信用等级公告

联合〔2019〕2454 号

联合资信评估有限公司通过对南通经济技术开发区控股集团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，确定维持南通经济技术开发区控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA^+，“17 南通经开 MTN001”“17 南通经开 MTN002”“18 南通经开 MTN001”和“18 南通经开 MTN002”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十六日

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

南通经济技术开发区控股集团有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA+

上次主体长期信用等级：AA+

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 南通经开 MTN001	2.00 亿元	2022/6/21	AA+	AA+
17 南通经开 MTN002	6.00 亿元	2022/8/18	AA+	AA+
18 南通经开 MTN001	10.00 亿元	2023/3/19	AA+	AA+
18 南通经开 MTN002	6.00 亿元	2023/5/16	AA+	AA+

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 26 日

财务数据

项　　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	20.15	34.42	41.14	37.61
资产总额(亿元)	323.13	427.13	440.51	426.16
所有者权益(亿元)	107.07	131.04	135.54	139.06
短期债务(亿元)	42.62	55.71	36.32	27.01
长期债务(亿元)	128.10	179.42	201.09	211.83
全部债务(亿元)	170.07	235.13	237.41	238.84
营业收入(亿元)	20.01	20.62	24.61	8.79
利润总额 (亿元)	0.89	0.83	1.01	0.13
EBITDA(亿元)	3.79	2.73	3.19	--
经营性净现金流(亿元)	-24.84	-90.74	9.59	-13.34
应收类款项/资产总额(%)	50.68	64.51	63.32	64.36
营业利润率(%)	-4.53	-47.74	-6.73	0.61
净资产收益率(%)	0.63	0.54	0.61	--
资产负债率(%)	66.86	69.32	69.23	67.37
全部债务资本化比率(%)	61.46	64.21	63.66	63.20
流动比率(%)	366.49	348.52	386.52	503.26
经营现金流动负债比(%)	-32.23	-85.84	9.93	--
全部债务/EBITDA(倍)	45.02	81.60	74.54	--

注：2019 年 1 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

南通经济技术开发区控股集团有限公司（以下简称“公司”）是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主体，由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”）实际控制和管理。跟踪期内，南通开发区经济保持增长，公司获得开发区管委会资本金注入和补贴支持，权益规模实现增长，且多元化业务平稳发展。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司其他应收款项对资金占用大、债务期限长且负担较重、盈利能力弱以及担保比率较高等因素给公司信用水平带来的不利影响。南通开发区建设的逐步推进有助于公司未来业务的持续发展，同时多元化业务发展对公司营业收入形成有益补充。

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+，并维持“17南通经开MTN001”“17南通经开MTN002”“18南通经开MTN001”和“18南通经开MTN002”的信用等级为AA+，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，南通开发区经济保持增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. 公司在资本金注入、财政补贴方面得到了开发区管委会的支持。
3. 公司多元化业务平稳发展，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后，公司收入规模有望提升。

关注

1. 公司其他应收款占比大且快速增长，资产流动性受开发区管委会还款情况直接影响。
2. 跟踪期内，公司债务期限长，债务负担较

重。

3. 公司基础设施和保障房业务公益性强，盈利能力弱。
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。

声　明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次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；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

南通经济技术开发区控股集团有限公司跟踪评级报告

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”）关于南通经济技术开发区控股集团有限公司（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

2019 年 4 月，根据南通市关于深化国有企业改革的要求，经南通市政府批准，决定将“南通市经济技术开发区总公司”更名为“南通经济技术开发区控股集团有限公司”，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对公司章程进行修改。2019 年 4 月 11 日，公司完成了上述事项的内部决策审批及工商变更手续。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。

根据最新章程，公司股东为南通市人民政府，授权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”）履行出资人职责，公司实际控制人为南通市人民政府。2018 年，开发区管委会以货币形式对公司增资 10.00 亿元。截至 2019 年 4 月底，公司注册资本和实收资本均为 85.75 亿元。

跟踪期内，公司职能定位未发生变化，公司对营业执照的经营范围进行了变更，变更后增加了土地一级开发、房屋征收、项目投资建设、房地产开发经营、实业投资、房屋租赁、资产经营管理等，变更后的经营范围已涵盖公司现有业务。

截至 2019 年 3 月底，公司集团设有办公室、财务部、投融资管理部、资产与安全管理部 4 个职能部门；合并范围子公司共 12 家。

截至 2018 年底，公司资产总额 440.51 亿元，所有者权益（含少数股东权益 0.09 亿元）135.54 亿元；2018 年，公司实现营业收入 24.61 亿元，利润总额 1.01 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 426.16 亿元，所有者权益（含少数股东权益 0.08 亿元）139.06 亿元；2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.79 亿元，利润总额 0.13 亿元。

公司注册地址：南通市开发区宏兴路 9 号；法定代表人：王志兵。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2019年5月底，联合资信所评“17南通经开MTN001”“17南通经开MTN002”、“18南通经开MTN001”和“18南通经开MTN002”尚需偿还债券余额共计24.00亿元。跟踪期内，均已按期足额支付债券利息。截至2019年5月底，上述中期票据全部用于偿还有息债务。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
17 南通经开 MTN001	2.00	2.00	2017/6/21	5 年
17 南通经开 MTN002	6.00	6.00	2017/8/18	5 年
18 南通经开 MTN001	10.00	10.00	2018/3/19	5 年
18 南通经开 MTN002	6.00	6.00	2018/5/16	5 年
合计	**24.00**	**24.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10 号	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

3.　行业发展

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

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年

政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

4. 区域经济环境

公司是南通市重要的基础设施建设主体，主要负责南通市经济技术开发区（以下简称“南通开发区”）基础设施建设、土地开发和商业配套设施及保障房建设业务。南通市及南通开发区的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

