

信用等级公告

联合[2018] 1023 号

联合资信评估有限公司通过对南通市保障房建设投资有限公司主体长期信用状况及其拟发行的 2018 年度第一期中期票据进行综合分析和评估，确定南通市保障房建设投资有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，南通市保障房建设投资有限公司 2018 年度第一期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年六月十三日



南通市保障房建设投资有限公司

2018 年度第一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

本期中期票据发行规模: 10 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 在第 3 个和其后每 3 个年度付息日,
公司有权按面值加应付利息赎回本
期中期票据

募集资金用途: 全部用于偿还有息债务

评级时间: 2018 年 6 月 13 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	29.10	26.99	35.64	35.32
资产总额(亿元)	319.98	462.56	584.38	639.32
所有者权益(亿元)	97.90	102.78	111.85	112.80
短期债务(亿元)	19.80	12.70	31.00	29.80
长期债务(亿元)	152.56	269.02	327.64	381.50
全部债务(亿元)	172.36	281.72	358.64	411.30
营业收入(亿元)	30.15	30.23	64.03	5.40
利润总额(亿元)	0.60	2.15	0.99	0.27
EBITDA(亿元)	1.23	2.27	1.71	--
经营性净现金流(亿元)	-97.93	-36.55	-12.62	-12.98
营业利润率(%)	10.75	9.97	4.25	6.56
净资产收益率(%)	0.44	1.62	0.59	--
资产负债率(%)	69.41	77.78	80.86	82.36
全部债务资本化比率 (%)	63.78	73.27	76.23	78.48
流动比率(%)	417.18	502.84	391.13	437.58
经营现金流负债比(%)	-142.28	-49.84	-11.56	--
全部债务/EBITDA(倍)	140.34	123.96	209.57	--

注: 1.其他非流动负债已纳入有息债务核算; 2. 2018 年第一季度财务报表未经审计。

评级观点

南通市保障房建设投资有限公司(以下简称“公司”)作为南通市棚户区改造、低价商品房等保障性住房投融资和建设的重要主体,持续获得地方政府在资产和资金注入、财政补贴等方面的有力支持。随着保障性住房项目的快速推进,公司资产规模持续增长。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司盈利能力较弱、债务规模增长迅速且债务负担重、经营和发展对政府支持依赖大等因素对其偿债能力带来的不利影响。

南通市快速发展的区域经济和较强的财政实力为公司发展提供了良好的外部环境;未来,随着公司逐步开展中央创新区建设、养老产业等多元化、经营性业务,市场化程度和盈利能力有望提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点,联合资信通过对相关条款的分析,认为本期中期票据清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具,同时赎回与利率重置条款设置使本期中期票据不赎回可能性较小。

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,公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低,安全性很高。

优势

1. 棚户区改造、低价商品房建设为国家重点支持的保障性住房项目,得到各级政府的扶持力度大。
2. 南通市区域经济快速发展,财政实力较强。公司作为南通市重要保障性住房建设的投

分析师

赵传第 王 存 李 衡

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

融资主体, 获得地方政府在资产和资金注入、财政补贴等方面的支持力度大。

3. 公司保障性住房建设资金来源主要包括南通市政府拨付纳入财政预算的代建项目资金、政府购买服务资金、低价商品房销售收入及政府给予的补偿收入, 偿债资金来源较有保障。
4. 公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度较好。

关注

1. 公司目前收入来源主要为下属子公司低价商品房销售及补贴收入, 整体盈利能力较弱。
2. 近年来, 随着公司为棚改项目融入资金的增加及自有保障房建设项目的持续推进, 公司债务规模大幅扩张, 整体债务负担重。
3. 公司所有者权益中少数股东权益占比大, 稳定性一般。
4. 公司未来保障性住房和经营性项目投资规模较大, 存在一定资本支出压力。
5. 公司对外担保规模较大, 存在或有负债风险。
6. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延积累等特点。

声 明

一、本报告引用的资料主要由南通市保障房建设投资有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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。

南通市保障房建设投资有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

南通市保障房建设投资有限公司（以下简称“公司”）系根据南通市人民政府《市政府关于组建南通市保障房建设投资有限公司的批复》（通政复【2013】29 号），由市、区两级政府共同出资，于 2013 年 8 月 19 日成立的有限责任公司。公司初始注册资本为人民币 30 亿元，其中，南通市人民政府认缴 18 亿元，分别授权南通市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“南通市国资委”）履行出资人职责、出资 14 亿元，授权南通市经济技术开发区财政局履行出资人职责、出资 4 亿元，南通市崇川区人民政府、南通市通州区人民政府和南通市港闸区人民政府各认缴 4 亿元（各区政府授权区财政局履行出资人职责）。出资方式上，除南通市国资委出资的 14 亿元注册资本中含有 10 亿元实物出资（南通市国资委注入直管公房 20.19 亿元，其中，10 亿元计入实收资本，10.19 亿元计入资本公积），其他全部为货币方式出资。公司注册资本分三期缴纳，30 亿元注册资本于 2015 年 6 月 17 日全部实缴到位。

2015 年 10 月，公司收到中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金公司”）出资 1.66 亿元；2015 年 12 月，公司收到国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金公司”）出资 0.60 亿元；2017 年 2 月，公司收到紫金信托有限责任公司（以下简称“紫金信托”）注资 15.00 亿元，其中 1.00 亿元计入实收资本，14.00 亿元计入资本公积。

2018 年 3 月，农发基金公司和国开基金公司对公司的出资被重分类至长期借款，公司相应减少注册/实收资本 2.26 亿元（截至 2018 年 3 月底公司尚未完成工商变更）。

