

信用等级公告

联合 [2015]824 号

如皋市交通投资发展有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的 2016 年如皋市交通投资发展有限公司公司债券进行了主动评级，确定：

如皋市交通投资发展有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”

如皋市交通投资发展有限公司拟发行的 2016 年如皋市交通投资发展有限公司公司债券信用等级为 AAA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一五年十二月二十九日

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

电话：010-85171818

传真：010-85171273

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

2016 年如皋市交通投资发展有限公司 公司债券主动评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA_{pi}

评级展望: 稳定

本次债券信用等级: AAA_{pi}

本次债券发行额度: 15 亿元

本次债券期限: 7 年

偿还方式: 每年付息, 第三年开始每年还本 20%

评级时间: 2015 年 12 月 29 日

主要财务数据:

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	309.78	383.64	417.68
所有者权益(亿元)	136.47	169.40	167.08
长期债务(亿元)	47.44	63.47	80.74
全部债务(亿元)	54.46	73.52	97.59
营业收入(亿元)	26.66	39.99	35.05
净利润(亿元)	6.61	11.68	6.35
EBITDA(亿元)	13.10	20.66	15.42
经营性净现金流(亿元)	26.65	28.49	19.35
营业利润率(%)	58.49	54.71	44.15
净资产收益率(%)	4.85	6.89	3.80
资产负债率(%)	55.94	55.84	60.00
全部债务资本化比率(%)	28.52	30.27	36.87
流动比率(倍)	0.34	0.61	0.66
EBITDA/全部债务比(倍)	0.24	0.28	0.16
EBITDA 利息倍数	5.05	5.25	3.49
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.87	1.38	1.03

中合中小企业融资担保股份有限公司

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	51.85	56.66	62.24
所有者权益合计(亿元)	51.63	53.23	54.31
营业收入(亿元)	0.72	3.12	5.60
净利润(亿元)	0.37	2.86	3.94
经营性净现金流(亿元)	-0.09	2.26	2.54
资产负债率(%)	0.42	6.06	14.12

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对如皋市交通投资发展有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了其作为如皋市政府基础设施建设的重要主体,在区域环境、政府支持及区域行业地位等方面的优势;同时,联合评级也关注到公司投资和经营受政府决策影响大、债务规模快速增长、利润规模和收现质量有所下降、对外担保比率较高等因素对其信用水平带来的不利影响。

如皋市作为全国首批对外开放的沿海城市及沿江开发重点县(市)之一,区位优势显著、经济发展迅速,地方财政实力不断增强,有助于支撑公司未来经营与发展。联合评级对公司的评级展望为稳定。

本次债券由中合中小企业融资担保股份有限公司(以下简称“中合担保”)提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保,中合担保代偿能力极强,风险极低,有效提升了本次债券的安全性。且本次债券设置提前等额分期偿付条款,有助于降低未来集中偿付压力。联合评级认为,本次债券到期不能偿付风险极低。

优势

1.如皋市区域经济和财政收入快速增长,城市建设力度加大,公司面临良好的发展环境。

2.公司作为如皋市主要的基础设施建设和国有资产运营主体,经营业务具有区域垄断优势,得到了如皋市政府在政府财政资金拨付等方面的有力支持,政府支持具有较强的持续性。

3.本次债券设置提前等额分期偿付条款,EBITDA、经营活动现金流对每年偿付本金保障程度高。

4.中合担保为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保,有效提升了债

券的安全性。

关注

1.公司投资和经营受政府决策影响大，2014 年，公司收入及利润受回购项目减少影响有所减少，且收入实现质量有所下降。

2.公司债务规模快速增长，同时在建基础设施项目较多，未来仍面临一定资本支出压力。

3.公司其他应收款和其他应付款增长较快，且规模过大。

4.公司对外担保比率较高，存在一定或有负债风险。

分析师

钟月光

电 话：010-85172818

邮 箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

杨 婷

电 话：010-85172818

邮 箱：yangt@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）

Http: //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如皋市交通投资发展有限公司提供，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，未因如皋市交通投资发展有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。联合评级、评级人员与如皋市交通投资发展有限公司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，联合评级将对如皋市交通投资发展有限公司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：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

如皋市交通投资发展有限公司（以下简称“如皋交投”或“公司”）成立于2000年9月5日。2009年6月30日，根据如皋市人民政府《市政府关于划转如皋市城建投资有限公司等企业国有股权（资产）的通知》（皋政发【2009】118号），明确如皋市城建投资有限公司（以下简称“如皋城投”）、如皋沿江开发投资有限公司（以下简称“沿江开发公司”）资产及权益无偿划转给公司，由公司行使股东权利和资产所有者权利。经过历次注资和变更出资人后，截至2014年底，公司出资人为如皋市国有资产经营有限公司，注册资本10亿元。如皋市国有资产经营有限公司是公司唯一的股东，持有公司100%的股权，实际控制人为如皋市国有资产管理委员会，公司股权结构图如下：

图1 截至2014年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司作为如皋市政府直属的国有企业，承担如皋市城市基础设施工程的建设任务，主要通过公司本部、如皋城投和沿江开发公司三个主体完成。

截至2014年底，公司合并资产总额为417.68亿元，负债合计250.60亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为167.08亿元（其中少数股东权益2.39亿元）。2014年，公司实现营业收入35.05亿元，净利润6.35亿元；经营活动现金流量净额19.35亿元，现金及现金等价物净增加额4.53亿元。

公司注册地址：如城镇环西路交通大厦二号楼三楼西侧；法定代表人：金小红。

二、本次公司债券及募投项目概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“2016年如皋市交通投资发展有限公司公司债券”。本次债券发行规模为15亿元，期限为7年，采用固定利率形式，附设本金提前偿还条款，从第三个计息年度开始偿还本金，第三、第四、第五、第六和第七个计息年度末分别按照本次债券发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金。其中，13.00亿元用于如皋市城区安置房建设二期工程项目，2.00亿元用于补充营运资金。

本次债券由中合中小企业融资担保股份有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 本次债券募集资金用途及募投项目概况

本次债券募集资金 15 亿元，其中 13 亿元将用于如皋市城区安置房建设二期工程项目，2 亿元用于补充营运资金。项目由下属子公司如皋市城建投资有限公司负责运营。

如皋市城区安置房建设二期工程项目共建设安置小区 3 处，分别位于如城街道宣化路西侧、蒲园路南侧、大司马路东侧（GJ2012-168#地块），育贤路南侧、绿杨路东侧、李渔路西侧（GJ2007-70#B 地块），解放路北侧、大司马路东侧、宣化路西侧（GJ2010-133#地块）。项目总用地面积 13.887 万平方米，总建筑面积 45.39 万平方米，其中地上建筑面积 38.24 万平方米，地下建筑面积 7.15 万平方米。

如皋市城区安置房建设二期工程项目建议书已由如皋市发展和改革委员会《市发展改革委关于如皋市城建投资有限公司实施如皋市城区安置房建设二期工程项目建议书的批复》（皋发改投资【2015】70 号）批准，如皋市城区安置房建设二期工程项目可行性研究报告已由如皋市发展和改革委员会《市发展改革委关于如皋市城区安置房建设二期工程项目可行性研究报告的批复》（皋发改投资【2015】95 号）批准，并由如皋市环境保护局出具的《关于对如皋市城建投资有限公司实施如皋市城区安置房建设二期工程项目环境影响报告书的批复》（皋环表复【2015】055 号）批准。

项目已于 2015 年 9 月开工，总建设期 3 年，项目计划总投资 222,280 万元，资金来源为自筹、银行贷款及发行债券等，本次债券发行额度占项目总投资的 58.48%。目前项目已完成前期规划，必要的政府文件均已取得。

3. 项目效益分析

（1）社会效益分析

本项目为如皋市城区安置房建设二期工程项目。项目区域原为城市棚户区（危旧房），居环境及条件较差，通过本项目建设，能加快解决如皋市中低收入群众的住房困难问题，提高居民生活质量，改善生活环境，同时有效落实国家对城市棚户区改造的政策要求，为如皋新时期发展奠定良好基础。

近几年，如皋市政府高度重视保障性安居工程建设，出台多项具体政策规划措施，对提高低收入人群住房困难问题提出了明确目标。本项目不仅能提高市内棚户区危旧房居住人群住房条件，同时可进一步扩大全市保障性住房供应量，对于完成省、市提出的保障性住房建设目标有推动作用。民生幸福是经济发展的目的，也是社会和谐的基础，而住房是人民群众生产生活的基础条件，因此住房问题是重要的民生问题。本项目建成后，能使城市内部分无法依靠自身力量解决住房困难的群众生活、居住条件得到大幅度改善，使其享受到如皋经济发展的成果。因此，项目对如皋民生有显著保障和改善作用。集约式的城市发展格局，有利于各种资源的充分利用，容易产生最大效益。随着兴化市经济结构的转型，城市化进程的步伐大大加速，城乡之间、城市建成区与非建成区之间的界限日趋模糊，城乡一体化发展的趋势越来越明显。

