信用等级公告

联合〔2020〕1692号

联合资信评估有限公司通过对南通市崇川城市建设投资有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持南通市崇川城市建设投资有限公司主体长期信用等级为AA^+，维持“17崇川住房项目债/17崇川债”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

二〇二〇年六月十九日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

南通市崇川城市建设投资有限公司
2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
南通市崇川城市建设投资有限公司	AA^+	稳定	AA^+	稳定
南通新家园农业投资发展有限公司	AA_{pi}	稳定	AA_{pi}	稳定
17 崇川住房项目债/17 崇川债	AA^+	稳定	AA^+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17 崇川住房项目债/17 崇川债	15 亿元	15 亿元	2022/07/21

注：1.本期债券存续期第三年起,即 2020 年起至 2022 年,逐年分别按照债券发行总额的 30%、30%、40%的比例偿还债券的本金；2.上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 6 月 19 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

南通市崇川城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）是南通市崇川区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。跟踪期内，公司所在区域经济稳定发展，公司外部环境良好；公司区域专营性强，持续获得有力的外部支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产质量一般、债务规模显著增长、经营活动现金流持续大额净流出等因素对公司整体信用水平可能带来的不利影响。随着公司土地整理和保障房业务的不断推进，公司收入水平有望保持平稳。

“17 崇川住房项目债/17 崇川债”（以下简称“本期债券”）除募投项目自身收益覆盖外，公司还承担了本息偿还责任。同时，南通新家园农业投资发展有限公司（以下简称“新家园农业投资”）作为差额补偿人，为本期债券本息的偿还承担差额补偿责任。经联合资信公开评级，新家园农业投资主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为稳定。上述措施进一步保障了“17 崇川住房项目债/17 崇川债”本息偿付的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“17 崇川住房项目债/17 崇川债”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

优势

1. **外部环境良好。**跟踪期内，崇川区经济持续发展。2019年，崇川区地区生产总值为948.47亿元，比上年增长5.8%；为公司提供了良好的外部发展环境。
2. **区域专营性强。**跟踪期内，公司作为南通市崇川区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，区域专营性强。
3. **持续获得外部的有力支持。**跟踪期内，公司持续获得崇川区政府的有力支持；2019年，公司获得资产划拨、资金注入合计11.88亿元，获得政府财政补贴1.91亿元。以上支持有效增强了公司的资本实力。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻	评级结果		AA⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		3
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
外部支持				2

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值;通过矩阵分析模型得到指示评级结果加权平均值;通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师： 竺文彬　吕泽峰

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

关注

1. **资产质量一般。**跟踪期内，公司资产中应收类款项和存货规模大，占总资产的62.11%，对资金形成较大占用；且资产中包含一部分公益性资产，公司资产质量一般。
2. **债务规模显著增长，债务负担较重。**跟踪期内，公司债务规模显著增长；截至2019年底，公司全部债务222.18亿元，较上年底增长40.66%。2019年底，公司全部债务资本化比率59.65%，债务负担较重。
3. **经营活动现金流持续大额净流出。**2018－2019年，公司经营活动现金流持续大额净流出，分别-40.21亿元和-39.35亿元；公司经营支出规模大，对外部融资依赖较高。
4. **对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。**截至2019年底，公司对外担保余额47.91亿元，担保比率31.88%；公司对外担保规模较大，与区域内国有企业互保规模较大，存在一定或有负债风险。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产(亿元)	65.21	44.66	63.49
资产总额(亿元)	337.63	377.55	448.25
所有者权益(亿元)	123.70	135.94	150.29
短期债务(亿元)	25.24	48.36	38.26
长期债务(亿元)	93.80	109.60	183.93
全部债务(亿元)	119.04	157.96	222.18
营业收入(亿元)	28.19	23.97	12.35
利润总额(亿元)	2.49	2.39	2.91
EBITDA(亿元)	3.11	3.80	4.32
经营性净现金流(亿元)	13.29	-40.21	-39.35
营业利润率(%)	4.22	5.96	12.70
净资产收益率(%)	1.69	1.52	1.64
资产负债率(%)	63.36	63.99	66.47
全部债务资本化比率(%)	49.04	53.75	59.65
流动比率(%)	217.84	216.86	310.08
现金短期债务比(倍)	2.58	0.92	1.66
经营现金流动负债比(%)	11.11	-30.61	-34.60
EBITDA 利息倍数(倍)	0.45	0.62	0.37
全部债务/EBITDA(倍)	38.33	41.57	51.40
公司本部（母公司）			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额(亿元)	181.30	218.46	264.13
所有者权益(亿元)	115.41	126.84	139.07
全部债务(亿元)	50.90	68.96	98.56
营业收入(亿元)	6.29	6.49	6.81
利润总额(亿元)	1.07	1.69	1.10
资产负债率(%)	36.34	41.94	47.35
全部债务资本化比率(%)	30.60	35.22	41.48
流动比率(%)	601.32	323.84	561.46
经营现金流动负债比(%)	-48.77	-48.43	-72.84

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
17 崇川住房项目债/17 崇川债	AA+	AA+	稳定	2019/6/20	黄海伦 吕泽峰	城市基础设施投资企业主体信用评级方法 (2018 年) 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
17 崇川住房项目债/17 崇川债	AA	AA	稳定	2017/6/28	常楚笛 葛亮	基础设施建设投资企业信用分析要点 (2015 年)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由南通市崇川城市建设投资有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

