	50000	65137.51	220.00	220.00
龙潭福里八期 R18018	76600.00	6500	2855.00	16800.00	330	50000	0.00	10288.00	45948.40
<b>合计</b>	<b>630512.00</b>	<b>--</b>	<b>2855.00</b>	<b>--</b>	<b>1287</b>	<b>--</b>	<b>315457.46</b>	<b>10878.00</b>	<b>46538.40</b>

资料来源: 公司提供

### 三、宏观经济和政策环境

2018 年, 随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧, 以及地缘政治紧张带来的不利影响, 全球经济增长动力有所减弱, 复苏进程整体有所放缓, 区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下, 我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年, 我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策, 经济运行仍保持在合理区间, 经济结构继续优化, 质量效益稳步提升。2018 年, 我国国内生产总值 (GDP) 90.0 万亿元, 同比实际增长 6.6%, 较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点, 实现了 6.5% 左右的预期目标, 增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0% 区间, 经济运行的稳定性和韧性明显增强; 西部地区经济增速持续引领全国, 区域经济发展有所分化; 物价水平温和上涨, 居民消费价格指数 (CPI) 涨幅总体稳定, 工业生产者出厂价格指数 (PPI) 与工业生产者购进价格指数 (PIRM) 涨幅均有回落; 就业形势总体良好; 固定资产投资增速略有回落, 居民消费平稳较快增长, 进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行, 为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年, 我国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元, 收入同比增幅 (6.2%) 低于支出同比增幅 (8.7%), 财政赤字 3.8 万亿元, 较 2017 年同期 (3.1

万亿元) 继续增加。财政收入保持平稳较快增长, 财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强; 继续通过大规模减税降费减轻企业负担, 支持实体经济发展; 推动地方政府债券发行, 加强债务风险防范; 进一步规范 PPP 模式发展, PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度, 保持市场流动性合理充裕。2018 年, 央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏, 加强前瞻性预调微调, 市场利率呈小幅波动下行走势; M1、M2 增速有所回落; 社会融资规模增速继续下降, 其中, 人民币贷款仍是主要融资方式, 且占全部社会融资规模增量的比重 (81.4%) 较 2017 年明显增加; 人民币汇率有所回落, 外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落, 但整体保持平稳增长, 产业结构继续改善。2018 年, 我国农业生产形势较为稳定; 工业生产运行总体平稳, 在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下, 工业新动能发展显著加快, 工业企业利润保持较快增长; 服务业保持较快增长, 新动能发展壮大, 第三产业对 GDP 增长的贡献率 (59.7%) 较 2017 年 (59.6%) 略有上升, 仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年, 全国固定资产投资 (不含农户) 63.6 万亿元, 同比增长 5.9%, 增速较 2017 年下降 1.3 个百分点, 主要受基础设施建设投资增速大幅下

降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，我国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较

2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国

家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年我国GDP增速在6.3%左右。

#### 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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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。2014年，《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》”颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

## 2. 行业政策

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《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，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，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。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的

变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，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。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。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也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。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 3 2018 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
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》国发办〔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社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕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：联合资信整理

### 3. 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底，中国城镇化率为59.58%，较2017年底提高1.06个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019年3月5日，《2019年政府工作报告》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。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

### 4. 区域经济

公司主要从事南通市港闸区内的基础设施投资建设和保障性住房项目建设，其经营范围、投资方向及融资能力直接受南通市及港闸区经济实力的影响，并与城市基础设施建设、城市发展规划密切相关。

#### (1) 南通市

南通市位于江苏省东南部，处于沿海经济带和长江经济带T型结构交汇点处，南与上海、苏州隔江相望。苏通长江大桥建成以后，

南通市已进入上海1小时经济圈内。

南通市是我国首批对外开放的14个沿海港口城市之一，现辖3个区（崇川、港闸、通州）、1个县（如东）、2个开发区（南通经济技术开发区、南通滨海园区）、1个功能区（苏通科技产业园），代管4个县级市（启东、如皋、海门、海安）。2017年底全市常住人口731万人，城镇化率67.1%。全市总面积8001平方公里，是江苏全省的十二分之一。

**近三年，南通市经济持续增长，产业结构不断优化，固定资产投资不断增长，为公司创造了良好的外部环境。**

2016—2018年，南通市地区生产总值持续增长，年均复合增长11.58%。2018年，南通市实现生产总值8427亿元，同比增长7.2%。其中：第一产业增加值397.77亿元，增长2.2%；第二产业增加值3947.88亿元，增长6.5%；第三产业增加值4081.35亿元，增长8.4%。人均GDP达到115320元，增长7.1%。全市三次产业结构继续优化为4.7：46.8：48.4。

2016—2018年，南通市固定资产投资逐年增长。2018年，南通市固定资产投资额同比增长8.8%。其中，民间投资增长10.8%，工业投资增长8.0%，其中技改投资增长24.8%，服务业投资增长9.6%，基础设施投资增长10.8%。

#### (2) 港闸区

港闸区位于长江入海口北岸，南通市区中部。南枕长江，与上海、苏州隔江相望，北临广袤的苏北平原，是南通市集先进制造业、现代服务业、新兴产业为一体的重要城市组团。总面积134.23平方公里，拥有10公里长江岸线，天生港港区是南通港的上游重要组成港区。现

辖一个省级经济开发区（港闸经济开发区），5个街道（唐闸镇街道、秦灶街道、幸福街道、陈桥街道）和60个村（社区），常住人口27.8万人，其中户籍人口19.04万人。

港闸区地理位置优越，交通快捷。现已形成以高等级公路和铁路为主骨架，水、陆、空、铁四位一体，内敛外延，四通八达的交通网络。

港闸区产业结构鲜明，在产业体系上呈“10+3+1”格局，“10”是指以现代服务业为先导，发展房地产业、商贸流通业、软件和服务外包业、文化旅游业、现代物流业、商务服务业、科技服务业、金融证券业、公共服务业、家庭服务业等十大服务业产业。“3”是指以先进制造业为支撑，培育壮大装备制造、船舶修造及配套和电子信息等三大主导产业。“1”是指以都市型现代农业为配套，以“万顷良田建设工程”为载体，建设都市型现代农业核心区。

**近年来，港闸区经济持续增长，经济质态和质量效益指标稳步提升，产业结构调整出现积极变化，开放型经济格局加快形成。**

近三年，港闸区地区生产总值持续增长，年均复合增长9.63%。2018年，港闸区实现地区生产总值405亿元，同比增长6.8%，增速较上年趋缓。其中，服务业增加值占GDP比重提升1个百分点；预计实现规模工业产值530亿元，同比增长10%；规模工业增加值同比增长6%；全社会固定资产投资同比增长8.3%；社会消费品零售总额同比增长10%；高新技术产业产值占规模工业产值比重达44.5%；预计城镇居民人均可支配收入达4.9万元，同比增长8%。

2018年，港闸区主动服务上海“北大门”建设，抢抓长江经济带、长三角一体化发展等重大机遇，以市北科技城、金融科技城等“两城四园区”为重点，积极承接上海产业溢出中符合区域需求的优质产业转移，大力招引上海优质企业的上下游配套产业，共储备剑桥科技、奥岑自动化等上海地区项目信息源12个，签约8个。

## 五、基础素质分析

### 1. 股权状况

港闸区国资办为公司的唯一股东。截至2019年3月底，公司注册资本与实收资本均为12.00亿元。港闸区国资办代港闸区政府行使出资人职能，公司实际控制人为港闸区政府。

### 2. 企业规模

公司作为港闸区内重要的国有资产运营和投资实体，通过国有资本运作，引导产业结构调整，承担城市基础设施建设和社会事业发展等重大工程的投融资职能，实现国有资产保值增值，为全区经济结构实行战略性调整和加快城市化进程服务。经过多年实践，公司已形成了国有土地一级开发、城市基础设施建设、保障性住房建设和创业投资等多种业务共同发展的格局。