（2）经济效益分析

① 安置房销售收入

根据项目可研报告，该项目位于如城街道内，目前如城街道及周边地块普通住宅销售价格在 6,000~7,000 元/平方米左右，由于该项目民生保障属性较强，预计销售价格约为 4,800 元/平方米，显著低于周边房屋均价，对区内拆迁户有较强的吸引力。项目中安置房建筑面积 364,394.46 平方米，共建设 3,836 套。安置房在本次债券存续期内可全部销售完毕，本次债券

存续期内销售收入合计为 174,909.34 万元。

②商铺销售收入

目前如城街道及周边地块商业销售价格约在 20,000~30,000 元/平方米,由于安置房配套商业用房基本由拆迁户购买并经营,项目平均销售价格 16,000 元/平方米显著低于周边同类房屋价格,对拆迁户有较强的吸引力。该项目商业及公共用房销售面积约为 18,015.00 平方米,销售收入合计为 28,824.00 万元。

③车位销售收入

小区共设置停车位 1,835 个,按 9 万元/个销售,计划在本次债券存续期内每年平均销售,销售收入合计为 16,515.00 万元。

④管理费收入

小区车位出售后每月的管理费按 50 元/月估算,在本次债券存续期第 3 年开始收费,在本次债券存续期内车位管理费收入合计为 550.50 万元。

小区总建筑面积 382,409.46 平方米,物业管理费按 1.5 元/平方米月估算,在本次债券存续期第 3 年开始收费,在本次债券存续期内物业管理费收入合计为 3,441.69 万元。

综上,该项目总收入为 224,240.53 万元。

表 1 项目总收入汇总表(单位:万元)

序号	项目	收入估算
1	安置房销售	174,909.34
2	商业及公共用房销售	28,824.00
3	车位销售	16,515.00
4	车位管理费	550.50
5	物业管理费	3,441.69
合计	--	224,240.53

资料来源:如皋市城区安置房建设二期工程项目可行性研究报告

该项目收益合计约为 224,240.53 万元,可全部覆盖 222,280.00 万元的项目投资总额,覆盖倍数为 1.01 倍,项目自身平衡盈亏能力较强。

三、行业及区域经济环境

1. 行业概况

20 世纪 90 年代末期以来,国家为推动城市基础设施建设领域的改革,出台了一系列相关政策,主要着眼于确立企业的投资主体地位,支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年,在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下,城市基础设施建设投资速度猛增,造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升,2010 年以来,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,国家相继出台了一系列清理及监管政策,严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预【2012】463 号,通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月,银监会下

发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，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，以下简称“《351 号文》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：（1）明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；（2）提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；（3）新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发【2015】40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年 43 号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域环境

目前公司经营与投资的项目均在如皋市。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受地

区经济增长、财政收支状况和城市建设的影 响，并与城市规划密切相关。

(1) 经济概况

如皋市位于长江、黄海的“T”型交汇处，隶属于江苏省南通市，总面积 1,477 平方公里。如皋紧邻南通，辐射苏北，处在上海 1.5 小时都市圈内，是中国首批对外开放的沿海城市、全国县域经济基本竞争力百强县之一，江苏沿江开发的 15 个重点县（市）之一。

2014 年，如皋市全年实现地区生产总值 743.64 亿元，按可比价计算，增长 10.5%。分产业看：第一产业增加值 61.14 亿元，增长 3.6%；第二产业增加值 377.24 亿元，增长 10.8%，其中工业增加值 311.08 亿元，增长 11.4%；第三产业增加值 305.26 亿元，增长 11.6%。人均地区生产总值 59,158 元。三次产业的比例调整为 8.22:50.73:41.05。财政总收入占地区生产总值的比重达 23.3%，比上年提高 1.1 个百分点。

如皋市拥有 48 公里的长江岸线，其中深水岸线长达 20.2 公里。依靠优越的沿江岸线资源，如皋大力发展造船及配套产业。“十二五”期间如皋港将加快推动传播海工及配套产业高端化、加快推动高新技术产业规模化等方面工作。

从收入构成上来看，如皋市地方可控财力主要由一般预算收入、上级补助收入、基金收入和预算外财政专户收入四部分构成，详见表 2。

表 2 如皋市地方财政收支情况（单位：万元）

科目	2012 年	2013 年	2014 年
一般预算收入	536,012	601,318	674,450
税收收入	447,183	501,595	560,547
非税收入	88,829	99,723	113,903
基金收入	375,944	462,821	642,192
上级补助收入	283,071	284,657	296,894
返还性收入	28,314	29,155	29,493
一般性转移支付	12,431	14,594	14,988
专项转移支付	130,681	112,877	105,224
预算外财政专户收入	16,103	19,919	14,442
地方可控财力	1,211,130	1,368,715	1,627,978
一般预算支出	710,821	838,454	912,914
基金支出	365,824	420,453	686,847
预算外支出	12,431	14,594	14,988
地方财政支出	1,089,076	1,273,501	1,614,749
财政当年结余	34,209	1,706	13,229

资料来源：公司提供

财政收入方面，2012~2014 年，如皋市地方可控财力呈稳定增长态势，2014 年如皋市地方可控财力达到 162.80 亿元，其中一般预算收入、基金收入和上级补助收入分别占 38.85%、36.99% 和 17.10%。2014 年，如皋市一般预算收入 67.45 亿元，同比上升 12.16%，其中税收收入和非税收入分别为 56.05 亿元和 11.39 亿元。如皋市基金收入为国有土地使用权出让收入，2014 年为 64.22 亿元，同比增长 38.76%。同期，上级补助收入 29.69 亿元，主要为一般性转移支付和专项转移支付。

财政支出方面，2012~2014 年，如皋市财政总支出亦呈快速增长趋势。近年来，如皋市财政支出主要为一般预算支出和基金支出，2014 年分别为 91.29 亿元和 68.68 亿元。

总的来看,随着如皋市经济持续发展,如皋市总体竞争力稳步提升,地方财政收入不断增长。财政总支出亦呈快速增长趋势,如皋市财政收支平衡主要依赖于一般预算收入和基金收入。

如皋市地方政府债务由直接债务构成,截至2014年底,如皋市地方政府债务余额为1,026,876万元,债务率 $\left(\frac{\text{地方政府债务余额}}{\text{地方综合财力}} \times 100\%\right)$ 为63.08%,总体来看,如皋市地方政府债务负担一般。

表3 如皋市地方政府债务情况(单位:万元)

地方财力(2014年度)	金额	地方债务(截至2014年12月)	金额
(一) 地方一般预算收入	674,450	(一) 直接债务余额	1,026,876
1. 税收收入	560,547	1. 国债转贷资金	--
2. 非税收入	113,903	2. 解决地方金融风险专项借款	--
(二) 转移支付和税收返还收入	296,894	3. 国内金融机构借款	526,876
1. 一般性转移支付收入	162,177	(1) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	526,876
2. 专项转移支付收入	105,224	4. 债券融资	500,000
3. 税收返还收入	29,493	(1) 中央代发地方政府债券	--
(三) 国有土地使用权出让收入	642,192	(2) 由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	500,000
1. 国有土地使用权出让金	633,208	(二) 担保债务余额	--
2. 国有土地收益基金	-	1. 政府担保的国内金融机构借款	--
3. 农业土地开发资金	2,577	2. 政府担保的融资平台债券融资	--
4. 新增建设用地有偿使用费	6,407		--
(四) 预算外财政专户收入	14,442		--
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	1,627,978	地方政府债务余额=(一)+(二)×50%	1,026,876
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%			63.08%

资料来源:公司提供

如皋港港区建设

2003年以来,如皋积极响应江苏沿江开发战略部署,率先编制了《沿江开发总体规划》,将沿江地区规划为“一区三园”,即如港新城区、临港产业园、现代物流园和生态养生产园。2003年以来,如皋建设完善了如皋港区的各项基础设施,港区内高速公路网、内河网已经形成。

目前,如皋港已吸引了大批企业落户沿江,港区内船舶制造、石油化工及精细化工、钢铁冶金、高新技术、港口物流等临港产业已初具规模。目前已建成国家级造船基地,建成万吨级码头10座、在建万吨级码头10座、千吨级内港池码头12座,2008年港口吞吐量达3,200多万吨。如皋港区现有两条国家一级航道,可通航10万吨级的“三超”巨轮。

2008年11月23日,如皋港获国务院批准为国家一类开放口岸,成为2000年以来国家新批的第一个县级市一类开放口岸。2009年3月,如皋港正式对外开放,苏中地区又增加一个外贸进出口的快速通道。

(2) 固定资产投资及城市基础设施建设

近年来,如皋市重视城市基础设施建设投资,全社会固定资产投资逐年增长。2014年全年规模以上固定资产投资445.08亿元,增长18.7%。其中,规模以上工业投资267.76亿元,增长9.7%;第三产业投资176.22亿元,增长34.8%;旅游业投资23.09亿元,与上年持平。

2014年全年房地产开发投资58.53亿元,增长27.1%;房屋施工面积550.0万平方米,增长4.2%,其中,施工住宅面积385.76万平方米,下降3.0%;商品房屋销售面积80.69万平方

米，下降 21.0%，商品房屋销售额 46.44 亿元，下降 7.8%。

交通设施建设进一步加快，全年完成交通建设投入 10 亿元，完成农村等级公路 645 公里，改造危桥 77 座。城乡客运协调发展，全年新建镇村客运站亭 40 个，客运站牌 40 个；全市新投入新能源公交车 12 辆。