跟踪期内，南通市经济发展状况较好，为公司发展创造了良好的外部环境。

根据 2018 年南通市统计局公布的年度《南通市国民经济和社会发展统计公报》，2018 年，南通市全市地区生产总值 8427 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.2%。其中，第一产业增加值 397.77 亿元，增长 2.2%；第二产业增加值 3947.88 亿元，增长 6.5%；第三产业增加值 4081.35 亿元，增长 8.4%。2018 年，南通市固定资产投资增长 8.8%。2018 年，南通市人均 GDP 达到 115320 元，增长 7.1%。2019 年 1~4 月，南通市固定资产投资同比增长 6.1%，增幅高于全省 3.7 个百分点，列全省第 3 位；南通市规上工业增加值同比增长 5.5%。

跟踪期内，南通开发区经济保持增长，为公司业务的开展提供了保障。

2018 年，南通开发区地区生产总值 570.9 亿元，增长 7.2%；固定资产投资 353.5 亿元，增长 8.0%；工业应税销售 1272.4 亿元，增长 23.6%；进出口总额 483.4 亿元，增长 20.8%。2018 年，南通开发区完成实际利用外资 6 亿美元，增长 35.5%，新批外资项目中，总投资超 3000 万美元项目 25 个，13 个超 10 亿元重大项目成功落户。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2019 年 4 月底，公司注册资本和实收资本均为 85.75 亿元，南通市人民政府为公司股东及实际控制人。

2. 外部支持

跟踪期内，南通市一般预算收入保持稳定，财政自给率一般；受土地使用权出让收入较高影响，南通开发区财政收入快速增长。公司在资金注入和财政补贴方面持续获得开发区管委会支持。

2018年，南通市一般公共预算收入606.2亿元，同比增长2.6%，其中地方税收收入504亿元，增长9%；一般公共预算支出877.1亿元，增长8.3%，财政自给率69.11%，自给率一般。2019年1~4月，南通市实现一般公共预算收入236.8亿元，增长3.5%。

2018年，南通开发区一般预算收入为58.91亿元，同比增长25.20%。其中，税收收入占比为93.67%。2018年，基金预算收入大幅增长60.48%，为95.99亿元，主要系土地使用权出让金。同期，南通开发区（一般预算）上级补助收入有所增长，为13.76亿元。2018年，南通开发区财政总收入196.72亿元，同比增长37.27%。南通开发区一般预算支出34.05亿元，同比增长7.45%。

公司为南通开发区重要基础设施建设主体，具有区域专营优势。2018 年，开发区管委会以货币形式增资 10.00 亿元，公司实收资本增至 85.75 亿元。2018~2019 年 3 月，公司分别收到财政补贴 5.46 亿元和 0.39 亿元，主要用于补贴公司拆迁安置款、保障房建设收入成本倒挂部分以及补贴污水处理厂运营等。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好，未发现公司有其他不良信用记录。

根据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 2019 年 7 月 18 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。

截至 2019 年 7 月 10 日，未发现公司被列入失信被执行人名单。

六、管理分析

2019 年 4 月，根据南通市关于深化国有企业改革的要求，经南通市政府批准，决定将“南通市经济技术开发区总公司”更名为“南通经济技术开发区控股集团有限公司”，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对公司章程进行修改。根据章程规定：公司设立董事会，成员 7 人，其中股东董事 6 人，职工董事 1 人。董事任期 3 年，届满可连任，设董事长 1 人，董事长为公司的法定代表人，副董事长 1 人。董事会是公司的决策机构，决定公司的经营计划和投资方案。公司设立党委，设书记 1 名，董事长、党委书记原则上由 1 人担任，党员总经理兼任党委副书记。公司设立监事会，由 5 名监事组成，包括职工监事 2 人。监事会主席由股东指定。

2019 年 4 月，公司发布公告：根据中共南通市委《关于王志兵等同志任职的通知》和《关于凌华等同志职位调整的通知》，王志兵任公司董事长；凌华任公司总经理，试用期 1 年，任公司副董事长；朱大忠任公司监事长，试用期 1 年；黄正华任公司董事、副总经理，试用期 1 年。2019 年 2 月 18 日，公司召开职工代表大会，选举包雷兵为职工董事，选举陶晓东、顾杰为职工监事。上述人员变动对公司的日常管理、生产经营及偿债能力无不利影响。

跟踪期内，公司在管理制度等方面无重大变化，公司运行情况良好。

七、经营分析

1. 经营情况

跟踪期内，公司营业收入快速增长，商品销售及其他业务板块成为第二大收入来源；受商品销售及其他业务毛利率由负转正影响，公司亏损程度有所减轻。

2018 年，公司实现营业收入 24.61 亿元，同比增长 19.37%。从收入结构来看，城市基础设施代建仍为公司第一大收入来源；商品销售及其他业务板块超过房产销售业务板块，成为第二大收入来源。公司的酒店服务和拆迁项目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，2018 年，公司综合毛利率亏损幅度大幅减轻至-3.24%，主要系占比较高的商品销售及其他业务毛利率由负转正所致，另外当期房产销售收入亏损幅度有所减轻也有一定影响。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.79 亿元；以基本建设工程收入和商品销售收入为主。同期，受保障房销售盈利影响，公司综合毛利率为 1.11%，扭亏为盈。

表3　2017~2019年1季度公司营业收入构成和毛利情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基本建设工程	8.84	42.87	6.01	10.85	44.11	5.68	4.85	55.10	4.62
拆迁项目工程	0.26	1.26	100.00	0.23	0.92	100.00	0.08	0.94	100.00
酒店服务	0.26	1.26	63.88	0.29	1.17	77.54	0.07	0.79	62.66
房产销售	6.80	32.98	-151.90	2.60	10.56	-92.91	0.44	4.97	-79.04
商品销售及其他	4.45	21.58	-1.13	10.64	43.23	5.18	3.36	38.21	2.78

