

信用等级公告

联合[2017] 373 号

联合资信评估有限公司通过对南通市经济技术开发区总公司及其拟发行的 2017 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估, 确定

南通市经济技术开发区总公司

主体长期信用等级为

AA⁺

南通市经济技术开发区总公司

2017 年度第二期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年八月十四日



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

网址: www.lhratings.com

南通市经济技术开发区总公司

2017 年度第二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

本期中期票据发行金额：6 亿元

本期中期票据期限：5 年

偿还方式：按年付息，到期一次性偿还本金

募集资金用途：偿还有息债务

评级时间：2017 年 8 月 14 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	38.93	31.95	20.15	20.18
资产总额(亿元)	271.99	317.31	323.13	355.17
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	90.42	107.91	107.07	107.19
短期债务(亿元)	68.98	66.59	66.59	50.51
长期债务(亿元)	74.13	95.46	128.10	143.37
全部债务(亿元)	143.12	162.05	194.69	193.89
主营业务收入/营业收入(亿元)	22.24	24.08	20.01	6.99
利润总额(亿元)	0.96	1.21	0.89	0.13
EBITDA(亿元)	2.93	4.42	3.79	--
经营性净现金流(亿元)	-29.26	-26.80	-24.84	-28.92
营业利润率(%)	-7.76	-4.69	-4.53	5.40
净资产收益率(%)	0.84	0.85	0.63	0.12
资产负债率(%)	66.76	65.99	66.86	69.82
全部债务资本化比率(%)	61.28	60.03	64.52	64.40
流动比率(%)	232.16	270.02	366.49	334.55
经营现金流/EBITDA(%)	-28.78	-26.13	-32.23	--
全部债务/EBITDA(倍)	48.87	36.69	51.34	--

注：2014~2015 年公司合并财务数据采用旧会计准则，公司自 2016 年 1 月 1 日起执行新会计准则，为保持公司财务数据可比性，2015 年财务数据采用 2016 年期初数。2017 年一季度财务数据未经审计。

分析师

王 妍 朱 煜

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

网址：www.lhratings.com

评级观点

南通市经济技术开发区总公司（以下简称“公司”）系南通市经济技术开发区（以下简称“南通开发区”）内重要的城市基础设施建设、土地拆迁整理和保障房建设投融资主体，由南通市经济技术开发区管委会（以下简称“开发区管委会”）实际控制和管理。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级结果反映了南通开发区不断增长的经济和财政实力、南通市政府和开发区管委会对公司多方面的大力支持以及公司多元化经营的优势。同时联合资信也关注到，公司债务负担较重、盈利能力弱以及担保比率较高等因素给公司带来的不利影响。

南通开发区是我国首批国家级经济技术开发区，具有较好的区域优势，开发区建设的推进有助于公司未来业务的持续性。综合看，联合资信对公司评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及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. 南通开发区为我国首批国家级经济技术开发区，区位优势明显，近年经济总量和一般预算收入实现不断增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司作为南通开发区城市基础设施建设、土地拆迁整理和保障房建设投融资主体，在资产注入、财政补贴、还款安排方面得到了开发区管委会的大力支持。
3. 公司近年业务实现多元化经营，酒店业务和商品销售业务为公司收入提供补充，未来自有商业配套地产投入运营或为公司带来新的收入来源。

4. 公司现金类资产充裕，经营活动现金流入量较大，对本期中期票据覆盖能力较强。

关注

1. 受“营改增”和基金收入下降影响，南通开发区 2016 年一般预算收入有所下降，但 2017 年 1 季度一般预算较去年同期实现同口径增长。联合资信将持续关注南通开发区财政收入情况。
2. 公司其他应收款和存货占比大，资产流动性受开发区管委会还款情况直接影响。
3. 近年来，公司债务规模不断增长，债务负担较重。
4. 公司对外担保规模大，担保比率较高，存在一定或有负债风险。
5. 公司保障房销售价格受政策限制，房产销售板块亏损幅度大，公司的正常盈利对财政补贴的规模和到位情况依赖程度高。

声 明

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

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

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次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。

南通市经济技术开发区总公司

2017 年度第二期中期票据信用评级报告

一、主体概况

南通市经济技术开发区总公司（以下简称“公司”）成立于 1992 年 12 月 26 日，是经南通市经济技术开发区管理委员会（以下简称“开发区管委会”）出资设立的全民所有制企业，初始注册资本 15000 万元。2005 年至今，开发区管委会根据公司业务需求对公司逐年增资，截至 2017 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 457546 万元，开发区管委会持有公司 100% 股权，系公司实际控制人。

公司经营范围：自营和代理各类商品及技术的进出口业务（不另附进出口商品目录），国家规定的专营进出口商品和国家禁止进出口等特殊商品除外。经营进料加工和“三来一补”业务开展对销贸易和转口贸易。开展对外经济技术合作业务，向境外派遣工程，生产及服务行业的劳务人员（不含海员）。城市基础设施建设。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

公司集团总部设有办公室、财务部、投融资管理部、资产与安全管理部四个职能部门。截至 2017 年 3 月底，公司下辖全资和控股子公司共 14 家。

截至 2016 年底，公司资产总额 323.13 亿元，所有者权益（含少数股东权益 0.01 亿元）107.07 亿元；2016 年，公司实现营业收入 20.01 亿元，利润总额 0.89 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 355.17 亿元，所有者权益（含少数股东权益 0.01 亿元）107.19 亿元；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.99 亿元，利润总额 0.13 亿元。

公司注册地址：南通市经济技术开发区星湖大厦；法定代表人：王志兵。

二、本期中期票据概况

公司已注册 12.00 亿元中期票据额度，主承销商为南京银行，分两期发行，2017 年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”）计划发行 6.00 亿元，期限为 5 年，用于偿还有息债务，本期中期票据按年付息，不计复利，到期一次性偿还本金。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多

种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，我国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，我国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，我国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，我国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

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。近些年，全国各地区城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43号，以下简称“《43号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。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政府隐性债务规模

快速攀升。2010年之后，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014年国务院的《43号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351号，以下简称“《351号文》”）对2014年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88号，以下简称“《88号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发〈地方政府性债务风险分类处置指南〉的通知》（财预【2016】152号，以下简称“《152号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88号文》和《152号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓

励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016年3月25日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至2016年底，中国城镇化率为57.35%，较2015年提高1.25个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017年3月5日，中央政府发布的《2017年政府工作报告》对中国政府2017年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而

为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 区域经济环境

目前公司经营与投资的项目主要集中在南通市经济技术开发区（以下简称“南通开发区”），为推动南通开发区城市建设，南通市政府和南通开发区管委会给予公司大力支持，公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受区域经济发展和区域财政实力的影响。

（1）南通市经济发展和财政实力

南通市，江苏省地级市，位于江苏东南部，地处沿海经济带与长江经济带T型结构交汇点和长江三角洲洲头。南通市是我国首批对外开放的14个沿海城市之一，现辖如皋、海门、启东3市（县级），海安、如东2县，崇川、港闸、通州3区和南通经济技术开发区。全市总面积8001平方公里，是江苏全省的十二分之一。

