

信用评级公告

联合〔2023〕1581号

联合资信评估股份有限公司通过对南通经济技术开发区控股集团有限公司及其拟发行的 2023 年度第三期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定南通经济技术开发区控股集团有限公司的主体长期信用等级为 AAA，南通经济技术开发区控股集团有限公司 2023 年度第三期中期票据的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年三月十七日

南通经济技术开发区控股集团有限公司

2023年度第三期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：6.00 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：偿还到期债务

评级时间：2023 年 3 月 17 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	V4.0.202208
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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

本次评级模型打分表及结果：

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	1
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		2
指示评级				aa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：公司是南通市市属一类企业，持续获得政府在资金注入、资产划拨、股权划拨和财政补贴等方面的有力支持				+2
评级结果				AAA

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

评级观点

南通经济技术开发区控股集团有限公司（以下简称“南通开控”或“公司”）作为南通市属一类企业，是南通市和南通市经济技术开发区（以下简称“南通经开区”）重要的城市基础设施建设、土地拆迁整理和保障房建设主体。2020 年以来，南通市及南通经开区经济稳步增长，财政实力很强；公司持续获得政府在资金注入、资产划拨、股权划拨和财政补贴等方面的有力支持。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）同时关注到公司资产流动性偏弱、债务规模快速增长、未来资金支出压力较大等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

公司拟发行的 2023 年度第三期中期票据（以下简称“本期中期票据”）发行规模不大，对公司的债务结构影响较小。

随着南通市和南通经开区基础设施建设的逐步推进，未来公司业务有望持续发展，多元化业务对公司营业总收入形成有益补充。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期中期票据的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 经营环境良好。**南通市及南通经开区经济总量稳步增长，财政实力很强。2020—2022 年，南通市分别实现地区生产总值 10036.3 亿元、11026.9 亿元和 11379.6 亿元，同期，南通市一般公共预算收入分别为 639.3 亿元、710.2 亿元和 613 亿元；2019—2021 年¹，南通经开区分别实现地区生产总值 680 亿元、743.4 亿元和 842.4 亿元，2020—2022 年，南通经开区一般公共预算收入分别为 58.98 亿元、66.99 亿元和 59.16 亿元。
- 持续获得有力的外部支持。**公司是南通市市属一类企业，近年来持续获得政府在资金注入、资产划拨、股权划拨和财政补贴等方面的有力支持。2020 年 7 月，南通市人民政府对公司进行资产重组，分别将江苏炜赋集团有限公司、南通经济技术开发区新农村建设有限公司和南通

¹ 南通经开区 2022 年经济数据尚未披露，本报告暂列示南通经开区 2019—2021 年经济数据。

分析师：张 依 张 宇

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

综合保税区发展有限公司 100%、100%和 90.68%的股权注入公司。

关注

1. **资产流动性偏弱。**公司资产中应收类款项和存货占比较高，对公司资金形成较大占用，公司资产流动性偏弱。
2. **未来资金支出压力较大。**截至 2022 年 9 月底，公司基础建设工程业务、拆迁业务及房产销售业务在建及拟建项目未来尚需资金支出规模较大。
3. **债务规模快速增长，整体债务负担较重，存在一定的集中偿付压力。**截至 2022 年 9 月底，公司全部债务 402.45 亿元，较 2019 年底增长 63.20%；全部债务资本化比率 62.11%。从债务期限结构看，截至 2022 年 9 月底，公司短期债务 90.25 亿元，公司存在一定的集中偿付压力。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
现金类资产（亿元）	29.53	81.10	105.02	65.46
资产总额（亿元）	444.16	612.60	683.82	708.34
所有者权益（亿元）	141.35	228.84	233.32	245.56
短期债务（亿元）	82.52	99.98	96.75	90.25
长期债务（亿元）	164.08	215.40	290.88	312.20
全部债务（亿元）	246.59	315.38	387.63	402.45
营业总收入（亿元）	38.36	72.33	76.22	36.15
利润总额（亿元）	1.27	3.35	4.45	3.61
EBITDA（亿元）	3.06	9.04	10.31	--
经营性净现金流（亿元）	-12.38	-19.96	-23.39	-26.97
营业利润率（%）	1.17	8.17	7.68	15.60
净资产收益率（%）	0.74	0.95	1.28	--
资产负债率（%）	68.18	62.64	65.88	65.33
全部债务资本化比率（%）	63.56	57.95	62.43	62.11
流动比率（%）	277.86	301.82	371.90	402.79
经营现金流动负债比（%）	-9.16	-12.13	-15.00	--
现金短期债务比（倍）	0.36	0.81	1.09	0.73
EBITDA 利息倍数（倍）	3.41	2.03	1.75	--
全部债务/EBITDA（倍）	80.56	34.89	37.60	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
资产总额（亿元）	373.91	453.30	491.78	498.08
所有者权益（亿元）	135.97	225.19	226.06	227.24
全部债务（亿元）	210.49	202.76	227.87	213.02
营业总收入（亿元）	6.96	6.09	8.51	5.12
利润总额（亿元）	1.10	1.32	1.16	1.28
资产负债率（%）	63.63	50.32	54.03	54.38
全部债务资本化比率（%）	60.75	47.38	50.20	48.38
流动比率（%）	336.55	272.40	279.62	254.13
经营现金流动负债比（%）	-10.71	11.12	15.19	--

注：2022 年三季度财务数据未经审计；其他流动负债中有息部分已纳入短期债务核算
资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告及提供资料整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2023/02/28	张依、李晓晓	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
AAA	稳定	2020/07/24	朱煜、王默璇	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	阅读全文
AA ⁺	稳定	2017/03/10	王妍、朱煜	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号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受南通经济技术开发区控股集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

南通经济技术开发区控股集团有限公司

2023 年度第三期中期票据信用评级报告

一、主体概况

南通经济技术开发区控股集团有限公司（以下简称“南通开控”或“公司”）原名为南通市经济技术开发区总公司（以下简称“总公司”），于1992年由南通市经济技术开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）出资设立，初始注册资本为1.50亿元。2005年至今，经开区管委会根据公司业务需求对公司逐步增资。2019年1月，根据《市政府关于南通市经济技术开发区总公司公司制改制的批复》（通政复〔2019〕3号），南通市人民政府为深化国企改革，完善公司法人治理结构，提高企业经营管理水平，将南通开控依法进行公司制改制，公司类型由全民所有制企业变更为国有独资有限责任公司并更为现名。2019年4月，公司完成了上述事项的内部决策审批、章程修订及工商变更手续。更名后，公司存续的债务融资工具的简称和代码不变，原“南通市经济技术开发区总公司”的所有债务债权关系由“南通经济技术开发区控股集团有限公司”继承。公司股东和实际控制人变更为南通市人民政府，经开区管委会代为履行出资人职责。2020年7月，根据南通市人民政府《市政府关于南通经济技术开发区控股集团等公司实施资产重组事项的批复》（通政复〔2020〕65号）（以下简称“《重组批复》”），公司与江苏炜赋集团有限公司（以下简称“炜赋集团”）、南通经济技术开发区新农村建设有限公司（以下简称“新农村建设”）和南通综合保税区发展有限公司（以下简称“保税发展”）实施资产重组。重组后，公司组织形式为国有独资公司，系市属一类企业，公司持有炜赋集团100%、新农村建设100%的股权和保税发展90.68%的股权。截至2022年9月底，公司注册资本及实收资本均为85.75亿元，南通市人民政府为公司唯一股东及实际控制人，授权经

开区管委会代为履行出资人职责。

公司经营范围：土地一级开发，房屋征收，城市基础设施建设，项目投资建设，房地产开发经营，实业投资，股权及基金投资，资本运营，产权管理，房屋租赁，资产经营管理，污水处理及中水回用，酒店经营，对内对外贸易，物业管理（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）。

截至2022年9月底，公司本部设办公室、财务部、人力资源部、合规审计部、投融资管理部和资产与安全管理部6个职能部门；公司拥有纳入合并范围的一级子公司18家。

截至2021年底，公司资产总额683.82亿元，所有者权益233.32亿元（含少数股东权益1.89亿元）；2021年，公司实现营业总收入76.22亿元，利润总额4.45亿元。

截至2022年9月底，公司资产总额708.34亿元，所有者权益245.56亿元（含少数股东权益1.82亿元）；2022年1—9月，公司实现营业总收入36.15亿元，利润总额3.61亿元。

公司注册地址：江苏省南通市开发区宏兴路9号。法定代表人：王志兵。

二、本期中期票据概况

公司拟在注册额度内发行2023年度第三期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模为6.00亿元，期限为3年。本期中期票据按年付息，到期一次还本，募集资金全部用于偿还公司有息债务。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022年，百年变局和世纪疫情交织叠加，地缘政治局势动荡不安，世界经济下行压力加大，国内经济受到疫情散发多发、极端高温天

气等多重超预期因素的反复冲击。党中央、国务院坚持稳中求进总基调，加大了宏观政策实施力度，及时出台并持续落实好稳经济一揽子政策和接续政策，不断优化疫情防控措施，着力稳住经济大盘，保持经济运行在合理区间。

经初步核算，2022 年全年国内生产总值 121.02 万亿元，不变价同比增长 3.00%。分季度来看，一季度 GDP 稳定增长；二季度 GDP 同比增速大幅回落；三季度同比增速反弹至 3.90%；四季度疫情规模、传播范围大于二季度，

12 月防控政策优化放开后疫情冲击短期内加剧，导致经济增长再次回落。

生产端：农业生产形势较好，工业、服务业承压运行。2022 年，第一产业增加值同比增长 4.10%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长 3.80%、2.30%，较 2021 年两年平均增速²（分别为 5.55%、5.15%）回落幅度较大，主要是受疫情影响，工业、服务业活动放缓所致。

表 1 2018 - 2022 年中国主要经济数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
GDP 总额（万亿元）	91.93	98.65	101.36	114.92	121.02
GDP 增速（%）	6.75	6.00	2.20	8.40(5.25)	3.00
规模以上工业增加值增速（%）	6.20	5.70	2.80	9.60(6.15)	3.60
固定资产投资增速（%）	5.90	5.40	2.90	4.90(3.90)	5.10
房地产投资增速（%）	9.50	9.90	7.00	4.40(5.69)	-10.00
基建投资增速（%）	3.80	3.80	0.90	0.40(0.65)	9.40
制造业投资增速（%）	9.50	3.10	-2.20	13.50(4.80)	9.10
社会消费品零售总额增速（%）	8.98	8.00	-3.90	12.50(3.98)	-0.20
出口增速（%）	9.87	0.51	3.62	29.62	7.00
进口增速（%）	15.83	-2.68	-0.60	30.05	1.10
CPI 涨幅（%）	2.10	2.90	2.50	0.90	2.00
PPI 涨幅（%）	3.50	-0.30	-1.80	8.10	4.10
社融存量增速（%）	10.26	10.69	13.30	10.30	9.60
一般公共预算收入增速（%）	6.20	3.80	-3.90	10.70(3.14)	0.60
一般公共预算支出增速（%）	8.70	8.10	2.80	0.30(1.54)	6.10
城镇调查失业率（%）	4.93	5.15	5.62	5.12	5.58
全国居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.80	2.10	8.10(5.06)	2.90