南通市崇川城市建设投资有限公司
2020年跟踪评级报告

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”）关于南通市崇川城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东未发生变化，股东仍为南通市崇川区财政局（以下简称“崇川区财政局”）和南通狼山风景名胜区投资开发总公司（以下简称“狼山开发公司”）。2019年，崇川区财政局补缴资本金10亿元；截至2019年底，公司注册资本和实收资本均为35.82亿元，崇川区财政局仍为公司实际控制人，持股比例为99.74%。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至2019年底，公司本部内设计划财务部、投资发展部、工程管理部等共5个职能部门。截至2019年底，公司合并范围内子公司仍为7家。

截至2019年底，公司资产总额448.25亿元，所有者权益150.29亿元（含少数股东权益0.91亿元）；2019年，公司实现营业收入12.35亿元，利润总额2.91亿元。

公司注册地址：南通市跃龙南路36号。法定代表人：范越锋。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2020年3月底，联合资信所评公司债券余额合计15.00亿元（详见表1）。跟踪期内，“17崇川住房项目债/17崇川债”已按时付息。

根据《关于2017年南通市崇川区保障性住房建设项目收益债券项目实施进展情况及账户收支情况的说明》（2020年第1期），“17崇川住房项目债/17崇川债”募集资金已全部用于南通市崇川区R15007地块建设项目和R15008地块建设项目。上述项目总投资估算为22.90亿元，其中，R15007地块总投资为10.70亿元，R15008地块总投资为12.20亿元。截至2020年3月底，上述项目已完工。

表1　截至2020年3月底公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
17崇川住房项目债/17崇川债	15.00	15.00	2017/07/21	5年

资料来源：联合资信整理

截至2020年5月底，募投项目实际共产生销售收入合计7.60亿元，收到政府补贴10.18亿元。总体看，募投项目实际进度基本按照计划执行，联合资信将持续关注项目进展和收益情况。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要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，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，固定资产投资是拉动我国经济

增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理，并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以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利

项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 2　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

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，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。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，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济情况

2019 年，崇川区经济实力稳步提升，为公司的业务发展提供了良好的外部环境。

公司投资经营的项目全部集中在南通市崇川区，崇川区的经济水平及未来发展规划对公司发展影响较大。根据《南通市崇川区 2019 年国民经济和社会发展统计公报》，2019 年崇川区地区生产总值为 948.47 亿元，比上年增长 5.8%。其中，第一产业增加值 0.04 亿元，下降 29.6%；第二产业增加值 235.65 亿元，增长 5.6%；第三产业增加值 712.77 亿元，增长 5.8%。全区三次产业结构为 0.0：24.8：75.1（合计数不为 100 系四舍五入所致）。人均 GDP（按常住人口计算）为 131732 元，增长 5.3%。

2019 年，崇川区实现工业增加值 171.58 亿元，增长 5.8%；实现规模以上工业总产值 370.30 亿元，增长 4.1%。同期，全区固定资产投资额增长 7.5%。分产业看，工业投资增长 8.8%，占全部投资的比重为 10.2%；服务业投资增长 7.3%，其中房地产业投资增长 11.1%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东未发生变动，仍为崇川区财政局和狼山开发公司，实际控制人仍为崇川区财政局。

2. 企业竞争力

跟踪期内，公司职能定位未发生变化。公司作为崇川区重要的基础设施建设主体，受市区两级政府委托负责南通市崇川区基础设施建设、城区土地整理、开发及配套设施的建设，同时，公司也是崇川区拆迁安置房和保障房的主要开发建设主体，承担了崇川区绝大部分的拆迁安置开发建设任务。

3. 外部支持

跟踪期内，崇川区财政实力不断增强，财政自给能力很强，债务负担较轻；公司在资产划拨、资金注入和财政补贴等方面得到政府的有力支持。

2019 年，崇川区一般公共预算收入为 72.53 亿元，同比增长 3.6%；同期一般公共预算支出为 42.82 亿元，同比增长 8.3%；崇川区财政自

给率为 169.31%，财政自给能力很强。

由于保障性限价房、商办、普通商品房、土地出让等收入减少，2019 年，崇川区实现政府性基金收入 43.61 亿元，同比下降 23.6%；同期，政府性基金支出为 41.74 亿元。

截至 2019 年底，崇川区地方政府债务余额为 69.21 亿元（其中：一般债务 31.11 亿元，专项债务 38.10 亿元），负债率为 7.90%，债务负担较轻。

资产划拨

跟踪期内，崇川区财政局无偿划拨南通紫荆华通股权投资合伙企业(有限合伙)的 2800.0 万元股权至公司，计入“资本公积”。

资金注入

2019 年，崇川区财政局向公司补缴资本金 10.00 亿元，计入“实收资本”。

2019 年，崇川区财政局将中小企业转贷基金 2000.0 万元转增公司“资本公积”；拨入 1.40 亿元资金至公司，计入“资本公积”。

财政补贴

跟踪期内，公司获得政府财政补贴 1.91 亿元，计入“其他收益”。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司债务履约情况良好，未发现公司有其他不良信用记录。