合　计	**20.62**	**100.00**	**-45.74**	**24.61**	**100.00**	**-3.24**	**8.79**	**100.00**	**1.11**

注：公司其他业务还包括中水回用、房产租赁、资金占用及利息收入；公司主营业务收入合计数与各板块总和不一致系四舍五入所致
资料来源：公司审计报告及公司提供

2. 业务经营分析

（1）基础设施建设及拆迁业务

公司城市基础设施代建收入保持增长，拆迁业务收入规模较小，上述板块在建项目未来投资规模不大。

根据开发区管委会的规划，公司每年承担大量城市基础设施代建业务，分为拆迁项目工程和基本建设工程两部分。

跟踪期内，基本建设业务模式未发生变化，由开发区财政局直接拨付项目资金，并按实际发生成本的6%支付管理费。拆迁项目工程为公司接受开发区管委会委托，对南通开发区内土地进行拆迁和整理。公司前期垫付拆迁所需资金，拆迁完成并结算后，开发区管委会财政支付拆迁业务成本及加成（6.00%）。

2018年，公司基本建设工程实现收入10.85亿元，同比增长22.78%。2019年1~3月实现收入4.85亿元。截至2018年底，公司续建项目总投资6.50亿元，已完成投资2.06亿元，2019年计划投资4.44亿元。

表4　2018年底公司续建基础设施项目情况

（单位：亿元）

项目名称	总投资估算	2018年底已完成	2019年计划投资
功能性公共服务设施建设	4.02	1.44	2.58
绿化工程	0.00	0.00	0.00
道路交通基础设施建设	2.12	0.33	1.79
水利工程	0.00	0.00	0.00
其他	0.36	0.29	0.07
合　计	**6.50**	**2.06**	**4.44**

资料来源：公司提供

拆迁项目工程部分，公司根据每年接到开发区管委会下发的拆迁任务和计划进行投资。公司拆迁项目工程按照收入净额核算，故毛利率为100.00%。2018年，公司在建拆迁面积为55.96万平方米，同比下降39.18万平方米。2018年公司实现拆迁收入0.23亿元，同比下降0.03亿元。2019年，公司计划拆迁投资8.68亿元。

（2）房产销售业务

公司保障房项目已接近完工，由于当年销售量小，确认收入规模较小，未来投资规模不大，业务回款主要来自限价销售和政府补助。

保障房业务实施主体为子公司江苏星湖置业有限公司（以下简称“星湖置业”）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。

因政策对保障房销售价格进行限制，导致公司该板块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，全部计入“其他收益”。2018年，公司房产销售收入为2.60亿元，同比下降4.20亿元，系当年销售量小，确认收入规模较小所致；收到政府补贴2.35亿元，同比减少8.89亿元。由于公司将补贴收入计入“其他收益”，故该业务板块毛利率体现为亏损。2019年1~3月，公司实现房产销售收入0.44亿元，毛利率仍为负值。

截至2019年3月底，公司完工项目3个，为万和家园、海悦嘉园（一期）和世家花园（二期），合计已投资36.00亿元，超出预算0.38亿元，主要系部分项目建设周期过长，期间原材料价格上涨所致，已销售13.39亿元。截至2019年3月底，公司在建保障房项目2个，计划投资总额8.50亿元，已完成投资额3.59亿元，已销售/回购金额0.88亿元。截至2019年3月底，公司暂无新规划项目。

表5　2019年3月底公司在建保障房情况表

（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	投资总额	已投资额	已销售面积	已销售金额
怡和尊庭	13.00	4.50	2.82	3.40	0.88
海悦家园二期	10.00	4.00	0.77	--	--
合计	**23.00**	**8.50**	**3.59**	**3.40**	**0.88**

资料来源：公司提供

（3）房产租赁业务

公司商业地产项目陆续建成，未来物业和出租收入有望增长。

商业地产部分，该业务实施主体为子公司能达建设。目前，公司主要投资建设的商业地产项目在南通开发区的中心商务区——能达商务区，项目包括能达大厦、“智慧之眼”商务办公楼和星湖城市广场。其中，能达大厦和“智慧之眼”商务办公楼建设已完工，用于出租。星湖城市广场共分为两期，一期项目为永旺梦乐城，已完工并投入使用，产生的租赁收入计入房产租赁板块；二期为商业地产项目，公司在建商业地产计划投资 6.00 亿元，截至 2019 年 3 月底已完成投资 3.33 亿元，尚需投资 2.67 亿元。计划未来 1~2 年投建运营。截至 2019 年 3 月底暂无其他拟建商业地产项目。

表6　2019年3月底公司商业地产在建项目情况

（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	投资总额	已投资额
星湖城市广场二期	7.50	6.00	3.33

资料来源：公司提供

2018 年，由于出租面积增长，公司实现房产租赁收入 2.21 亿元，同比增长 90.49%，目前租赁物业包括“智慧之眼”商务办公楼、星湖城市广场一期、五湖家园、能达大厦等。截至 2019 年 3 月末，公司物业可供出租面积 55.97 万平方米，已出租 40.78 万平方米，整体出租率 72.86%。随着星湖城市广场二期的建设运营，未来租赁业务收入有望进一步增长。

（3）商品销售及其他业务

跟踪期内，公司酒店收入盈利能力好；贸易业务拓展使得商品销售收入增长较快；股权变更后，公司以股权方式投资水务集团。

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（以下简称“金陵酒店”）和南通星湖城市酒店有限公司（以下简称“星湖酒店”）。2018 年，公司两家酒店的平均入住率为 66.01%，实现酒店服务收入 0.29 亿元，较 2017 年增长 10.59%，该板块毛利率维持在 60%以上，对公司利润形成一定补充。2019 年 1~3 月，公司实现酒店服务收入 694.73 万元，毛利率仍保持在较高水平。