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 社融存量增速为期末值；5. 城镇调查失业率为年度均值；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端：消费同比出现下降，固定资产投资相对平稳，出口下行压力显现。消费方面，2022 年，社会消费品零售总额 43.97 万亿元，同比下降 0.20%，疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2022 年，全国固定资产投资完成额（不含农户）57.21 万亿元，同比增长 5.10%，固定资产投资在稳投资政策推动下实现平稳增长。其中，房地产开发投资持续走弱，是固定资产投资的主要拖累项；基建和制

造业投资实现较快增长。外贸方面，2022 年，中国货物贸易进出口总值 6.31 万亿美元。其中，出口金额 3.59 万亿美元，同比增长 7.00%；进口金额 2.72 万亿美元，同比增长 1.10%；贸易顺差达到 8776.03 亿美元，创历史新高。四季度以来出口当月同比转为下降，主要是受到海外需求收缩、疫情对生产和运输产生拖累作用、叠加高基数效应的影响，出口下行压力显现。

消费领域价格温和上涨，生产领域价格涨

²为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的

几何平均增长率，下同。

幅回落。2022 年,全国居民消费价格指数(CPI)上涨 2.00%,涨幅比上年扩大 1.10 个百分点。其中,食品价格波动较大,能源价格涨幅较高,核心 CPI 走势平稳。2022 年,全国工业生产者出厂价格指数(PPI)上涨 4.10%,涨幅比上年回落 4.00 个百分点。其中,输入性价格传导影响国内相关行业价格波动,与进口大宗商品价格关联程度较高的石油、有色金属等相关行业价格涨幅出现不同程度的回落;能源保供稳价成效显著,煤炭价格涨幅大幅回落,但煤炭价格仍处高位,能源产品稳价压力依然较大。

社融口径人民币贷款、表外融资和政府债券净融资推动社融规模小幅扩张。2022 年,全国新增社融规模 32.01 万亿元,同比多增 6689 亿元;2022 年末社融规模存量为 344.21 万亿元,同比增长 9.60%,增速比上年同期下降 0.70 个百分点。分项看,2022 年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力,政府债券净融资和社融口径人民币贷款同比分别多增 1074 亿元和 9746 亿元,支撑社融总量扩张;表外融资方面,委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票同比分别多增 5275 亿元、少减 1.41 万亿元和少减 1505 亿元,亦对新增社融规模形成支撑。

财政政策积极有为,民生等重点领域支出得到有力保障,财政收支矛盾有所加大。2022 年,全国一般公共预算收入 20.37 万亿元,同比增长 0.60%,扣除留抵退税因素后增长 9.10%。2022 年,各项税费政策措施形成组合效应,全年实现新增减税降费和退税缓税缓费规模约 4.20 万亿元。支出方面,2022 年全国一般公共预算支出 26.06 万亿元,同比增长 6.10%。民生等重点领域支出得到有力保障,卫生健康、社会保障和就业、教育及交通运输等领域支出保持较快增长。2022 年,全国一般公共预算收支缺口为 5.69 万亿元,较上年(3.90 万亿元)显著扩大,是除 2020 年之外的历史最高值,财政收支矛盾有所加大。

稳就业压力加大,居民收入增幅显著回落。2022 年,全国各月城镇调查失业率均值为 5.58%,高于上年 0.46 个百分点,受疫情反复冲击影响,中小企业经营困难增多,重点群体就业难度也有

所加大,特别是青年失业率有所上升,稳就业面临较大挑战。2022 年,全国居民人均可支配收入 3.69 万元,实际同比增长 2.90%,较上年水平显著回落。

2. 宏观政策和经济前瞻

2023 年宏观政策的总基调是稳中求进,做好“六个统筹”,提振发展信心。2022 年 12 月,中央经济工作会议指出 2023 年要坚持稳字当头、稳中求进,继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,加大宏观政策调控力度,加强各类政策协调配合,形成共促高质量发展合力。积极的财政政策要加力提效,稳健的货币政策要精准有力,产业政策要发展和安全并举,科技政策要聚焦自立自强,社会政策要兜牢民生底线。会议指出,要从战略全局出发,从改善社会心理预期、提振发展信心入手,纲举目张做好以下工作:一是着力扩大国内需求,把恢复和扩大消费摆在优先位置;二是加快建设现代化产业体系;三是切实落实“两个毫不动摇”;四是更大力度吸引和利用外资;五是有效防范化解重大经济金融风险。

2023 年,世界经济滞胀风险上升,中国经济增长将更多依赖内需。2022 年,俄乌冲突推升了能源价格,加剧了全球的通胀压力。2023 年,在美欧货币紧缩的作用下,全球经济增长或将进一步放缓,通胀压力有望缓和,但地缘政治、能源供给紧张、供应链不畅等不确定性因素仍然存在,可能对通胀回落的节奏产生扰动。总体来看,2023 年,世界经济滞胀风险上升。在外需回落的背景下,2023 年,中国经济增长将更多依赖内需,“内循环”的重要性和紧迫性更加凸显。随着存量政策和增量政策叠加发力、疫情防控措施优化效果显现,内需有望支撑中国经济重回复苏轨道。

四、行业及区域环境分析

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。

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,但城投企业债务风险也随之快速上升。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约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能,城投企业逐步开始规范转型。

(2) 行业监管与政策

2021年以来,政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势,延续了“坚决遏制隐性债务增量,妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路,城投企业融资政策整体收紧。

根据2014年《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号),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,建立了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年开始,国内经济下行压力加大,2020年叠加新冠肺炎疫情的影响,基建投资托底经济的作用再次凸显,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同时,政府持续加大基础设

施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持,发挥基建逆经济周期调节作用。

2021年,随着国内疫情得到有效控制,宏观经济有序恢复,抓实化解地方政府隐性债务风险成为全年重要工作,全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策,强调把防风险放在更加突出的位置,坚决遏制隐性债务增量,妥善处置和化解隐性债务存量,同时重申清理规范地方融资平台公司,剥离其政府融资职能,对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算,城投企业融资政策整体收紧。2021年4月,沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件,明确指出发行公司债券不得新增政府债务,并对不同资质企业发债进行分类管理。2021年7月,银保监发〔2021〕15号文及补充通知要求切实把控好金融闸门,从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理,并明确隐债主体认定标准,承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022年以来,国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”,国内外环境复杂性不确定性加剧,宏观经济下行压力进一步加大,“稳增长”压力凸显。在此背景下,中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资,保证财政支出强度的同时加快支出进度等,通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022年4月,中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》,强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下,加大对重点项目资金支持力度,合理购买地方政府债券,按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求,不得盲目抽贷、压贷或停贷,保障在建项目顺利实施。2022年5月,中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》,对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署,为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看,积极的财政政策为城投企业提供了一定的

项目储备空间。

同时,政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022年5月,财政部通报8个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例,再次强调了“坚决遏制隐性债务增量,妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路,进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

(3) 行业发展

在“稳增长”背景下,城投企业作为地方政府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。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下,城投企业融资区域性分化进一步加剧,重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

目前,中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、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题,基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间,中国将统筹推进基础设施建设,构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来,中国将进一步完善新型城镇化战略,全面实施乡村振兴战略,持续推进“两新一重”项目建设等,城投企业仍有一定发展空间,评级展望为稳定。

同时,在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下,城投企业融资区域性分化仍将持续,政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022年城投债兑付压力不减,部分地区城投债集中到期压力较大,需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

2. 区域经济概况

2020—2022年,南通市及南通市经济技术开发区(以下简称“南通经开区”)的经济持续增长,财政实力很强,公司经营环境良好。

(1) 南通市

南通地处中国华东地区、江苏东南部,东抵黄海、南濒长江,是国务院批复确定的中国长三角北翼经济中心、现代化港口城市,是扬子江城市群的重要组成部分、上海大都市圈北翼门户城市、中国首批对外开放的14个沿海城市之一,拥有1个国家级高新区、4个国家级开发区和1个综合保税区、5个国家一类水运和航空开放口岸。南通市已形成纺织服装业、船舶海工及重装备业、能源及其装备业、化工医药业、电子信息业、轻工食品业六个产业板块,且均已形成千亿级产业规模。

根据《南通市国民经济和社会发展统计公报》,2020—2022年,南通市分别实现地区生产总值10036.3亿元、11026.9亿元和11379.6亿元,按可比价计算,分别同比增长4.7%、8.9%和2.1%,三次产业结构由2020年的4.6:47.5:47.9调整为2022年的4.5:49.3:46.2。

2022年,南通市固定资产投资比上年下降2.9%。分行业看,南通市第一产业投资比上年下降46.7%,第二产业投资下降4.1%,第三产业投资下降1.3%。细化行业中,南通市基础设施投资比上年增长30.1%;房地产开发投资下降17.5%。2022年,南通市商品房销售面积下降39.1%;其中住宅销售面积下降35.7%。

根据《南通市市级财政决算的报告》和《南通市2022年财政预算执行情况和2023年财政预算草案的报告》,2020—2022年,南通市一般公共预算收入分别为639.3亿元、710.2亿元和613亿元,分别同比增长3.2%、11.1%和3.2%³;同期,南通市一般公共预算支出分别为1080.6亿元、1122.2亿元和1147.2亿元;南通市财政自给率(一般公共预算收入/一般公共预算支出)分别为59.16%、63.29%和53.43%。2020—2022

³ 2022年南通市一般公共预算收入增长率基于扣除留抵退税因素口径测算。

年,南通市政府性基金收入分别为1333.3亿元、1441.8亿元和1129.8亿元。

根据《南通市2022年财政预算执行情况和2023年财政预算草案的报告》,截至2022年底,南通市地方政府债务限额2168.3亿元,年末余额1978.8亿元。

(2) 南通经开区

南通经开区位于南通市东南,1984年12月19日经国务院批准设立,是中国首批14个国家级经济技术开发区之一。南通经开区四周江河海连成一体,海陆空运输便捷,紧靠南通港和南通兴东机场。