根据公司提供的企业信用报告（自主查询版，统一社会信用代码：91320600771507686F），截至2020年5月20日，公司跟踪期内无新增未结清和已结清的不良信贷记录，债务履约情况良好。

截至2020年5月20日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务收入大幅下降，主要系安置房销售业务大幅下降所致，收入来源仍以土地整理业务和安置房销售业务为主；毛利率较高的土地出让收入占比有所增长，受此影响，主营业务毛利率有所上升。

2019 年，公司实现主营业务收入 12.30 亿元，同比下降 48.62%，主要系安置房销售收入下降所致。主营收入来源仍以土地整理收入和安置房销售收入为主，合计占比 85%以上。受毛利较高的土地整理收入占比增加影响，主营业务毛利率有所上升。

表 3 公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

主营业务类项	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理	64890.13	27.10	16.94	68134.63	55.39	16.94
安置房销售收入	162528.84	67.88	1.83	38178.24	31.04	2.23
房屋出租收入	9450.42	3.95	49.65	13510.62	10.98	54.04
物业管理	1057.96	0.44	-37.21	941.02	0.77	-26.23
项目建设管理	206.46	0.09	100.00	526.96	0.43	100.00
其他	1288.99	0.54	11.33	1715.33	1.39	2.96
合 计	**239422.8**	**100.00**	**7.78**	**123006.81**	**100.00**	**16.28**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）土地整理业务

跟踪期内，公司土地整理（拆迁项目）业务收入略有上升，毛利率保持稳定。考虑到公司持续较大规模资金的投入，土地整理业务未来收入持续性较好。

公司负责崇川区征地拆迁和平整工作，跟踪期内，公司土地整理业务模式未发生变

化。公司受南通市崇川区房屋征收管理办公室委托，参与征地拆迁项目前期手续办理、进行项目过程控制、负责项目资金拨付等与工程相关的管理工作；公司根据当年政府认定的拆迁进度，按项目成本加 15%收益确认收入（具体加成比例根据每年政府结算金额可能有所调整），确认收入后政府每半年与公司进行一次结算回款。

表 4　截至 2019 年底公司征地拆迁项目情况

（单位：亿元）

项目分类	2019 年发生额	2019 年底累计额
城建工程土地整理	0.48	101.28
低价位商品房土地整理	0.00	67.50
土地储备整理	0.97	65.59
代建项目土地整理	9.69	37.58
公益项目土地整理	3.71	11.94
合计	**14.86**	**283.90**

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司累计支付拆迁款 283.90 亿元。其中，2019 年，公司支付土地整理相关拆迁款合计 14.86 亿元，其中主要支付城建工程土地整理拆迁款 9.69 亿元。

2019 年，公司确认土地整理收入 6.81 亿元，较上年略有增长；同期，毛利率保持平稳，为 16.94%。回款方面，2019 年，公司收到土地整理业务回款 7.02 亿元。

截至 2019 年底，公司续建项目 36 个，计划新开工项目 10 个，预计 2020 年总投资为 6.93 亿元。

（2）安置房销售业务

跟踪期内，公司安置房销售业务收入受销售节点影响大幅下降，毛利率持续保持较低水平。公司在建和拟建项目投资规模较大，存在一定的融资需求，未来收入持续性较好。联合资信将持续关注公司安置房的销售进展。

公司保障房业务在完全市场化的环境中通过土地招拍挂拿地、项目立项、施工建设和产品销售等开发过程中进行业务操作。在进入销售阶段由区政府召开相关会议，结合周边房屋情况和房屋特点制定出限定价和核定价进行销售。通常安置房项目销售价格远低于市场水平，项目毛利率较低，崇川区政府每年根据实际情况给予公司一定的财政补贴。

2019 年，公司实现安置房销售收入 3.82 亿元，销售项目主要包括外滩北苑、惠泽苑、陆洪闸地块一和陆洪闸地块三等。公司安置房销售收入较 2018 年减少 12.43 亿元，主要系当年销售项目相对较少所致。2019 年，公司安置房业务毛利率 2.23%，毛利率保持在较低水平主要系政府销售指导价偏低所致。

截至 2019 年底，公司已完工安置房合计 39906 套，面积 409.46 万平方米；已销售 38448 套（395.38 万平方米），待销售 1458.00 套（14.08 万平方米）。

截至 2019 年底，公司主要在建保障房项目 5 个，预计总投资 59.80 亿元，累计已投资 44.34 亿元，2019 年已投资 11.51 亿元，未来尚需投资 15.46 亿元。截至 2019 年底，公司拟建安置房项目共 7 个，分别为钢丝绳厂地块、原航海机械厂地块和五一职工苑西地块等，总投资 55.49 亿元。公司在建和拟建项目投资规模较大，存在一定的融资需求。

表 5　截至 2019 年底公司安置房在建项目情况　（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	2019 年投资	累计已投资	尚需投资
园林佳苑（啬园东项目）	19.80	5.36	16.01	3.79
光明嘉苑（机关加油站）	14.10	2.47	10.92	3.18
红星嘉苑	11.90	2.31	7.82	4.08
山芝庄新苑（天字味精厂）	6.00	0.92	4.69	1.31
百花馨苑（耀荣玻璃）	8.00	0.45	4.90	3.10