根据2014~2016年南通市统计局公布的各年度《南通市国民经济和社会发展统计公报》，2014~2016年，南通市全市地区生产总值分别为5652.7亿元、6148.4亿元和6768.2亿元，增速分别为10.5%、9.6%和9.3%；2014~2016年，南通市固定资产投资分别为3896亿元、4376亿元和4812亿元。

2014~2015年，南通市全市一般预算收入实现快速增长，分别为550.0亿元和625.6亿元，税收收入占比在83.0%以上。2014年，南通市全市政府性基金收入为438.47亿元¹。根据《南通市2016年财政预算执行情况和2017年财政

¹ 南通市财政局未披露2015年全市政府性基金收入。

预算草案报告》，2016年，南通市全市一般公共预算收入590.2亿元，受“营改增”政策因素影响，同比下降5.7%（同口径增长0.5%），税收收入456.8亿元，同比下降12.3%，税收占比达77.4%，同比去年下降5.9个百分点。

（2）南通开发区经济发展和财政实力

南通经济技术开发区是我国首批14个国家级经济技术开发区之一，辖区面积183.8平方公里，下辖三场四街道，人口22万，苏通长江大桥建成后，南通开发区进入上海一小时经济圈。建区以来，南通开发区累计兴办外商投资企业800余家，总投资超过150亿美元，其中由世界500强公司来区设立的外商投资企业70多家。“十二五”期间，园区培育形成了精密制造、生物医药、传感器、膜材料、智能电网等一批新的特色产业板块，高新技术产值和新兴产业产值实现翻番。

2014~2016年，南通开发区地区生产总值实现快速增长，分别为442亿元、477亿元和525.26亿元。

2014~2016年，南通开发区一般公共预算收入分别为42.36亿元、48.03亿元和45.21亿元，其中税收收入占比分别为83.10%、86.27%和85.56%，基金预算收入分别为32.81亿元、24.81亿元和17.83亿元，2016年略有下滑。此外，根据开发区管委会提供的《南通开发区2014~2016年财政基本情况表》，2014~2016年，南通开发区上级补助收入分别为17.93亿元、21.65亿元和18.17亿元。根据《2017年1~4月全市一般公共预算收入情况简报》和南通开发区财政局提供的资料，2017年1~4月份，南通市开发区一般公共预算收入17.39亿元，与去年同期相比，同口径增幅18.37%。

表1 2014~2017年1~4月南通开发区地方财力情况
(单位: 亿元)

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~4 月
财政总收入	101.56	107.94	93.61	38.39
一般公共预算收入	42.36	48.03	45.21	17.39
其中: 税收收入	35.20	41.60	38.68	16.41

非税收入	7.16	6.43	6.53	0.99
基金预算收入	32.81	24.81	17.83	8.07
上级补助收入	17.93	21.65	18.17	--
预算外收入	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源:《2017年1~4月全市一般公共预算收入情况简报》、南通开发区财政局提供数据

总体来看，南通市和南通开发区经济发展状况较好，财政实力较强，为公司开展南通市城市建设提供了可靠的资金支撑和保障。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2017年3月底，公司注册资本和实收资本均为457546万元，开发区管委会持有公司100%股权，系公司实际控制人。

2. 企业规模

公司是南通开发区城市基础设施建设投融资运营的重要主体，截至2017年3月底，公司下辖子公司14家，分别承担区域内城市基础设施、市政公用设施、土地以及开发整理、配套商业设施开发建设、保障房建设等职能。

3. 人员素质

公司现有总经理一名，副总经理两名，负责对公司日常事务进行统一管理。

王志兵先生，1966年4月出生，中共党员，本科学历，硕士学位、高级经济师、高级经营师、高级职业经理人；曾任南通市经济技术开发区国土规划房产局副局长兼南通开发区国土房产交易服务中心总经理、公司常务副总经理兼江苏王子制纸有限公司副总经理；现任公司总经理、法定代表人。

凌华先生，1967年10月出生，中共党员，本科学历、硕士学位、会计师，高级经济师；曾任江苏炜赋集团置业发展公司财务总监、副总经理，江苏炜赋集团星湖物业发展有限公司董事长兼总经理，江苏星湖置业有限公司董事长兼总经理；现任公司副总经理。

从员工构成来看,截至 2016 年底,公司本部在册在岗 19 人,从年龄看,50 岁以上占 26%、41~50 岁占 32%、31~40 岁占 32%、30 岁以下占 10%;从学历看,研究生占 21%、本科占 63%、大专及以下占 16%;从专业看,综合管理占 63%、工程技术占 21%、财务会计占 16%。公司合并口径共有 580 人,其中水务类公司人员占比较高,包括南通能达水务有限公司(以下简称“能达水务”)、南通经济技术开发区污水处理厂(以下简称“第一污水处理厂”)、南通开发区第二污水处理厂(以下简称“第二污水处理厂”),合计 249 人,中青年低学历员工较集中;核心业务子公司南通能达建设投资有限公司(以下简称“能达建设”)和江苏星湖置业有限公司(以下简称“星湖置业”),员工主要为中青年高学历人才,以具体业务类工种为主要构成。

总体看,公司高管人员文化素质高,管理经验丰富;公司人力资源按需分配,人事岗位构成合理,能够满足公司日常的经营管理需求。

4. 政府支持

公司作为南通开发区城市基础设施投资建设的重要主体,具有区域专营优势,在资产注入、财政补贴及流动性支持方面获得南通市政府和南通开发区管委会大力支持。

(1) 资产注入

公司自成立以来获得南通开发区管委会的大力支持,成立时注册资本及实收资本 15000.00 万元,开发区管委会持有公司 100% 股权。随着公司在区域内开发建设项目的推进,开发区管委会自 2005 年起多次以货币和土地使用权形式向公司注资,其中以 2014 年和 2015 年增资规模大,合计注入 30.12 亿元,截至 2017 年 3 月底,公司注册资本和实收资本均为 45.75 亿元。

2014~2016 年,公司先后获得南通开发区管委会补充资产投入,分别获得价值为 4.61

亿元、2.20 亿元和 0.64 亿元固定资产等资产注入并计入当年的“资本公积”。

南通开发区管委会对公司的资产支持进一步增加了公司权益稳定性。

(2) 财政补贴

2014~2016 年,公司本部及子公司持续获得南通市经济技术开发区财政局等单位拨付的财政补贴,合计分别为 5.77 亿元、7.09 亿元和 6.26 亿元,2014~2015 年分别计入相应年份“补贴收入”项下,2016 年之后计入“营业外收入-政府补助利得”项下,2017 年 1~3 月,收到财政补贴约 1.06 亿元。

上述补贴收入主要用于公司偿还银行贷款利息、支付已发行债券的利息、支付代建收入税金、补贴保障房建设收入成本倒挂部分以及补贴污水处理费用。财政补贴的拨付一方面确保了公司如期偿还债务利息,另一方面扭转了公司因建设保障房项目而面临亏损的局面。