（3）发展规划

根据《如皋市国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》，如皋市经济发展总体目标是：到 2015 年，2,000 万元以上规模企业达到 1,500 家，高新技术产业企业达到 350 家；工业增加值 580 亿元，年均递增 20%以上，占 GDP 比重达到 48%；工业应税销售收入 3,000 亿元，年均递增 40%以上；规模以上工业利税总额达到 650 亿元，年均递增 40%以上；规模工业实缴税金 130 亿元，年均递增 40%以上。如皋市将继续全力推进交通基础设施建设。公路方面继续以“八横八纵”的框架道路为主线，对布局不合理的路网进行优化，确保与周边地区交通更为通畅；铁路方面抓紧建设从白蒲到港区的疏港铁路专用线；公共交通方面加快优化城乡道路客运线网结构，加快城乡道路客运基础设施建设，加快城乡道路客运信息化建设；港口航道主要以如皋港建设为龙头，以内河港口建设为依托，构筑以三级航道为骨干，四、五、六级航道为补充的干支相通、内外相联、通江达海的网络，实现内河港口与沿江港口、长江深水公用型码头、高速公路、铁路等交通运输方式的对接，完善海运直达、江海转运和内河中转联运三大运输体系，实现千吨级船舶通江达海、联网畅通的目标。

总的来看，随着长三角一体化、江苏沿江开发、上海建设国际金融中心及国际航运中心等战略的实施，如皋成为全面接轨上海和苏南、加快转型升级、加速集聚发展的高地，近几年经济快速发展，工业化和城市化进程不断加快，未来发展前景向好。

四、基础素质分析

1. 产权状况

公司为如皋市政府批准设立的国有独资公司，截至 2014 年底，公司股东为如皋市国有资产经营有限公司，实际控制人为如皋市国有资产管理委员会。

2. 企业规模

公司作为如皋市最重要的市级基础设施建设主体，业务范围涵盖在基础设施建设、土地开发与整理、保障性住房建设、水务经营等领域，参与了长江镇（如皋港区）河道整治工程项目、如皋港引河综合整治工程、南通市西北片区域供水如皋市城乡支管网工程、如皋港物流中心及查验服务中心、长江镇（如皋港区）雨、污水管网改造扩建工程、如皋港港口连接线工程等多项重点项目建设，在城市基础设施建设方面积累了丰富的经验，在该区域具有垄断优势的行业地位。

3. 人员素质

目前公司高管人员有董事长、总经理、副总经理和财务总监等。

公司董事长金小红女士，1971 年出生，汉族，大专学历，中国共产党员。曾在如皋市人民政府招待所、中国建设股份有限公司如皋市支行等任职。现任如皋市交通投资发展有限公司

董事长。

公司财务总监仇永丽女士，1977年出生，汉族，本科学历。2001年至今在如皋市交通运输局财务科任职。现任如皋市交通投资发展有限公司财务总监。

截至2014年底，公司本部在职人员22人，其中具有中、高级职称的人员9人，占总人数的40%。从文化程度来看，大专以上学历人员占70%，高中或中专学历人员占30%；从年龄分布来看，50岁以上人员占10%，30~50岁占60%，30岁以下占30%。

整体看，公司高管人员经验丰富，文化素质较高，可满足公司管理的需求。公司员工整体素质较好，可满足公司日常经营的需求。

4. 股东支持

公司作为如皋市的城市基础设施投资和运营主体，承担政府相关投资建设。

表4 2012~2014年财政支持情况（单位：万元）

项目	2012年	2013年	2014年
基础设施管理、维护费用等 —主营业务收入	252,747.88	399,342.36	343,418.13
政府补助 —营业外收入	100.00	659.70	13,354.52
总计	252,847.88	400,002.06	356,772.65

资料来源：公司提供

根据如皋市人大常委会《如皋市人大常委会关于批准如皋市交通投资发展有限公司代建长江镇“万顷良田建设工程”项目、如皋港引河综合整治工程项目、南通市西北片区供水如皋市城乡支管网工程项目和如皋港物流中心及查验服务中心工程项目的决议》（皋人发【2010】6号文），如皋市政府授权如皋市财政局与公司签署《投资建设与转让收购协议》，针对2011年1月发行的15亿元公司债券募集资金投资的4个项目，如皋市财政局以分期付款的形式进行政府回购，回购总金额为37.92亿元，其中代建投资额23.70亿元，投资利息11.85亿元，投资回报2.37亿元。如皋市财政局从2011~2020年分期支付回购款，每年支付金额在1.30亿元至7.22亿元之间。2012~2014年分别收到回购款2.32亿元、6.63亿元和5.00亿元，均计入主营业务收入，回购资产由公司代政府经营管理，仍在公司账面反映。

2012年，根据《市政府关于划转如皋沿江开发投资有限公司部分债务以用于对其注资的通知》，市财政局将代为缴纳的社保基金款2.50亿元、土地补偿款3.49亿元和以前年度拨入款项2.69亿元以出资方式注入公司，计入资本公积。

2012年，接受政府划入公司土地使用权面积161亩，用途为批发零售、普通商品房住房，按照评估价值2.42亿元入账，计入资本公积。除土地资产划拨外，政府划拨原值7.96亿元的固定资产（主要为道路及相关资产），按照6.77亿元的账面价值计入资本公积。

2013年，公司共收到财政局现金注资11.85亿元及土地资产注入8.76亿元（合计29.16万平方米，全部为出让用地），全部计入无形资产和资本公积。其中现金注资部分抵减公司应缴纳的土地出让金和偿还部分往来款，导致现金流中无直接体现。

总体看，公司作为如皋市的城市基础设施投资和运营主体，如皋市政府对公司给予了有力的支持。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司的股东是如皋市国有资产经营有限公司，公司未设股东会，股东权利由如皋市国有资产经营有限公司行使，公司设立了董事会、监事会和经理，公司章程对股东、董事会、监事会和经理的权力和义务、人员组成、职责权限及议事规则做出了明确规定。

公司建立并完善了董事会、监事会和经营管理等工作制度。董事会是公司经营决策机构，每届任期三年，由6人组成，设董事长1人；公司设监事会，监事3人。

目前公司设总经理1人，由董事会决定聘任或解聘，对董事会负责。公司下设办公室、财务部、工程建设部、经营部和质量监督部5个职能部门（见附件1）。目前公司部门设置较为简单，基本满足当前管理需要。

总体来看，公司股东、董事会、监事独立运作，法人治理结构较为完善，整体运行情况良好。

2. 管理水平

为了规范公司日常管理和运作，公司制定了一系列管理制度，如投资管理制度、工程项目资金管理制度、工程投资管理制度等。

投资管理方面，各投资项目由项目提出单位提出项目建议，并编制可行性报告及实施方案，按审批程序及权限报送公司总部主管领导审核，凡达到立项要求的重大投资项目，需由总经理办公室或董事会签署予以确立。项目的运作管理原则上由公司分管项目投资的副总经理及项目负责人负责。并由公司采取总量控制、财务监督、业绩考核的管理方式进行管理，项目负责人对主管副总经理负责，副总经理对总经理负责。

工程项目资金管理方面，公司严格执行项目资金收、付管理制度，并对资金的使用及归集情况进行实时监控，保证专款专用，以确保项目建设、投资控制在预算范围内。

项目投资管理方面，由于公司所建项目均为市政工程，因此公司对外投资主要根据市发改委和市建委下达指令完成相应工作。

总体来看，公司法人治理结构比较完善，管理制度较规范，但整合初期公司对各子公司管控有待进一步加强。

六、经营分析

1. 经营现状

公司作为如皋市国有独资公司，承担如皋市交通建设投资、城市基础设施建设及沿江开发投资。

公司主营业务主要通过三个主体来完成，①公司本部负责如皋市交通基础设施建设；②全资子公司如皋市城建投资有限公司负责如皋市市政基础设施建设；③全资子公司如皋沿江开发投资有限公司负责如皋港区基础设施建设。

对于沿江公司，由于其承担着国家一类开放口岸之一如皋港区的基础设施建设任务，根据长江镇如皋港区管委会2004年12月18日纪要，“从2005年1月起，所有沿江地区的土地、岸线资源全部划归沿江开发公司核算，出让过程中的收益直接列作沿江开发公司收入”，由沿江开

发公司用于实施区内基础设施建设、安置房建设及偿还贷款本息。因此，除上述财政资金外，沿江开发公司的主营业务收入还包括土地出让金的返还收入和安置房销售款等。

公司的无形资产大部分为公司开发的土地资产，出让时确认营业收入。（如皋市交通建设投资、如皋沿江开发公司和如皋市城市建设投资的城市基础设施建设都依此进行账务处理）。

表5 公司主营业务收入主要构成情况（单位：万元、%）

项目	2012年			2013年			2014年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
公司本部	37,947.15	14.26	45.93	66,285.44	16.60	89.80	50,093.11	14.59	87.15
沿江开发公司	194,197.36	72.97	50.12	292,738.94	73.30	43.82	257,072.59	74.86	34.20
如皋城投	33,973.36	12.77	45.87	40,317.98	10.10	75.90	36,252.43	10.55	61.32
主营业务收入	266,117.87	100.00	58.72	399,342.36	100.00	54.69	343,418.13	100.00	44.79