截至2019年3月底，公司拥有6家一级子公司，分别为南通市城镇房地产开发有限公司（以下简称“城镇房地产公司”）、江苏南通港闸经济开发区城市建设发展有限公司（以下简称“开发区城建公司”）、南通大洋投资有限公司、南通港诚投资发展有限公司（以下简称“港诚公司”）、南通唐闸古镇保护开发有限公司（以下简称“唐闸公司”）和南通新家园农业投资发展有限公司（以下简称“新家园农业”）。

### 3. 人员素质

**公司现有高管人员仅董事长兼总经理1名，具有较为丰富的管理经验和政府工作背景；目前副总经理人员空缺；员工整体素质尚可，基本满足公司日常经营管理需要。**

马亚骅先生，1981年生，汉族，经济学学士、公共管理学硕士学位；曾任港闸区财政局国库科科长、港闸区财政局预算行财科科长、唐闸镇街道怡园社区党支部书记、居委会主任、港闸区财政局副局长；2017年9月至今任公司董事长兼总经理。

目前公司副总经理2名人员空缺,预计到位时间暂不确定;相关职权暂由3名总经理助理代为行使。

截至2019年3月底,公司在职人员150人。从教育程度看,本科及以上学历人员占34.00%,大专及以下学历人员占66.00%;从年龄结构看,30岁及以下人员占40.67%,30~50岁员工占53.33%,50岁及以上人员占6.00%。总体来看,公司员工整体素质尚可,基本满足公司日常经营管理需要。

#### 4. 外部支持

**南通市及港闸区财政实力较强,财政收入质量较高;近三年港闸区财政自给能力强,港闸区政府持续给予公司在资本金注入、股权划转和基础设施建设项目补助方面的支持。**

2016—2018年,南通市分别实现一般公共预算收入590.2亿元、590.6亿元和606.2亿元;2018年同比增长2.6%。其中,税收收入504亿元,增长9%;税收占比达到83.1%,比上年同期提高4.8个百分点,收入质量较高。

2016—2018年,港闸区实现一般公共预算收入分别为38.29亿元、40.06亿元和42.35亿元,其中税收收入占比分别为89.37%、90.44%和92.49%,收入质量高。2018年,港闸区累计完成一般公共预算支出26.10亿元,同比增长8.57%。财政自给率为162.26%,较上年有所下降,但财政自给能力仍强。

2016—2018年,港闸区政府性基金预算收入快速增长,年均复合增长56.93%;2018年为57.85亿元,占地方可控财力的比重最大,同比增长35.26%,主要系土地出让收入大幅增加所致。同期,港闸区收到上级补助收入分别为12.88亿元、8.99亿元和7.55亿元,主要由一般性转移支付和专项转移支付收入构成。

2016—2018年,港闸区地方可控财力不断增长,年均复合增长19.86%,主要系基金收入增长影响;三年分别为75.00亿元、98.42亿元和107.75亿元,总体看,港闸区财政实力较强。

截至2018年底,港闸区地方政府债务余额86.90亿元,同比增长5.55%,均为直接债务;地方政府债务率为85.12%,较上年下降3.17个百分点,地方政府债务负担仍较重。

2018年,公司收到股东增资款2.50亿元,据此实收资本增加至3.00亿元。2019年一季度,公司收到股东增资款9.00亿元,据此增加实收资本至12.00亿元。

2018年,根据港闸国资〔2018〕29号文件,港闸区国资办同意公司协议受让南通市保障房建设投资有限公司(以下简称“保障房公司”)持有的唐闸公司100%股权,同时抵销保障房公司与港闸区国资办的2.00亿元往来款。同期,根据港闸国资〔2018〕26号文件,港闸区国资办将南京市港闸区人民政府持有的港诚公司和新家园农业100%股权无偿划转至公司。同期,公司收到港闸区财政局投资款1930.50万元,计入“资本公积-其他资本公积”科目。

公司经营保障性住房及基础设施代建业务具有一定的公益性,盈利空间较小,港闸区政府每年给予财政补贴以支持其发展。2016—2017年,公司分别收到港闸区政府基础设施建设补助和保障房亏损弥补4.94亿元和2500.00万元;2017年同比大幅下降主要系近年公司基础设施建设业务有所减少,且大量安置房开始结算,营业收入增长,政府减少安置房亏损补贴所致。2018年,公司及子公司收到与日常经营活动相关的政府补助款项合计923.60万元,计入“其他收益”和“营业外收入”科目。

#### 5. 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。**

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》(自主查询版,机构信用代码:G1032061100078140Z),截至2019年7月8日,公司无未结清关注和不良信贷信息记录。公司已结清信贷信息中有12笔关注类贷款记

录。根据中国银行股份有限公司南通港闸支行2014年3月26日出具的说明，江苏南通港闸经济开发区城市建设发展有限公司（以下简称“开发区城建公司”）2009年在该行提用9000万元贷款，由公司提供担保。由于公司为政府融资平台，自有现金流不能足额覆盖贷款，按照银监会要求，贷款五级分类为关注类，但开发区城建公司在该行的还本付息正常，未有逾期情况发生。公司另有一笔欠息记录（结清日期为2010年9月25日），系中国银行港闸支行因系统升级未自动扣款，同时节假日银行不办理对公业务未成功划款所致，非公司恶意欠息行为。总体看，公司过往债务履约情况良好。

截至2019年7月5日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

## 六、管理分析

**公司建立了较为完善的法人治理结构，内部管控制度较为健全，且执行情况良好，管理水平尚可，基本满足公司日常经营管理需求。**

### 1. 法人治理结构

公司不设股东会，由港闸区政府授权港闸区国资办履行出资人职责，行使股东会职权。

公司设董事会，对港闸区政府负责；成员6人，股东代表董事由港闸区政府委派产生，职工董事2人由公司职工代表大会选举产生；董事每届任期3年，可连选连任；董事会设董事长1人，由港闸区政府从董事会成员中指定；董事会行使向股东报告工作、执行股东决议、决定公司经营计划和投资方案等职权。

公司设监事会，成员5人；设监事会主席1人，由港闸区政府从监事会成员中指定；股东代表监事由港闸区政府委派产生，职工董事2人由公司职工代表大会选举产生；监事每届任期3年，可连选连任；公司董事、高级管理人员不得兼任监事；董事会行使检

查公司财务、对董事及高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职权。

公司按章程设总经理1人，副总经理2人，由董事会聘任或者解聘；经港闸区政府同意，股东代表董事可以兼任总经理、副总经理，经理对董事会负责，并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。公司目前副总经理人员空缺，相关职权由总经理助理代为行使。

### 2. 管理制度

公司重视内部控制体系的建设，依据相关法律、法规、规定和南通市港闸区国有资产经营有限公司章程，制定并不断完善了一系列的内部控制制度。

财务管理方面，公司制定了《财务管理制度》，明确了财务管理的基本任务和各个岗位的工作职责，强化了公司内部财务管理。公司通过严格执行财务管理制度、规范财务管理工作，以促进经营业务发展，提高经济效益，防范财务风险。

投融资管理方面，公司制定了《投资（基金）管理制度》和《筹资管理制度》，用以规范投资管理活动，保证投资安全，及时收取和提高投资回报，实现国有资产保值增值。同时明确了融资活动的管理目标，提出了其主要风险点及控制措施，安排了融资岗位的设置，确定了融资业务进行的流程与细节，完善了融资风险的评估制度。做到融到资金的安全与合理使用，融资方案的拟订与审批、融资合同协议的审核与签订、融资资金的收取及还本付息的审批与办理程序明确、合理；保证融资核算真实、准确、完整；保持合理的负债水平和负债结构，最大限度地降低融资成本。