总体来看,公司作为南通开发区内重要的基础设施建设主体,南通市政府和开发区管委会对公司的综合支持力度强。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告(机构信用代码:G1032060100066930B),截至 2017 年 7 月 21 日,公司无未结清不良和关注信贷信息记录;有 8 笔已结清关注类贷款,为系统录入错误所致,公司过往债务履约情况良好。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《中华人民共和国公司法》等有关法律、法规和规章制度的规定设立并存续,公司章程为最高行为准则。

公司实行法人代表负责制,总经理为公司法定代表人,法定代表人的罢免由主管部门提出并征求职工代表意见,报主管部门批准,企业建立以总经理为首的生产经营管理系统,并

在企业中处于中心地位，对企业的物质文明建设和精神文明建设负全面责任。

2. 管理水平

公司根据自身业务特点设置组织结构，目前，公司本部设办公室、财务部、投融资管理部和资产与安全管理部四个职能部门，同时还设立战略与决策委员会、薪酬与考核委员会、预算委员会和安全生产委员会四个专业委员会。

办公室负责文秘和行政事务，组织会议及各种大型活动，接待来访宾客及与有关部门的联系沟通、人力资源管理等；财务部主要负责编制财务预算和财务会计报告，管理公司的资金和偿债专户，支付工程款及员工薪酬福利等；投融资管理部主要负责投资项目的研究和管理、股权资产管理和资本运作，编制年度融资计划，选择融资方案，与金融机构签订融资协议，监测贷款使用情况，组织投资企业绩效考核，拟定和完善薪酬福利体系；资产与安全管理部负责管理公司投资所形成的固定资产及开发区管委会委托代管的固定资产，建立和完善资产管理类合同标准等。管理制度方面，公司对财务、人事、投融资管理、关联交易、预算管理、担保及对外担保等方面进行制度化管理并拟定了对应《制度》文件。

总体来看，公司的管理体系较为完备，能够满足日常经营和发展的需求。

七、经营分析

1. 经营概况

公司的经营业务主要为城市基础设施建设、酒店服务、保障性房产销售，另有少量的房地产销售、进出口贸易和国内贸易等业务。

从收入构成来看，2014~2016 年，公司分别实现收入 22.24 亿元、23.34 亿元和 20.01 亿元。公司收入主要来自城市基础设施代建和拆迁项目工程。公司的酒店服务、房产销售、商品销售及其他收入规模较小，占主营业务收入的比重小，对整体营业收入规模的影响较小。

从毛利率情况来看，2014~2016 年，公司综合毛利率分别为-6.58%、-5.54%和-2.90%。2014 年及以后，根据业务需求，开发区管委会与公司约定提升代建基本工程和拆迁项目业务管理费率，致上述两项业务毛利率提高。房产销售部分因政策限制销售价格，导致该板块持续呈收入成本倒挂现象，为此，开发区管委会通过“补贴收入”形式对差价和成本加成进行补贴，2016 年，该业务毛利率有较大提升，系受“营改增”影响，政府对相应的增值税进行补贴，计入收入。2015 年，公司商品销售及其他业务毛利率较低，主要系 2015 年能达水务才开始投入运营，收入较低且前期投入较多，导致当年公司“商品销售及其他业务板块”毛利率下降较快。

2017 年 1~3 月，公司营业收入 6.99 亿元，基本建设工程和拆迁项目工程收入合计占比较高，为 91.62%。2017 年 1~3 月，综合毛利率为 5.92%，较往年连年亏损的态势有所好转，主要系 2017 年房屋拆迁由全额确认收入调整为仅代理费用确认收入，房屋征收款作为代收代付核算，导致拆迁项目工程板块毛利率大幅增加所致。

表2 2014~2016年及2017年1季度公司营业收入构成和毛利情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
基本建设工程	10.93	5.68	12.14	5.53	9.74	8.46	6.22	5.54
拆迁项目工程	6.33	5.66	7.83	5.66	4.75	6.11	0.19	100
酒店服务	0.31	66.73	0.27	63.65	0.28	67.06	0.06	50.87
房产销售	3.12	-88.55	0.91	-193.65	1.79	-86.03	0.02	-95.59

商品销售及其他	1.55	7.29	2.20	-37.73	3.45	-9.93	0.51	-25.96
合 计	22.24	-6.58	23.34	-5.54	20.01	-2.90	6.99	5.92

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

城市基础设施代建及拆迁业务

公司本部作为南通开发区城市基础设施建设的重要主体，根据开发区管委会的规划，每年承担大量的基础设施建设代建业务，城市基础设施代建业务实施分为拆迁项目工程和基本建设工程两部分。其中基本建设工程包括功能性公共服务设施建设（学校、医院、文化中心和公园等）、生态及园林绿化建设（绿化带、风景带）、道路交通基础设施建设（道路、桥梁及配套设施的建设和改造）、公用事业建设与市政设施维护（污水处理系统等）四大类。

2003年1月1日，开发区管委会与公司签订《南通市经济技术开发区基本建设委托代办协议》，约定全部工程建设资金由开发区管委会财政（基建专户）统一拨付，同时，按建设成本1.50%的比例支付基本建设成本加成，按2.00%的比例支付拆迁成本加成。2014年1月1日，根据业务需求，双方签订“补充协议”，将成本加成率提升至6.00%。拆迁业务亦按6.00%成本加成进行项目结算。

2014~2016年，公司通过建设南通开发区内基础设施实现收入分别为17.26亿元、19.97亿元和14.49亿元，2017年1~3月实现收入6.41亿元，公司建设业务有序开展为公司带来持续的收入来源。

基础工程建设部分，公司在建项目计划投资额14.00亿元，2016年底已完成3.15亿元投资，2017年计划完成投资9.50亿元。

表3 2016年底公司城市建设在建项目（单位：亿元）

项目名称	投资总额	2016年完成投资	2017年投资计划
市政工程	5.84	0.75	3.74
绿化工程	4.13	1.55	2.58

社会事业	4.03	0.85	3.18
合 计	14.00	3.15	9.50

资料来源：公司提供

表4 2017年公司城市建设计划（新建工程）

（单位：亿元）

项目名称	项目数	未来投资计划	
		2017年	2018年
功能性公共服务设施建设	7	2.44	2.00
绿化	4	2.96	--
道路交通基础设施建设	32	11.27	1.55
公共事业建设与市政设施维护	21	2.72	2.63
生产要素配套	1	1.00	--
其他	1	0.50	--
合 计	66	20.89	6.18

资料来源：公司提供

总体看，公司在建和新建城市基础设施项目计划于2017年共计投资30.39亿元，公司计划投资规模较大，存在一定的建设资金筹措压力。

拆迁项目部分，公司前期垫付拆迁所需资金，拆迁过程中土地使用权所属方不转移，开发区管委会在公司完成拆迁任务后将土地在公开市场招拍挂。公司拆迁项目工程收入由拆迁工作中产生的拆迁成本加成6.00%后确认。2017年，公司对房屋征收收入核算方式作出调整，房屋征收项目由全额确认收入调整为代理费确认收入。2016年公司完成中兴街道、竹行街道和小海街道等合计30.02万平方米拆迁任务，公司每年接到开发区管委会下发的拆迁任务和计划，2017年公司将计划继续完成对小海街道、竹行街道的拆迁工作同时启动新开街道等项目，合计计划完成拆迁面积95.14万平方米。