资料来源：公司提供

2012~2014 年公司营业收入分别为 26.66 亿元、39.99 亿元和 35.05 亿元，年均复合增长 14.65%，2014 年同比下降 12.24%。营业收入主要来自于因承担基础设施建设任务而获得的财政拨款的基础设施财政投入和土地出让返还以及安置房销售收入。从毛利率来看，2012~2014 年主营业务毛利率分别为 58.72%、54.69%和 44.79%，毛利率逐年下降。

从各主体情况看，主要收入来自沿江开发公司，2014年公司本部、沿江公司和如皋城投分别占主营业务收入的14.59%、74.86%和10.55%，与2012年和2013年相比，占比变化不大。

总体看，公司的主营业务收入波动中上升，沿江开发公司的业务占据了主营业务的70%以上，主营业务的毛利率整体呈下降趋势。

2. 公司主要业务状况

如皋沿江开发

沿江开发公司成立于2003年5月27日。沿江开发公司基本职责为受长江镇如皋港区管委会委托，按照沿江开发总体规划，加快开发建设“一区三园”，（即如港新城、临港产业园、现代物流园和生态养生园，着力发展船舶及机电配套、石油化工、电力冶金、高新技术、现代物流和生态休闲等主导产业），实施土地征用、拆迁及基础设施开发，包括依照园区规划进行“三通一平”的建设，根据政府授权进行土地经营及公用事业经营，并筹措开发建设资金。根据长江镇如皋港区管委会2004年12月18日纪要，“从2005年1月起，所有沿江地区的土地、岸线资源全部划归如皋沿江开发投资有限公司核算，出让过程中的收益直接列作沿江开发公司收入”，由沿江开发公司用于实施区内基础设施建设及偿还贷款本息。公司的业务收入主要来源于代建业务、土地整理开发、安置房建设及物业管理等经营性业务。

（1）港区基础设施建设

2003~2011年期间，沿江开发公司累计投入约50亿元全面实施了沿江地区的各项基础配套设施工程，2003~2009年，建成如港、疏港一级公路和皋张汽渡，新城、园区之间全线通车；投资5.2亿元新建了泓北沙内港池，新增9米深水岸线4,400多米，可建万吨级码头24座；如皋港务集团2座5万吨级码头建成开港，3号码头竣工；建成2万吨级污水处理工程和1,500吨垃圾热电工程，中油天然气输配工程等重大配套项目建成投运；港区110kV输变电工程2座、35kV输变电工程3座、220kV输变电工程1座，产业区基本实现了“九通一平”。2010年，港新城区内纬一路、纬四路东延、经五路北段、经二路南延、经三路南延、学府路北延等6条道路建成通车；化工园区污水管网综合整治工程完工。2011年，如港新城区内经四路北延、经六路、经七

路、纬二路等道路建成通车；江防河、环北河驳坡已完工。2012年公司在港区主要完成的项目有：通信产业园标准厂房、永平小学工程、五案小区安置房工程、如港路疏港路拓宽、又来沙港池土方工程、河道整治工程、区域供水管网工程、雨污水管网工程等。2013年，通信产业园标准厂房二期工程、环城路工程完工。2014年公司在港区主要完成的项目有：国税办公楼及附属设施、人才市场综合楼、郭园农贸市场等。沿江开发公司先通过自身融资筹集资金投资建设基础设施项目，项目建成后，由如皋港区财政局实施回购。如皋港区财政局就公司承建的基础设施项目与公司签订了回购协议，对已完工、在建及拟建的项目进行分期回购。2012~2014年，公司代建业务产生营业收入7.83亿元、9.36亿元和7.93亿元，2013年港区基础设施代建收入较高主要系政府回购项目较多。

（2）土地储备及开发

沿江开发公司土地开发模式为：利用财政拨入款及银行贷款，完成土地拆迁安置、平整等土地整治工作，然后按照招、拍、挂程序，委托具有合法资质的地价评估部门对拟出让地块进行地价评估，由国土部门在市招标采购交易中心举行土地出让活动，与受让方签订国有土地使用权出让合同。土地出让金先交付到财政专户后，而后由财政部门返还至沿江开发公司，用于支持城市基础设施建设。此外，公司也会通过招拍挂程序取得部分平整土地使用权，待日后分块出让取得收益。公司土地储备及开发收入主要是由财政拨付的土地出让收益返还，成本主要是土地开发整理成本。

截至2014年底，沿江开发公司拥有港口码头用地104万平方米，工业用地76.22万平方米，商业、普通商品房用地502.36万平方米、农业用地2,330.70万平方米，除农用地外，全部为出让地，全部计入无形资产。

2012~2014年，公司获得土地储备及开发收入7.57亿元、9.60亿元和8.16亿元。

（3）安置房建设

沿江开发公司安置房建设模式为：沿江开发公司负责对农户进行征地拆迁，完成安置后如皋港区管委会将相关投入（主要为拆迁成本和建安成本）全部返还沿江开发公司，作为安置房销售收入，同时结转成本，该业务收入与成本均等，不产生利润。除上述安置房外，沿江开发公司还在安置房小区进行了配套店面房的建设通过租售获得利润用于建设资金的总体平衡。

截至2014年底，沿江开发公司累计建成春江花苑一至六期安置房，长青沙一至六期安置房，长青沙引凤苑及配套安置房和东平华苑一期安置房，平南花苑安置房，红星花苑安置房等。2012~2014年，分别实现经济适用房、门面房和安置房销售收入4.02亿元、4.67亿元和4.58亿元。

（4）经营性业务

沿江开发公司于2009年起，相继实施了拆迁复垦、“万顷良田建设”等工程，整理出农用地34,961亩，用于农业出租，2012年、2013年和2014年分别实现收入0.23亿元、0.45亿元和0.64亿元。沿江开发公司现拥有沿江岸线48千米，其中深水岸线约17.56千米，目前已开发利用26.58千米，2013年起实现出租收入，2013年和2014年分别实现收入0.9亿元、1.12亿元。

（5）在建工程

2014年，沿江开发公司承建的市政工程继续增加。公司的主要在建工程预计总投资39.04亿元，目前已投资31.67亿元。

表6 截至2014年底沿江开发公司主要在建工程情况表（单位：亿元、%、年）

项 目	总投资	已投资	完工进度	建设期
农民安置房	17.41	14.8	85.00	5
拆迁工程	5.92	4.14	70.00	5
钢贸物流园	1.3	0.98	75.00	5
污水管网	1.48	0.89	60.00	5
电力设施	2.12	1.48	70.00	5
如港新城	6.68	6.01	90.00	5
船舶园区	1.55	1.24	80.00	5
石化园区	1.25	1.13	90.00	5
基础设施	1.33	1	75.00	5
合 计	39.04	31.67	--	--

资料来源：公司提供

总体看，沿江开发公司承建的市政工程较多，未来有一定融资压力。

如皋市交通建设投资

公司本部承担如皋市交通基础设施建设任务，自2000年成立以来，先后建设完工的工程有原省道317线、原省道316线、如港公路、沿海高速东陈连接线、334省道如城至丁堰连接线、沿江公路、沿海高速白蒲连接线、白蒲火车站进场道路、蒲黄线（中段）及东延工程、204国道，修建了1,500多公里农村公路、118公里县乡公路等级提升工程、319座危桥的改造、280公里县乡公路的全面维修、334省道西延工程、蒲黄线西延工程、丁磨路一期工程、港口连接线一期工程和王石线工程等。

截至2014年底，道路工程方面，公司已竣工的道路工程（包含建安工程、雨水管网、污水管网、绿化工程、路面设施、工程建设费用等）累计完成总长度233.42万米，总面积3,774.80万平方米，总投资额147.37亿元，实现收入8.10亿元。尚未竣工决算的道路工程累计投资额29.40亿元，道路施工总长度6.40万米，施工面积169.00万平方米，预计2015年实现收入1.60亿元。

表7 公司本部主要项目收入情况（单位：万元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年
本部营业收入	37,954.43	66,285.44	50,100.71
334 道路建设项目	14,259.52	11,085.00	4,565.00
如港路项目	4,424.26	2,855.60	147.80
丁平线项目	12,624.08	6,988.50	3,250.00
204 国道项目	3,525.74	9,070.08	998.50
港口连接线	--	9,950.00	10,580.50
王石线工程	--	11,556.50	6,750.00
丁磨路	--	13,685.91	6,867.19
316 线	--	--	1,179.12
大交通	--	--	15,755.00
合计	34,833.60	65,190.99	50,093.11

资料来源：公司提供

注：小计数与营业收入差额为其他较小标的路段的建设收入。

截至目前，公司本部主要在建重点工程项目为355省道如皋段工程、226省道如皋段工程、

蒲黄线东段拓宽工程等；拟建工程重点是如通快速通道。预计公司本部总投资51.03亿元，已投资21.00亿元，后续投资压力较大。

表8 截至2014年底公司本部在建、拟建工程情况表（单位：亿元、%）

项 目	总投资	已投资	完工进度	建设期间
蒲黄线东段拓宽	2.00	1.50	75.00	2013.3-2015.10
皋高线西延工程	1.20	1.00	83.00	2013.8-2015.10
355 省道如皋段	18.30	12.00	65.60	2012.3-2018.10
226省道如皋段	9.50	6.50	68.40	2011.4-2016.10
如通快速通道	19.80	0	0	2016.1-2018.10
蒲黄线东段、皋高线西延道路绿化	0.23	0	0	2015.8-2015.10
合 计	51.03	21.00	--	--