担保管理方面，公司制定了《担保管理制度》，确定了担保的细则，明确了担保的对象审查、担保的审批程序、担保的后续管理和相关人员的责任等。原则上只为集团内企业、区属企业及主要子公司的重要关联企业进行担

保。

工程项目管理方面，公司制定了《工程项目管理制度》，明确了包括城建项目、安置房建设项目、工程款结算和支付的具体细节和管理办法。确保手续合规办理，符合工程进度需求；建设设计要求和建造标准，保证工程按统一标准实施；确保工程项目的确认、计量和报告符合国家统一的会计准则制度；明确规范工程款支付的方式、金额、时间进度等；规范职责分工、权责范围和审批程序，科学设置工程项目机构并合理配备人员；明确工程项目造价增加的核定程序，保证工程项目概预算的有效实施；明确工程竣工后与养护单位的交接界面，确保工程交接清晰、责任分明。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

近年来，公司负责的港闸区内基础设施建设代建和安置房业务正常开展，2018年新增建设管理、工程建设等业务板块，对公司收入形成一定补充。受结算安置房规模波动影响，公司主营业务收入波动较大，毛利率水平不断提升。

公司主要从事南通市港闸区内的基础设施建设、土地一级开发和保障性住房建设等业务。2016—2018年，公司主营业务收入分别为27.04亿元、40.47亿元和23.77亿元，波动较大主要系安置房销售结算规模波动所致。受合并范围变动影响，2018年，公司新增建材销售、建设管理、工程建设、苗木销售、物业管理等业务板块，收入规模均较小，对公司主营业务收入形成一定补充。同期，安置房销售收入占比较上年下降至75.73%，但仍为主营业务收入的主要来源。公司其他业务收入主要包括租金收入、酒店收入及垃圾清运费收入等，规模较小。

从毛利率来看，2016—2018年，公司主营业务毛利率不断提升，分别为-1.96%、4.65%和27.53%，主要系占比较大的安置房销售业务毛利率不断增长所致。

2019年1—3月，公司实现主营业务收入3.34亿元，相当于2018年全年的14.05%，主要来自安置房销售收入。公司一季度确认收入较少，主要系年初安置房销售较少所致。同期，公司主营业务毛利率为34.43%。

表4 2016—2019年3月公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

业务类型	2016年			2017年			2018年			2019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	收入	占比	毛利率
代建管理费	3.06	11.31	100.00	1.26	3.12	100.00	1.14	4.80	100.00	0.28	8.37	100.00
安置房销售	23.98	88.69	-14.97	39.21	96.88	1.58	18.00	75.73	21.39	2.09	62.60	19.73
建材销售	--	--	--	--	--	--	0.78	3.28	-1.33	0.06	1.65	5.69
建设管理	--	--	--	--	--	--	1.44	6.06	98.65	0.35	10.55	100.00
工程建设	--	--	--	--	--	--	1.43	6.02	10.96	0.34	10.28	11.00
苗木销售	--	--	--	--	--	--	0.23	0.97	-25.80	--	--	--
物业费	--	--	--	--	--	--	0.48	2.02	1.29	--	--	--
其他	--	--	--	--	--	--	0.27	1.14	17.20	0.22	6.56	29.62
合计	27.04	100.00	-1.96	40.47	100.00	4.65	23.77	100.00	27.53	3.34	100.00	34.43

注：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：公司提供

### 2. 业务经营分析

#### （1）基础设施代建业务

近年来，公司基础设施代建及土地一级开

发业务规模缩减，确认的代建管理费收入不断减少，且回款质量差。目前，公司尚未结算的零星工程较多、投入规模较大，对公司资金占

用较为严重。

港闸区政府授予公司本部和子公司开发区城建公司在港闸区及港闸经济开发区内基础设施建设和土地一级开发职能，开发区城建公司承担港闸开发区内的基础设施建设和土地一级开发工作，公司本部承担除开发区以外港闸区所有基础设施建设和土地一级开发工作。公司在南通市港闸区城市及园区基础设施建设方面具有一定区域专营地位。

业务模式方面，公司及开发区城建公司通过成立城建指挥部，来统筹协调全区基础设施投资建设工作，并通过收取建设项目管理费获得收入。同时，基础设施所涉及的土地拆迁也是由公司及开发区城建公司完成。在成本核算时，基础设施代建投资额包括涉及土地的拆迁成本以及基础设施建设成本。港闸区政府按照工程进度拨付工程款，每年给予公司及开发区城建公司新增投资额 5%~10% 作为代建收益，并确认为营业收入。土地一级开发的前期资金全部由公司承担，拆迁平整完成后交付南通市土地储备中心；同时，港闸区政府按照成本加成模式返还公司土地一级开发的投入成本和收益，收益确认方式同基础设施代建业务。

会计处理方面，代建项目建设投资过程中，公司按实际工程成本及银行融资利息计入“其他流动资产-代垫工程款”科目，待项目竣工验收后，将工程成本从“其他流动资产”转入“其他应收款”。待港闸区财政局回款后，公司冲减“其他应收款”。公司根据工程付款单支付工程建设款，计入“支付其他与经营活动有关的现金”项目；在收到代建工程款时，计入“收到其他与经营活动有关的现金”项目。

截至 2019 年 3 月底，公司主要已完工基础设施代建项目 17 个，包括 204 国道、马躺路与通宁高速间规划路、幸福镇区中心路、国强路和果园路（天生路）拓宽项目等，计划总投资金额合计 10.65 亿元，实际已投资 10.95 亿元，由港闸区政府回购，拟回购金额 12.05 亿元，已回购金额 10.76 亿元，剩余款项计划于 2019

—2020 年收回。同期，公司主要完工土地一级开发项目包括蓝星玻璃及周边地块、龙湖佳苑地块和唐闸公园三村地块等，计划总投资额 3.14 亿元，均已完成投资，已回款金额 3.35 亿元。

表5 2016-2019年3月公司基础设施代建项目投资及收入情况 (单位: 亿元)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月	合计
代建项目投资额	30.60	12.63	19.93	4.91	68.07
代建收益计提比例	10%	10%	6%	6%	--
确认代建收入	3.06	1.26	1.14	0.28	5.74

注：2018年及2019年一季度代建收入已扣除税费569.32万元和146万元

资料来源：公司提供

2016—2018 年，公司实现基础设施代建管理费收入不断下降，三年分别为 3.06 亿元、1.26 亿元和 1.14 亿元，主要系港闸区内基础设施建设需求不断减少，公司基础设施代建项目投入相应减少所致；公司均未收到港闸区财政局对于上述代建管理费收入的回款。近三年，公司该业务毛利率维持在 100%。

截至 2019 年 3 月底，公司主要在建基础设施代建项目（主要为污水管网、绿化和道路桥梁维修等工程）和土地一级开发项目计划总投资额 13.54 亿元，已完成投资 11.85 亿元，未来尚需投入资金规模较小。截至 2019 年 3 月底，公司尚未结算的基础设施代建和土地一级开发项目较多，均为零星工程投入，项目数量多且单个项目金额小，“其他流动资产-代垫工程款”余额 123.95 亿元，规模较大，对公司资金占用较为严重。同期，公司拟建项目主要有东竖河综合整治、新港闸路中段拆迁、四院改扩建工程、铁路沿线环境整治等及其他零星项目，计划总投资合计约 14.7 亿元，均计划于 2019 年开工建设。未来随着港闸区内基础设施建设需求的持续减少，公司基础设施代建业务可能进一步萎缩。

表6 截至2019年3月底公司主要在建项目情况

(单位: 亿元)