公司商品销售业务的实施主体为江苏能达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。2018 年，公司实现商品销售收入 8.12 亿元，同比增长 172.46%，系业务大幅扩展所致。

公司合并范围内拥有 3 家污水处理厂，分别为能达水务、南通市经济技术开发区污水处理厂（以下简称“第一污水处理厂”）、南通市经济技术开发区第二污水处理厂（以下简称“第二污水处理厂”）。根据通政复〔2018〕105 号，组建南通市水务有限公司（以下简称“水务公司”），将上述 3 家污水处理厂及市开发区投资建设的自来水管网、污水管网、泵站的等进行审计评估，作价向水务公司增资扩股，上述 3 家水厂作为水务公司的全资子公司，截至 2019 年 3 月底，公司持有水务公司 30.74%的股权。

能达水务直接向客户收取费用，2018 年实现中水回用收入 0.13 亿元，收到运营补贴和循环化改造项目补贴收入 0.79 亿元，确认中水回用递延收益 0.29 亿元。第一污水处理厂和第二污水处理厂的污水处理费均由区政府统一收取，以“其他收益”形式返还公司，2018 年两厂共获得运营补贴收入 1.63 亿元，同比有所增

长。2018 年，两污水处理厂污水处理量较去年保持增长。

表7　2017~2019年3月污水处理情况

（单位：万吨）

名 称	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
第一污水处理厂	3356	3855	--
第二污水处理厂	3207	3425	--
合　计	**6563**	**7280**	--

资料来源：公司提供

3. 未来发展

未来公司将继续承担南通开发区城市基础设施建设任务，同时抓好商业地产项目建设，随着商业地产项目逐步投入使用，公司收入有望提升。

公司未来将继续承担南通开发区基础设施建设任务，预计未来新建项目总投资 22.47 亿元，2019~2020 年计划投资分别为 19.02 亿元和 3.45 亿元。

表8　2019年公司城市建设计划（新建工程）

（单位：个、亿元）

项目名称	项目总投资	未来投资计划	
		2019 年	2020 年
功能性公共服务设施建设	0	0	0
道路交通基础设施建设	5.89	4.12	1.77
绿化工程	0.10	0.10	0
水利工程	0	0	0
其他	16.48	14.80	1.68
合　计	**22.47**	**19.02**	**3.45**

资料来源：公司提供

同时，公司将继续抓好商业地产项目建设，推进星湖城市广场二期建设。

八、财务分析

公司提供了 2018 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。2019 年 1 季度财务数据未经审计。

2018 年公司合并范围新设立 2 家控股子公司，为南通能达排水有限公司和南通能达投资管理有限公司。2019 年 1 季度，公司减少 4 家子公司，其中能达水务、南通市经济技术开发区污水处理厂、南通市经济技术开发区第二污水处理厂的划出对公司收入、固定资产和长期股权投资有一定影响。截至 2019 年 3 月底，公司合并范围共 12 家子公司。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长，资产结构仍以流动资产为主，应收开发区管委会款项占比大，回款较慢，公司资产流动性弱。

截至 2018 年底，公司资产总额 440.51 亿元，同比增长 3.13%。其中流动资产占 84.78%，资产结构同比变动小。

截至 2018 年底，公司流动资产合计 373.47 亿元，同比增长 1.37%，主要由其他应收款、存货和货币资金构成。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	34.42	8.06	37.21	8.45	33.77	7.92
其他应收款	269.26	63.04	263.02	59.69	254.43	59.70
存货	50.76	11.88	39.40	8.94	41.76	9.80
其他流动资产	3.80	0.89	11.99	2.72	8.81	2.07
流动资产	**368.42**	**86.25**	**373.47**	**84.78**	**364.52**	**85.54**
可供出售金融资产	7.77	1.82	7.53	1.71	7.59	1.78
投资性房地产	17.92	4.20	21.78	4.94	22.33	5.24
固定资产	26.51	6.21	32.45	7.37	13.43	3.15

非流动资产	**58.71**	**13.75**	**67.04**	**15.22**	**61.63**	**14.46**
资产总额	**427.13**	**100.00**	**440.51**	**100.00**	**426.16**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报告整理

截至2018年底，公司货币资金37.21亿元，同比增长8.08%，受限资金为1.95亿元，主要为汇票保证金及银行定期存单。公司存货规模39.40亿元，同比下降22.38%，主要系当期保障房及商业地产项目完工出售或转至投资性房地产所致。构成上，主要由房地产开发成本（占43.77%）、土地围堰开发（占42.46%）构成。其中抵押存货价值3.775亿元，抵押比率9.57%。

截至2018年底，公司应收账款16.00亿元，同比增加9.63亿元，系应收开发区管委会和开发区财政局款项增长，账龄在5年以内。截至2018年底，公司其他应收款263.02亿元，同比有所下降，主要为应收开发区管委会往来款（占82.95%）和应收开发区财政局款项，账龄在5年以内。2018年底，公司其他应收款共计提坏账准备0.26亿元，主要是针对民营企业和个人的往来款。截至2018年底，公司应收类款项占资产总额的比例为63.32%，同比略有下降，应收类款项账龄较长，集中度高，以政府性款项为主，回款较慢。

表10　截至2018年底余额占比较大的其他应收款（单位：亿元、%）

债务人名称	金额	账龄	占其他应收款期末余额的比例	款项性质
南通市经济技术开发区管理委员会	218.33	5年以内	82.95	往来款
南通市经济技术开发区财政局	32.52	5年以内	12.35	子公司专项往来款
江苏炜赋集团公司	7.30	1年以内	2.77	资金往来
合计	**266.74**	--	**98.07**	--