房产销售业务

公司房产建设任务主要为保障房建设及配套的商业地产，目前保障房项目已进入建设并销售阶段，形成销售收入、补贴收入；商业地产尚处于建设阶段，未形成收入，后期公司计划将其作为自营资产进行租售。

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

在执行回购协议时，公司将保障房直接对外销售，获取房产销售收入计入公司“营业收入”，因政策对保障房销售价格进行限制，导致公司保障房建设业务呈现收入成本倒挂情况，对此开发区管委会每年针对倒挂部分和 6% 的成本加成部分进行补偿，计入当年“补贴收入”，按年结算。2014~2016 年，公司房产销售收入分别为 3.12 亿元、0.91 亿元和 1.79 亿元，该业务毛利率分别为 -88.55%、-193.65% 和 -86.03%，政府对应补贴分别为 3.76 亿元、2.55 亿元和 2.18 亿元（含 6% 代建管理费收入）。2017 年 1~3 月，公司实现房产销售收入 0.02 亿元，毛利率为 -95.59%，未确认补贴收入。

近年，公司建设的保障房项目包括万和家园、五湖家园、世家花园、海悦嘉园和怡和尊庭，其中前两处保障房项目已完成投资并交付使用，后三处项目正在建设中，其中世家花园项目系公司 2016 年主要推进的保障房建设项目，目前存在已投资额超出预算的情况，公司预计 2018 年左右完成所有保障房项目的交付工作，未来将不再有新开建的保障房项目。

表5 截至2017年3月底公司保障房建设情况表

（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	投资总额	已投资额
万和家园	14.05	5.38	5.38

五湖家园	11.81	5.80	5.80
完工小计	25.86	11.18	11.18
世家花园	74.67	16.20	18.22
海悦嘉园	39.87	14.80	14.19
怡和尊庭	13.00	4.50	2.25
在建小计	127.54	35.50	34.66
合 计	153.40	46.68	45.84

资料来源：公司提供

截至 2017 年 3 月底，万和家园和五湖家园项目已完工，合计投资 11.18 亿元，建筑面积 25.86 万平方米；在建保障房项目共三处，计划投资总额 35.50 亿元，已完成投资额 34.66 亿元，尚需投资 0.84 亿元。

商业地产部分，该业务实施主体为子公司能达建设。能达商务区是开发区的中心商务区，规划占地面积 2100 亩，目前公司主要投资建设的商业地产项目均在该区域内，包括能达大厦、“智慧之眼”商务办公楼和星湖城市广场，其中能达大厦建设已完工，“智慧之眼”商务办公楼已完成 90%，预计 2017 年 9 月完工，上述两处房产建成后主要通过出租产生收益。星湖城市广场共分为两期，一期项目为永旺梦乐城，原计划 2017 年 3 月交付，现延期至年底，二期项目为配套的住宅楼和办公楼，计划未来 2~3 年投建运营。

表6 截至2017年3月底公司商业地产建设情况表

（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	投资总额	已投资额
“智慧之眼”商务办公楼	7.00	4.00	2.20
星湖城市广场	48.00	24.00	10.07
合 计	55.00	28.00	12.27

资料来源：公司提供

截至 2017 年 3 月底，公司在建商业地产计划投资 28.00 亿元，已完成投资 12.27 亿元，尚需投资 15.73 亿元，上述商业地产项目均未实现收入。

总体看，在建房地产项目规模较大，并且以定向销售为主，毛利率为负值，后续随着商

业地产开始产生收入，且保障房项目逐渐完工，公司房产销售业务有望实现盈利。

酒店服务及商品销售业务

公司酒店服务业务的实施主体为子公司南通金陵能达酒店有限公司（下称“金陵酒店”）和南通星湖城市酒店有限公司（下称“星湖酒店”）。2014~2016年，公司实现酒店服务收入0.31亿元、0.27亿元和0.28亿元，2015年有所下降主要系受客流量下降影响，该板块毛利率维持在60%以上，对公司盈利能力形成一定补充。2017年1~3月，公司实现酒店服务收入0.06亿元，毛利率为50.87%，毛利率下降系客房收入减少所致。

公司商品销售及其他业务板块的实施主体为南通开发区国际贸易有限公司和南通市经济技术开发区物贸集团有限公司，分别负责国际和国内贸易，国际贸易出口商品包括运动器材、纺织服装和五金配件等，主要出口国为日本和欧美等国家；国内贸易主要产品为化工材料和建材。

污水处理业务

公司合并范围内拥有三家污水处理厂，分别为能达水务、第一污水处理厂和第二污水处理厂，各公司在收入实现和财务记账上有所差异。

能达水务对上游来水企业进行污水处置，达到回用水标准后出售给相关企业，污水处理费由公司直接向客户收取，相关收入、成本计入“商品销售及其他业务”板块，政府补贴方面，开发区管委会和江苏省政府分别对公司运营成本和污水处理基础设施投入进行相应补贴，计入公司“补贴收入”。

2016年，能达水务收到运营补贴收入0.55亿元，水务环化改造补贴0.20亿元，中水回用补贴0.28亿元，共计1.03亿元。

第一污水处理厂、第二污水处理厂从事片区污水处理业务，污水处理费由区政府统一收取，以“补贴收入”形式返还公司，2016年两厂共获得运营补贴收入1.43亿元，相关运营成

本计入“管理费用”。日均处理能力分别为10.30万吨和9.80万吨，投运年份分别为1988年和2007年。第一污水处理厂负责开发区一区、二区内所有企业的废水处理，其中约50家为大型化工、印染企业，服务面积50平方千米，服务人口达10万人；第二污水处理厂负责开发区内的工业污水，服务面积120平方公里。2014~2016年，第一污水处理厂、第二污水处理厂共处理污水6618.15万元、6603.72万元和6530.12万吨。2017年1~3月，两厂共处理污水1519.43万吨。

表7 2014~2016年及2017年1~3月污水处理情况

（单位：万吨）

名称	2014年	2015年	2016年	2017年1~3月
第一污水处理厂	3939.45	3645.99	3891.00	797.00
第二污水处理厂	2678.70	2957.73	2639.12	722.43
合计	6618.15	6603.72	6530.12	1519.43

资料来源：公司提供

3. 未来发展

公司未来将继续承担南通开发区基础设施建设任务，加大力度稳步推进在建安置房项目建设，强化项目扫尾推进。

坚持突出重点、推进重点基础设施建设项目，推动全年20亿城建投资目标的落实，重点建设通富路快速化改造、通富南路改造、通盛大道改造等骨干道路工程，重点推进能达小学、朝阳初中、小海社区卫生中心建设，重点打造城市中心区域高品质滨水开放空间生态走廊、通启运河城市风情带、沈海高速竹行出入口门户景观工程，能达大厦装修工程加快推进。

继续抓好商业地产项目建设。推进星湖城市广场建设，先行启动的永旺梦乐城星湖购物中心项目是南通市单体面积最大的建筑项目，确保实现尽快建成交付的既定目标；继续抓好智慧之眼项目后续配套施工，坚持超前谋划楼宇招商，争取早建成、早使用。