项目名称	计划总投资	已投资金额	未来计划投资金额
<b>基础设施代建项目</b>			
集贤路	0.59	0.53	0.06
荣盛路南侧规划路	0.54	0.48	0.06
外环北路快速化改造工程	3.42	3.09	0.33
幸余路西延	1.18	1.06	0.12
幸福镇区中心路	1.72	1.48	0.24
<b>土地一级开发项目</b>			
滨江大桥公园地块	0.55	0.45	0.10
大生路东、城北大道南、北市街西、西市街北棚户区改造	2.55	1.99	0.56
工农北路东、幸余路南、国强路西、铁路北	1.05	0.97	0.08
秦灶物流园地块	0.63	0.60	0.03
纬一路南、204 国道西	0.45	0.43	0.02
永怡路南、河东二路西、河东路东	0.86	0.77	0.09
<b>合计</b>	<b>13.54</b>	<b>11.85</b>	<b>1.69</b>

资料来源: 公司提供

## (2) 保障房/安置房建设业务

**近三年, 公司存量安置房项目开始大规模结算, 安置房销售收入波动较大; 毛利率不断提升。**

保障房/安置房业务主要为保障性住房等的建设及销售, 由一级子公司城镇房地产公司和二级子公司南通天生置业有限公司(以下简称“天生置业公司”)负责。其中天生置业公司是南通港闸经济开发区内的保障性住房建设的唯一实施主体, 城镇房地产公司是除港闸经济开发区以外港闸区其他区域保障房建设的最主要实施主体。

业务模式方面, 当地发改委根据保障性住房建设计划进行立项, 立项后由城镇房地产公司和天生置业公司进行开发建设。在项目实施过程中, 由城镇房地产公司和天生置业公司到政府指定区域通过公开“招拍挂”程序, 使用自有资金出资拿地, 聘请施工企业进行建设。项目完工后, 公司依据政府制

定的安置任务和约定价格进行销售和分配。保障房购买者/拆迁安置户使用拆迁补偿款或自有资金, 按照其购买资格选购特定区域内的保障性住房。

资金平衡方面, 项目前期资金由政府拨款, 其余大部分资金由公司通过银行贷款等方式筹集。港闸区政府每年给予一定的保障房建设补助, 公司基本能够实现保障性住房项目的资金平衡。另外, 保障房项目中配套了一定的商铺建设, 商铺建成后进行市场化销售, 销售收入全部归公司所有。

会计处理方面, 公司将前期建设投入计入“存货-开发成本”, 将已达到可使用状态并正在销售的安置房项目成本计入“存货-开发产品”。

截至2019年3月底, 公司主要完工的保障房项目7个, 建筑面积合计95.37万平方米, 实际已投资金额合计34.97亿元, 已回款金额38.86亿元, 剩余1.82亿元预计在2019年内回款。

2016—2018年, 在当地政府规划下, 公司完成安置户数分别为2022户、3062户和3051户。同期, 公司安置房业务(包括配套商业销售)收入波动较大, 分别为23.98亿元、39.21亿元和18.00亿元, 主要系公司前期建设完工的项目逐渐由拆迁安置户购买, 2016—2017年属于该业务结算确认收入的高峰期。近三年, 公司安置房业务毛利率分别为-14.97%、1.58%和21.39%, 2016及2017年该业务前期毛利率低主要系安置房项目具有社会保障属性, 销售方面政府指导价格明显低于市场价格; 同时, 部分项目土地成本较高, 使得安置房项目的毛利率水平进一步下降。近三年, 公司安置房业务毛利率大幅提升主要系安置房交付量增加, 毛利率较高的安置房配套商铺的销售增加所致, 同时当年确认收入的安置房项目成本已于之前年度确认所致。总体看, 公司保障房项目规模较大, 销售资金回流情况较好。2019年公司安置房计划安置目标为1600户。公司目前存

量待结算的安置房项目较多，均体现在“存货-开发产品”科目，截至2019年3月底余额为65.56亿元。

截至2019年3月底，公司主要在建及拟建安置房项目见表7，总投资合计75.32亿元，已完成投资35.20亿元，未来尚需投资40.12亿元。未来在建及拟建安置房项目投资额较大，公司存在一定的对外融资需求。

表7 截至2019年3月底公司主要在建及拟建安置房项目情况 (单位: 万元)

项目名称	总投资额	已完成投资额	未来投资额
爱国花苑 15018	81200	60317	20883
曙光三期 18003	23000	16381	6619
曙光三期 18004	22000	15367	6633
龙潭八期 B18018	52000	27243	24757
永泰佳园东	49202	39545	9657
新华景苑(唐闸六中西侧)	31442	22009	9433
幸福怡居(一) R14066	108500	83500	25000
幸福怡居(一) R15010	58205	53205	5000
幸福怡居(四) R14053	54443	34443	20000
疏航桥新村北侧地块(新华北苑北侧、龙潭九期)	81400	--	81400
陈桥一号地块(集慧路北、天生路东)、陈桥六号地块(集美路北、树西路西)	102000	--	102000
永怡路北、江通路东	89800	--	89800
<b>合计</b>	<b>753192</b>	<b>352010</b>	<b>401182</b>

资料来源: 公司提供

### (3) 其他业务

**受合并范围新增新家园农业影响，公司新增建设管理、工程建设、建材销售、苗木销售和物业管理等业务板块，对主营业务收入形成一定补充。**

#### ① 建设管理业务

公司的建设管理收入主要来源为新家园农业的万顷良田项目，建设内容主要包括拆迁安置、土地平整及复垦、河道整治、绿化及配电工程等，以拆迁安置工程为主。新家园农业与

南通市港闸区财政局签订委托建设管理合同，按照项目进度先行垫资建设，南通市港闸区财政局以每年投资额扣除已回购部分的2%~3%结算管理费，工程完工验收后，根据实际项目情况调整结算金额；自验收起下一个年度，按投资金额结算建设工程款项并同时移交项目，其中前六年每年按工程总额15%，第七年按10%的进度进行移交并支付款项。万顷良田项目于2012年开工建设，计划于2019年完工，计划总投资100亿元，分三期实施。其中一期工程已于2014年起开始移交。截至2019年3月底，项目已累计投资95.59亿元，累计移交金额22.50亿元。2018年，公司实现建设管理业务收入1.44亿元(按照累计投资额94.96亿元扣除已回购部分余额76.35亿元的2%确认)，毛利率为98.65%。2019年一季度，公司确认建设管理业务收入0.35亿元，毛利率为100%。随着万顷良田项目的逐步完工，公司将不再产生建设管理收入。未来公司将在万顷良田范围内由新家园农业子公司南通市港闸区都市现代农业发展有限公司(以下简称“都市农业”)负责森林公园项目的建设和运营，都市农业出资建设，完成后由淹城野生动物园负责运营，以门票分成来获取收益；同时公司将投入建设标准化大棚，后与规模较大的农业公司进行合作，以出租固定资产收取租金形式获得收入。

#### ② 工程建设

公司的工程建设业务主要由新家园农业子公司南通市北新城水利建设投资有限公司(以下简称“新城水利”)负责，主要涉及港闸区内的河道整治、水利施工等项目。水利基础设施建设工程项目主要采取委托建设模式，由新城水利与委托方签订《委托建设和回购协议》，在工程竣工验收后，由委托方按年度对已完工项目进行分批回购，回购价以实际竣工结算成本加成15%的比例确定最终回购结算价。新城水利和委托方约定对已完工项目进行分批回购并签订《工程项目移交确认书》，双方约定委托方应当于《工程项目移交确认书》签订后一定期

限内将回购价款支付给新城水利。截至 2018 年底,公司已完成的水利工程项目包括江曹河、九十亩口河、芦建二河和永兴中心河河道整治工程等,计划总投资金额 4.26 亿元,已确认收入 2.95 亿元,已收到回款 2.40 亿元。同期,在建的水利工程项目为长岸竖河项目和其他零星工程,计划总投资合计 1364.35 万元,已投资 1307.28 万元;拟建项目包括新幸西界河、幸福水系和公新界河 3 个项目,计划总投资金额 1625.00 万元,规模很小。2018 年及 2019 年一季度,公司分别实现工程建设业务收入 1.43 亿元和 0.34 亿元,毛利率分别为 10.96% 和 11.00%。