注：公司对上述应收款项均未计提坏账准备

资料来源：审计报告

截至2018年底，公司其他流动资产11.99亿元，同比增加8.19亿元，主要是理财产品投资增加所致。

截至2018年底，公司非流动资产合计67.04亿元，同比增长14.20%，主要系投资性房地产和固定资产增长所致。截至2018年底，公司固定资产32.45亿元，同比增长22.41%，主要系拨入资产及部分在建工程转入，其中12.70亿元已用于抵押，主要系抵押给银行和非银行金融机构的房屋及建筑物。截至2018年底，公司投资性房地产21.78亿元，同比增长21.52%，主要系当年从存货转入的商业地产项目。截至2018年底，公司可供出售金融资产小幅下降，为7.53亿元，以股权投资为主，以成本法核算为主，涵盖金融、物流、服装和纸业等多领域。

截至2018年底，公司受限资产合计37.33亿元，占当期总资产的8.47%，其中受限的投资性房地产17.69亿元，受限的固定资产12.70亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额426.16亿元，较2018年底下降3.26%。其中，应收账款进一步增长23.95%至19.83亿元，长期股权投资增长660.94%至17.05亿元，固定资产13.43亿元，同比下降58.61%，均系污水处理厂股权变更所致。

2. 资本结构

跟踪期内，公司获得股东增资使得所有者权益保持增长，权益稳定性进一步提升。公司债务规模基本稳定，债务期限长、负担较重。

截至2018年底，公司所有者权益（含少数股东权益0.09亿元）135.54亿元，同比增长3.44%，主要系实收资本增长影响。

2018 年，开发区管委会对公司增资 10.00 亿元，公司实收资本增至 85.75 亿元。截至 2018 年底，公司资本公积 42.95 亿元，同比下降 5.60%，当年主要变动包括开发区管委会拨入一污、二污资产 5.60 亿元，公司移交以前开发区管委会拨入资产 3.66 亿元，无偿划转能达大厦部分房产原值 4.51 亿元。公司未分配利润 4.14 亿元，同比下降 39.66%。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 139.06 亿元（含少数股东权益 0.09 亿元），同比保持稳定，构成与 2018 年底基本一致。

截至 2018 年底，公司负债总额 304.97 亿元，同比增长 3.00%。公司负债构成仍以非流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债 96.62 亿元，同比下降 8.60%，主要系应付账款、应付票据和一年内到期的非流动负债下降所致。

截至 2018 年底，公司应付账款 7.36 亿元，同比下降 41.41%，主要为应付施工单位工程款。同期，公司其他应付款 47.69 亿元，同比上升 73.27%，主要系资金往来、其他暂收款和少部分工程保证金及押金，其中账龄超过 1 年的重要其他应付款 3.34 亿元（应付南通市保障房建设投资有限公司款项）。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 27.89 亿元，由于一年内到期的应付债券下降，同比下降 38.63%，构成以一年内到期的长期借款为主。

截至 2018 年底，公司非流动负债 208.34 亿元，同比增长 9.43%。长期借款 120.21 亿元，同比变动不大，其中，抵押借款、质押借款、信用借款和保证借款分别占 7.55%、19.72%、27.82%和 28.51%。应付债券 80.88 亿元，同比增长 37.64%，2018 年公司新发两期私募债券及两期中期票据，共计 24.00 亿元。截至 2018 年底，公司长期应付款 3.18 亿元，同比有所下降，主要系非银行金融机构借款下降所致。公司其他流动负债为应付超短期融资券。

表11　公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.00	1.35	7.40	2.43	3.78	1.32
应付账款	12.55	4.24	7.36	2.41	5.56	1.94
其他应付款	27.52	9.30	47.69	15.64	34.34	11.96
一年内到期的非流动负债	45.44	15.35	27.89	9.15	23.23	8.09
其他流动负债	7.00	2.36	3.00	0.98	3.00	1.04
流动负债	**105.71**	**35.70**	**96.62**	**31.68**	**72.43**	**25.23**
长期借款	120.66	40.75	120.21	39.42	128.23	44.67
应付债券	58.76	19.84	80.88	26.52	83.60	29.12
非流动负债	**190.38**	**64.30**	**208.34**	**68.31**	**214.66**	**74.77**
负债总额	**296.10**	**100.00**	**304.97**	**100.00**	**287.09**	**100.00**
实收资本	75.75	57.81	85.75	63.27	85.75	61.66
资本公积	45.50	34.72	42.95	31.69	46.34	33.32
未分配利润	6.85	5.23	4.14	3.05	4.26	3.06
所有者权益合计	**131.04**	**100.00**	**135.54**	**100.00**	**139.06**	**100.00**

资料来源：根据公司财务报告整理

截至 2018 年底，公司全部债务 237.41 亿元，同比基本稳定，其中长期债务占比 84.70%。公司债务结构仍以长期债务为主。截至 2018 年底，公司长期债务资本化比率同比均略有增长，为 59.74%，全部债务资本化比率和资产负债率同比有所下降，分别为 63.66%和 69.23%。如将其他流动负债计入短期债务、长期应付款中有息债务计入长期债务，截至 2018 年底调整后全部债务 242.99 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 60.04%和 64.19%，公司的整体债务负担较重。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 287.09 亿元，较 2018 年底下降 5.86%，其中，公司流动负债合计 72.43 亿元，较 2018 年底下降 25.04%。2019 年 3 月底，公司其他应付款 34.34 亿元，较 2018 年底下降 28.00%，主要系与开发区管委会的往来款减少。公司非流动负债合计 214.66 亿元，较 2018 年底增长 33.03%，主要系长期借款增长所致。2019 年 1~3 月，公司新发债券“19 南通经开 PPN001”，使得应付债券增至 83.60 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务合计 238.84 亿元，较 2018 年底变动不大，债务结构未发生变化。同期，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 67.37%和 63.20%，较 2018 年底有所下降；长期债务资本化比率 60.37%，较 2018 年底有所增长。如将其他流动负债和长期应付款计入调整后全部债务核算，公司调整后全部债务 244.56 亿元，调整后全部债务资本化率和调整后长期债务资本化率分别为 63.75%和 58.41%，公司债务负担较重。