建区以来,南通经开区内累计认定国家高新技术企业225家,IPO上市企业6家,新三板挂牌企业5家,形成了以新一代信息技术、高端装备、医药健康产业等产业为主导的特色产业结构。

根据经开区管委会网站披露信息,2019—2021年,南通经开区分别实现地区生产总值680亿元、743.4亿元和842.4亿元。根据《南通市决算草案》及《江苏省南通市2023年预算草案》,2020—2022年,南通经开区一般公共预算收入分别为58.98亿元、66.99亿元和59.16亿元,分别同比增长8.7%、3.5%和2.7%⁴;南通经开区一般公共预算支出分别为26.70亿元、38.41亿元

和38.59亿元。同期,南通经开区(不含苏锡通园区)政府性基金收入分别为36.75亿元、23.53亿元和30.12亿元。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2022年9月底,南通市人民政府为公司唯一股东及实际控制人,并授权经开区管委会代为履行出资人职责。

2. 企业规模及竞争力

公司是南通市和南通经开区内重要的城市基础设施建设、土地拆迁整理和保障房建设主体,业务具有区域竞争优势。

公司是南通市市属一类企业,主要负责南通市及南通经开区基础设施建设、园区开发、片区开发、城市更新、土地开发和商业配套设施及保障房建设业务。

除公司外,南通市主要从事基础设施建设的公司见下表,各公司按照各自负责的行业、区域分工。从财务数据上看,公司资产、权益及收入规模在南通市属一类企业中处于下游,债务负担较重。

表2 截至2021年底(2021年)南通市主要基础设施建设主体情况(单位:亿元)

企业名称	实际控制人	职能定位/主营业务	资产总额	所有者权益	营业总收入	利润总额	资产负债率(%)
南通城市建设集团有限公司	南通市人民政府	负责南通市主城区的基础设施建设和公用事业运营业务	1053.07	414.12	94.21	6.80	60.68
南通沿海开发集团有限公司	南通市人民政府	负责通州湾示范区开发运营业务	797.03	323.97	121.19	2.92	59.35
公司	南通市人民政府	负责南通市及南通经开区城市基础设施建设、土地拆迁整理和保障房建设等业务	683.82	233.32	76.22	4.45	65.88

资料来源:联合资信根据公司提供资料和公开数据整理

3. 人员素质

公司高管人员相关工作经验丰富,员工整体文化素质较高,能够满足公司日常经营需要。

截至2022年9月底,公司拥有5名高管人员,包括总经理1名、副总经理4名。

王志兵先生,1966年4月生,中共党员,正高级经济师、高级经营师、高级职业经理人、房地产工程师、土地登记代理人;现任公司董事长、法定代表人,炜赋集团董事长、法定代表人。

凌华先生,1967年10月生,中共党员;曾

⁴ 2022年南通经开区一般公共预算收入增长率基于扣除留抵退税因素口径测算

任江苏炜赋集团置业发展分公司财务总监、副总经理，江苏炜赋集团南通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（以下简称“星湖置业”）董事长兼总经理；现任公司副董事长、总经理。

截至2022年9月底，公司在岗职工697人。从年龄构成看，30岁以下的占11.19%、30~50岁的占65.85%、50岁以上的占22.96%；从学历构成看，硕士研究生学历的占7.03%、本科学历的占37.88%、大专及以下的占55.09%。

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

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：9132030013831116XE），截至2023年1月31日，公司本部无未结清和已结清的关注类或不良类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

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：91320600579475848W），截至2023年1月4日，子公司新农村建设无未结清和已结清的关注类或不良类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

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：91320691750536381E），截至2023年1月17日，子公司南通市经济技术开发区物贸集团有限公司（以下简称“物贸集团”）无未结清和已结清的关注类或不良类信贷信息记录。

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：91320691138379762Y），截至2023年2月2日，子公司炜赋集团无未结清的关注类或不良类信贷信息记录；有23笔已结清关注类贷款，均已正常还款，无不良类信贷信息记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司及其子公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司建立了规范的法人治理结构，形成了有效的决策监督机制。

公司根据《公司法》及其他相关法律、法规的要求，制定了《南通经济技术开发区控股集团有限公司章程》。

公司章程规定：公司设董事会，董事会成员9人，其中股东委派董事8人；职工董事1人，由职工大会选举产生。董事任期3年，届满经批准可连任；董事会设董事长1人，副董事长1人，由股东直接委派。董事会是公司的决策机构，行使决定公司的经营计划和投资方案等职权。

公司设监事会，监事会成员5人，其中股东监事3人，由股东委派，职工监事2人，由职工大会选举产生。监事会主席由股东从监事会成员中指定。监事任期每届3年，任期届满，可以连任。监事会行使监督公司经营活动的职权，对公司的经营效益、国有资产保值增值、资产运营进行监督和评价。

公司设总经理1名，由南通市人民政府从董事会成员中指定，总经理对董事会负责，并主持公司生产经营管理工作，组织实施公司年度经营计划和投资计划，拟订公司各项规章制度等。总经理对董事会负责，并接受监事会监督。

公司制定了董事会和监事会议事规则，董事会和监事会均按照各自的议事规则独立有效运作；董事会是公司的最高权力机构；公司实行董事会领导下的经理负责制，由公司总经理负责公司经营管理工作。公司形成了权力机构、决策机构、监管机构和管理层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制约机制，建立了规范的法人治理结构和有效的经营管理机制。

2. 管理水平

公司管理制度较为健全，日常经营管理工作有章可循，内部管理制度能够满足日常经营管理需求。

公司本部内设办公室、财务部、人力资源部、合规审计部、投融资管理部和资产与安全管理部

6个部门。公司通过制度化管理，明确了各部门之间的分工及权责，各部门之间在业务开展中保持必要独立性的同时相互协作。

资金管理方面，公司对资金计划、资金筹集、资金使用及资金监管等各环节进行了规范，并遵循分类管理、统一管理和统筹使用、风险控制以及注重效益的原则。

投资管理方面，公司按照建立现代企业制度要求，制定了详细的投资管理制度，包括对内投资和对外投资的原则、控制制度、投资决策程序、投资项目和企业的检查汇报制度等。

融资及担保管理方面，公司制定了《融资管理制度》，规定了公司及子公司融资决策程序，明确了融资及担保过程中相关部门的责任，对子公司的筹资行为进行统一管理，根据合并子公司具体情况以及筹资的类型和额度进行适度授权。

安全管理方面，公司制定了《安全生产管理办法》，明确了公司安全生产监督管理应持安全第一、预防为主、综合治理的方针，规定设立公司安全管理组织机构，负责组织、协调和指导公司内部和下属单位的安全生产管理工作，并明确了安全生产管理及其安全生产责任人职责，确认了安全生产责任制考核及责任追究。

对子公司的管理方面，公司明确了公司本部与合并子公司的职责划分，确立了各自的职责范围，建立了良好的运营机制。合并子公司能独立经营和自主管理，但受到公司的权限控制，超出权限范围需得到授权方能实施。公司拥有对全资子公司利润分配的决策权以及重大投、融资事项的决策权、控制权与监督权等，对纳入合并范围的子公司具有实际控制力。同时，公司对合并子公司的管理实行联系人制，建立了健全、合理、完善的内部控制制度，引导合并子公司在公司总体方针目标框架下运行，对公司的组织、资源、资产、投资等运作进行风险控制，提高公司整体运作效率和防风险能力。

七、经营分析

1. 经营概况

2019—2021年，公司营业总收入逐年增长，

增速有所放缓；综合毛利率持续上升。

2019—2021年，公司营业总收入年均复合增长40.96%，其中2020年同比增长88.54%，主要系当期商品销售收入大幅增长所致；2021年同比增长5.38%，增速放缓。公司营业总收入主要来源于商品销售、基本建设工程以及房产销售业务。具体来看，2019—2021年，受工程结算进度和结算量影响，公司基本建设工程收入持续增长，其中2019年，公司基本建设工程业务不包含新农村建设的部分，2020年起，公司开始将新农村建设的基本建设工程业务收入纳入合并报表；受保障房和商品房结算规模增加影响，公司房产销售收入亦持续增长；公司商品销售收入呈现波动增长态势，其中2020年受贸易量增加及公司合并范围变化影响，商品销售收入同比增长108.85%；拆迁项目工程收入波动增长，规模较小，其中2019年，公司拆迁业务不包含新农村建设的部分，2020年起，公司开始将新农村建设的拆迁业务收入纳入合并报表；公司其他业务收入包括酒店服务收入、投资收入、物业费收入、资金占用利息收入、代理费收入等，单项收入规模不大，对公司营业总收入形成补充。

2019—2021年，公司综合毛利率持续上升，其中2020年同比上升6.60个百分点，主要系基本建设工程业务、房产销售业务和其他业务毛利率增长所致；2021年同比变化不大。分业务来看，2019—2021年，公司基本建设工程业务毛利率波动上升。其中，由于2020年新增子公司新农村建设的基本建设工程项目毛利率水平较高，使得公司当期基本建设工程业务毛利率同比上升7.05个百分点；2021年毛利率水平有所回落。2019—2021年，公司房产销售业务毛利率呈现较大波动。其中2020年受益于公司保障房市场化销售规模增长及公司销售部分商品房，当期房产销售业务毛利率转负为正；2021年，由于公司房产销售收入中低毛利率的保障房销售收入占比高，使得当期房产销售业务毛利率同比下降10.79个百分点。2019—2021年，公司商品销售业务毛利率维持在低水平；其他业务毛利率持续上升，处于较高水平。

表3 公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年			2022 年 1—9 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
基本建设工程	7.71	20.10	5.28	8.48	11.72	12.33	10.08	13.23	10.29	6.75	18.69	4.62
拆迁项目工程	0.13	0.34	100.00	0.65	0.89	51.86	0.63	0.83	100.00	0.40	1.10	100.00
房产销售	3.82	9.95	-17.55	5.92	8.19	16.45	8.71	11.43	5.66	1.62	4.48	14.39
商品销售	24.40	63.60	0.84	50.95	70.45	1.03	49.08	64.38	1.10	20.66	57.17	1.19
其他	2.31	6.01	40.52	6.32	8.74	60.04	7.72	10.13	62.49	6.71	18.57	73.45
合计	38.36	100.00	2.63	72.33	100.00	9.23	76.22	100.00	9.87	36.15	100.00	16.92