### ③ 建材销售

公司建材销售业务主要为钢材销售,由新家园农业子公司南通创程贸易有限责任公司、南通北城开发建设有限公司和南通云地实业股份有限公司负责运营。公司钢材业务销售对象主要为港闸区内的平台企业,用于保障房建设。公司根据客户的钢材需求量确定钢材采购量,并以接近成本的价格销售给区内的平台企业。2018 年,公司钢材销售量为 2.90 万吨,平均销售价格为 2674.91 元/吨。同期,公司实现钢材销售收入 0.78 亿元,毛利率为-1.33%,主要系钢材采购成本高于销售价格所致。

### ④ 苗木销售

公司的苗木销售业务主要由新家园农业子公司都市农业负责运营。都市农业所销售苗木来源主要为万顷良田范围内的自有苗木和苗圃拆迁时收购的苗木;通过区平台发布的信息,销售至港闸区内平台企业,用于安置小区和市政道路等的绿化工程。2018 年销售各类苗木 36 万株,涉及苗木资产 1500 万元。同期,公司实现苗木销售收入 0.23 亿元;受苗木养护成本较高影响,该业务毛利率为-25.80%。

## 3. 未来发展

**公司未来仍将以基础设施代建和房屋开发为主,逐步拓宽地域范围,并进一步拓宽业**

**务范围;公司整体收入有望持续增长。**

依据南通市和港闸区的城市规划以及港闸区“十三五”规划,未来一段时期港闸区将按照“规模化、高端化、集聚化、协调化、生态化”的要求,进一步调整优化城市布局,加速推进北翼新城核心区建设任务。公司将通过打造一批亮点重点城建项目、推动房地产业务的深化发展、加大储备力度并有序推进土地开发整理,同时盘活存量资产、实现资本运作的良性循环。

具体来看,公司将通过新建道路 100 公里、扩大供热管道覆盖面和加大市政污水管网等基础设施投入等继续推动原有基础设施代建业务;其次,公司将基于港闸区保障房开发建设积累的经验,逐步承接南通市级、其他区县或园区内的保障房开发项目,拓宽业务的地域范围,也将逐步开展商业地产及商品房项目的开发建设,实现房地产相关业务的多元化发展和转型升级;同时,公司将以控股、参股、并购等形式对存量资产进行资本经营;并加大土地储备力度,有序推进土地开发整理工作。

## 八、财务分析

公司提供了 2016—2018 年度合并财务报告,中审华会计师事务所(特殊普通合伙)对上述报告进行了审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2019 年 1—3 月财务数据未经审计。

2017 年,公司合并范围未发生变化;2018 年,公司通过股权划转形式新增唐闸公司、港诚公司和新家园农业 3 家一级子公司,上述子公司具备一定规模,对合并报表应收账款、其他流动资产、可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产、在建工程、资本公积、未分配利润、短期借款、其他应付款、应付债券和期间费用等科目影响较大,公司财务数据可比性弱;2019 年 1—3 月,公司合并范围未发生变化。截至 2019 年 3 月底,公司合并范围拥

有6家一级子公司。

### 1. 资产质量

近年来，公司资产规模快速增长；应收类款项大幅增长，且存货占资产比重较大，对公司资金形成较大占用；公司资产流动性偏弱，资产质量一般。

2016—2018年，公司资产总额快速增长，年均复合增长21.75%，截至2018年底为573.95亿元，同比增长21.39%，主要系合并范围变动导致非流动资产快速增长所致。公司资产构成以流动资产为主，但2018年非流动资产占比大幅提升，为16.34%。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	91.11	23.53	98.68	21.45	72.10	12.56	75.39	12.91
应收账款	0.96	0.25	4.81	1.04	14.59	2.54	15.77	2.70
预付账款	16.49	4.26	16.31	3.54	8.57	1.49	8.84	1.51
其他应收款	69.77	18.02	138.29	30.06	115.89	20.19	105.08	18.00
存货	145.29	37.53	132.39	28.77	143.15	24.94	155.95	26.71
其他流动资产	48.94	12.64	69.63	15.13	125.82	21.92	127.81	21.89
<b>流动资产</b>	<b>372.56</b>	<b>96.22</b>	<b>460.10</b>	<b>97.31</b>	<b>480.14</b>	<b>83.66</b>	<b>488.85</b>	<b>83.73</b>
可供出售金融资产	4.85	1.25	2.62	20.58	4.78	0.83	4.90	0.84
长期股权投资	4.35	1.12	4.88	38.40	1.53	0.24	1.95	0.33
投资性房地产	2.24	0.58	2.19	17.25	3.97	0.69	3.91	0.67
在建工程	1.00	0.26	--	--	68.36	11.91	39.19	6.71
<b>非流动资产</b>	<b>14.63</b>	<b>3.78</b>	<b>12.71</b>	<b>2.69</b>	<b>93.81</b>	<b>16.34</b>	<b>95.01</b>	<b>16.27</b>
<b>资产总额</b>	<b>387.18</b>	<b>100.00</b>	<b>472.81</b>	<b>100.00</b>	<b>573.95</b>	<b>100.00</b>	<b>583.87</b>	<b>100.00</b>

注：其他应收款中不含应收利息和应收股利  
资料来源：根据公司审计报告和2019年一季度报表整理

### 流动资产

2016—2018年，公司流动资产不断增长，年均复合增长13.52%，截至2018年底为480.14亿元，同比增长4.36%。

截至2018年底，公司货币资金72.10亿元，同比减少26.58亿元，主要系当期偿还借款且融资规模下降所致，其中无受限货币资金。

2016—2018年，受港闸区财政局回款质量差影响，公司应收账款大幅增长290.82%，截至2018年底为14.59亿元。其中应收港闸区财政局款项13.42亿元，账龄在2年以内，规模较大。前五名应收方应收金额合计占应收账款总额的96.56%，集中度很高。

2016—2018年，公司预付账款不断下降，年均复合下降27.90%，截至2018年底为8.57亿元，同比减少7.74亿元，主要系项目结算调整预付与应付款项所致。

2016—2018年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长28.88%，截至2018年底为115.89亿元，同比下降16.20%，主要系公司收回与保障房公司等当地国有企业往来款所致，主要应收方为南通港闸经济开发区管委会（35.19亿元，占29.30%）、天生产业新城南通有限公司（13.28亿元，占11.06%）和保障房公司（11.16亿元，占9.29%）；公司按账龄组合计提坏账准备的其他应收款余额4.72亿元，账龄在一年以内的占60.47%，共计提坏账准备1.40亿元。

2016—2018年，公司存货有所波动，年均复合下降0.74%，截至2018年底为143.15亿元，同比增长8.12%，其中开发成本82.92亿元，较上年底变动不大，主要为在建安置房项目和子公司工程项目投入成本；开发产品60.17亿元，为已达到可使用状态并正在销售的安置房项目；公司存货中有39.98亿元土地使用权

用于抵押担保，为受限资产，占资产总额的比重为 6.97%

2016—2018 年，公司其他流动资产不断增长，三年分别为 48.94 亿元、69.63 亿元和 125.82 亿元；2018 年同比增长 80.71%，主要系合并范围变动及代垫工程款（代建基础设施建设项目投入）增加所致。

#### 非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长 153.25%，截至 2018 年底为 93.81 亿元，同比增加 81.10 亿元，主要来自在建工程的增加。

2016—2018 年，公司可供出售金融资产分别为 4.85 亿元、2.62 亿元和 4.78 亿元，主要为公司持有南通精华制药股份有限公司（以下简称“精华制药”）和江苏银行股份有限公司等的股票资产；2018 年同比增长 82.63%，主要系合并范围变动所致。