总体看，公司保障房项目通过政府补贴支持实现建设成本与收入的资金平衡，商业配套项目目前均处于投资建设阶段，后期随着项目逐步投入使用或为公司带来新的收入来源。公司作为南通开发区建设的实施主体，是南通开发区城市基础设施建设的重要平台，未来发展前景良好。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2014~2016 年合并财务报告，江苏公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。2014~2015 公司合并财务数据采用旧会计准则，公司自 2016 年 1 月 1 日起执行新会计准则，为保持公司财务数据可比性，2015 年财务数据采用 2016 年期初数（以下简称“期初”）。2017 年一季度财务数据未经审计。

截至 2016 年底，公司资产总额 323.13 亿元，所有者权益（含少数股东权益）107.07 亿元；2016 年，公司实现营业收入 20.01 亿元，利润总额 0.89 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 355.17 亿元，所有者权益（含少数股东权益）107.19 亿元；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.99 亿元，利润总额 0.13 亿元。

2. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 323.13 亿元，同比增长 1.83%，其中流动资产占 87.50%，资产结构与 2015 年相比变化较小，以流动资产为主。

流动资产

2016 年底，公司流动资产合计 282.49 亿元，同比上涨 1.99%，主要由其他应收款、存货和其他流动资产构成。

2016 年底，公司其他应收款 162.18 亿元，同比增长 3.75%，主要是与开发区管委会代建

工程款以及与开发区财政局和管委会的专项往来款，账龄较长。

表 8 截至 2016 年底期末余额占比较大的其他应收款
(单位: 亿元、%)

债务人名称	期末余额	账龄	占其他应收款总额的比例
南通市经济技术开发区管理委员会	129.04	5 年以内	79.43
南通市经济技术开发区财政局	26.07	5 年以内	16.04
北银金融租赁有限公司	0.48	1-2 年	0.30
合计	155.58	--	95.77

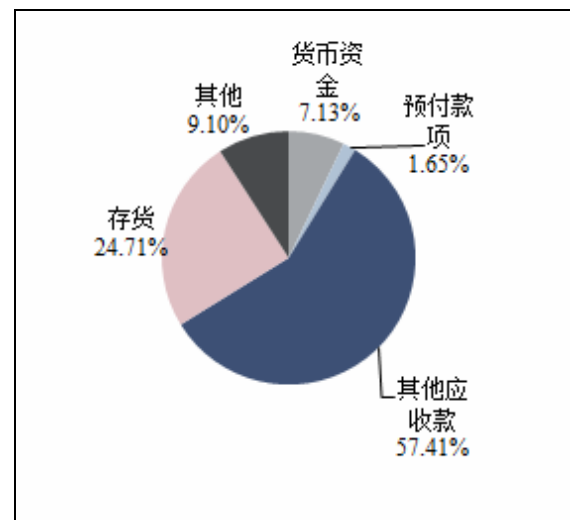
资料来源：审计报告

2016 年底，公司存货规模 69.80 亿元，同比增长 16.52%，主要由房地产开发成本、房地产开发产品、土地围堰开发构成，其中抵押存货价值 32.06 亿元，系公司计入存货的房产项目，抵押比率 45.93%。

2016 年底，公司其他流动资产 24.03 亿元，同比下降 0.8%，主要是理财产品 20.40 亿元。

2016 年底，公司货币资金 20.15 亿元，同比下降 36.10%，受限资金为 2.39 亿元，主要为汇票保证金及银行定期存单。

图 1 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016 年底，公司应收账款 1.58 亿元，同比下降 0.79%，主要为应收南通金桥资产经营管理有限公司（开发区管委会最终控制的公司）和开发区财政局款项。

2016 年底，预付账款 4.65 亿元，同比上升 42.25%，主要为预收工程款。

非流动资产

2016 年底，公司非流动资产合计 40.64 亿元，同比上涨 0.74%，主要由固定资产（占比 47.13%）、可供出售金融资产（占比 20.34%）、投资性房地产（占比 17.99%）和无形资产（占比 8.02%）构成。

2016 年底，公司可供出售金融资产 8.27 亿元，与去年基本持平，以股权投资为主，包括多家成本法核算入账企业，涵盖金融、物流、服装和纸业等多领域。截至 2016 年底，公司固定资产 19.15 亿元，同比增长 1.44%，其中 11.62 亿元已用于抵押，主要系抵押给银行和非银行金融机构的房屋及建筑物。

2016 年底，公司投资性房地产 7.07 亿元，同比下降 2.66%，主要为房屋和建筑物。

2016 年底，公司无形资产 3.26 亿元，其中土地使用权账面净值 3.25 亿元²，账面净值 1.35 亿元已抵押。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 355.17 亿元，较 2016 年底增长 9.92%，其中流动资产 314.52 亿元，较 2016 年底增长 11.34%，主要系其他应收款增长较大；非流动资产 40.65 亿元，较 2016 年底小幅增长 0.02%。公司资产结构与 2016 年底相比未发生较大变化，仍以流动资产为主。2017 年 3 月底，公司其他应收款 192.48 亿元，较 2016 年底增长 18.69%，主要为与财政往来的资金增加；存货 75.60 亿元，较 2016 年底增长 8.31%，主要系房地产开发成本及土地围堰成本增加所致，2017 年 3 月底公司存货项下土地使用权抵押价值 23.85 亿元。

总体来看，受在建项目持续投入以及往来款增长影响，公司资产规模快速增长，资产结构上仍以流动资产为主。公司流动资产中应收开发区管委会款项占比大，开发区管委会对此出具了具体还款计划，联合资信将持续关注未来还款计划的落实情况。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

截至 2016 年，公司所有者权益（含少数股东权益）107.07 亿元，同比下降 0.78%，主要由实收资本（占比 42.68%）和资本公积（占比 48.04%）构成。

2016 年底，公司实收资本 45.75 亿元，较去年未发生变化；资本公积 51.49 亿元，同比下降 6.31%，主要系 2016 年 9 月，公司根据开发区管委会要求，将开发区财政局划入 1.3 亿元资金归还给财政局及计提江苏王子制纸有限公司股权投资减值准备 2.81 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益 107.19 亿元，较 2016 年底小幅增长 0.12%，主要来自未分配利润的增长。公司实收资本和资本公积分别为 45.75 亿元和 51.49 亿元，较 2016 年底未发生变化。

总体看，公司近年所有者权益快速增长，权益稳定性进一步提升。

负债

截至 2016 年底，公司负债总额 216.06 亿元，同比增长 3.18%。公司负债构成发生变化，2016 年流动负债占比 35.68%，同比下降 13.31%，负债以非流动负债为主。

2016 年底，公司流动负债 77.08 亿元，同比下降 24.85%，主要由一年内到期的非流动负债（占比 49.68%）、其他应付款（占比 22.15%）和应付账款（占比 11.95%）构成。

2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 38.29 亿元，同比下降 0.20%，主要系一年内到期的长期借款和应付债券。其他应付款 17.07 亿元，同比上升 9.57%，主要系与开发区管委