注：尾差系数据四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告及提供资料整理

2022年1—9月，公司营业总收入相当于2021年营业总收入的47.42%，主要来源于基本建设工程业务和商品销售业务。2022年1—9月，公司综合毛利率较2021年上升7.05个百分点，主要系毛利率水平低的商品销售收入占比下降及其他业务的毛利率上升所致。

2. 业务经营分析

(1) 基本建设工程业务

2019—2021年，公司基本建设工程收入持续增长，毛利率波动上升，但回款相对滞后；公司基本建设工程业务持续性较好，在建及拟建项目尚需一定投资规模，未来存在一定的投资压力。

经开区管委会授权公司本部和子公司南通经济技术开发区公用事业管理有限公司（以下简称“公用事业公司”）、新农村建设和南通能达建设投资有限公司（以下简称“能达建设”）承担南通经开区范围内的城市基础设施建设任务，主要包括城市功能、社会事业、公共事业工程、生态建设及绿化工程、道路工程和配套工程。公司在南通经开区的基础设施建设方面具有一定的区域专营地位。

业务模式方面，公司基本建设工程主要采用委托代建模式，公司按照经开区管委会每年下达的建设任务对南通经开区内的基建项目进行建设，项目建设年度内，公司定期与南通市经济技术开发区财政局（以下简称“经开区财政局”）按照项目进度进行预结算，待项目完工后，进行最终结算。结算金额为项目投资额加成一定比例的管理费。其中，公司本部加成比例为6%；新农村建设加成比例参考市场同期贷款利率加上适当的利润确定；公用事业公司作为建设单位承接的项目加成比例采用实际完成工程量分段计算，实际完成工作量在1亿元（含）以下的，按实际完成量的5%计算，超过1亿元的部分按照超出部分的4%计算；公用事业公司及其他建设单位代建的项目，加成比例按公司与建设单位签署的委托代建合同执行。

2019—2021年及2022年1—9月，公司分别确认基本建设工程收入7.71亿元、8.48亿元、10.08亿元和6.75亿元，分别收到回款3.30亿元、2.69亿元、6.58亿元和2.24亿元。

截至2022年9月底，公司主要在建基础设施项目计划总投资10.51亿元，已投资6.25亿元，尚需投资4.26亿元。

表4 截至2022年9月底公司主要在建建基础设施项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资额	已投资额	建设期间 (年)	2022 年 10—12 月 投资计划
新开闸重建工程配套设施项目	2500.00	1117.44	2021—2022	1382.56
交警五大队服务用房建设工程	3000.00	2752.73	2021—2022	247.27
洪港滨江生态园（原能达滨江生态公园工程）	6000.00	4904.77	2021—2022	1095.23
开发区沿江观光路（新开闸-江韵路）工程	4500.00	3583.88	2021—2022	916.12
宏兴路两侧绿化（含二个小游园）（曹家埭路-景风路）项目	1800.00	1335.40	2021—2022	464.60

复兴路两侧绿化（曹家埭路-景风路）项目	1500.00	1313.53	2021—2022	186.47
星湖小学二期工程	5000.00	3492.95	2021—2022	1507.05
海亚路工程（通秀路—东方大道）	4000.00	2721.27	2021—2022	1278.73
新开北路改造（复兴路—宏兴路）项目	3300.00	2390.08	2021—2022	909.92
中央路综合改造（复兴路—振兴路）工程	15000.00	9239.12	2021—2022	5760.88
金属园区景兴路西延工程	1400.00	832.14	2021—2022	567.86
星宇路（龙田路—星湖大道）工程	1200.00	956.33	2021—2022	243.67
德和路（瑞兴路—景兴路）工程	10000.00	5076.73	2021—2022	4923.27
星宇路（瑞兴路—新兴路）工程	2800.00	1803.85	2021—2022	996.15
智兴路（星宇路-竹林路）工程	1650.00	1043.01	2021—2022	606.99
海伦路东延（东方大道-亚香南侧路）工程	1100.00	802.54	2021—2022	297.46
东方红竖河工程	1100.00	615.75	2021—2022	484.25
春风南岸幼儿园装修工程	880.00	735.21	2021—2022	144.79
振兴小学东侧路（原经十四路）（振兴路-瑞兴路）工程	2200.00	557.82	2021—2022	1642.18
智兴路（安惠一期—东方大道）工程	3800.00	1443.72	2021—2022	2356.28
顺发御园幼儿园装修工程	881.00	771.35	2021—2022	109.65
新开北路黑色化改造（复兴路—星湖大道）工程	2500.00	2096.58	2021—2022	403.42
龙兴路（新兴路—景兴路）工程（2020）	7000.00	95.20	2021—2022	6904.80
星湖大道红线外绿化调整与提升（通盛大道—通富南路）	4500.00	3928.93	2021—2022	571.07
新河路天星横河桥工程（2020）	1000.00	517.32	2021—2022	482.68
瑞兴路改造（通盛大道—东方大道）工程	9500.00	3539.55	2021—2022	5960.45
沿江生态景观带建设	2500.00	1447.33	2022	1052.67
东方红闸站并建工程	4500.00	3419.08	2022	1080.92
合计	105111.00	62533.61	--	42577.39

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

截至 2022 年 9 月底，公司拟建基础设施项目共计 18 个，计划投资额 8.79 亿元，其中 2022 年计划投资 4.34 亿元，公司基本建设工程业务持续性良好。

表5 截至2022年9月底公司拟建代建基础设施项目情况（单位：个、万元）

项目类别	项目数	投资总额	2022 年 10—12 月计划投资额
产业园区载体建设	5	16800.00	12300.00
道路工程	4	61700.00	21700.00
城市环境及功能提升	4	5800.00	5800.00
配套设施及其他	5	3550.00	3550.00
合计	18	87850.00	43350.00

资料来源：公司提供

根据《关于公布市级政府投资非盈利性工程建设项目首批集中建设实施单位名单的通知》（通建建市〔2021〕137 号），市级政府投资非盈利性工程建设项目的使用单位应从名单中选取

集中建设实施单位，能达建设位于名单内。业务模式方面，能达建设接受市级政府投资非盈利性工程建设项目使用单位的委托进行项目建设，并收取一定比例的集中建设管理费。截至 2022 年 9 月底，能达建设已签署 4 项委托集中建设合同，资金来源于南通市财政安排和项目委托方，项目均处于前期工作阶段。

表6 截至2022年9月底能达建设承接市级政府投资非盈利性工程建设项目情况（单位：万元）

项目类别	总投资	集中建设管理费
江苏省南通卫生高等职业技术学校体育馆工程	5600.00	75.00
南通职业大学校区搬迁建设工程	102000.00	600.00
新建八一高级中学工程	48400.00	442.96
南通市中医院迁建项目	58700.00	600.00
合计	214700.00	1717.96

注：项目总投资及集中建设管理费均为暂定金额

资料来源：公司提供

(2) 拆迁业务

公司拆迁业务在建及拟建项目未来投资规模尚可，片区开发业务投资规模较大，公司面临较大的资金支出压力。

公司本部和新农村建设受经开区管委会委托，对南通经开区辖区内土地进行拆迁和整理工作。每年年初，公司根据经开区管委会拆迁规划具体实施拆迁项目。经开区财政局拨款拆迁项目所需资金并支付综合管理服务费用（公司本部综合管理服务费用一般为拆迁成本的6%；新农村建设综合管理服务费用包括实际支付拆迁款的6%以及根据实际占用时间按实际支付的拆迁款乘以综合资金成本率计算的综合资金成本），公司将综合管理服务费用确认收入。在拆迁过程中，土地使用权所属方不转移，公司完成项目后，由经开区土地储备中心在公开市场按照既定程序进行招拍挂出让。

2019—2021年及2022年1—9月，公司所实现的拆迁业务收入均已全部回款。

截至2022年9月底，公司主要在建拆迁项目为竹行人才公寓，项目计划总投资额1.74亿元，尚需投资0.54亿元；主要拟建拆迁项目总投资2.57亿元。公司未来拆迁业务的资金支出压力尚可。

公司以市场化方式开展片区开发业务，在建项目主要位于包括开发区中兴、新开、老洪港、竹行等片区低效用地区域。总投资规模较大，截至2022年9月底已投资53.02亿元，未来计划主要通过二级开发收入及产业运营收入平衡资金。整体看，公司存在较大资金支出压力。

(3) 房产销售业务

2019—2021年，公司房产销售收入持续增长，毛利率呈现较大波动。公司保障房业务回款主要来自销售、政府补助和政府回购，在建项目未来投资规模较小。

公司房产销售业务包括保障房销售和商品房销售两部分。

公司保障房业务实施主体为子公司星湖置业、能达建设和江苏炜赋集团天鹏置业有限公司（以下简称“炜赋天鹏”）。公司使用自有资金或

外部融资，通过招拍挂程序取得出让土地并进行保障房建设，主要销售对象为拆迁过程中产生的拆迁户。对于2018年以前开发建设的保障房项目，公司与经开区管委会签订《委托代建和回购协议》，保障房建成后，公司以协议价销售给安置户，协议价低于建设成本，对此经开区管委会每年针对安置房成本收入倒挂部分进行补偿，并根据保障房项目建设成本的6%支付项目管理费，财政补贴部分和管理费用均计入“其他收益”。对于2018年及以后开发建设的保障房项目，采用政府回购模式，经开区管委会根据公司建设成本及合理利润确定结算单价，并按可销售面积和约定的结算单价进行回购。

截至2022年9月底，公司在售保障房项目主要为海悦嘉园一期等，合计已投资52.39亿元，除海棠三期和海悦嘉园二期项目外，其他项目销售进度已接近尾声。

表7 截至2022年9月底公司在售保障房项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	已投资额	销售进度
海悦嘉园一期	17.60	16.79	89.20%
海棠一期	5.02	5.02	98.15%
海韵花园	7.88	7.88	99.47%
小海花园	8.15	8.15	99.79%
海棠二期	6.46	6.46	94.34%
海棠三期	2.84	2.74	70.74%
怡和尊庭	4.50	1.30	91.58%
海悦嘉园二期	4.00	4.05	66.14%
合计	56.45	52.39	--

注：1. 由于部分项目建设周期较长，人工和材料成本有所上升，部分项目总投资额较2022年3月底数据有所变动；2. 怡和尊庭分两期建设，截至2022年9月底，项目总投资和已投资金额分别为4.50亿元和1.30亿元，二期尚未动工
资料来源：公司提供