合计	**59.80**	**11.51**	**44.34**	**15.46**

资料来源：公司提供

（3）其他业务

公司其他业务占比较小，以房屋出租收入为主；未来随着公司自建项目的逐步完工，其他收入有望持续增长。

公司其他业务主要是房屋出租业务、物业管理、项目建设管理等，以房屋出租收入为主。

公司房屋出租业务主要为符合园区产业导向的企业提供房产租赁服务。2019 年房屋出租实现收入 1.35 亿元，同比有所增长；房屋出租收入毛利率 54.04%，较 2018 年增加 4.39 个百分点。同期，公司实现物业费管理收入 941.02 万元，较 2018 年略有下降；该业务亏损有明显的收缩，主要系有较多物业管理合同进入合同第四年（合同年限为 5 年，最后两年服务价格上浮），根据合同调升服务价格所致。

截至 2019 年底，公司自建项目主要包括学田科创中心项目、标准厂房项目（医疗产业园二期）和南通大学城项目。计划总投资规模 15.76 亿元，已完成投资 11.07 亿元，尚需投资 4.69 亿元，项目建设资金全部来源于贷款及自筹。项目建成后将用于出租及出售。

表 6　截至 2019 年底公司主要自建项目情况　（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资	资金来源
学田科创中心项目	0.86	0.82	0.04	自筹
标准厂房项目（医疗产业园二期）	10.00	6.43	3.57	贷款及自筹
南通大学城项目	4.90	3.82	1.08	自筹、贷款
合计	**15.76**	**11.07**	**4.69**	--

资料来源：公司提供

3. 未来发展

未来，公司将继续专注于原有业务的基础上，同时开拓新的业务板块，不断丰富公司的收入结构。

公司将继续专注于土地整理和安置房建设业务。土地整理业务方面，公司根据区政府城建计划，对主城区、开发区、狼山风景区范围内进行征地拆迁及土地平整等前期工作。按协议约定预计每年可确认收益约 3 亿元。安置房建设业务方面，将继续由公司的子公司天一和天泰负责承接和实施业务；目前公司拟建安置房项目共 7 个，分别为钢丝绳厂地块、原航海机械厂地块和五一职工苑西地块等，总投资 55.49 亿元，后续将为公司带来较好的安置房收入。

除原有业务外，公司计划开展环保业务、地产业务、劳务外派业务和医疗美容业务等，进一步丰富公司收入构成，逐步把公司打造成资产优良、业务布局合理、管理科学规范的现代化企业。

七、财务分析

公司提供了2019年财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

跟踪期内，公司合并范围无变动，财务数据可比性强。截至 2019 年底，公司纳入合并范围的子公司共 7 家。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，以流

动资产为主；应收类款和存货占比较大，对公司资金形成较大占用。资产中包含一部分公益性资产，总体来看，公司资产质量一般。

截至2019年底，公司资产总额448.25亿元，较上年底增长18.73%。其中流动资产占78.67%，公司资产以流动资产为主。

表 7　公司主要资产构成情况　（单位：亿元、%）

主要构成	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	44.25	11.72	62.70	13.99
应收账款	27.80	7.36	26.70	5.96
其他应收款	59.21	15.68	74.94	16.72
存货	142.89	37.85	176.75	39.43
流动资产	**284.88**	**75.45**	**352.65**	**78.67**
投资性房地产	25.07	6.64	25.32	5.65
其他非流动资产	36.37	9.63	36.37	8.11
非流动资产	**92.68**	**24.55**	**95.60**	**21.33**
资产总额	**377.55**	**100.00**	**448.25**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司流动资产 352.65 亿元，较上年底增长 23.79%，主要系货币资金、其他应收款和存货增长所致。截至 2019 年底，公司货币资金 62.70 亿元，较上年底增长 41.70%，主要由银行存款构成。其中受限货币资金 6.53 亿元，主要系票据保证金和存单质押。截至 2019 年底，公司应收账款 26.70 亿元，较上年底下降 3.94%，主要系与应付帐款、其他应付款有部分冲抵所致。公司应收账款账龄较短，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款账龄在一年以内的占 9.22%，1~2 年占 89.70%；应收崇川区财政局余额占应收账款总额的 97.67%，集中度高。公司其他应收款主要系往来款，截至 2019 年底，公司其他应收款 74.94 亿元，较上年底增长 26.57%，主要增加对崇川区企事业单位往来款所致；公司其他应收款账龄较短，按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账龄在一年以内的占 72.44%、1~2 年占 10.64%, 2~3 年占 10.37%；按欠款方归集的期末余额前五名占其他应收款总额的 84.70%，其中第一大欠款方为崇川区财政局，占 66.29%，集中度高。截至 2019 年底，公司存货 176.75 亿元，较上年底增长 23.70%，主要系土地整理业务相关的拆迁项目成本、安置房开发成本及资本化利息增加所致；公司存货主要由库存商品 24.78 亿元、拆迁项目成本 67.27 亿元和开发成本 83.48 亿元构成，此外还包含少量物资采购和工程施工成本等。