3. 盈利能力

公司主营业务公益性强，利润总额依靠财政补贴支持，整体盈利能力弱。跟踪期内，公司政府补助有所下降，但由于营业利润亏损幅度收窄及期间费用控制能力提升，公司利润总额有所增长。

公司的营业收入主要来源于城市基础设施项目代建和商品销售收入。2018 年，公司实现营业收入 24.61 亿元，同比增长 19.37%。

2018 年，公司获得其他收益 5.46 亿元，同比下降 60.66%，主要为政府补助，公司营业利润为 1.00 亿元，同比增长 19.79%。2018 年，公司利润总额 1.01 亿元，同比增长 21.44%。

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，2018 年期间费用占营业收入的比重为 12.42%，同比下降 4.13 个百分点。2018 年期间费用较去年有所下降，主要系当年财务费用和管理费用下降所致。公司管理费用主要系污水处理厂处置成本及折旧摊销。

2018 年，公司营业利润率为-6.73%，亏损幅度有所减轻，总资本收益率为 0.31%，净资产收益率为 0.61%。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.79 亿元，相当于 2018 年的 35.74%。公司实现营业利润 0.13 亿元。2019 年 1~3 月，公司收到其他收益 0.39 亿元，实现利润总额 0.13 亿元。从盈利指标看，公司营业利润率由负转正为 0.61%，较 2018 年大幅上升。

4. 现金流分析

公司经营活动现金流往来款占比高，跟踪期内往来款流出规模大幅下降使得经营性现金净流量转为正值；2018 年公司筹资力度下降，投资活动主要是理财资金且规模相对较小。

经营活动方面，2018 年，由于支付其他与经营活动有关的现金下降较快，公司经营活动净现金流由负转正，为 9.59 亿元。2018 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 21.07 亿元，现金收入比 85.64%，同比增长 2.94 个百分点，公司收入获现能力仍较差。2018 年，受近年现金流量减少、来自于关联方的往来款大幅下降影响，公司经营活动现金流出下降 51.10%，为 82.91 亿元。

投资活动方面，2018 年，由于当年收回投资下降，公司投资活动现金流入为 12.14 亿元，同比下降 68.54%；2018 年，公司投资活动现金流出增长 29.17%，至 24.17 亿元，以投资支付的现金为主，系当年投资理财产品所致。2018 年，公司投资活动现金流量净额由正转负，为-12.03 亿元。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动力度下降，取得借款资金下降较快导致当年筹资活动现金流入下降 53.52%，为 83.24 亿元；2018 年，公司筹资活动现金流出同比下降 16.90%，为 77.85 亿元。筹资活动现金流量净额为 5.39 亿元。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流入量为 4.81 亿元，以销售商品、提供劳务收到的现金为主。同期，公司经营活动现金流量净额为-13.34 亿元。2019 年 1~3 月，公司投资活动现金流体现为净流入 2.62 亿元；2019 年 1~3 月，公司筹资活动现金流入量为 25.23 亿元，主要为取得借款与发行债券收到的现金，同期筹资活动现金流出以偿债资金为主。

5. 偿债能力

公司短期偿债压力尚可；长期偿债能力较弱。考虑到开发区管委会对公司的支持力度较强，公司整体偿债能力很强。跟踪期内，公司对外担保比率较高，存在一定或有负债风险。

从短期偿债能力指标看，2018 年底，公司流动比率和速动比率同比均有所增长，分别为 386.52%和 345.75%，2019 年 3 月底上述两指标均大幅增长，分别为 503.26%和 445.61%。受经营活动现金流量净额由负转正值影响，2018 年底，公司经营现金流动负债比为 9.93%。2019 年 3 月底，公司现金类资产（扣除受限资金）为 35.66 亿元，为调整后短期债务的 1.22 倍。整体来看，公司短期偿债压力尚可。

从长期偿债能力指标看，2018 年公司 EBITDA 值为 3.19 亿元，同比增长 16.63%；全部债务/EBITDA 下降至 74.54 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，2018 年调整后全部债务/EBITDA 为 76.29 倍，上述指标较 2017 年下降较快，但公司长期偿债能力仍较弱。考虑到开发区管委会对公司的支持力度较强，公司整体偿债能力很强。

截至 2018 年底，公司共获金融机构授信额度总额 265.44 亿元，尚有 59.08 亿元未使用，公司间接融资渠道较畅通。

2019 年 3 月底，公司累计对外担保余额 84.94 亿元，担保比率进一步增长至 61.08%，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。

表12　截至2019年3月底公司对外担保情况

（单位：万元）

担保对象	金额
江苏炜赋集团公司	99300.00
江苏炜赋集团建设开发有限公司	539000.00
南通苏通科技产业园控股发展有限公司	97500.00
南通综合保税区发展有限公司	33916.20
南通经济技术开发区新农村建设有限公司	23975.00
南通江海融资租赁有限公司	4750.00
南通沿海开发集团有限公司	51000.00
合计	**849441.20**

资料来源：联合资信整理

6. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产总额353.13亿元，同比增长9.53%。资产构成仍以流动资产为主，其中母公司其他应收款增长12.02%至268.95亿元；长期股权投资增长16.13%至39.49亿元。

截至2018年底，母公司所有者权益合计129.10亿元，同比变动不大。截至2018年底，母公司负债总额224.02亿元，同比增长13.15%，主要系新发债券所致。

2018年，母公司实现营业收入10.43亿元，利润总额0.85亿元。2018年，母公司经营活动现金流量净额-29.88亿元，净流出规模大幅缩减；母公司投资活动现金流量净额为-0.15亿元；筹资活动现金流入以取得借款和发行债券取得的资金为主，筹资活动现金流量净额为19.08亿元。