截至2022年9月底，公司在建保障房项目为小海十二期项目，计划投资总额7.50亿元，已完成投资2.93亿元。截至2022年9月底，公司暂无拟建保障房项目。

截至2022年9月底，公司已完工商品房项目1个，实际总投资额5.08亿元，已全部销售完毕；在建商品房项目6个，计划总投资额合计65.01亿元，已完成投资44.56亿元，其中3个项目已开始预售；公司暂无拟建商品房项目。

2019—2021年及2022年1—9月，公司分别收到政府对于保障房项目的补贴1.58亿元、0.65亿元、2.02亿元和0.36亿元。2020年，公司房产销售收入同比增长55.19%，主要系公司市场化销售保障房规模增长以及星湖城市广场二期项目出售部分商品房所致；受益于部分商品房出售，房产销售业务毛利率转负为正。2021年，公司房产销售业务收入同比增长47.05%，毛利率同比下降10.79个百分点，主要系低毛利率的保障房销售规模增加所致。2022年1—9月，公司房屋销售业务收入相当于2021年的18.60%；毛利率水平有所提高，主要系当期销售房产以高毛利率的商品房为主。

（4）商品销售业务

2019—2021年，公司商品销售收入波动增长；受行业特征影响，业务毛利率水平低。

商品销售业务主要由子公司江苏能达国际贸易有限公司（以下简称“能达国贸”）、物贸集团和保税发展开展。能达国贸已由外贸业务为主转为以内贸业务为主，主要贸易商品为钢材，在结算模式上，根据下游需求确定采购品种及金额，一般根据工地签收单支付该批货款90%~95%，待结算开票后支付尾款。公司对下游客户的应收账款账龄在1~6个月不等。物贸集团主要从事国内贸易，主要销售产品为钢材、煤炭等，在结算模式上，采购一般货到工地确认签收后，支付全部货款，公司销售以部分现款、部分赊销相结合，账期在1~6个月不等。保税发展主要经营液化天然气贸易（国内）、棉纱贸易（国外）和钢材贸易等。

2021年，公司前五名供应商购买金额合计31.47亿元，占商品销售成本的64.85%，集中度较高；前五名客户销售金额合计19.01亿元，占商品销售收入的38.73%，集中度一般。

表8 2021年贸易业务前五大供货商及客户情况
(单位: 万元)

供货商名称	购买金额	客户名称	销售金额
江苏省镇鑫钢铁集团有限公司	158962.69	福建涌冠贸易有限公司	70385.03
江苏峻丰国际贸易有限公司	49832.14	盐城市物资集团有限公司	41870.70
江苏鑫典钢业发	42005.21	南通市卓璟贸	34557.43

展有限公司		易有限公司	
连云港渤登岸贸易有限公司	35461.76	华港集团（上海）石油天然气有限公司	23569.66
江苏和瑞金属材料有限公司	28481.90	南通祥和瑞钢材有限公司	19710.22
合计	314743.70	合计	190093.04

资料来源：公司提供

2021年，公司商品销售收入同比下降3.69%；2022年1—9月，公司商品销售收入为2021年全年的42.09%。受行业特征影响，公司商品销售业务获利空间有限，业务毛利率水平低。

（5）房产租赁业务

公司在南通经开区的中心商务区持有商业地产，通过对外出租获取租金收入。2019—2021年，公司租赁收入逐年增长。

公司商业地产运营业务实施主体为子公司星湖置业、能达建设及炜赋天鹏。公司主要投资建设的商业地产项目为位于南通经开区的中心商务区的能达大厦、“智慧之眼”商务办公楼、星湖101和星湖城市广场，均已完工并用于出租。截至2022年9月底，公司暂无在建及拟建商业地产项目。

2019—2021年及2022年1—9月，公司分别实现租赁业务收入1.76亿元、2.01亿元、2.47亿元和2.15亿元。截至2022年9月底，公司物业可供出租面积67.25万平方米。

3. 未来发展

公司定位明确，未来发展规划清晰。

未来，公司将会继续贯彻传统业务与新兴业务并驾齐驱、资产经营与资本运作相互促进、区内业务与市场拓展协调融通的发展格局。基础设施建设业务方面，公司继续建设巩固现有基础设施建设业务，同时积极承接市级城建项目。房地产业务板块，公司以商业地产开发运营为特色，加强市场品牌拓展。贸易业务方面，公司将继续依托国企信用、资金成本及资金规模等优势积极参与市场竞争，打造核心竞争力，进一步强化贸易风险管控，实现贸易业务制度化、标准化、规范化管理。此外，公司在实业板块之外，将创新股权投资机制、探索产业地产模式，使投资、建

设、运营、盈利有效融合。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019—2021年度的财务报表，公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）对公司报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年三季度财务数据未经审计。

截至2022年9月底，公司有合并范围内一级子公司18家。从合并范围变动来看，2019年，公司合并范围新增一级子公司1家，减少一级子公司4家；2020年，公司合并范围新增一级子公司5家，减少一级子公司1家；2021年，公司通过投资设立新增一级子公司6家，注销一级子公司1家；2022年1—9月，公司合并范围内一级子公司减少1家。

公司合并范围变化较大，且2021年公司采用新收入准则、新金融工具准则和新租赁准则核算相关科目，对财务报表的可比性造成一定影响。

整体看，公司财务数据可比性一般。

截至2021年底，公司资产总额683.82亿元，所有者权益233.32亿元（含少数股东权益1.89亿元）；2021年，公司实现营业总收入76.22亿元，利润总额4.45亿元。

截至2022年9月底，公司资产总额708.34亿元，所有者权益245.56亿元（含少数股东权益1.82亿元）；2022年1—9月，公司实现营业总收入36.15亿元，利润总额3.61亿元。

2. 资产质量

2019年以来，公司资产规模持续增长，资产结构以流动资产为主，公司应收类款项和存货规模较大，对资金形成较大占用，资产流动性偏弱，整体资产质量一般。

2019—2021年底，公司资产规模持续增长，年均复合增长24.08%。2021年底，公司资产总额较2020年底增长11.63%，主要系其他应收款和存货增加所致。公司资产以流动资产为主，主要资产构成见下表。

表9 公司主要资产构成情况

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 9 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	375.57	84.56	496.77	81.09	579.95	84.81	588.53	83.09
货币资金	17.75	4.00	72.98	11.91	87.79	12.84	49.60	7.00
交易性金融资产	11.71	2.64	7.59	1.24	16.91	2.47	15.69	2.22
应收账款	24.62	5.54	46.22	7.55	44.48	6.51	51.30	7.24
其他应收款	264.92	59.65	257.83	42.09	289.74	42.37	300.55	42.43
存货	42.44	9.56	85.77	14.00	134.24	19.63	162.79	22.98
非流动资产	68.59	15.44	115.82	18.91	103.87	15.19	119.81	16.91
长期股权投资	16.47	3.71	32.93	5.38	29.26	4.28	30.88	4.36
固定资产	15.65	3.52	8.45	1.38	10.01	1.46	12.95	1.83
投资性房地产	22.86	5.15	44.34	7.24	44.96	6.58	57.17	8.07
资产总额	444.16	100.00	612.60	100.00	683.82	100.00	708.34	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司审计报告及财务报表、联合资信整理

（1）流动资产

2019—2021 年底，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长 24.26%。2021 年底，公司流动资产较 2020 年底增长 16.74%，主要系其他应收款和存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。

2019—2021 年底，公司货币资金持续增长，年均复合增长 122.39%。2020 年底，公司货币资金较 2019 年底增长 311.12%，主要系合并范围变化所致。2021 年底，公司货币资金较 2020 年底增长 20.30%，主要系经营性回款及融资所致，其中受限货币资金 1.31 亿元。

2019—2021 年底，公司交易性金融资产波动增长，年均复合增长 20.20%。2021 年底，公司交易性金融资产较 2020 年底增长 122.87%，主要系以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、一年内到期非流动资产、其他流动资产因会计准则调整而转至交易性金融资产所致，主要为子公司购买的上市公司股票、银行理财产品、短期信托产品等。

2019—2021 年底，公司应收账款波动增长，年均复合增长 34.41%。2020 年底，公司应收账款账面价值较 2019 年底增长 87.73%，主要系合并范围变化所致。2021 年底，公司应收账款较 2020 年底下降 3.76%，累计计提坏账准备 0.13 亿元；账龄以 1 年以内和 1~2 年为主；应收账款前五大欠款方合计金额为 39.82 亿元（占 89.27%），其中应收经开区管委会 30.14 亿元（占 67.57%），应收经开区财政局 7.00 亿元（占 15.70%），集中度高。

2019—2021 年底，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 4.58%。2021 年底，公司其他应收款较 2020 年底增长 12.38%，主要系往来款增加所致，累计计提坏账准备 1.44 亿元；账龄以 1 年以内和 3~5 年为主；其他应收款前五大欠款方合计金额为 288.70 亿元（占 99.15%），其中应收经开区管委会往来款 196.73 亿元（占 67.56%），应收经开区财政局往来款 85.98 亿元（占 29.53%），集中度很高。

2019—2021 年底，公司存货持续增长，年均复合增长 77.84%。2020 年底较 2019 年底增长 102.08%，主要系合并范围变化及公司对保障房、商业地产和基建项目投入所致。2021 年底，公司存货较 2020 年底增长 56.51%，主要系片区开发项目和房地产开发成本增加所致；公司存货主要由房地产开发成本 41.13 亿元、房地产开发产品 22.71 亿元、土地围堰开发 18.92 亿元、涉农类基建项目开发成本 12.30 亿元和片区开发项目 38.32 亿元构成。

（2）非流动资产

2019—2021 年底，公司非流动资产规模波动增长，年均复合增长 23.06%。2021 年底，公司非流动资产较 2020 年底下降 10.32%，主要系

其他非流动资产下降所致。公司非流动资产主要由其他权益工具投资、长期股权投资、投资性房地产和固定资产构成。

2019—2021 年底，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长 33.29%。2020 年底，公司长期股权投资较 2019 年底增长 99.97%，主要系合并范围变化及公司新增对南通濠宇卫星股权投资合伙企业（有限合伙）和南通开发区智能制造产业投资基金合伙企业（有限合伙）的投资所致。2021 年底较 2020 年底下降 11.15%，主要系公司减少对南通协创置业有限公司的投资所致。

2019—2021 年底，公司固定资产波动下降，年均复合下降 20.00%。2021 年底，公司固定资产较 2020 年底增长 18.45%，主要系在建工程转入所致，公司固定资产主要为房屋及建筑物。