截至2019年底，公司非流动资产合计95.60亿元，较上年底增长3.16%。截至2019年底，公司投资性房地产25.32亿元，较上年底变动不大，主要为用于出租的房屋及建筑物。截至2019年底，公司其他非流动资产36.37亿元，主要系景区土地使用权（属于公益性资产），较上年底无变动。

截至2019年底，公司受限资产合计38.80亿元，其中货币资金6.53亿元、无形资产2.33亿元、固定资产6.49亿元、存货9.34亿元和投资性房地产14.11亿元，占资产总额8.66%，公司受限资产比例一般。

2. 资本结构

跟踪期内，政府持续对公司注资，有效增强了公司资本实力，所有者权益有所增长；公司所有者权益稳定较好。

截至2019年底，公司所有者权益150.29亿元，较上年底增长10.55%，主要系实收资本增长所致。

截至2019年底，公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，分别为35.82亿元、91.77亿元和19.25亿元，实收资本和资本公积占比较大，公司所有者权益稳定较好。其中实收资本较上年底增加10.00亿元，主要系政府补缴资本金所致；资本公积较上年底增加1.88亿元，系政府对公司的资产划拨及资金注入。

表8　公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

主要构成	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
实收资本	25.82	18.99	35.82	23.83
资本公积	89.89	66.12	91.77	61.06
未分配利润	16.82	12.37	19.25	12.81
少数股东权益	0.95	0.70	0.91	0.61
所有者权益	**135.94**	**100.00**	**150.29**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司债务规模显著增长，债务结构仍以长期债务为主，债务负担较重；未来公司存在较大集中兑付压力。

截至2019年底，公司负债总额297.96亿元，较上年底增长23.32%；其中非流动负债占比61.83%，公司负债以非流动负债为主。

表9　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

主要构成	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.47	3.09	25.39	8.52
应付账款	18.36	7.60	13.30	4.46
其他应付款	56.63	23.44	54.13	18.17
流动负债	**131.36**	**54.37**	**113.73**	**38.17**
长期借款	58.65	24.27	95.54	32.06
应付债券	50.95	21.09	88.39	29.67
非流动负债	**110.25**	**45.63**	**184.23**	**61.83**
负债总额	**241.61**	**100.00**	**297.96**	**100.00**

资料来源：公司审计报告

截至2019年底，公司流动负债113.73亿元，同比下降13.42%。截至2019年底，公司短期借款25.39亿元，较上年底增长239.88%，其中保证借款17.41亿元、质押借款5.28亿元、抵押借款2.70亿元。截至2019年底，公司应付账款13.30亿元，较上年底下降27.58%，主要系应付安置房建设暂估款减少所致。截至2019年，公司其他应付款54.13亿元，主要系与崇川区企事业单位的往来款，较上年底变动不大。

截至2019年底，公司非流动负债184.23亿元，较上年底增长67.11%，主要系长期借款和应付债券增长所致。截至2019年底，公司长期借款95.54亿元，较上年底大幅增长62.90%；其中保证借款19.77亿元、抵押借款23.72亿元、质押借款52.05亿元（质押物主要为政府购买服务协议项下应收账款）。截至2019年底，公司应付债券88.39亿元，较上年底增长73.49%，主要系公司当年发行私募债、债权融资计划及企业

债合计44.55亿元所致。

截至2019年底，公司全部债务为222.18亿元，较上年底增长40.66%。同期，公司短期债务和长期债务分别占全部债务的17.22%和82.78%，债务结构以长期债务为主。2019年底，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均较上年有所增长，分别为66.47%、55.03%和59.65%。总体来看，公司债务负担较重。公司未来债务到期情况如下表所示，公司于2024年面临较大的集中兑付压力。

表 10　截至 2019 年底公司有息债务剩余期限分布　（单位：亿元）

剩余期限	≤1 年	1~2 年	2~3 年	3~4 年	4~5 年	>5 年	合计
到期金额	38.26	10.94	16.66	2.32	70.02	83.98	**222.18**

资料来源：公司提供

3．盈利能力

跟踪期内，公司营业收入大幅减少；利润总额对非经常性损益依赖大，公司盈利能力仍弱。

2019 年，公司实现营业收入 12.35 亿元，同比下降 48.49%；同期，公司营业成本 10.30 亿元，较上年下降 53.35%；营业成本下降速度高于营业收入下降速度，公司营业利润率较上年增加 6.74 个百分点，为 12.70%。

2019 年，公司期间费用 1.54 亿元，主要以管理费用为主，同比下降 2.96%。公司期间费用/营业收入为 12.51%，同比有所上升。

非经常性损益方面，2019 年，公司投资收益 0.65 亿元，主要系权益法核算的长期股权投资收益；公允价值变动收益 0.69 亿元，主要系按公允价值计量的交易性金融资产及投资性房地产的增值。同期，公司收到政府补助 1.31 亿元，计入“其他收益”。2019 年，公司实现利润总额 2.90 亿元，利润总额对非经常性损益有较大依赖。