资料来源：公司提供

如皋市城市建设投资

如皋市市政基础设施建设任务由子公司如皋城投承担，自成立以来，完善了城市次干道及支路工程提高了城市路网密度，改善了市民出行条件；新建了新生桥、通城桥、友谊桥、健康桥、解放桥等，顺畅了城市防洪体系；投资恢复了石合泰、颐园的景点，完善了城市内外城河风光带，启动了水绘园、东大街历史文化街区、集贤里历史名人故居保护工程建设；建成城市污水处理厂一、二期工程，实施了管网与道路的同步建设等；建成大司马南路、燕桥西河边路、长宁路、圃园西路、仙鹤路五条道路；彻底打通了万寿路、原政法路两条断头路；完成了宏坝居住河驳坡工程、内城河清淤工程，打造了“水清坡绿景美”的城河景观；对城区老旧沥青路面进行修缮提升，完成了坑塘修复、沥青摊铺和交通设施整改维修；推进如海复线工程建设，二期主管网如期实现供水；完成了交通局宿舍楼小区、绘园新村一区、三区以及二区206号楼改造提升工作，共涉及26幢住宅楼、8幢临街建筑；完成新开工公共租赁住房600套，建成经济适用房100套、廉租房150套；2014年新完工健康东路改造、龙游龙游河生态公园景观桥工程、2号桥河生态公园亮化工程、龙游河景观工程、龙游河生态公园钢结构特色廊架工程、福寿路下穿宁启铁路立交桥排水泵站、紫光路(新东线辅线-惠政东路)、中央大道东延、圃园路和府西路(惠政路-中央大道)工程。

表9 如皋城投主要项目收入情况（单位：万元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年
如皋城投营业收入	33,973.36	40,317.98	36,252.43
时文化广场工程	7,645.94	10,118.64	8,900.00
区域供水东延工程项目	6,487.60	1,939.11	1,944.47
安置房建设项目	5,752.77	19,180.10	16,446.00
GJ2007-51# 项目	63.39	1,105.83	3,433.30
小计	19,949.70	32,343.68	30,723.77

资料来源：公司提供

注：小计数与营业收入差额主要是市政景观、路灯、文化广场等较小市政建设取得的收入。

截至 2014 年底，如皋城投主要在建项目为文化广场、中央商务区、区域供水东延工程、道路工程-城南大道、区域供水、道路工程-中央大道，总投资额 16.00 亿元，已完成投资 10.50 亿元。

表 10 如皋城投主要在建项目情况（单位：亿元、%、年）

项目名称	项目总投资	已投资额	完工进度	建设期（年）
文化广场工程	5.00	2.72	50	4
中央商务区	3.00	1.82	60	4
区域供水东延工程	2.00	1.69	80	3
道路工程-城南大道	2.00	1.53	70	4
区域供水	2.00	1.40	70	3
道路工程-中央大道	2.00	1.34	65	3
合 计	16.00	10.50	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司各运营主体收入都有所下降，公司整体盈利能力下降，公司在建工程规模较大，有一定投资压力，且由于代建款回款时间较长，对公司流动资金占用较多。

3. 经营效率

2012~2014 年公司销售债权周转次数分别为 85.89 次、59.63 次和 6.27 次，2014 年大幅下降主要系应收账款大幅上涨。2012~2014 年公司存货周转次数分别为 8.14 次、1.74 次和 1.11 次，2013 年开始大幅下降，主要系存货大幅增加。2012~2014 年总资产周转次数分别为 0.17 次、0.12 次和 0.09 次。

总体看，公司资产经营效率一般。

4. 经营关注

受地方政府决策影响大

公司投资和经营受政府决策影响大，2014 年，公司收入及利润受回购项目减少影响有所减少，且收入实现质量有所下降。

资本支出压力大

2012~2014 年，公司债务规模快速增长，2014 年负债总额达 250.60 亿元。同时在建基础设施项目较多，项目总投资额 106.07 亿元，未来仍面临一定资本支出压力。

或有负债

公司对外担保比率较高，2014 年末对外担保余额 45.37 亿元，若发生代偿对公司整体经营存在一定影响，存在一定或有负债风险。

5. 未来发展

根据如皋市发展规划，如皋市将在公路方面继续以“八横八纵”的框架道路为主线，对布局不合理的路网进行优化，确保与周边地区交通更为通畅。以如皋港建设为龙头，以内河港口建设为依托，构筑以三级航道为骨干，四、五、六级航道为补充的干支相通、内外相联、通江达海的网络，实现内河港口与沿江港口、长江深水公用型码头、高速公路、铁路等交通运输方式的对接，完善海运直达、江海转运和内河中转联运三大运输体系，实现千吨级船舶通江达海、联网畅通的目标。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012~2013 年度财务报表已经中兴华富华会计师事务所有限责任公司审计，2014 年财务报表已经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了无保留意见的审计结论。2012~2014 年，公司合并范围未发生变化，财务数据可比性高。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 417.68 亿元，负债合计 250.60 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 167.08 亿元（其中少数股东权益 2.39 亿元）。2014 年，公司实现营业收入 35.05 亿元，净利润 6.35 亿元；经营活动现金流量净额 19.35 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.53 亿元。

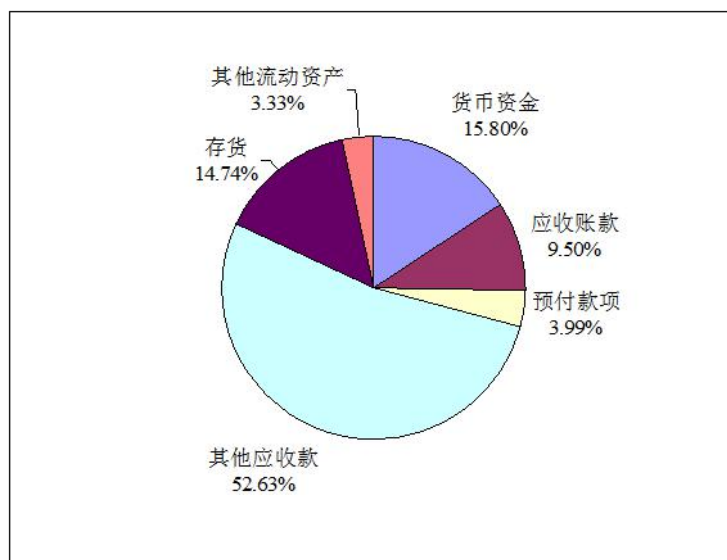
2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产规模快速增长，年均复合增长 16.12%，增长主要来自其他应收款、在建工程 and 无形资产的增长。截至 2014 年底，公司资产总额 417.68 亿元，其中流动资产占 26.34%，非流动资产占 73.66%。公司资产以非流动资产为主。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 69.25%，主要系应收账款，其他应收款和存货大幅增长所致。截至 2014 年底，公司流动资产为 110.00 亿元，同比增长 29.79%。截至 2014 年底，公司流动资产主要是货币资金（占 15.80%）、应收账款（9.50%）、其他应收款（52.63%）和存货（14.74%）构成。

图 2 截至 2014 年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长率 31.29%，截至 2014 年底，公司货币资金 17.38 亿元，同比增长 35.26%，其中银行存款占货币资金的 18.54%，其他货币资金主要为银行定期存款，占比 81.45%。

2012~2014 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 313.63%，主要系 2014 年应收如

皋港区财政分局回购款 9.58 亿所致。截至 2014 年底，公司应收账款为 10.45 亿元，同比增长 1381.87%，主要为应收如皋港区财政分局回购款 9.58 亿元，占应收账款总额的 91.68%，账龄在 1 年以内。