2019—2021 年底，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长 40.24%。2020 年底，公司投资性房地产较 2019 年底增长 93.92%，主要系合并范围变化及固定资产和无形资产转入所致。2021 年底公司投资性房地产较 2020 年底变化不大，主要为房屋建筑物和土地使用权，其中 0.17 亿元房屋建筑物由于历史原因尚未办理相应权证。

截至2022年9月底，公司资产总额较2021年底增长3.59%，主要系应收类款项、存货和投资性房地产增加所致，仍以流动资产为主。截至2022年9月底，公司其他应收款较2021年底增长3.73%，系往来款增加所致；存货较2021年底增长21.27%，主要系房地产开发成本和片区开发项目投入增加所致；投资性房地产较2021年底增长27.14%，系公司投资性房地产按公允价值核算。

截至2022年9月底，公司受限资产89.96亿元，占公司资产总额的12.70%，主要受限资产详情如下表所示。

表10 截至2022年9月底公司受限资产情况
(单位：亿元)

科目	受限账面价值	受限原因	占比(%)
货币资金	1.43	再担保公司保函、信用证保证金、银行承兑汇票保证金等	0.20
存货	29.72	抵押借款	4.20

投资性房地产	34.46	抵押借款	4.87
固定资产	8.90	抵押借款	1.26
应收账款	15.44	质押借款	2.18
合计	89.96	--	12.70

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2019 年以来，公司所有者权益持续增长，实收资本和资本公积占比较高，权益稳定性较好。

2019—2021 年底，公司所有者权益持续增长，

年均复合增长 28.48%。2020 年底，公司所有者权益 228.84 亿元，较 2019 年底增长 61.89%，主要系炜赋集团、新农村建设和保税发展股权注入所致。2021 年底，公司所有者权益 233.32 亿元，较 2020 年底变化不大。其中，实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别占 36.75%、56.81%、5.49% 和 0.81%。公司所有者权益结构稳定性较好。

截至 2022 年 9 月底，公司所有者权益 245.56 亿元，较 2021 年底增长 5.25%，主要原因系公司获得经开区管委会划拨资产后资本公积增加以及公司未分配利润增加。

表 11 公司主要负债构成情况

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 9 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债合计	135.16	44.64	164.59	42.89	155.94	34.62	146.11	31.57
短期借款	10.74	3.55	12.97	3.38	10.50	2.33	16.96	3.66
其他应付款	40.08	13.24	51.51	13.42	40.16	8.91	36.57	7.90
一年内到期的非流动负债	71.78	23.70	76.87	20.03	56.80	12.61	48.38	10.45
其他流动负债	0.00	0.00	8.50	2.21	29.21	6.48	24.86	5.37
非流动负债合计	167.65	55.36	219.17	57.11	294.56	65.38	316.67	68.43
长期借款	77.48	25.59	126.45	32.95	161.12	35.76	173.63	37.52
应付债券	86.60	28.60	88.95	23.18	129.76	28.80	138.57	29.94
负债总额	302.81	100.00	383.76	100.00	450.51	100.00	462.78	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司审计报告及财务报表、联合资信整理

(2) 负债

2019 年以来，公司负债总额持续增长，以非流动负债为主；同期，公司有息债务规模快速增长，整体债务负担较重，并存在一定的集中偿付压力。

2019—2021 年底，公司负债规模持续增长，年均复合增长 21.97%。2021 年底，公司负债总额较 2020 年底增长 17.39%，主要系其他流动负债、长期借款和应付债券增加所致。公司负债以非流动负债为主。

2019—2021 年底，公司流动负债波动增长，年均复合增长 7.41%。截至 2021 年底，公司流动负债较 2020 年底下降 5.25%，主要系预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债下降所致。公司流动负债主要由其他应付款、一年内

到期的非流动负债和其他流动负债构成。

2019—2021 年底，公司短期借款波动下降，年均复合下降 1.15%。2021 年底，公司短期借款较 2020 年底下降 19.10%，主要为担保借款和信用借款。

2019—2021 年底，公司其他应付款有所波动，年均复合增长 0.09%。2021 年底，公司其他应付款较 2020 年底下降 22.05%，主要系往来款下降所致。公司其他应付款以资金往来款为主（占比 87.33%）。

2019—2021 年底，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降 11.04%。2021 年底，公司一年内到期的非流动负债较 2020 年底下降 26.11%，主要系一年内到期的长期借款和应付债券减少所致。公司一年内到期的非流动

负债主要由 27.05 亿元一年内到期的长期借款和 29.20 亿元一年内到期的应付债券构成。

2021 年底,公司其他流动负债较 2020 年底增长 243.64%,主要系短期应付债券增加所致。

2019—2021 年底,公司非流动负债持续增长,年均复合增长 32.55%。2021 年底,公司非流动负债较 2020 年底增长 34.40%,主要系长期借款和应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。

2019—2021 年底,公司长期借款持续增长,年均复合增长 44.21%。2021 年底,公司长期借款较 2020 年底增长 27.41%,主要由 12.62 亿元质押借款、73.26 亿元保证借款、44.86 亿元信用借款和 17.07 亿元抵押保证借款构成。

2019—2021 年底,公司应付债券持续增长,年均复合增长 22.41%。2021 年底,公司应付债券较 2020 年底增长 45.89%,主要系公司发行多期中期票据及公司债所致。公司存续债券如下表所示。

表 12 截至 2023 年 3 月 13 日公司存续债券情况

发行主体	债券简称	到期日	债券余额 (亿元)
公司本部	18 南通经开 MTN001	2023-03-19	10.00
	22 南通经开 SCP004	2023-04-24	6.00
	18 南通经开 MTN002	2023-05-16	6.00
	22 南通经开 SCP005	2023-05-26	1.00
	23 南通经开 SCP001	2023-10-09	3.00
	23 南通经开 SCP002	2023-11-10	7.00
	23 南通经开 SCP003	2023-11-13	3.00
	21 通经 01*	2024-01-28	10.00
	21 通经 02*	2024-03-05	12.00
	21 南通经开 MTN001	2024-03-12	8.00
	21 南通经开 MTN002	2024-03-12	3.00
	21 南通经开 MTN003	2024-08-27	7.00
	21 南通经开 MTN004	2024-10-18	4.00
	21 通经 03*	2024-10-26	15.00
	21 南通经开 MTN005	2024-12-02	8.00
	19 南通经开 MTN001	2024-12-12	3.00
	20 南通经开 MTN001	2025-01-13	7.00
	22 通经 01	2025-03-15	8.00
	22 通经 02	2025-04-18	7.00
	22 通经 05	2025-09-06	5.00
	22 南通经开 MTN001	2025-09-14	6.00
	22 通经 06	2025-10-24	10.00
	22 通经 07	2025-11-15	8.00
	22 南通经开 MTN002	2025-12-15	4.50
	23 南通经开 MTN001	2026-01-11	6.00
	23 南通经开 MTN002	2026-03-08	6.00
	22 通经 04	2027-08-18	5.00
新农村建设	19 南通专项债	2026/04/17	4.80
炜赋集团	22 炜赋 01	2025/11/29	3.00
	21 炜赋 01	2024/01/26	3.00
	20 炜赋 01	2023/08/04	6.00
--	合计	--	195.30

注:用*标出的债券均附带回售条款,所列到期日为回售日

资料来源:联合资信根据公开资料整理

截至 2022 年 9 月底，公司负债总额较 2021 年底增长 2.72%，主要系长、短期借款和应付债券增加所致。公司负债仍以非流动负债为主。

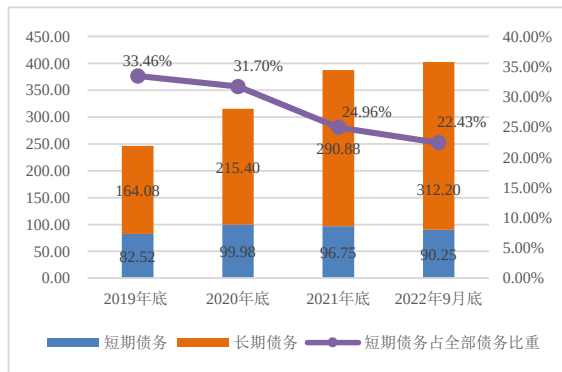
有息债务方面，2019—2021 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 25.38%。2021 年底，公司全部债务较 2020 年底增长 22.91%，其中短期债务占 24.96%，长期债务占 75.04%。2022 年 9 月底，公司全部债务较 2021 年底增长 3.82%，仍以长期债务为主。

从债务指标来看，2019—2021 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率均波动下降；长期

债务资本化比率波动增长。2021 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较 2020 年底分别提高 3.24 个、4.47 个和 7.00 个百分点，公司整体债务负担较重。2022 年 9 月底，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较 2021 年底分别下降 0.55 个、下降 0.32 个和提高 0.48 个百分点。

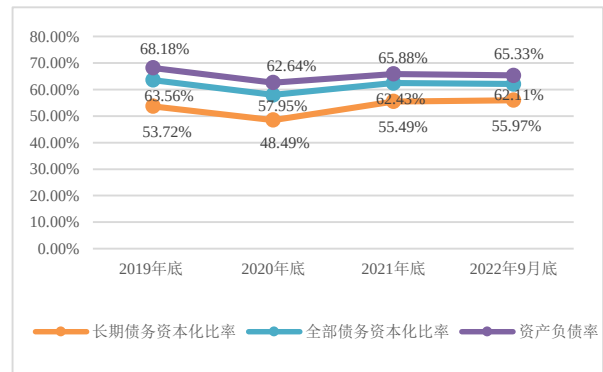
从债务期限看，公司 2023 年内到期债务 82.07 亿元，2024 年内到期债务 96.50 亿元，公司存在一定的集中偿付压力。

图 1 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

图 2 公司债务杠杆水平



资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

4. 盈利能力

2019—2021 年，公司营业总收入和利润总额持续增长，费用控制能力较好，非经常性损益对公司利润总额贡献较大。

2019—2021 年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长 40.96%；同期，公司营业成本持续增长，年均复合增长 35.61%；营业利润率波动增长。

从期间费用看，2019—2021 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 83.70%。2019—2021 年，公司期间费用率分别为 3.80%、6.29% 和 6.45%，费用控制能力较好。2020 年公司期间费用同比增长 212.28%，主要系合并范围变化所致。2021 年，公司期间费用同比增长 8.07%，主要系管理费用增加所致，公司费用总额主要由 2.02 亿元管理费用和 2.48 亿元财务费用构成。