截至2019年3月底，母公司资产总额进一步增长至363.96亿元，负债总额229.93亿元，

权益规模随着资本公积的增长变为134.03亿元。2019年1~3月，母公司实现营业收入4.09亿元，经营活动现金流量净额-7.47亿元。

九、存续债券偿还能力分析

截至2019年3月底，公司存续债券余额83.90亿元，一年内到期的应付债券18.82亿元，存续债券的短期偿债压力较小，未来存在一定集中偿债压力。

截至2019年3月底，如果投资者行使回售选择权，公司一年内到期兑付债券16.60亿元，2021年将达到存续债券待偿本金峰值40.38亿元。截至2018年底，公司现金类资产35.26亿元（扣除受限资金）；2018年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为92.50亿元、9.59亿元和3.19亿元，对公司存续债券保障情况如下表：

表13　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2018 年
一年内到期债券余额（截至 2019 年 3 月底）	16.60
未来待偿债券本金峰值（截至 2019 年 3 月底）	40.38
现金类资产/一年内到期债券余额	2.12
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.29
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.24
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.08

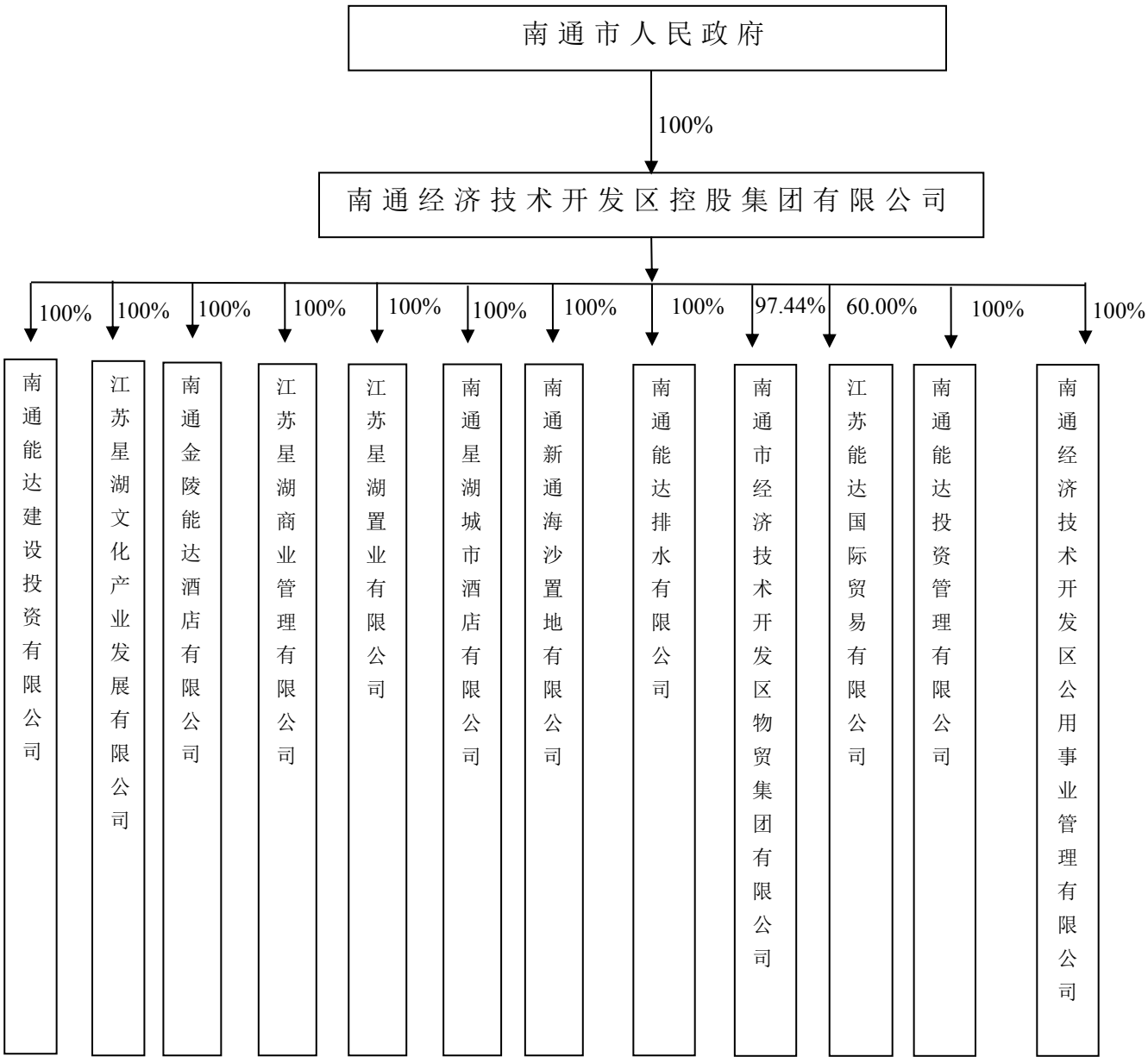
资料来源：联合资信整理

整体看，公司存续债券规模较大，现金类资产对一年内到期的债券余额覆盖能力较强，未来存在一定集中偿债压力。

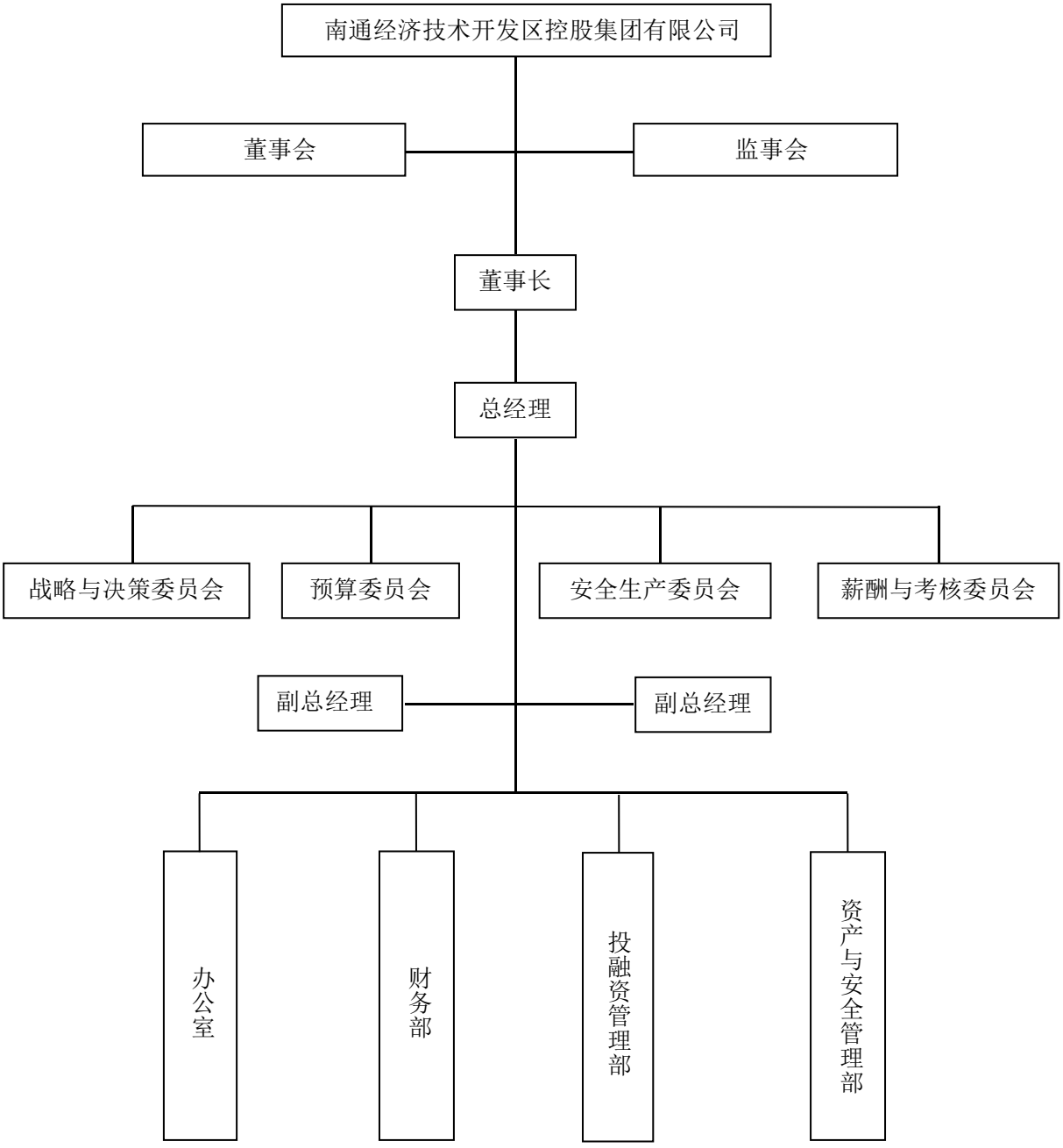
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^{+}，并维持“17南通经开MTN001”“17南通经开MTN002”“18南通经开MTN001”和“18南通经开MTN002”的信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	20.15	34.42	41.14	37.61
资产总额(亿元)	323.13	427.13	440.51	426.16
所有者权益(亿元)	107.07	131.04	135.54	139.06
短期债务(亿元)	42.62	55.71	36.32	27.01
调整后短期债务(亿元)	47.62	62.71	39.32	29.29
长期债务(亿元)	128.10	179.42	201.09	211.83
调整后长期债务(亿元)	133.22	182.83	203.66	195.27
全部债务(亿元)	170.07	235.13	237.41	238.84