2016—2018 年，公司长期股权投资波动下降，年均复合下降 40.62%；截至 2018 年底为 1.53 亿元，同比下降 68.58%，主要系南通云地实业股份有限公司股权划转后纳入公司合并范围所致。

2016—2018 年，公司投资性房地产分别为 2.24 亿元、2.19 亿元和 3.97 亿元，2018 年同比增长 81.00%，系合并范围变动所致。公司投资性房地产为用于出租的房屋建筑物（按成本计量）。

截至 2018 年底，公司在建工程为 68.36 亿元，主要系合并新家园农业自建项目所致；其中万顷良田项目规模较大，账面余额为 64.88

亿元。

截至 2018 年底，公司其他非流动资产 7.57 亿元，为完工待移交的万顷良田项目成本。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 583.87 亿元，较 2018 年底增长 1.73%，除其他应收款和存货外，其他科目均较上年底变动小。截至 2019 年 3 月底，公司其他应收款 105.08 亿元，较上年底下降 9.32%，主要系收回部分往来款所致；存货 155.95 亿元，较上年底增加 12.81 亿元，主要系安置房项目持续投入所致。

截至 2019 年 3 月底，公司受限资产合计 41.05 亿元，为用于抵押的存货、固定资产和无形资产，占资产总额的比重为 7.03%，规模较小。同期，公司应收类款项占资产总额的比重为 20.70%，较上年底下降 2.03 个百分点，但占比仍较高，应收类款项对公司资金形成较大占用。

## 2. 资本结构

**近年来，受股东增资影响，公司所有者权益波动增长，其中资本公积占比最大，权益稳定性较好。**

2016—2018 年，公司所有者权益波动增长，三年分别为 113.54 亿元、111.89 亿元和 172.90 亿元；2017 年同比下降 1.46%，主要系可供出售金融资产公允价值变动导致其他综合收益减少所致；2018 年同比增长 54.52%，主要系股权划转导致资本公积大幅增长所致。公司所有者权益中资本公积占比大，近三年均在 75%以上。

表9 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	0.50	0.44	0.50	0.45	3.00	1.74	12.00	6.59
资本公积	87.26	76.85	87.26	77.99	139.52	80.69	139.52	76.66
未分配利润	16.25	14.31	16.76	14.98	22.78	13.18	22.94	12.61
少数股东权益	5.06	4.46	5.01	4.48	4.78	2.78	4.72	2.59
<b>所有者权益合计</b>	<b>113.54</b>	<b>100.00</b>	<b>111.89</b>	<b>100.00</b>	<b>172.90</b>	<b>100.00</b>	<b>181.99</b>	<b>100.00</b>

资料来源：根据公司审计报告和 2019 年一季度报表整理

截至 2018 年底，公司实收资本为 3.00 亿元，较上年底增加 2.50 亿元，为股东增资所致。

公司资本公积主要为政府拨款和划拨的土地使用权。2016—2017 年，公司资本公积均为 87.26 亿元。截至 2018 年底，公司资本公积 139.52 亿元，同比增长 59.88%，主要系政府无偿划转三家子公司股权所致。

2016—2018 年，公司未分配利润不断增长，年均复合增长 18.40%，截至 2018 年底为 22.78 亿元，同比增长 35.97%，主要系合并范围新增子公司导致本年度利润增加所致。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益为 181.99 亿元，较上年底增加 9.10 亿元，主要来

自股东增资增加实收资本 9.00 亿元所致；结构仍以实收资本和资本公积为主，较上年底保持稳定。

近年来，公司有息债务规模快速增长，债务结构以长期债务为主，债务负担较重；未来随着在建、拟建安置房项目的持续投入，预计负债水平将进一步上升。

2016—2018 年，公司负债规模快速增长，年均复合增长 21.06%；截至 2018 年底为 401.05 亿元，同比增长 11.12%，主要来自非流动负债的增加。近三年，公司流动负债占比不断下降，2018 年底为 47.59%。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	14.61	5.34	6.81	1.89	12.62	3.15	12.47	3.10
应付账款	15.28	5.58	18.45	5.11	16.31	4.07	16.13	4.01
预收款项	6.97	2.55	7.32	2.03	15.09	3.76	15.07	3.75
其他应付款	83.64	30.57	133.60	37.02	83.24	20.76	86.19	21.45
一年内到期的非流动负债	16.85	6.16	20.39	5.65	52.17	13.01	48.40	12.04
<b>流动负债</b>	<b>160.85</b>	<b>58.78</b>	<b>194.43</b>	<b>53.87</b>	<b>190.87</b>	<b>47.59</b>	<b>189.29</b>	<b>47.10</b>
长期借款	89.86	32.84	121.83	33.76	145.20	36.20	143.70	35.76
应付债券	21.99	8.04	44.49	12.33	54.69	13.64	58.61	14.58
长期应付款	--	--	--	--	9.14	2.28	9.14	2.27
<b>非流动负债</b>	<b>112.79</b>	<b>41.22</b>	<b>166.49</b>	<b>46.13</b>	<b>210.18</b>	<b>52.41</b>	<b>212.58</b>	<b>52.90</b>
<b>负债总额</b>	<b>273.64</b>	<b>100.00</b>	<b>360.92</b>	<b>100.00</b>	<b>401.05</b>	<b>100.00</b>	<b>401.87</b>	<b>100.00</b>

注：其他应付款中不含应付利息和应付股利

资料来源：根据公司审计报告和 2018 年一季度报表整理

2016—2018 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 8.93%，截至 2018 年底为 190.87 亿元，同比下降 1.83%。

截至 2018 年底，公司短期借款 12.62 亿元，主要为保证借款 12.12 亿元；较上年底增加 5.81 亿元，主要系合并范围扩大所致。

2016—2018 年，公司应付账款有所波动，分别为 15.28 亿元、18.45 亿元和 16.31 亿元，主要为未结算工程款项。

2016—2018 年，公司预收款项快速增长，年均复合增长 47.13%，截至 2018 年底为 15.09 亿元，同比增加 7.76 亿元，主要系预收安置房

款增加所致。

2016—2018 年，公司其他应付款波动较大，三年分别为 83.64 亿元、133.60 亿元和 83.24 亿元，2018 年底同比下降 37.70%，主要系合并范围变动、公司与政府部门及相关单位往来款减少和支付代建基础设施项目工程款等综合因素影响所致；主要应付方包括保障房公司（32.53 亿元）、南通深南开发建设有限公司（23.35 亿元）和天生产业新城南通有限公司（11.56 亿元），合计应付金额占比 92.42%，集中度高；从账龄来看，一年以内的占 74.50%、1~2 年的占 11.79%，公司其他应付款整体账龄较短。

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75.98%，截至2018年底为52.17亿元，较上年底增加31.78亿元，主要系新增一年内到期的长期借款和应付债券所致。

2016—2018年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长36.51%；截至2018年底为210.18亿元，同比增长26.24%，主要来自长期借款的增加。

2016—2018年，公司长期借款快速增长，年均复合增长27.11%，截至2018年底为145.20亿元，较2017年底增加23.37亿元，构成为质押借款15.30亿元（占10.54%）、抵押借款24.45亿元（占16.84%）、保证借款96.25亿元（占66.29%）和信用借款9.20亿元（占6.34%）。

2016—2018年，公司应付债券大幅增长，年均复合增长57.72%，截至2018年底为54.69亿元，同比增长22.91%，主要系合并新家园农业16.00亿元非公开发行公司债券所致。

截至2018年底，公司长期应付款9.14亿元，主要由上级拨入资金和公司借入招商证券资产管理有限公司、新华信托股份有限公司款项构成，考虑到该部分款项为有息性质借款，将其调整至长期债务核算。