2019 年，公司总资本收益率同比有所下降，净资产收益率同比有所上升，分别为 0.80%和 1.64%，总体看，公司盈利能力仍弱。

4．现金流分析

跟踪期内，由于往来支付金额较大，公司经营活动现金流量表现为大额净流出。投资活动现金流规模小。公司对外部融资依赖较大，融资规模大幅增长，筹资活动现金流量净额快速增长。考虑到公司未来土地整理业务和安置房项目的持续支出，公司筹资压力较大。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助以及往来款等。2019年，公司经营活动现金流入45.02亿元，同比大幅下降主要系收到的往来款和土地整理业务相关款项大幅下降所致。同期，公司经营活动及往来款支出大幅减少，经营活动现金流出84.37亿元，同比减少39.78亿元。2019年，公司经营活动现金流量净额为-39.35亿元。现金收入比有所改善，由2018年的68.65%上升至2019年的100.81%。

2019年，公司投资活动现金流较小，主要为净支出；公司投资活动现金流量净额为-1.25亿元。

2019年，公司融资规模明显扩大，筹资活动现金流入金额为145.02亿元，主要为取得借款收到的现金（公司发行债券收到的现金均计入此科目）；筹资活动现金流出89.18亿元，同比增加38.75亿元，主要是偿还债务本息；此外，收到和支付其他与筹资活动有关的现金分别为2.98亿元和8.99亿元，主要是项目保证金支出与收回。公司筹资活动现金流量净额55.84亿元。

5．偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力较强；长期债务规模较大，长期偿债能力弱；公司对外担保规模较大，面临一定或有负债风险。但考虑

到股东对公司的持续有力支持和较为畅通的间接融资渠道，公司整体偿债风险很低。

从短期偿债指标看，2019年底，公司流动比率和速动比率均较上年底有所上升，分别为310.08%和154.66%。2019年，经营性现金流量净额为负，对公司流动负债无保障能力。截至2019年底，公司现金类资产为63.49亿元，相当于短期债务的1.66倍，对短期债务覆盖程度较好。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为4.32亿元；公司调整后全部债务/EBITDA分别为51.40倍，公司长期偿债能力弱。

截至2019年底，公司获得银行授信总额224.40亿元，未使用额度51.41亿元，公司间接融资通道顺畅。

截至2019年底，公司对外担保余额47.91亿元，担保比率31.88%，担保比例较高。被担保对象全部为当地国有企业，目前均正常经营，公司与当地国有企业互保规模较大。总体看，公司面临一定或有负债风险。

考虑到股东对公司的持续有力支持和较为畅通的间接融资渠道，公司整体偿债风险很低。

6. 母公司财务分析

跟踪期内，母公司短期偿债能力较强；资产总额及营业收入占合并口径的比重一般。

母公司财务方面，截至2019年底，母公司资产总额264.13亿元，较上年底增长20.90%；。其中流动资产占63.03%，非流动资产占比36.97%。母公司资产总额占合并报表资产总额的55.52%，占比一般。

截至2019年底，母公司所有者权益合计139.07亿元，较上年底增长9.64%。母公司所有者权益占合并报表所有者权益的92.53%，占比较高。

截至2019年底，母公司负债合计125.06亿元，较上年底增长36.50%，主要系长期借款和应付债券增加所致。其中非流动负债占76.29%，母公司负债以非流动负债为主。

2019年，母公司实现营业收入6.81亿元，占合并报表营业收入的55.16%；同期，母公司利润总额1.10亿元。

2019年，母公司经营活动现金流量净额为-21.60亿元，投资活动现金流量净额为-9.99亿元，筹资活动现金流量净额为30.23亿元。

2019年底，母公司流动比率为561.46%，速动比率为413.47%，现金短期债务比为2.08倍，母公司短期偿债能力较强。

八、存续期内债券偿还能力

截至2020年5月底，公司存续债券余额64.00亿元，一年到期余额12.20亿元；公司短期债券偿还压力不大，未来存在一定的集中兑付压力。

截至2020年5月底，公司存续债券余额64.00亿元，一年到期余额12.20亿元[1]，未来债券偿还峰值为41.00亿元[2]。截至2019年底，公司现金类资产63.49亿元，为一年内到期债券余额的8.82倍，对一年内到期的债券保障能力强。同期，公司EBITDA、经营活动现金流入量分别为4.32亿元和45.02亿元，分别对未来待偿债券本金峰值的保障倍数分别为0.11倍和1.10倍。

表11 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2019年
一年内到期债券余额	12.20
未来待偿债券本金峰值	41.00
现金类资产/一年内到期债券余额	5.20
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.11
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	1.10

资料来源：联合资信整理

此外，南通新家园农业投资发展有限公司（以下简称“新家园农业投资”）作为差额补偿人，当“17崇川住房项目债/17崇川债”存

[1] 考虑“17崇川01”于2020年行权
[2] 考虑“19崇川01”“19崇川02”“19崇川03”“19崇川04”于2022年行权

续期内每期偿债资金专户内账户余额不足以支付当期本息以及公司向新家园农业投资发出差额补偿的申请时，差额补偿人需按差额补偿协议约定的时间和方式补足偿债资金专户余额与应付本金、利息以及提前兑付补偿金（如有）总额之间的差额部分。

新家园农业投资

新家园农业投资成立于 2006 年 4 月，初始注册资本为 0.10 亿元。跟踪期内，公司地址变更为江苏省南通市港闸区城港路 58 号 9 楼 920 室。截至 2019 年底，新家园农业投资注册资本和实收资本均为 15.00 亿元，港闸国资持有 100%股份，实际控制人仍为港闸区人民政府。