² 未抵押土地使用权多为工业用地和公共设施用地；城镇住宅用地及商务金融用地均已作抵押。

会的资金往来和少部分工程保证金，其中账龄超过 1 年的重要其他应付款 4.43 亿元。

2016 年底，公司应付账款 9.21 亿元，同比下降 39.06%，主要为房产项目应付施工单位工程款，其中账龄超过 1 年的重要应付账款合计 2.12 亿元。

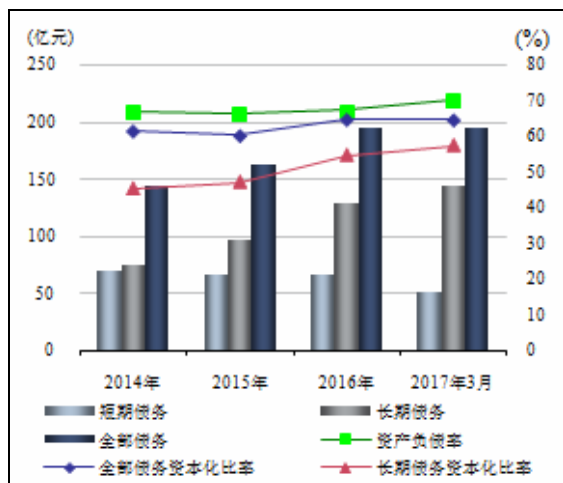
2016 年底，公司短期借款 4.10 亿元，同比下降 79.02%，系信用借款、委托借款和抵押借款减少所致。

2016 年底，公司长期应付款 5.12 亿元，同比下降 25.07%，主要系非银行金融机构借款下降所致。

2016 年底，公司非流动负债 138.98 亿元，同比上升 30.10%。长期借款 70.30 亿元，同比增长 21.07%，其中抵押借款、质押借款、信用借款和保证借款分别占 32.26%、2.28%、9.96%和 54.03%。应付债券 57.80 亿元，同比增长 54.55%，主要系 2016 年公司发行了四期中期票据和两期公司债。

2016 年底，公司全部债务 194.69 亿元，其中长期债务占比 65.80%。截至 2016 年底，公司全部债务同比增长 20.14%，全部来源于长期债务增加，公司债务结构以长期债务为主。

图 2 2014~2016 年及 2017 年 1 季度公司债务情况



资料来源：公司审计报告

2016 年底，公司资产负债率 66.86%，长期债务资本化比率 54.47%，全部债务资本化比率 64.52%。将长期应付款中有息部分债务计入

长期债务、其他流动负债计入短期债务后，调整后全部债务 204.81 亿元，调整后长期债务资本化比率和调整后全部债务资本化比率分别为 55.44%和 65.67%，公司的整体债务负担较重。

2017 年 3 月底，公司负债总额 247.97 亿元，较 2016 年底增长 14.77%，其中，公司流动负债合计 94.01 亿元，较 2016 年底增长 21.97%，主要系其他应付款和其他流动负债增长所致。2017 年 3 月底，公司其他应付款 23.81 亿元，较 2016 年底增长 39.45%，主要系与开发区管委会的往来款增多；其他流动负债 13.00 亿元，较 2016 年底增长 160.00%，主要系 2017 年一季度新增 8 亿元超短期融资券。公司非流动负债合计 153.96 亿元，较 2016 年底增长 10.78%，主要系长期借款和应付债券增长。2017 年 3 月底，公司长期借款 81.57 亿元，较 2016 年底增长 16.04%；应付债券 61.80 亿元，较 2016 年底增长 6.92%，主要系公司 2017 年新发 3 亿元绿色债券和 1 亿元公司债券。

2017 年 3 月底，公司全部债务合计 193.89 亿元，较 2016 年底下降 0.41%，短期债务占比由 2016 年底的 34.20%下降至 26.05%，公司债务期限进一步拉长。资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 69.82%、57.22%和 64.40%。公司调整后全部债务 211.78 亿元，调整后全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 66.39%和 58.04%，公司债务负担较重。

总体看，近年公司债务规模快速增长，期限拉长，整体债务负担较重。

4. 盈利能力

公司的营业收入主要来源于城市基础设施项目代建收入。2016 年，公司实现营业收入 20.01 亿元，同比下降 16.92%。公司营业利润持续呈亏损状态，2016 年为-5.36 亿元，系受主要业务收入毛利率低且房产销售业务成本倒挂、营业外收入部分为项目收入及水务业务

成本计入管理费用较高影响。2016 年，公司利润总额 0.89 亿元，同比下降 26.88%。

从期间费用看，公司期间费用主要是管理费用和财务费用的支出，公司的期间费用率偏高，2016 年为 21.78%，2016 年管理费用较去年有所下降，主要系去年能达水务投入经营开办费一次性计入管理费导致其增高。

2016 年，公司获得开发区管委会拨入的补贴收入为 6.26 亿元，包括财政补贴收入、保障房销售补贴收入以及污水处理等公共事业补贴收入。

2016 年，公司营业利润率为-4.53%，总资产收益率为 0.75%，净资产收益率为 0.63%。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.99 亿元，营业利润-0.95 亿元，公司部分基础设施建设业务未结算，房产销售业务成本倒挂现象仍存在。2017 年 1~3 月，公司收到营业外收入 1.08 亿元，实现利润总额 0.13 亿元。从盈利指标看，公司营业利润率为 5.40%。

总体看，开发区财政局给予公司持续且稳定的补贴支持，公司经营业务公益性较强，公司整体盈利能力弱。

5. 现金流分析

经营活动方面，2016 年，公司收到销售商品提供劳务收到的现金为 18.44 亿，现金收入比 92.18%，公司收入获现能力较好。2016 年公司收到其他与经营活动有关的现金分别为 101.41 亿元，同比增长 85.46%，主要系政府补贴和往来款。2016 年，公司经营活动现金流出 144.81 亿元，近年现金流量扩大来自于关联方的往来款大幅增加。因公司工程项目建设周期较长，资金流入和营业收入的确认存在一定时间错配现象，2016 年，公司经营活动依然呈现金净流出状态。

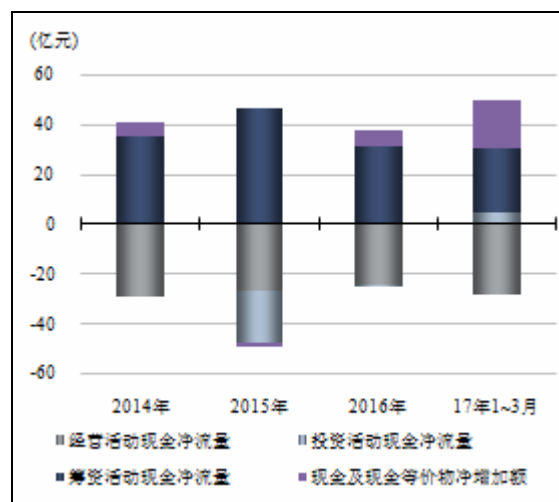
投资活动方面，2016 年，公司收回投资所收到的现金 52.99 亿元，主要是理财资金收回；2016 年投资所支付的现金 52.91 亿元，主要系理财产品投资支出。2016 年，公司投资活动现