截至2019年3月底，公司负债总额401.87亿元，较上年底变动小。其中应付债券58.61亿元，较2018年底增长7.18%，主要系公司于2019年1月发行3年期债权融资计划3.90亿元所致。

有息债务方面，2016—2018年，公司全部债务快速增长，年均复合增长28.29%，截至2018年底为264.68亿元，同比增长36.42%。其中长期债务占比波动增长，三年分别为69.54%、85.72%和75.52%，公司债务结构仍以长期债务为主。受公司长期借款和应付债券规模快速增长、资产和权益规模扩大等综合因素影响，2016—2018年，公司资产负债率波动下降，分别为70.67%、76.34%和69.88%；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均

波动增长，2018年底分别为60.49%和53.62%。考虑到将长期应付款中的有息借款调整至长期债务核算，2018年底，公司调整后全部债务和调整后长期债务分别为272.15亿元和207.36亿元，调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为61.15%和54.53%。

截至2019年3月底，公司调整后全部债务270.65亿元，较2018年底略有下降；公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别较上年底下降至68.83%、59.79%和53.55%。总体来看，公司债务负担较重。

从债务期限结构来看，公司将于2019—2022年分别偿还64.79亿元、55.54亿元、41.80亿元和55.68亿元到期债务本金，分别占2019年3月底公司调整后全部债务的23.94%、20.52%、15.44%和20.57%。整体来看，公司集中偿付压力一般。

### 3. 盈利能力

近年来，公司营业收入波动下降，营业利润率逐年上升；公司对期间费用控制能力有所下降。公司利润总额波动增长，但目前经营和投资业务仍主要由政府指定，整体盈利能力弱。

2016—2018年，公司营业收入波动下降，三年分别为27.40亿元、40.77亿元和24.57亿元，2018年同比下降39.74%，主要系安置房销售收入减少所致。同期，公司营业成本波动下降，年均复合下降20.21%，2018年为17.59亿元。近三年，公司营业利润率不断提升，分别为-5.16%、2.86%和26.40%。

期间费用方面，2016—2018年，公司期间费用波动增长，年均复合增长22.52%；2018年为3.34亿元，同比增加2.33亿元，主要系合并范围变化和借款规模增加借款导致利息支出大幅增加所致。2016—2018年，公司期间费用占营业收入的比重波动增长，分别为

8.12%、2.47%和13.59%。整体看，公司期间费用控制能力有所下降。

2016—2017年，公司分别收到政府补助（基础设施建设补贴和保障房亏损弥补）4.94亿元和0.25亿元，成为当期利润总额的重要补充。2018年，公司收到计入“其他收益”的各项政府补助资金882.00万元和计入“营业外收入”的政府补助款项41.60万元，对利润总额的贡献程度大幅下降。2016—2018年，公司分别实现利润总额0.97亿元、0.65亿元和3.55亿元。

从盈利指标看，2016—2018年，公司调整后总资本收益率波动增长，三年分别为0.88%、0.53%和1.42%；净资产收益率波动增长，三年分别为0.60%、0.49%和1.55%。目前公司经营和投资业务仍主要由政府指定，整体盈利能力弱。

2019年1—3月，公司实现营业收入3.34亿元，相当于2018年全年的13.61%；营业利润率32.00%，较2018年增加5.60个百分点；同期，公司实现利润总额0.28亿元。

#### 4. 现金流分析

近年来，公司经营活动产生的现金流入均无法覆盖当期基础设施代建和安置房项目投资支出，同时大规模的往来资金支出对公司资金造成压力，经营活动产生的现金净流量缺口不断扩大。公司对外部融资需求较大，保持了较大的对外筹资规模；2018年受融资环境较差影响，筹资活动现金净流量由正转负，面临一定融资压力。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助以及与政府部门及国有企业的往来款等。2016—2018年，由于安置房销售收入及其现金回笼的增加，公司销售商品提供劳务收到的现金不断增长，年均复合增长11.76%，2018年为36.91亿元。同期，公司收到其他与经营活动有关的现金年均复合增长31.07%，2018年为137.97亿元，主要系公司与政府及其相关

单位往来款等。2016—2018年，公司购买商品、接受劳务支付的现金规模有所波动，2018年为50.64亿元；支付其他与经营活动有关的现金波动增长，年均复合增长53.26%，2018年为160.46亿元，主要为公司支付与政府及其相关单位往来款及部分工程进度款和拆迁款等，频繁的往来资金支出对公司资金造成压力。近三年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-14.52亿元、-29.39亿元和-37.65亿元，缺口逐年扩大。2016—2018年，公司现金收入比有所波动，三年分别为107.86%、90.50%和150.25%，收入实现质量整体有所改善。

近三年，公司投资活动现金流入较少，投资活动现金流出主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金（自建项目投入）和投资支付的现金。2016—2018年，公司投资活动产生的现金流量净额均呈净流出状态，分别为-2.22亿元、-0.49亿元和-3.47亿元。

鉴于公司经营活动和投资活动资金缺口较大，近三年公司加大融资力度，筹资规模较大。公司筹资活动现金流入主要来源于取得借款和发行债券收到的现金，2016—2018年，受融资环境较差影响，公司筹资活动现金流入逐年下降，分别为111.16亿元、98.66亿元和59.41亿元。同时，随着到期债务规模的扩大，公司筹资活动现金流出量不断增长，年均复合增长9.71%，2018年为63.46亿元。2016—2018年，公司筹资活动现金流量净额分别为58.43亿元、37.45亿元和-4.05亿元，公司面临一定融资压力。

2019年1—3月，公司经营活动主要以与政府部门及国有企业的往来款收支和安置房项目投入为主，经营活动现金流量净额-3.01亿元。公司投资活动现金流量净额-1.50亿元，投资活动规模很小。公司筹资活动以取得借款收到现金16.69亿元和偿还债务支付的现金18.11亿元为主，筹资活动现金流量净额7.80亿元。

## 5. 偿债能力

近年来，公司现金类资产较为充裕，短期债务支付能力较好；长期偿债能力较弱。考虑到公司业务能获得持续的外部支持，公司整体偿债风险很小。

从短期偿债能力指标看，2016—2018年，公司流动比率和速动比率均不断上升，2018年底分别为251.55%和176.55%；2019年3月底，公司流动比率较上年底略有上升至258.25%，速动比率较上年底略有下降至175.86%。近三年，公司经营活动现金流量净额为负，对流动负债无保障能力。2016—2018年及2019年3月底，公司现金类资产分别为91.11亿元、98.68亿元、72.10亿元和75.39亿元，分别为同期短期债务的1.86倍、3.56倍、1.11倍和1.24倍。总体看，公司现金类资产较为充足，短期偿债能力较好。

从长期偿债能力看，2016—2018年，公司EBITDA波动增长，分别为2.88亿元、1.80亿元和7.77亿元；2018年大幅增加主要来自利润总额的增长所致。2016—2018年，公司调整后全部债务/EBITDA分别为55.92倍、108.09倍和35.03倍。公司长期偿债能力有所增强，但仍较弱。

截至2019年3月底，公司获得银行授信总额166.64亿元，已使用额度144.70亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至2019年3月底，公司合并口径对外担保金额为113.15亿元；担保比率为62.17%。对外担保情况见表11，被担保公司主要为南通市港闸区政府相关单位，目前经营情况良好。公司对外担保规模大，存在较大或有负债风险。

表11 截至2019年3月底对外担保情况  
(单位：万元)

被担保单位	担保金额
南通北鼎实业有限公司	5000.00
南通北启实业有限公司	20000.00
南通创北工贸有限公司	48870.00
南通创和实业股份有限公司	47400.00