新家园农业投资是港闸区重要的基础设施建设主体，经营收入保持多元化，目前新家园农业投资主要负责港闸区万顷良田项目建设，同时也包括河道疏浚整治、农田水利建设、森林公园修缮工程、钢材贸易、苗木销售和垃圾清运等业务。2019 年，新家园农业投资实现主营业务收入 3.75 亿元，同比有所下降。主营业务收入主要由建设管理和工程建设业务构成，建设管理收入和工程建设收入分别占 37.70%和 42.12%。建设管理收入主要来自万顷良田项目结算管理费收入，较上年略有下降；工程建设收入主要来自河道整治工程的回购款，较上年有所增长。2019 年，新家园农业投资主营业务收入毛利率较上年增加 7.55 个百分点，主要系苗木销售业务扭亏为盈及垃圾清运收入毛利率大幅增长所致。

表 12　新家园农业投资主营业务收入变动情况　（单位：亿元、%）

业务类型	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建设管理	1.44	34.96	100.00	1.41	37.70	100.00
工程建设	1.43	34.75	10.96	1.58	42.12	8.62
钢材销售	0.78	18.89	-0.56	0.08	2.22	-10.04
苗木销售	0.23	5.63	-25.80	0.39	10.50	7.45
垃圾清运收入	0.24	5.77	15.80	0.28	7.47	50.59
合计	**4.11**	**100.00**	**38.12**	**3.75**	**100.00**	**45.67**

注：上述数据合计数不一致系四舍五入导致
资料来源：新家园农业投资审计报告

截至 2019 年底，新家园农业投资资产总额 156.58 亿元，较上年底增长 13.44%，流动资产和非流动资产占比接近。新家园农业投资资产中其他应收款和在建工程占比大，对其资金形成较大占用；截至 2019 年底，其他应收款 47.25 亿元，主要系与南通市港闸区财政局的往来款；在建工程 63.59 亿元，主要为万顷良田项目。总体来看，新家园农业投资资产流动性较弱，资产质量一般。

截至 2019 年底，公司所有者权益 62.09 亿元，较上年底变动不大。

截至 2019 年底，新家园农业投资全部债务 81.12 亿元，较上年底有所增长；以长期债务为主，与项目建设项目周期长相匹配，债务结构相对合理。新家园农业投资全部债务资本化比率 56.64%，债务负担较重。

截至 2019 年底，新家园农业投资现金类资产 24.27 亿元，经营活动现金流入量为 15.19 亿元，经营活动现金流净额为 5.60 亿元，对“17 崇川住房项目债/17 崇川债”债务本金覆盖倍数分别为 1.62 倍，1.01 倍和 0.37 倍。现金类资产及经营活动现金流入量对“17 崇川住房项目债/17 崇川债”债务本金保障能力尚可。

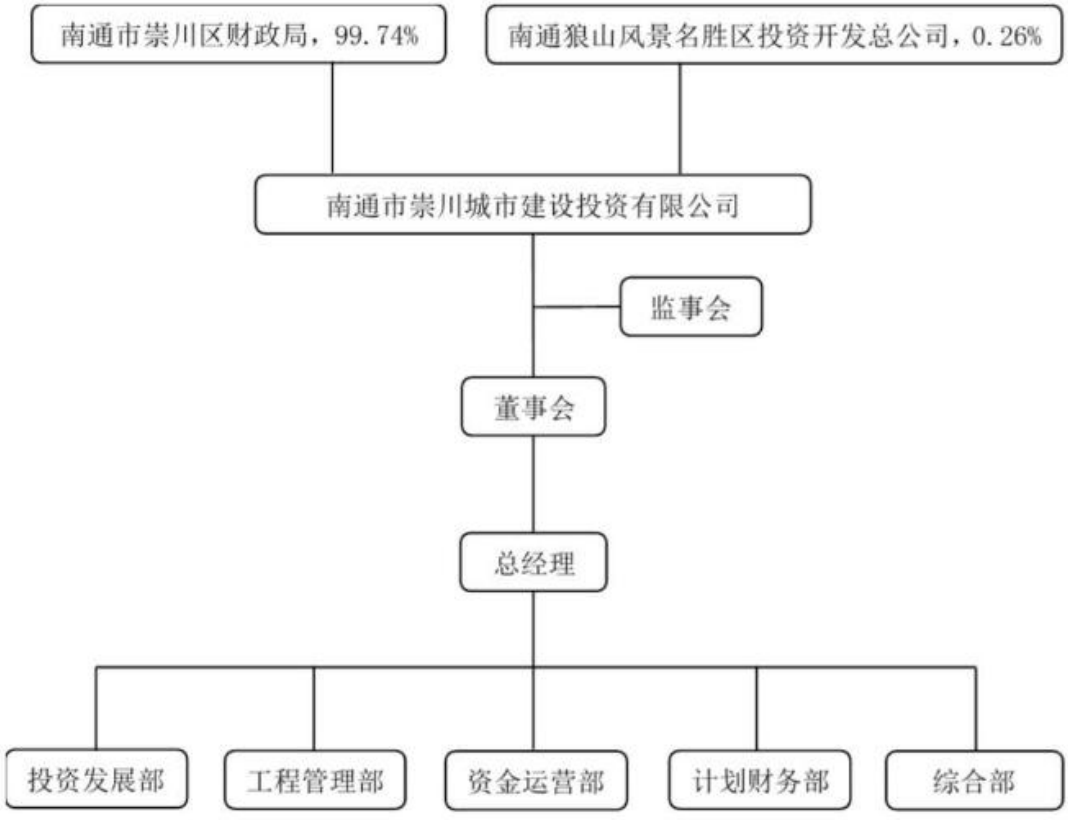
经联合资信评定，新家园农业投资主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为稳定。新家园农业投资对“17 崇川住房项目债/17 崇川债”