金流量净额为-0.39 亿元，2016 年投资性现金流出量较大主要系对未到支付节点的工程款、即将到期的还贷周转资金进行临时资金管理。

筹资活动方面，2016 年，公司筹资活动现金流入量略有下降，流出量呈快速增长态势，流出增速快于流入增速，2016 年，公司筹资活动现金流量净额为 31.29 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流入量为 26.02 亿元，其中收到销售商品提供劳务收到的现金为 7.23 亿元，现金收入比为 103.43%，经营活动现金流量净额为-28.92 亿元。2017 年 1~3 月，公司投资活动现金流入量为 16.18 亿元，主要为收回投资收到的现金，同期投资支付的现金 11.62 亿元，公司投资活动现金流量净额扭转为正，为 4.20 亿元；2017 年 1~3 月，公司筹资活动现金流入量仍大于流出量，同期筹资活动现金流量净额为 26.07 亿元。

图 3 2014~2017 年 1~3 月公司现金流状况



资料来源：公司审计报告

总体来看，近年公司现金流量规模日趋增大，公司经营活动和投资活动对外部融资依赖程度高。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 366.49% 和 275.93%，2017 年 3 月底上述两指标分别为 334.55% 和 254.13%，但考虑到流动资产中应

收款项占比较大，公司具有一定短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2016 年公司 EBITDA 值为 3.79 亿元；全部债务/EBITDA 为 51.34 倍，如将长期应付款和其他流动负债中有息债务计入调整后全部债务，2016 年调整后全部债务/EBITDA 为 54.01 倍，公司长期债务偿还能力弱。

截至 2017 年 3 月底，公司共获金融机构授信额度总额 327.56 亿元，已使用 211.11 亿元，尚有 116.45 亿元未使用，公司间接融资渠道畅通。

7. 对外担保

截至 2016 年底，公司累计对外担保余额 43.49 亿元，担保比率为 40.62%，被担保单位主要为开发区管委会控股公司和事业单位，目前被担保单位均正常经营，公司担保比率较高，存在一定或有负债风险。

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

公司已注册中期票据额度12.00亿元，主承销商为南京银行，分两期发行，本期计划发行6.00元，期限5年。以2016年底财务数据测算，本期中期票据发行规模相当于2016年底公司长期债务、全部债务和负债总额的比重分别为4.68%、3.08%和2.78%，考虑2017年度第一期中期票据2.00亿元，两期中期票据合计发行规模8.00亿元（以下简称“合计发行规模”）占公司长期债务、全部债务和负债总额的比重分别为6.25%、4.11%和3.70%，本期中期票据的发行对公司现有债务有一定影响。

截至2016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分别为66.86%、54.57%和64.52%，本期中期票据发行后，上述三指标分别增长至67.47%、55.60%和65.21%，考虑合计发行规模后，上述三指标分

别上升至67.67%、55.97%和65.43%。考虑本期中期票据募集资金将全部用于偿还有息债务，实际债务负担或小于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2016年，公司现金类资产（扣除受限资金后）分别为12.11亿元和17.76亿元，对本期中期票据的保障倍数分别为2.02倍和2.96倍，对合计发行规模的保障倍数分别为1.51倍和2.22倍。

2015~2016年，公司EBITDA分别为本期中期票据发行规模的0.74倍和0.63倍，分别为合计发行规模的0.55倍和0.47倍。

2015~2016年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据发行规模的13.35倍和20.00倍，分别为合计发行规模的10.01倍和15.00倍，经营活动现金流量为净流出，对本期中期票据无保障。

总体看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力较强。

十、结论

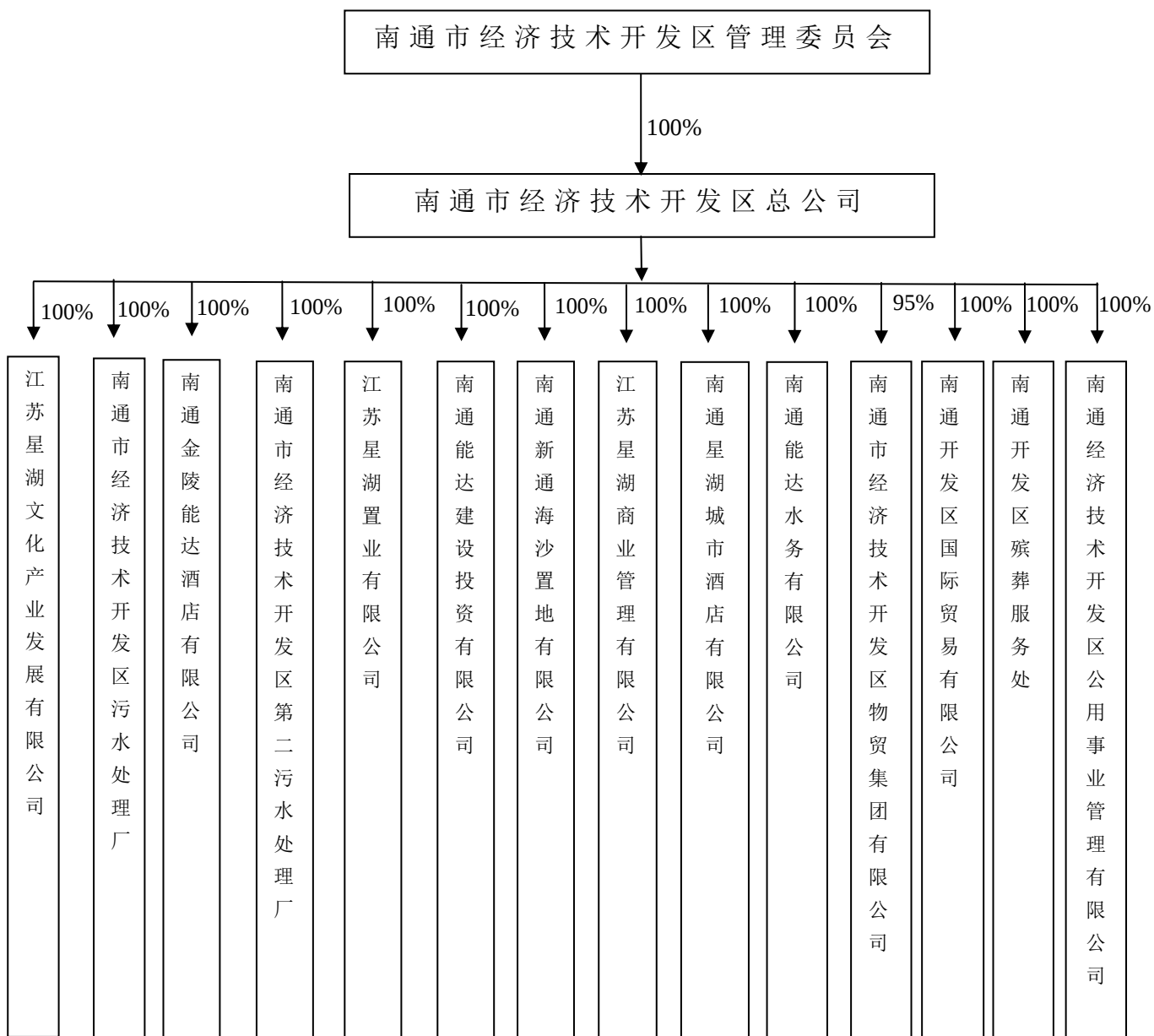
南通市经济技术开发区是我国首批 14 个国家级经济技术开发区之一，拥有良好的区位优势，经济总量较高，财政实力较强，为公司的发展提供了良好的外部环境。