非经常性损益方面，2019—2021 年，公司投资收益持续增长，主要为长期股权投资收益，分

别占利润总额比重为 18.93%、32.29% 和 52.66%；2019—2021 年，公司其他收益波动增长，年均复合增长 12.63%，主要为财政补贴，公司其他收益分别占利润总额的 129.00%、22.20% 和 46.73%。2019—2021 年，公司利润总额持续增长，非经常性损益对公司利润总额贡献较大。

表 13 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
营业总收入	38.36	72.33	76.22	36.15
营业成本	37.35	65.65	68.70	30.03
期间费用	1.46	4.55	4.92	3.78
投资收益	0.24	1.08	2.34	1.40
其他收益	1.64	0.74	2.08	0.40
利润总额	1.27	3.35	4.45	3.61
营业利润率 (%)	1.17	8.17	7.68	15.60
总资本收益率 (%)	0.41	1.16	1.15	--
净资产收益率 (%)	0.74	0.95	1.28	--

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理

盈利指标方面, 2019—2021 年, 公司总资产收益率波动增长, 净资产收益率持续增长。

2022 年 1—9 月, 公司实现营业总收入 36.15 亿元, 相当于 2021 年的 47.42%; 实现利润总额 3.61 亿元, 相当于 2021 年的 81.31%。

5. 现金流

2019—2021 年, 公司整体收入实现质量较好, 但经营活动现金流持续净流出且净流出规模不断扩大; 投资活动现金流净额波动较大; 公司筹资活动现金流入量快速增长, 筹资活动现金流净额波动较大, 随着公司在建项目的持续推进和债务到期, 未来公司存在一定的融资压力。

从经营活动来看, 2019—2021 年, 公司经营现金流入持续增长, 年均复合增长 39.06%, 主要为销售商品、提供劳务收到的现金和往来款项; 经营活动现金流出持续增长, 年均复合增长 38.81%, 主要为购买商品、接受劳务支付的现金和支付的往来款项。2019—2021 年, 公司经营现金持续净流出, 净流出规模持续扩大。同期, 公司现金收入比持续增长, 收入实现质量较好。

从投资活动来看, 2019—2021 年, 公司投资活动现金流入波动增长, 年均复合增长 77.81%, 主要为收回投资收到的现金, 系理财产品到期收回。2019—2021 年, 投资活动现金流出波动增长, 年均复合增长 71.55%, 主要为投资支付的现金, 系购买理财产品。2019—2021 年, 公司投资活动现金净额波动较大; 2021 年, 公司投资活动现金流量净额由正转负。

从筹资活动来看, 2019—2021 年, 公司筹资活动现金流入持续增长, 年均复合增长 79.84%, 主要为发行债券收到的现金和取得借款收到的现金; 筹资活动现金流出持续增长, 年均复合增长 60.35%, 主要为偿还债务本息的现金。2019—2021 年, 公司筹资活动现金净额波动较大, 2021 年大幅净流入, 未来随着在建项目的持续推进和债务到期, 公司仍有一定融资需求。

表 14 公司现金流量情况 (单位: 亿元)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	66.10	108.22	127.82	48.48
经营活动现金流出小计	78.48	128.18	151.22	75.46
经营现金流量净额	-12.38	-19.96	-23.39	-26.97
投资活动现金流入小计	33.20	176.79	104.98	49.88
投资活动现金流出小计	41.22	148.77	121.31	55.79
投资活动现金流量净额	-8.02	28.03	-16.33	-5.91
筹资活动现金流入小计	71.37	140.05	230.83	98.12
筹资活动现金流出小计	68.48	153.89	176.07	103.56
筹资活动现金流量净额	2.89	-13.84	54.77	-5.44
现金收入比 (%)	96.02	98.82	117.91	95.53

注: 尾差系四舍五入所致

资料来源: 公司审计报告及财务报表, 联合资信整理

2022 年 1—9 月, 公司经营现金净流出 26.97 亿元, 投资活动现金净流出 5.91 亿元, 筹资活动现金净流出 5.44 亿元。

6. 偿债指标

公司长、短期偿债能力指标表现均尚可; 公司间接融资渠道畅通, 对外担保规模较大, 存在或有负债风险。

表 15 公司偿债能力指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
短期偿债能力	流动比率 (%)	277.86	301.82	371.90	402.79
	速动比率 (%)	246.46	249.71	285.81	291.38
	经营现金/流动负债 (%)	-9.16	-12.13	-15.00	--
	经营现金/短期债务 (倍)	-0.15	-0.20	-0.24	--
	现金短期债务比 (倍)	0.36	0.81	1.09	0.73
长期偿债能力	EBITDA (亿元)	3.06	9.04	10.31	--
	全部债务/EBITDA (倍)	80.56	34.89	37.60	--
	经营现金/全部债务 (倍)	-0.05	-0.06	-0.06	--
	EBITDA 利息倍数 (倍)	3.41	2.03	1.75	--
	经营现金/利息支出 (倍)	-13.80	-4.47	-3.96	--

注: 经营现金指经营活动现金流量净额, 下同

资料来源: 公司审计报告及财务报表, 联合资信整理

从短期偿债能力指标看，2019—2021 年，公司流动比率和速动比率均持续增长；公司经营现金流动负债比和经营现金短期债务比均为负，经营活动现金流量净额对公司流动负债和短期债务无保障能力。2019—2021 年，公司现金短期债务比持续增长，现金类资产对短期债务保障能力持续增强。截至 2022 年 9 月底，公司流动比率与速动比率较 2021 年底分别提高 30.89 和 5.56 个百分点，现金短期债务比有所下降。整体看，公司短期偿债能力指标表现尚可。

从长期偿债能力指标看，2019—2021 年，公司 EBITDA 持续增长，全部债务/EBITDA 波动下降，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较弱；EBITDA 利息倍数持续下降，EBITDA 对利息的覆盖程度较好；同期，公司经营现金全部债务比及经营现金利息支出比均为负，经营活动现金流量净额对全部债务和利息支出无保障能力。整体看，公司长期偿债能力指标表现尚可。

银行授信方面，截至 2022 年 9 月底，公司共获得银行授信 422.80 亿元，其中已使用额度 282.57 亿元，剩余未使用额度 140.23 亿元，公司间接融资渠道畅通。

未决诉讼方面，截至 2022 年 9 月底，公司无重大未决诉讼。

对外担保方面，截至 2022 年 9 月底，公司对外担保余额 77.98 亿元，担保比率为 31.76%，被担保企业全部为国有企业，均未采取反担保措施。公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

表 16 截至 2022 年 9 月底公司对外担保情况
(单位：亿元)

被担保企业	担保余额
江苏炜赋集团建设开发有限公司	43.67
南通苏通控股集团有限公司	16.98
南通中奥苏通生态园产业发展有限公司	1.33
南通市保障房建设投资集团有限公司	16.00
合计	77.98

资料来源：公司提供

7. 公司本部（母公司）财务分析

母公司资产占合并口径比重较高，营业总

收入占合并口径比重低，利润总额占合并口径比重较低；母公司所有者权益稳定性好；债务负担一般；母公司现金短期债务比很低，短期偿债能力弱，长期偿债能力指标较弱。

截至 2021 年底，母公司资产总额 491.78 亿元，较 2020 年底增长 8.49%，占合并口径的 71.92%。其中，流动资产 304.68 亿元（占 61.95%），非流动资产 187.10 亿元（占 38.05%）。从构成看，流动资产主要由应收账款（占 7.40%）和其他应收款（占 88.94%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 88.17%）和投资性房地产（占 6.48%）构成。截至 2021 年底，母公司货币资金为 8.92 亿元。

截至 2021 年底，母公司负债总额 265.72 亿元，较 2020 年底增长 16.49%，占合并口径的 58.98%。其中，流动负债 108.96 亿元（占 41.01%），非流动负债 156.76 亿元（占 58.99%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 31.27%）、一年内到期的非流动负债（占 41.52%）和其他流动负债（占 26.16%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 24.33%）和应付债券（占 74.00%）构成。母公司 2021 年底资产负债率为 54.03%，较 2020 年底提高 3.71 个百分点。截至 2021 年底，母公司全部债务 227.87 亿元。其中，短期债务占 32.36%、长期债务占 67.64%。截至 2021 年底，母公司全部债务资本化比率 50.20%，母公司债务负担一般。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 226.06 亿元，较 2020 年底增长 0.39%，占合并口径的 96.89%。其中，实收资本为 85.75 亿元（占 37.93%）、资本公积 138.20 亿元（占 61.14%）。母公司所有者权益稳定性好。

2021 年，母公司营业总收入为 8.51 亿元，占合并口径的 11.16%；利润总额为 1.16 亿元，占合并口径的 26.08%。

现金流方面，2021 年，母公司经营活动现金流净额为 16.56 亿元，投资活动现金流净额为 -27.93 亿元，筹资活动现金流净额为 15.05 亿元。

2021 年底，母公司流动比率与速动比率均较 2020 年底有所上升，分别为 279.62% 和 277.62%；2021 年，母公司经营现金流动负债比

同比提高至 15.19%。2021 年底，母公司现金短期债务比较 2020 年底上升至 0.12 倍。整体看，母公司短期偿债能力指标弱。2021 年，母公司 EBITDA 同比增长至 3.51 亿元，EBITDA 利息倍数同比下降至 5.70 倍，全部债务/EBITDA 同比下降至 64.96 倍。整体看，母公司长期偿债能力指标较弱。

截至 2022 年 9 月底，母公司资产总额 498.08 亿元，所有者权益为 227.24 亿元，负债总额 270.84 亿元；母公司资产负债率 54.38%；全部债务 213.02 亿元，全部债务资本化比率 48.38%。2022 年 1—9 月，母公司营业收入 5.12 亿元，利润总额 1.28 亿元。

九、外部支持

公司是南通市市属一类企业，是南通市和南通经开区内重要的城市基础设施建设、土地拆迁整理和保障房建设主体。近年来，持续获得政府在资金注入、资产划拨、股权划拨和财政补贴等方面的有力支持。

公司是南通市市属一类企业，主要负责南通市及南通经开区基础设施建设、园区开发、片区开发、城市更新、土地开发和商业配套设施及保障房建设业务。公司的股东背景、区域地位及业务的公益性特征有利于其持续获得政府的大力支持。

股权划拨

2020 年 7 月，根据《重组批复》，公司与炜赋集团、新农村建设和保税发展实施资产重组，南通市人民政府将上述公司 100%、100%和 90.68%的股权注入公司。

资金注入

2018 年，经开区管委会以货币形式对公司增资 10.00 亿元，计入“实收资本”。2020 年，公司子公司新农村建设收到经开区财政局注入资金 0.51 亿元，计入“资本公积”。