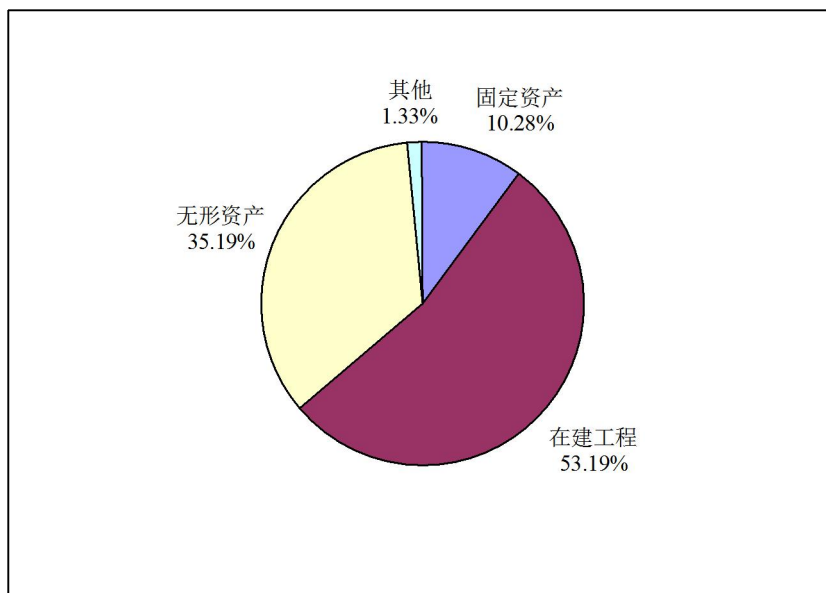
2012~2014 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 62.48%。截至 2014 年底，公司其他应收款为 57.90 亿元，同比增长 21.71%。其他应收款计提坏账准备均为账龄分析法，2014 年计提坏账准备 1.65 亿元。从账龄上看，1 年以内的其他应收款占 53.00%，1~2 年的占 27.15%，2~3 年的占 11.06%，3~4 年的占 6.98%，4~5 年的占 0.54%，5 年以上的占 1.27%。其他应收款欠款单位主要为如皋市民生住房开发有限公司（占 11.95%）、如皋樊川贸易公司（占 6.75%）、如皋市富港工程建设有限公司（占 9.82%）、如皋市财政局（占 7.56%）和中铁大桥局第六工程公司（占 4.95%）。整体看，公司其他应收款回收风险较低，但对公司资金占用较多。

2012~2014 年，公司存货波动增长，年均复合增长 144.79%，增长主要系沿江开发公司的安置房投资及 2013 年将前期作为固定资产投资变更为出售再转入开发成本所致。截至 2014 年底，公司存货为 16.21 亿元，同比下降 10.24%，主要系安置房成本结转收入。公司截至 2014 年底存货中开发成本占比 64.42%、安置房占比 35.51%。用于抵押的存货为 2.34 亿元。未计提存货跌价准备。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产有所增长，年均复合增长 6.48%。截至 2014 年底，公司非流动资产为 307.68 亿元，同比增长 2.94%。公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程和无形资产，分别占 10.28%、53.19%和 35.19%。

图 3 截至 2014 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2014年底，公司长期应收款为2.71亿元，全部为应收道路建设款，账龄为2~3年。

2012~2014年，公司固定资产有所波动，年均复合变动率-2.63%。截至2014年底，公司固定资产为31.64亿元，同比增长下降1.18%，其中房屋建筑物占比99.83%。

2012~2014年，公司在建工程持续增长，年均复合增长6.83%；截至2014年底，公司在建

工程为163.67亿元，同比增长10.91%，全部为代建市政工程。其中，2014年新增代建市政工程31.19亿元，转入固定资产的为13.87亿元。同时，如皋港区委员会回购的代建项目13.70亿元。

2012~2014年，公司无形资产波动中有所增长，年均复合增长10.09%，增长主要来源于2013年公司收到的土地资产注入；截至2014年底，公司无形资产为108.27亿元，同比减少6.01%，主要系政府收回部分土地所有权所致。公司无形资产大部分为土地使用权，其中用于抵押的土地使用权为92.85亿元。

总体看，公司资产以非流动资产为主，流动资产中应收款项（应收账款和其他应收款）占比大，对公司资金形成一定的占用；非流动资产中代建市政工程和用于抵押的土地使用权占比大。公司资产流动性较弱，资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益波动增长，年均复合变动率10.65%。截至2014年底，公司所有者权益（含少数股东权益2.39亿元）合计167.08亿元，主要由实收资本（占比5.99%）、资本公积（占比66.34%）和未分配利润（占比25.43%）构成。

近三年公司实收资本数额未发生变动。截至2014年底，公司实收资本10.00亿元，全部由如皋市国有资产经营公司出资。

2012~2014年，公司资本公积波动中有所增长，年均复合增长5.85%，增长主要来源于政府划入土地使用权等资产。截至2014年底，公司资本公积为110.84亿元，同比下降7.76%，主要为政府收回以前年度注入的土地导致资本公积下降。

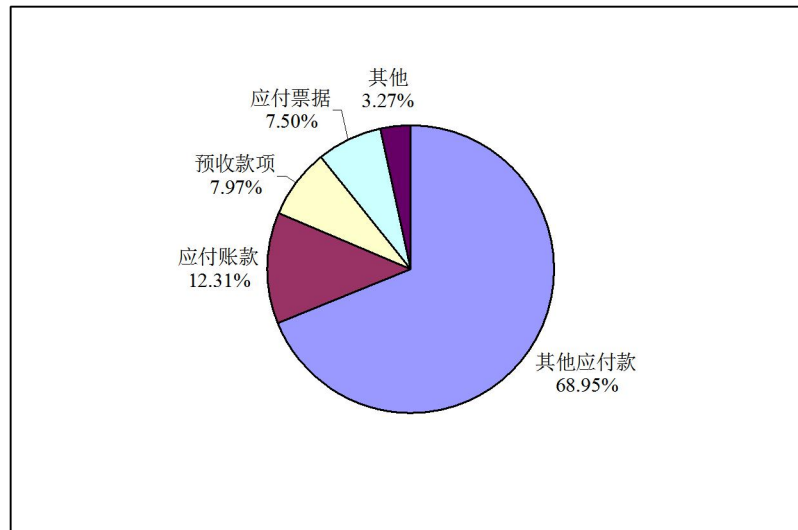
总体看，公司所有者权益稳定性一般。

负债

2012~2014年，公司负债快速增长，年均复合增长20.25%，截至2014年底，公司负债总额为250.60亿元，其中流动负债66.23%，非流动负债占33.77%。公司负债结构以流动负债为主。

2012~2014年，公司流动负债快速增长，年均复合增长21.12%，增长主要来源于其他应付款。截至2014年底，公司流动负债合计165.98亿元，同比增长20.34%，主要由应付票据（占7.50%）、应付账款（占12.31%）、预收款项（占7.97%）和其他应付款（占68.95%）构成。

图 4 2014 年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司应付账款波动中有所下降，年均复合下降 14.58%，截至 2014 年底应付账款 20.44 亿元，同比下降 27.80%，主要系公司对江苏江中集团有限公司和南通港城置业有限公司的欠款，主要为应付安置房及道路的建设款。

2012~2014 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长率 29.49%。截至 2014 年底，公司其他应付款为 114.45 亿元，同比增长 31.38%，主要系公司和市交通局等单位之间往来款增加所致。从账龄看，1 年以内的占 50.39%，1~2 年的占 22.96%，2~3 年的占 14.31%，3 年以上的占 12.34%。

表 11 截至 2014 年底主要其他应付款项目明细（单位：亿元，%）

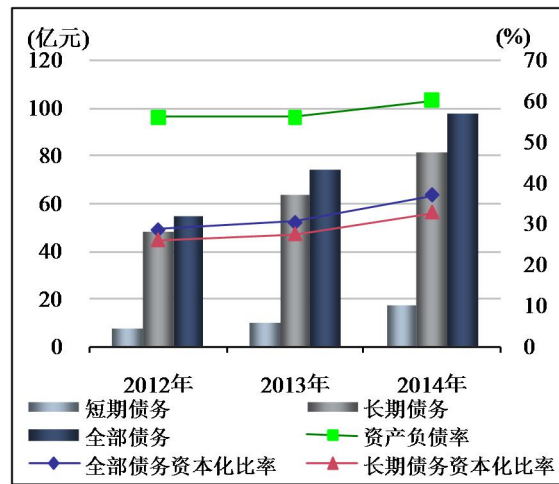
项 目	2014 年	占比
如皋市交通局	21.96	19.19
如皋市交通服务有限公司	5.96	5.21
如皋市华玉新农村基础设施开发有限公司	4.93	4.31
如皋市广源物资贸易有限公司	4.90	4.29
如皋市樊川贸易有限公司	4.30	3.76
合 计	42.06	36.76

资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 18.59%，增长主要来源于长期借款和应付债券。截至 2014 年底，公司非流动负债合计 84.62 亿元，其中长期借款和应付债券分别为 40.36 亿元和 40.00 亿元，占比分别为 47.69%和 47.27%，应付债券包括公司发行的 15 亿元“11 皋投债”、12 亿元“13 皋投债”和沿江开发公司发行的 13 亿元“14 皋沿江债”。

2012~2014 年，公司有息债务快速增长，年均复合增长 33.86%。截至 2014 年底，公司全部债务为 97.59 亿元，其中短期债务为 16.84 亿元，占全部债务 17.26%；长期债务为 80.74 亿元，占全部债务 82.74%，公司债务以长期债务为主。从债务指标来看，2012~2014 年公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率逐年增长，三年均值分别为 57.94%、33.22%和 29.63%，2014 年底分别为 60.00%、36.87%和 32.58%。