公司是南通市经济技术开发区重要的城市基础设施建设投融资主体，在资产注入、财政补贴方面得到了开发区管委会持续稳定的支持，公司所获政府支持力度较大。公司资产以流动资产为主，其他应收款占比大，对公司形成一定的资金占用，公司资产流动性受开发区管委会应收类款项回款情况影响，近年来公司债务规模快速增长，债务负担较重，长期偿债压力大，同时，受限于公司主要经营业务为公共事业性质，公司整体盈利能力弱。综合考虑南通市政府和开发区管委会对公司提供多方面的大力支持，公司整体偿债能力很强。

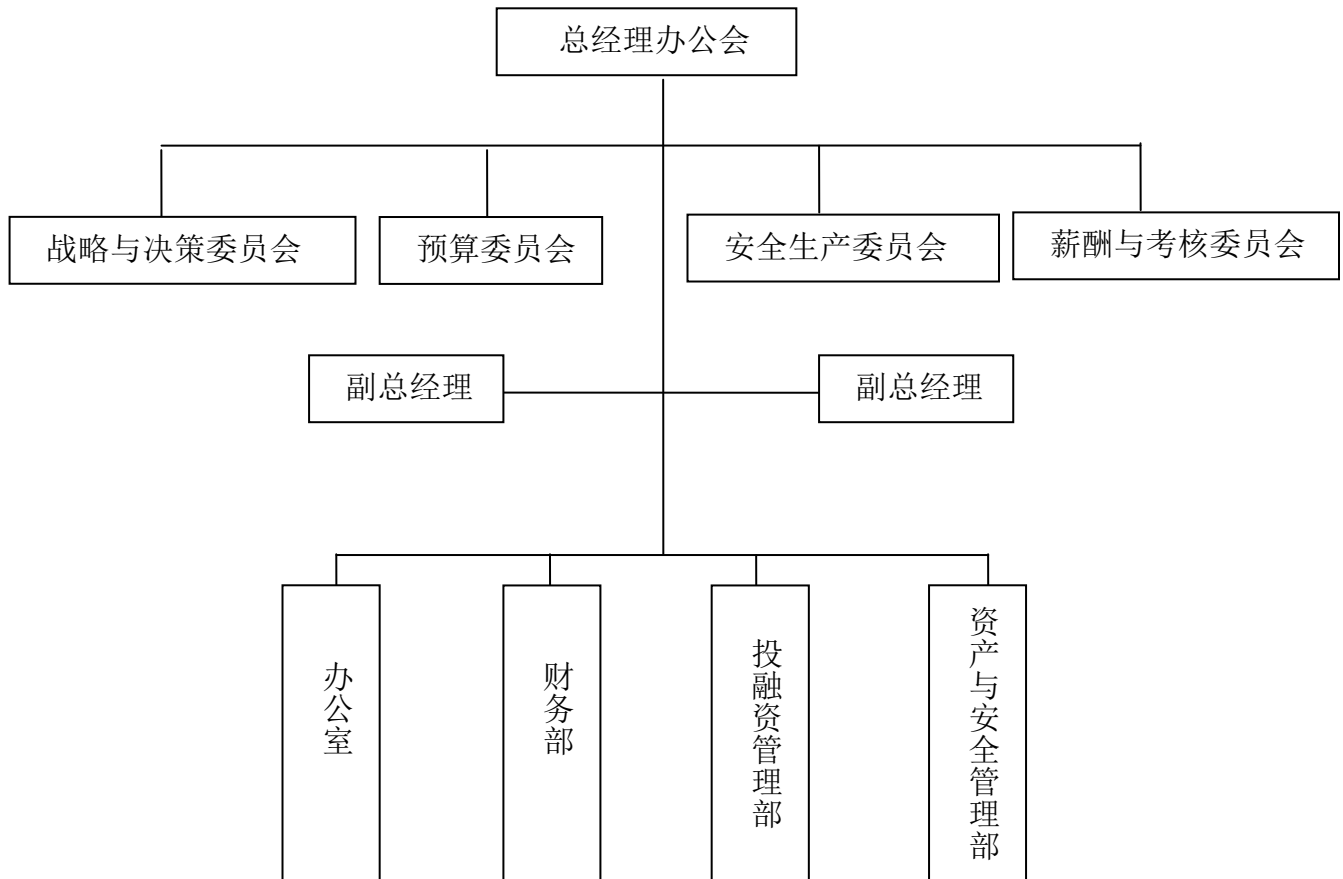
本期中期票据发行规模对现有债务规模和负担影响较小；公司经营活动现金流入量对本期中期票据发行金额保障能力较强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	38.93	31.54	20.15	20.18
资产总额(亿元)	271.99	317.31	323.13	355.17
所有者权益(亿元)	90.42	107.91	107.07	107.19
短期债务(亿元)	68.98	66.59	66.59	50.51
长期债务(亿元)	74.13	95.46	128.10	143.37
全部债务(亿元)	143.12	162.05	194.69	193.89
主营业务收入/营业收入(亿元)	22.24	24.08	20.01	6.99
利润总额(亿元)	0.96	1.21	0.89	0.13
EBITDA(亿元)	2.93	4.42	3.79	--
经营性净现金流(亿元)	-29.26	-26.80	-24.84	-28.92
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.93	10.73	12.57	--
存货周转次数(次)	0.61	0.44	0.32	--
总资产周转次数(次)	0.10	0.08	0.06	--
现金收入比(%)	105.64	105.08	92.18	103.43
营业利润率(%)	-7.76	-4.69	-4.53	5.40
总资本收益率(%)	0.86	0.85	0.75	--
净资产收益率(%)	0.84	0.85	0.63	--
长期债务资本化比率(%)	45.05	46.94	54.47	57.22
全部债务资本化比率(%)	61.28	60.03	64.52	64.40
资产负债率(%)	66.76	65.99	66.86	69.82
流动比率(%)	232.16	270.02	366.49	334.55
速动比率(%)	179.60	211.62	275.93	254.13
经营现金流动负债比(%)	-28.78	-26.13	-32.23	--
全部债务/EBITDA(倍)	48.87	36.69	51.34	--

注：2014~2015 公司合并财务数据采用旧会计准则，公司自 2016 年 1 月 1 日起执行新会计准则，为保持公司财务数据可比性，2015 年财务数据采用 2016 年期初数。2017 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率= ((本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1) ×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 南通市经济技术开发区总公司 2017 年度第二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。

南通市经济技术开发区总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。

南通市经济技术开发区总公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对南通市经济技术开发区总公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，南通市经济技术开发区总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经济技术开发区总公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现南通市经济技术开发区总公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对南通市经济技术开发区总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。

如南通市经济技术开发区总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经济技术开发区总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经济技术开发区总公司联系，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。