资产划拨

2018—2020 年，经开区管委会分别拨入资产 5.62 亿元、7.05 万元和 0.19 亿元，计入“资本公积”。

根据《南通经济技术开发区党工委会议纪要（2022 年第 2 期）》，2022 年 1—9 月，经开区管委会将能达大厦 1~5 层以及 16 层以上部分资产划拨至公司子公司能达建设，增加公司资本公积 6.55 亿元。

财政补贴

2019—2021 年及 2022 年 1—9 月，公司分别获得政府补助 1.64 亿元、0.75 亿元、2.08 亿元和 0.40 亿元，计入“其他收益”。

十、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司债务结构影响较小；公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据发行后公司长期债务的保障能力均较弱，但考虑到公司是南通市和南通经开区内重要的城市基础设施建设、土地拆迁整理和保障房建设主体，外部融资渠道畅通且持续获得有力的外部支持，本期中期票据按时偿还能力极强。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行规模 6.00 亿元，相当于 2022 年 9 月底公司长期债务和全部债务的 1.92% 和 1.49%，对公司现有债务结构影响较小。2022 年 9 月底，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 65.33%、62.11% 和 55.97%。以公司 2022 年 9 月底财务数据为基础，不考虑其他因素，本期中期票据发行后公司上述指标将分别上升至 65.62%、62.45% 和 56.44%，公司的负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期中期票据募集资金拟全部用于偿还公司有息债务，公司的实际债务负担将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

从指标上看，2021 年，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据发行后公司长期债务的保障能力均较弱。但考虑到公司是南通市和南通经开区内重要的城市基础设施建设、土地拆迁整理和保障房建设主体，外部融资渠道畅

通且持续获得有力的外部支持,本期中期票据的偿还能力极强。

表 17 本期中期票据偿还能力测算

项目	2021 年
发行后长期债务* (亿元)	296.88
经营现金流入/发行后长期债务 (倍)	0.43
经营现金/发行后长期债务 (倍)	-0.08
发行后长期债务/EBITDA (倍)	28.79

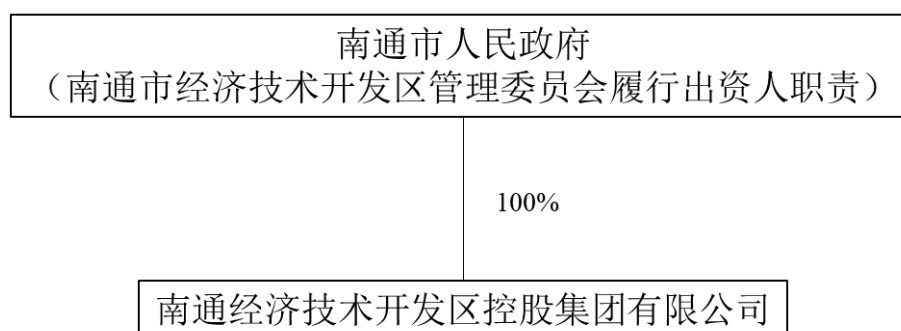
注: 发行后长期债务为将本期中期票据发行额度计入后测算的长期债务总额

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

十一、结论

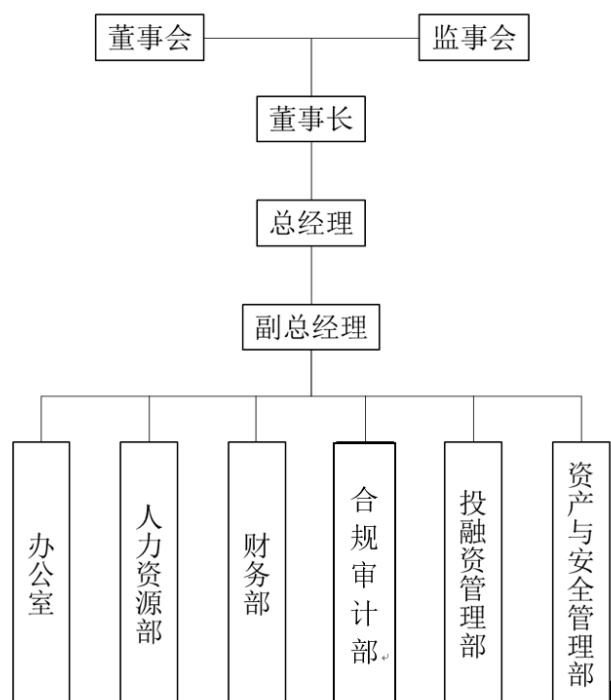
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析和评估,联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA, 本期中期票据信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 9 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 9 月底公司一级子公司情况

序号	子公司名称	业务性质	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	
				直接	间接
1	南通金陵能达酒店有限公司	酒店服务	15342.00	100.00	--
2	江苏星湖置业有限公司	房地产开发、自有房产租赁	150000.00	99.67	0.33
3	南通能达建设投资有限公司	房地产开发、建设工程代理	80000.00	100.00	--
4	南通新通海沙置地有限公司	吹沙围堰、土地整治	10000.00	100.00	--
5	南通经济技术开发区公用事业管理有限公司	市政道路、桥梁、排水、公用设施维护管理	10000.00	100.00	--
6	南通市经济技术开发区物贸集团有限公司	物资贸易	6000.00	98.33	1.67
7	南通能达投资管理有限公司	金融投资	1000.00	100.00	--
8	南通能达财务管理有限公司	商业管理服务、金融投资	1000.00	100.00	--
9	江苏能达私募基金管理有限公司	资本市场服务	5000.00	100.00	--
10	南通能达城市更新建设有限公司	工程建设、土地一级开发	220000.00	100.00	--
11	江苏能达江海开发有限公司	房地产开发	50000.00	100.00	--
12	南通能达股权投资母基金合伙企业(有限合伙)	资本市场服务	200200.00	59.94	40.06
13	南通能达沿江科创园发展有限公司	建设工程施工	250000.00	100.00	--
14	南通能达转贷服务有限公司	转贷资金服务	8000.00	100.00	--
15	南通能达融资担保有限公司	融资担保	30000.00	49.00	--
16	江苏炜赋集团有限公司	国有资产经营管理	250000.00	100.00	--
17	南通经济技术开发区新农村建设有限公司	农村、城市基础设施建设；土地开发	335100.00	100.00	--
18	南通综合保税区发展有限公司	土地一级开发，基础设施投资及市政建设；进出口业务	63000.00	95.58	4.42

注：1.公司及南通恒邦投资管理有限公司（以下简称“恒邦投资”）分别持有南通能达融资担保有限公司（以下简称“能达担保”）49%和 51% 股权，恒邦投资委托公司全权负责能达担保的经营管理，故能达担保纳入公司合并范围；2. 2022 年 8 月，公司对南通市经济技术开发区物贸集团有限公司持股比例上升至 100%

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	29.53	81.10	105.02	65.46
资产总额 (亿元)	444.16	612.60	683.82	708.34
所有者权益 (亿元)	141.35	228.84	233.32	245.56
短期债务 (亿元)	82.52	99.98	96.75	90.25
长期债务 (亿元)	164.08	215.40	290.88	312.20
全部债务 (亿元)	246.59	315.38	387.63	402.45
营业总收入 (亿元)	38.36	72.33	76.22	36.15
利润总额 (亿元)	1.27	3.35	4.45	3.61
EBITDA (亿元)	3.06	9.04	10.31	--
经营性净现金流 (亿元)	-12.38	-19.96	-23.39	-26.97
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	1.89	2.02	1.67	--
存货周转次数 (次)	0.91	1.02	0.62	--
总资产周转次数 (次)	0.09	0.14	0.12	--
现金收入比 (%)	96.02	98.82	117.91	95.53
营业利润率 (%)	1.17	8.17	7.68	15.60
总资本收益率 (%)	0.41	1.16	1.15	--
净资产收益率 (%)	0.74	0.95	1.28	--
长期债务资本化比率 (%)	53.72	48.49	55.49	55.97
全部债务资本化比率 (%)	63.56	57.95	62.43	62.11
资产负债率 (%)	68.18	62.64	65.88	65.33
流动比率 (%)	277.86	301.82	371.90	402.79
速动比率 (%)	246.46	249.71	285.81	291.38
经营现金流动负债比 (%)	-9.16	-12.13	-15.00	--
现金短期债务比 (倍)	0.36	0.81	1.09	0.73
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.41	2.03	1.75	--
全部债务/EBITDA (倍)	80.56	34.89	37.60	--

注：2022 年三季度财务数据未经审计；其他流动负债中有息部分已纳入短期债务核算

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	6.44	5.25	8.92	5.85
资产总额 (亿元)	373.91	453.30	491.78	498.08
所有者权益 (亿元)	135.97	225.19	226.06	227.24
短期债务 (亿元)	66.96	85.30	73.74	62.47
长期债务 (亿元)	143.53	117.46	154.13	150.55
全部债务 (亿元)	210.49	202.76	227.87	213.02
营业总收入 (亿元)	6.96	6.09	8.51	5.12
利润总额 (亿元)	1.10	1.32	1.16	1.28
EBITDA (亿元)	1.87	1.68	3.51	--
经营性净现金流 (亿元)	-9.80	12.02	16.56	31.90
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	1.10	0.42	0.44	--
存货周转次数 (次)	4.65	3.38	3.98	--
总资产周转次数 (次)	0.02	0.01	0.02	--
现金收入比 (%)	48.58	89.06	35.25	25.78
营业利润率 (%)	5.79	13.55	11.14	23.23
总资本收益率 (%)	0.31	0.29	0.34	--
净资产收益率 (%)	0.67	0.44	0.40	--
长期债务资本化比率 (%)	51.35	34.28	40.54	39.85
全部债务资本化比率 (%)	60.75	47.38	50.20	48.38
资产负债率 (%)	63.63	50.32	54.03	54.38
流动比率 (%)	336.55	272.40	279.62	254.13
速动比率 (%)	335.00	270.96	277.62	252.28
经营现金流动负债比 (%)	-10.71	11.12	15.19	--
现金短期债务比 (倍)	0.10	0.06	0.12	0.09
EBITDA 利息倍数 (倍)	11.26	7.14	5.70	--
全部债务/EBITDA (倍)	112.70	120.60	64.96	--

注：2022 年三季度财务数据未经审计；其他流动负债中有息部分已纳入短期债务核算

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告及提供资料整理

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	(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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 中长期债券信用等级设置及含义

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 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 南通经济技术开发区控股集团有限公司 2023 年度第三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评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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。

南通经济技术开发区控股集团有限公司（以下简称“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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。