的差额补偿进一步保障了“17 崇川住房项目债/17 崇川债”本息偿付的安全性。

九、结论

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^{+}，维持“17崇川住房项目债/17崇川债”的信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年底公司股权及组织结构图



附件 2　截至 2019 年底公司合并范围子公司情况

企业名称	主要经营地	业务性质	注册资本(万元)	持股比例(%)	享有的表决权(%)
南通天一置业有限公司	南通	基础设施、市政工程建设等	125000.00	100	100
南通市天一水利建设有限公司	南通	水利工程、道路工程等	8000.00	100	100
南通市阳光农业开发有限公司	南通	农村水利工程建设、农业科技开发等	1000.00	100	100
南通市崇川国有资产运营有限公司	南通	资产经营管理及服务；房屋、车辆、设备租赁；实业投资；园区开发建设；物业管理；土地开发及服务；基础设施建设与管理；钢材、建材、纺织品、机电设备、机械设备、五金工具、装饰装潢材料的销售。	106000.00	100	100
南通市景天危房旧城改造有限公司	南通	城中村、棚户区住房、危旧房改造等	20000.00	100	100
南通泽川产业园管理有限公司	南通	开发建设、公益事业等	82000.00	100	100
南通天锦色织印染园有限公司	南通	色织印染园开发建设、投资及咨询服务等	30000.00	80	80

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	65.21	44.66	63.49
资产总额(亿元)	337.63	377.55	448.25
所有者权益(亿元)	123.70	135.94	150.29
短期债务(亿元)	25.24	48.36	38.26
长期债务(亿元)	93.80	109.60	183.93
全部债务(亿元)	119.04	157.96	222.18
营业收入(亿元)	28.19	23.97	12.35
利润总额(亿元)	2.49	2.39	2.91
EBITDA(亿元)	3.11	3.80	4.32
经营性净现金流(亿元)	13.29	-40.21	-39.35
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.87	0.82	0.45
存货周转次数(次)	0.23	0.18	0.06
总资产周转次数(次)	0.09	0.07	0.03
现金收入比(%)	80.93	68.65	100.81
营业利润率(%)	4.22	5.96	12.70
总资本收益率(%)	0.94	0.91	0.80
净资产收益率(%)	1.69	1.52	1.64
长期债务资本化比率(%)	43.13	44.64	55.03
全部债务资本化比率(%)	49.04	53.75	59.65
资产负债率(%)	63.36	63.99	66.47
流动比率(%)	217.84	216.86	310.08
速动比率(%)	128.33	108.09	154.66
现金短期债务比(倍)	2.58	0.92	1.66
经营现金流动负债比(%)	11.11	-30.61	-34.60
EBITDA 利息倍数(倍)	0.45	0.62	0.37
全部债务/EBITDA(倍)	38.33	41.57	51.40

附件 4　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	16.69	7.89	6.54
资产总额(亿元)	181.30	218.46	264.13
所有者权益(亿元)	115.41	126.84	139.07
短期债务(亿元)	2.00	17.74	3.15
长期债务(亿元)	48.90	51.22	95.41
全部债务(亿元)	50.90	68.96	98.56
营业收入(亿元)	6.29	6.49	6.81
利润总额(亿元)	1.07	1.69	1.10
EBITDA(亿元)	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-8.29	-19.57	-21.60
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.20	0.21	0.22
存货周转次数(次)	0.50	0.23	0.15
总资产周转次数(次)	0.04	0.03	0.03
现金收入比(%)	103.00	103.00	103.00
营业利润率(%)	15.67	15.84	15.68
总资本收益率(%)	0.48	0.73	0.35
净资产收益率(%)	0.69	1.13	0.59
长期债务资本化比率(%)	29.76	28.76	40.69
全部债务资本化比率(%)	30.60	35.22	41.48
资产负债率(%)	36.34	41.94	47.35
流动比率(%)	601.32	323.84	561.46
速动比率(%)	497.76	250.99	413.47
经营现金流动负债比(%)	-48.77	-48.43	0.22
现金短期债务比(倍)	8.34	0.44	2.08
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--

注：公司未提供母公司现金流量表补充数据，故不计算 EBITDA 等相关数据

附件 5　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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%
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-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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 6-1 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 6-2 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 6-3 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 6-4　主体公开信用评级信用等级设置及其含义

联合资信主体公开信用评级是指根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级，也称主动评级。联合资信主体公开信用评级信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}。除AAA_{pi}级，CCC_{pi}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：

级别设置	含义
AAA_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	不能偿还债务