调整后全部债务(亿元)	180.85	245.54	242.99	244.56
营业收入(亿元)	20.01	20.62	24.61	8.79
利润总额(亿元)	0.89	0.83	1.01	0.13
EBITDA(亿元)	3.79	2.73	3.19	--
经营性净现金流(亿元)	-24.84	-90.74	9.59	-13.34
财务指标				
销售债权周转次数(次)	12.57	5.24	2.21	--
存货周转次数(次)	0.32	0.50	0.56	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.05	0.06	--
现金收入比(%)	92.18	82.70	85.64	45.05
应收类款项/资产总额(%)	50.68	64.51	63.32	64.36
营业利润率(%)	-4.53	-47.74	-6.73	0.61
总资本收益率(%)	0.81	0.31	0.31	--
调整后总资本收益率(%)	0.79	0.29	0.30	--
净资产收益率(%)	0.63	0.54	0.61	--
长期债务资本化比率(%)	54.47	57.79	59.74	60.37
调整后长期债务资本化比率(%)	55.44	58.25	60.04	58.41
全部债务资本化比率(%)	61.46	64.21	63.66	63.20
调整后全部债务资本化比率(%)	62.81	65.20	64.19	63.75
资产负债率(%)	66.86	69.32	69.23	67.37
流动比率(%)	366.49	348.52	386.52	503.26
速动比率(%)	275.93	300.50	345.75	445.61
经营现金流动负债比(%)	-32.23	-85.84	9.93	--
全部债务/EBITDA(倍)	45.02	81.60	74.54	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	47.69	89.91	76.29	--

注：1. 2019 年 1 季度财务数据未经审计。

2. 调整后短期债务=短期债务+其他流动负债；调整后长期债务=长期债务+长期应付款；调整后全部债务=长期债务+长期应付款+短期债务+其他流动负债

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%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×100%
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

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 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 4-3 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