图 5 2012~2014 年公司债务情况



资料来源：公司审计报告

总体看，随着公司代建规模的扩大，资本支出较大，负债规模快速增长。公司以长期债务为主，债务结构较好。

4. 盈利能力

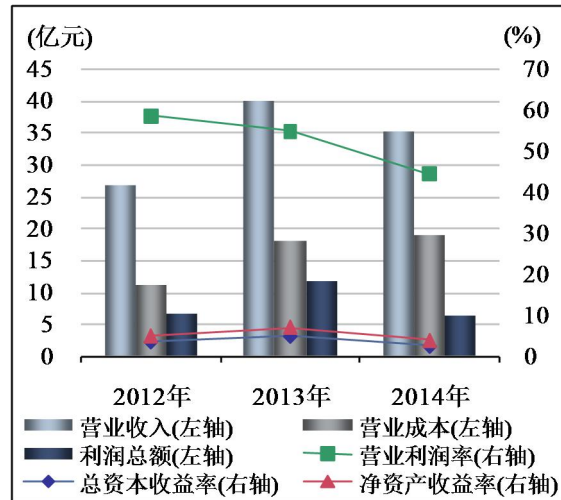
2012~2014 年，公司营业收入波动增长，分别实现 26.66 亿元、39.99 亿元和 35.05 亿元。2013 年公司各板块收入均有所增长，2014 年公司营业收入有所下降主要由于公司基础设施建设、土地出让收入及安置房等业务收入均有所下降所致。2012~2014 年，公司营业成本快速增长，年均复合增长率 31.33%。受营业成本增长快于营业收入的影响，公司营业利润率持续下降，2012~2014 年分别为 58.49%、54.71%和 44.15%。

从期间费用来看，公司期间费用以管理费用和财务费用为主。2012~2014 年，公司期间费用率分别为 31.02%、23.75%和 29.89%，期间费用控制能力有待提升。

2012~2014 年，公司营业外收入分别为 0.12 亿元、0.07 亿元和 1.34 亿元，在利润总额中占比分别为 1.76%、0.56%和 20.99%，2014 年营业外收入在利润总额中占比较高，主要为获得的政府补助。2012~2014 年，公司利润总额分别为 6.63 亿元、11.69 亿元和 6.36 亿元，利润总额波动较大，主要系 2014 年营业收入下降，而营业成本上升所致。

从盈利指标来看，2012~2014 年公司总资本收益率和净资产收益率波动下降，三年均值分别为 5.11%和 5.18%，2014 年值分别为 4.07%和 3.80%。

图 6 2012~2014 年公司营业收入及盈利情况



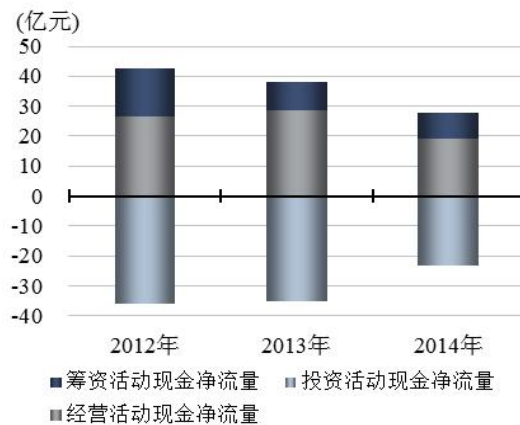
资料来源：公司审计报告

总体看，公司盈利能力尚可，由于公司业务主要为建设管理市政基础设施建设，未来营业收入受政府部门规划影响较大。

5. 现金流

经营活动方面，2012~2014 年，公司经营活动现金流入量快速增长，年均复合增长 25.38%，2014 年公司经营活动现金流入 74.87 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 18.11 亿元；收到其他与经营活动有关的现金 56.76 亿元，主要为施工单位和政府的往来款。从收入实现质量指标看，2012~2014 年，公司现金收入比分别为 97.08%、94.34%和 51.67%，收入实现质量严重下滑。近三年公司经营活动现金流出量快速增长，年均复合增长 62.68%，2014 年公司经营活动现金流出为 55.52 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 3.33 亿元；支付其他与经营活动有关的现金 48.08 亿元，近年来增长较快主要是与施工单位和政府的往来款增加导致。2012~2014 年，公司经营活动现金流净额分别为 26.65 亿元、28.49 亿元和 19.35 亿元。

图 7 2012~2014 年公司现金流情况



资料来源：公司审计报告

投资活动方面，近年公司投资活动现金流入规模小；2012~2014 年公司投资活动现金流出规模快速下降，年均复合下降 19.44%，2014 年公司投资活动现金流出 23.31 亿元，全部为购建固定资产、无形资产等支付的现金。2012~2014 年投资活动现金流净额分别为-35.87 亿元、-35.34 亿元和-23.31 亿元。

筹资活动方面，2012~2014 年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长率 11.98%，2014 年筹资活动现金流入 38.83 亿元，其中吸收投资收到的现金 0.66 亿元，取得借款 25.17 亿元，发行债券 13.00 亿元。2012~2014 年，公司筹资活动现金流出快速增长，年均复合增长 42.53%，2014 年筹资活动现金流出 30.34 亿元，其中 21.19 亿元为偿还债务支付的现金，8.78 亿元为分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2012~2014 年，公司筹资活动现金流净额分别为 16.03 亿元、9.61 亿元和 8.49 亿元。

总体看来，公司经营活动现金流量中往来款规模大，收入实现质量下滑严重，公司投资活动现金流出大，对外筹资压力大。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2012~2014 年公司流动比率和速动比率逐年上升，三年均值分别为 53.89%和 45.47%，2014 年底分别为 66.27%和 56.51%；2012~2014 年公司经营现金流动负债比率为 23.55%、20.66%和 11.66%。截至 2014 年，公司现金类资产为 17.38 亿元，是短期债务的 1.03 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度较好。总体看来，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看，2012~2014 年公司 EBITDA 分别为 13.10 亿元、20.66 亿元和 15.42 亿元，EBITDA 中利润总额和计入财务费用的利息支出占比较高，2014 年分别为 41.26%、28.66%。公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.24 倍、0.28 倍和 0.16 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力一般；EBITDA 利息倍数分别为 5.05 倍、5.25 倍和 3.49 倍，EBITDA 对全部债务和利息的保护能力有所下降。总体看，公司的长期偿债能力一般。

截至 2014 年底，公司本部对外担保余额 45.37 亿元，对外担保比率为 27.15%。公司对外担保较为分散，金额较大的对外担保包括：如皋市如城新农村投资有限公司 6.00 亿元，如皋市高寿城市建设有限公司 4.00 亿元，如皋市禹通河道整治经营管理有限公司 2.90 亿元。公司对外担保比率较高，若发生代偿对公司整体经营存在一定影响，存在一定或有负债风险。

截至2014年底，公司共获得银行授信额度55.00亿元，已使用额度43.96亿元，间接融资渠道有待拓宽。

总体看，公司债务规模较大，偿债能力一般。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：NO.E2014031900261681），截至 2015 年 9 月 18 日，本部已结清关注类贷款 13 笔，如皋城投有 1 笔未结清关注类贷款和 5 笔已结清关注类贷款，沿江开发公司有 1 笔已结清关注类贷款。系本部、如皋城投和沿江开发公司为政府背景类企业，中国银行将公司认定为关注类客户。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及如皋市区域经济发展及财力水平的综合分析，并考虑到如皋市政府对于公司在财政补贴等方面的支持，公司整体抗风险能力强。

八、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券对公司现有债务的影响

公司本次债券发行额度为 15 亿元，分别占 2014 年底长期债务和全部债务的 18.58% 和 15.37%，本次债券的发行对公司债务规模有一定影响。

截至 2014 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 60.00%、36.87% 和 32.58%，以公司 2014 年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本次债券发行后，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 61.39%、40.26% 和 36.43%。考虑到本次债券的 2 亿元将用于置换现有债务，本次债券发行后，公司实际债务指标将略低于上述测试水平。

2. 本次债券偿还能力分析

2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 13.10 亿元、20.66 亿元和 15.42 亿元，分别为本次债券发行额度的 0.87 倍、1.38 倍和 1.03 倍；同期，公司经营活动现金流入量分别为 47.63 亿元、68.99 亿元和 74.87 亿元，分别为本次债券发行额度的 3.18 倍、4.60 倍和 4.99 倍；经营活动现金净流量分别为 26.65 亿元、28.49 亿元和 19.35 亿元，分别为本次债券拟发行额度的 1.78 倍、1.90 倍和 1.29 倍。

本次债券设置了分期偿付条款，从第三年每年偿还本金 3 亿元。2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为每年偿还本金的 4.37 倍、6.89 倍和 5.14 倍；同期，公司经营活动现金流入量分别为每年偿还本金的 15.88 倍、23.00 倍和 24.96 倍；经营活动现金净流量分别为每年偿还本金的 8.88 倍、9.50 倍和 6.45 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对本次债券的保障程度较好。联合评级同时关注到公司经营活动现金流中，收到与支付其他与经营活动有关现金规模过大，经营活动现金流稳定性有待进一步观察。

九、债权保护条款分析

1. 保证担保

本次债券由中合担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中合担保是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，其成立宗旨是支持中小企业发展，促进多层次中小企业金融服务体系的完善。中合担保成立于 2012 年 7 月 19 日，由中国进出口银行、美国摩根大通集团、海航资本控股有限公司、宝钢集团有限公司、海宁宏达股权投资管理有限公司、西门子（中国）有限公司及内蒙古鑫泰投资有限责任公司共同发起设立。截至 2014 年末，中合担保注册资本 51.26 亿元，是目前国内资本规模最大的担保机构之一。