南通大韵开发建设有限公司	91000.00
南通港信工贸有限公司	15000.00
南通荣北工贸有限公司	15000.00
南通深南开发建设有限公司	114000.00
南通市崇川城市建设投资有限公司	150000.00
南通市港闸区保障房建设投资有限公司	310400.00
南通市港闸区市政建设养护工程有限公司	10000.00
南通市市北新城开发建设有限公司	110250.00
南通市耀北贸易有限公司	10000.00
南通思勤工贸有限公司	15000.00
南通天生水利建设有限公司	103640.00
南通五水置业有限公司	20000.00
南通智北实业有限公司	10000.00
天生产业新城南通有限公司	27000.00
南通航睿企业服务有限公司	8900.00
<b>合计</b>	<b>1131460.00</b>

资料来源：公司提供

## 九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响  
**本期中期票据的发行对公司现有债务水平影响较小，公司债务负担略有上升。**

本期中期票据拟发行金额5.00亿元，相当于2018年底公司调整后全部债务和调整后长期债务的1.84%和2.41%，对公司现有债务规模影响较小。

截至2018年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为69.88%、61.15%和54.53%，以此财务数据为基础，不考虑其他因素，本期中期票据发行后，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70.14%、61.58%和55.12%，债务负担略有上升。

### 2. 本期中期票据偿还能力分析

**公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力好。**

2016—2018年，公司EBITDA分别为本期中期票据拟发行金额的0.58倍、0.36倍和1.55倍；公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据拟发行金额的21.98倍、67.13和34.98倍；公司经营活动现金流量净额对本期中期票据

拟发行金额无保障能力。

## 十、结论

近年来，南通市及港闸区区域经济持续稳定发展，产业结构不断优化，为公司提供了良好的外部发展环境。公司作为南通市港闸区内重要的基础设施建设、土地开发和保障性住房项目建设主体，在外部经营环境、区域专营地位和外部支持等方面具备一定优势。

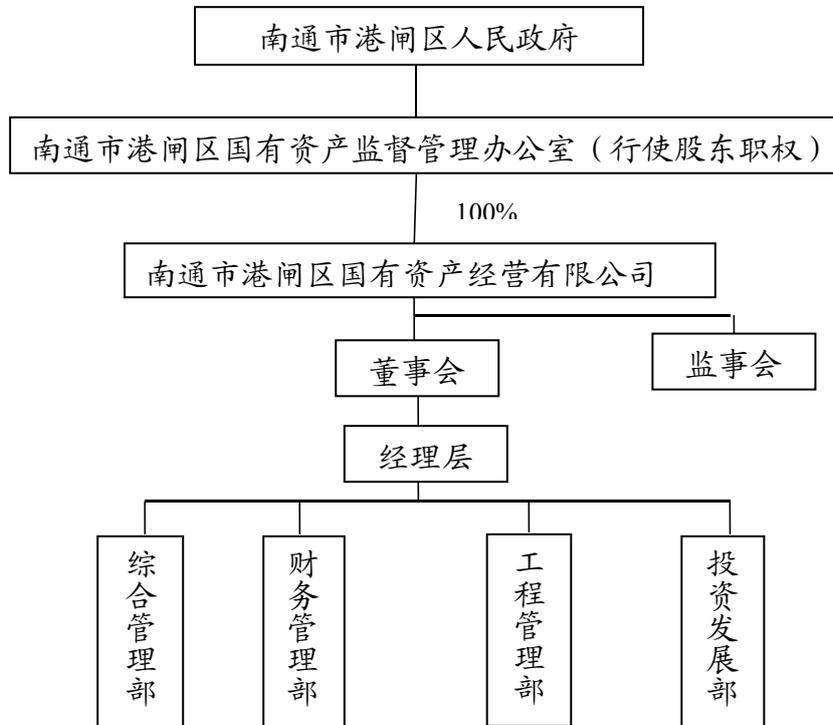
公司资产和权益规模快速增长；应收类款项和存货占资产比重较大，对公司资金形成较大占用，整体资产质量一般；营业收入波动下降，目前经营和投资业务仍主要由政府指定，整体盈利能力弱；公司有息债务规模快速增长，债务负担较重；同时公司对外担保规模大，存在较大或有负债风险。但考虑到公司业务能获得持续的外部支持，公司整体偿债风险很小。

未来随着南通市港闸区产业质态的不断提升，同时公司通过资产整合扩宽经营范围，发展前景良好。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据的发行对公司现有债务水平影响较小，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力好。

基于对公司主体长期信用状况和本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构和组织结构图



## 附件 2 截至 2019 年 3 月底公司一级子公司情况

序号	子公司名称	注册资本(万元)	业务性质	持股比例
1	南通市城镇房地产开发有限公司	610000.00	房地产开发经营	100.00
2	江苏南通港闸经济开发区城市建设发展有限公司	65000.00	房地产开发	100.00
3	南通大洋投资有限公司	5000.00	实业投资	80.00
4	南通港诚投资发展有限公司	50000.00	租赁和商务服务业	100.00
5	南通唐闸古镇保护开发有限公司	20000.00	房地产业	100.00
6	南通新家园农业投资发展有限公司	150000.00	水利、环境和公共设施管理业	100.00

资料来源：公司提供

### 附件 3 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	91.11	98.68	72.10	75.39
资产总额(亿元)	387.18	472.81	573.95	583.87
所有者权益(亿元)	113.54	111.89	172.90	181.99
短期债务(亿元)	48.98	27.70	64.79	60.87
长期债务(亿元)	111.85	166.32	199.89	202.31
调整后长期债务(亿元)	111.85	166.32	207.36	209.78
全部债务(亿元)	160.83	194.02	264.68	263.18
调整后全部债务(亿元)	160.83	194.02	272.15	270.65
营业收入(亿元)	27.40	40.77	24.57	3.34
利润总额(亿元)	0.97	0.65	3.55	0.28
EBITDA(亿元)	2.88	1.80	7.77	--
经营性净现金流(亿元)	-14.52	-29.39	-37.65	-3.01
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	28.68	14.15	2.53	--
存货周转次数(次)	0.19	0.28	0.13	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.09	0.05	--
现金收入比(%)	107.86	90.50	150.25	69.25
应收类款项/资产总额(%)	18.27	30.26	22.73	20.70
营业利润率(%)	-5.16	2.86	26.40	32.00
总资本收益率(%)	0.88	0.53	1.44	--
调整后总资本收益率(%)	0.88	0.53	1.42	--
净资产收益率(%)	0.60	0.49	1.55	--
长期债务资本化比率(%)	49.62	59.78	53.62	52.64
调整后长期债务资本化比率(%)	49.62	59.78	54.53	53.55
全部债务资本化比率(%)	58.62	63.42	60.49	59.12
调整后全部债务资本化比率(%)	58.62	63.42	61.15	59.79
资产负债率(%)	70.67	76.34	69.88	68.83
流动比率(%)	231.61	236.64	251.55	258.25
速动比率(%)	141.29	168.55	176.55	175.86
经营现金流动负债比(%)	-9.03	-15.12	-19.72	--
全部债务/EBITDA(倍)	55.92	108.09	34.07	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	55.92	108.09	35.03	--

注：公司 2019 年一季度财务数据未经审计；调整后长期债务=长期债务+长期应付款中的有息借款；调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务

## 附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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-税金及附加)/营业收入×100%
<b>债务结构指标</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>	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<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×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+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 5-1 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 5-3 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。

### 附件 5-2 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

## 联合资信评估有限公司关于 南通市港闸区国有资产经营有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

南通市港闸区国有资产经营有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

南通市港闸区国有资产经营有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对南通市港闸区国有资产经营有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，南通市港闸区国有资产经营有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注南通市港闸区国有资产经营有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现南通市港闸区国有资产经营有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对南通市港闸区国有资产经营有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如南通市港闸区国有资产经营有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对南通市港闸区国有资产经营有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与南通市港闸区国有资产经营有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。