中合担保经营范围：贷款担保；债券发行担保（在法律法规允许的情况下）；票据承兑担保；贸易融资担保；项目融资担保；信用证担保；诉讼保全担保；投标担保；预付款担保；工程履约担保，尾付款如约偿付担保，及其他合同履约担保；与担保业务有关的融资咨询、财务顾问及其他中介服务；以自有资金进行投资；为其他融资性担保公司的担保责任提供再担保（在法律法规允许的情况下）；以及符合法律、法规并由有关监管机构批准的其他融资性担保和其他业务。

截至 2014 年底，中合担保设金融市场部、金融产品部、小微金融部、投资部、战略规划部、风险管理部、法律合规部、资产保全部、办公室、人力资源部、财务资金部、信息管理部及内控审计部，共有员工 146 人。

截至 2014 年底，中合担保资产总额 63.24 亿元，负债总额 8.93 亿元，所有者权益 54.31 亿元。2014 年，中合担保实现营业收入 5.60 亿元，其中已赚保费 1.58 亿元、投资收益 3.94 亿元，实现净利润 2.67 亿元。截至 2014 年底，中合担保担保责任余额 303.12 亿元。

联合评级于 2015 年 6 月 30 日评定中合担保主体长期信用等级为 AAA，该信用等级反映了中合担保代偿能力极强，联合评级对中合担保评级展望为稳定，风险极低。

2. 偿债保证的制度性安排

公司聘请江苏银行股份有限公司如皋支行（以下简称“江苏银行如皋支行”）作为本次债券的监管人、海通证券股份有限公司（以下简称“海通证券”）作为本次债券的债权代理人，签署了《2015 年如皋市交通投资发展有限公司公司债券账户及资金监管协议》。协议约定当出现下列情形之一时，公司应当立即或不得迟于知悉相关事件之日起 2 个工作日内以通讯、传真、公告或其他有效方式通知江苏银行如皋支行及海通证券：（1）公司已变更募集资金用途，且变更募集资金用途事宜已经债券持有人会议决议通过，新的募集资金投向符合国家产业政策，变更募集资金用途事宜业经省级发展改革部门同意，且已报国家发展和改革委员会备案；（2）公司预计不能按照本协议第六条的规定按时、足额划转偿债资金。

协议约定公司在江苏银行如皋支行设立募集资金使用专户。公司应在本次债券发行首日前 5 个工作日于江苏银行如皋支行开立唯一的募集资金使用专户，专门用于本次债券募集资金的接收、存储及划转，不得用作其他用途。募集资金使用专户中的资金包括本次债券募集款项及其存入该专项账户期间产生的利息。当公司未按照协议的要求，将资金按时、足额划入偿债资金专户时，江苏银行如皋支行有权将额度为当年应付利息/本息的资金直接从募集资金使用专户中划入偿债资金专户。若募集资金使用专户中的资金余额小于当年应付利息/本息，则江苏银行如皋支行有权将募集资金使用专户的所有资金直接划入偿债资金专户。

协议约定公司在江苏银行如皋支行设立偿债资金专户。公司应在本次债券发行首日前 5 个工作日在江苏银行如皋支行开立唯一的偿债资金专户，专门用于本次债券偿债资金的接收、存储及划转，不得用作其他用途。偿债资金专户中的资金包括用于偿还当年应付的本息的资金。偿债资金只能以银行存款或银行协定存款的方式存放，并且仅可用于按期支付本次债券的利息和到期支付本金。在本次债券付息日或兑付日前 7 个工作日（T-7 日），江苏银行如皋支行应检查偿债资金专户内的资金，并于当日将偿债资金专户内的资金情况书面通知公司和海通证券。同时，江苏银行如皋支行应根据偿债资金专户资金的情况作出如下处理：（1）在 T-7 日，偿债资金专户余额大于或等于当年应付利息/本息数额，协议各方执行正常利息/本息的划转工作；（2）在 T-7 日，偿债资金专户余额小于当年应付利息/本息数额，江苏银行如皋支行应在当日通知公司在 T-5 日前将当年应付利息/本息金额划入偿债资金专户；（3）在 T-5 日，公司未按江苏银行如皋支行通知的要求，将当年应付利息/本息金额划入偿债资金专户，江苏银行如皋支行应及时通知海通证券。（4）当海通证券确定公司不能按期偿付本次债券本息时，江苏银行如皋支行将按照海通证券的要求严格控制募集资金使用专户及偿债资金专户中所有资金的支出，不允许公司自行支配募集资金使用专户及偿债资金专户中的资金。

十、综合评价

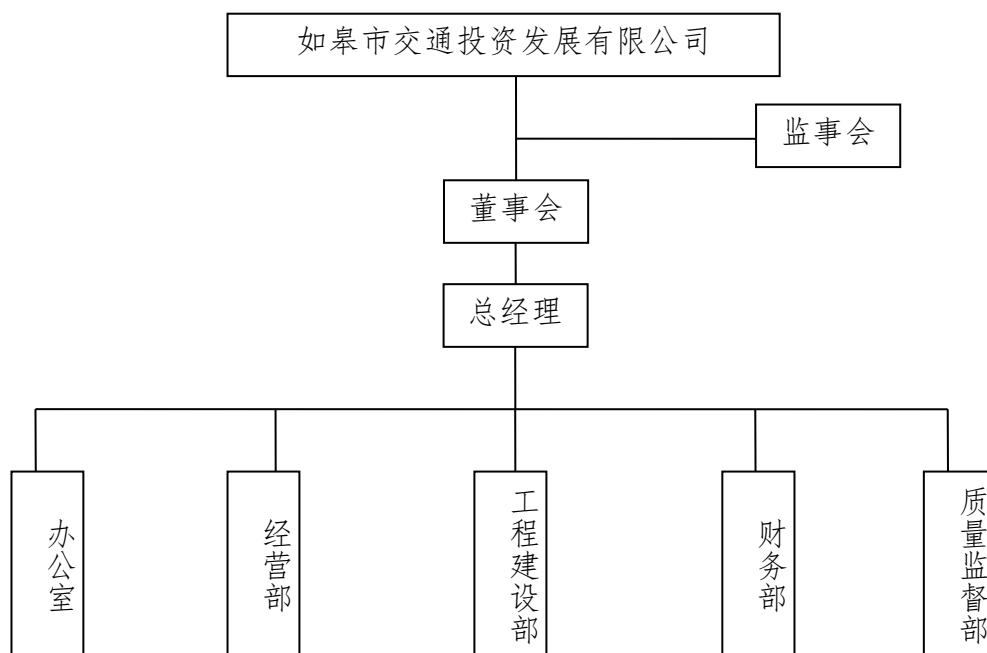
如皋市作为全国首批对外开放的沿海城市及沿江开发重点县（市）之一，区位优势显著、经济发展迅速，地方财政实力不断增强，基础设施投资力度不断增大，公司的外部发展环境良好。

公司作为如皋市政府基础设施建设主体，政府对公司发展支持力度大，对公司整体偿债能力形成了有效支撑。公司资产以土地使用权、政府往来及代建投入形成的在建工程为主，整体质量一般，流动性偏弱。公司在建基础设施项目较多，债务规模快速增长。考虑公司在如皋市基础设施建设领域所具有的区域垄断地位，政府支持力度大，公司主体信用风险低。

本次债券将部分用于置换现有债务，对公司现有债务规模影响不大，公司经营活动现金流量对本次债券发行额度的保障程度好。本次债券设置了分期偿还本金的条款，较大程度的缓解了集中偿付压力。本次债券由中合担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了本次债券的安全性。

基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1 公司组织结构图



附件 2 如皋市交通投资发展有限公司

主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额（亿元）	309.78	383.64	417.68
所有者权益（亿元）	136.47	169.4	167.08
短期债务（亿元）	7.02	10.05	16.84
长期债务（亿元）	47.44	63.47	80.74
全部债务（亿元）	54.46	73.52	97.59
营业收入（亿元）	26.66	39.99	35.05
净利润（亿元）	6.61	11.68	6.35
EBITDA（亿元）	13.1	20.66	15.42
经营性净现金流（亿元）	26.65	28.49	19.35
应收账款周转次数（次）	87.29	60.76	6.28
存货周转次数（次）	8.14	1.74	1.11
总资产周转次数（次）	0.17	0.12	0.09
现金收入比率（%）	97.08	94.34	51.67
总资本收益率（%）	4.82	6.43	4.07
总资产报酬率（%）	2.98	4.51	2.69
净资产收益率（%）	4.85	6.89	3.8
营业利润率（%）	58.49	54.71	44.15
费用收入比（%）	30.11	23.46	28.06
资产负债率（%）	55.94	55.84	60
全部债务资本化比率（%）	28.52	30.27	36.87
长期债务资本化比率（%）	25.8	27.26	32.58
EBITDA 利息倍数（倍）	5.05	5.25	3.49
EBITDA 全部债务比（倍）	0.24	0.28	0.16
流动比率（倍）	0.34	0.61	0.66
速动比率（倍）	0.32	0.48	0.57
现金短期债务比（倍）	1.44	1.28	1.03
经营现金流流动负债比率（%）	23.55	20.66	11.66
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.87	1.38	1.03

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
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%
盈利指标	
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%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×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%
财务构成指标	
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	
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
短期偿债能力指标	
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)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次债券到期偿还额
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+少数股东权益

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。