截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 32.255 亿元，实收资本为 31 亿元，其中南通市人民政府持股 58.04%，南通市崇川区人民政府持股 12.90%，南通市通州区人民政府持股 12.90%，南通市港闸区人民政府持股 12.90%，紫金信托持股 3.26%。公司实际控制人是南通市人民政府。

公司目前主要负责南通市区范围内棚户区改造、低价商品房筹建等保障性住房筹融资和建设任务。公司经营范围：授权保障房资产及其收益的经营与管理；棚户区、老小区（危旧房）、城中村的改造；保障房开发项目的建设；土地一级开发；城市综合服务设施建设与运营管理；物业管理；房屋租赁；建筑材料销售（不得以公开方式募集资金；不得公开交易证券类产品和金融衍生品；不得发放贷款；不得从事融资性担保；不得向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益。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 2018 年 3 月底，公司本部内设综合管理部、财务审计部和项目管理部共三个职能部门，共有纳入合并范围子公司 14 家。

截至 2017 年底，公司资产总额 584.38 亿元，所有者权益合计 111.85 亿元（其中少数股东权益 50.83 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 64.03 亿元，利润总额 0.99 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 639.32 亿元，所有者权益合计 112.80 亿元（其中少数股东权益 52.66 亿元）；2018 年 1~3 月公司实现营业收入 5.40 亿元，利润总额 0.27 亿元。

公司注册地址：南通市工农南路 150 号政务中心综合楼十八层；法定代表人：张志泳。

二、本期中期票据概况

公司已于 2017 年注册中期票据 10 亿元，本期计划发行 2018 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）10 亿元，拟将募集资金全部用于偿还有息债务。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

债券期限及赎回条款

在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。在本期中期票据每 3 个年度付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据。如在前述赎回权条款规定的时间，公司决定行使赎回权，则公司于赎回日前一个月，按照有关规定在中国货币网和上海清算所网站上刊登《提前赎回公告》，并通过上海清算所交易系统完成相关赎回工作；若公司不行使赎回权，则于赎回日前一个月，在中国货币网和上海清算所网站上刊登相关公告。

利率

在利率方面，本期中期票据采用固定利率计息。本期中期票据前 3 个计息年度的票面利率将通过簿记建档、集中配售方式确定，并在前 3 个计息年度内保持不变；自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率。前 3 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差；初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网或交易商协会认可的其他网站公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。如果公司不行使赎回权，则从第 4 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，并在第 4 个计息年度至第 6 个计息年度内保持不变；当期基准利率为票面利率重置日前 5 个工

作日中国债券信息网（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。当期票面利率=当期基准利率+初始利差+重置次数*300 个基点，每个票面重置日均进行利率跃升。

清偿顺序

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

递延利息支付

在递延支付利息方面，除非发生强制付息事件，在本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司的违约事件。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。付息方式为：本期中期票据每次付息日前 5 个工作日，由公司按有关规定在指定的信息披露媒体上刊登《付息公告》，于付息日按票面利率由上海清算所代理完成付息工作；如公司决定递延支付利息的，公司及相关中介机构应在付息日前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》。强制付息事件是指付息日前 12 个月，发生以下事件之一：

①减少注册资本；②向普通股股东分配利润，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。利息递延下的限制事项是指公司有递延支付利息的情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事下列行为：①减少注册资本；②向普通股股东分配利润。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

同时，为充分有效维护本期中期票据持有人利益，如公司出现信用等级大幅下降、

财务状况严重恶化等可能影响投资者利益的情况，公司承诺将采取不分配利润、暂缓重大对外投资项目的实施、变现优良资产等措施来保障本期中期票据的到期兑付，以保护投资者利益。

基于以上条款，可得出以下结论：

(1) 本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

(2) 本期中期票据如不赎回，从第4个计息年开始每3年重置票面利率，当期票面利率=当期基准利率+初始利差+重置次数*300个基点。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

(3) 本期中期票据设有利息递延支付条款，2018年公司已将农发基金公司和国开基金公司对公司的出资由注册资本调至长期借款，相应减少注册资本，但农发基金公司和国开基金公司出资本系明股实债，上述减资事件持续性较弱，公司强制付息事件设置的约束力不强。

综上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时赎回与利率重置条款的设置使本期中期票据不赎回可能性较小，但利息递延时的罚则对强制付息事件的约束力不强。

三、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值(GDP)

82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数(CPI)有所回落，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)涨幅较大；制造业采购经理人指数(制造业PMI)和非制造业商务活动指数(非制造业PMI)均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅(7.7%)和收入同比增幅(7.4%)均较2016年有所上升，财政赤字(3.1万亿元)较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重(71.2%)也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率(58.8%)较2016

年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口

总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长

态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5% 左右。

四、行业与区域分析

1. 保障性住房行业

行业状况

保障性住房是指政府在对中低收入家庭实行分类保障过程中所提供的限定供应对象、建设标准、销售价格或租金标准，具有社会保障性质的住房。保障性住房一般由廉租房、经济适用房、公共租赁房（政策性租赁住房）、限价房（两限商品住房）以及棚改房构成。其中，公共租赁房是指按照市场租价水平调节后向中等偏下收入住房困难家庭提供可租赁的住房；两限商品住房是指限价房、限套型的普通商品住房；棚改房是指通过棚户区改造提供的保障性住房。

为推动科学发展、加快转变经济发展方式、保障和改善民生，2009 年，国务院批准由住建部牵头，十六部委联合成立全国保障性安居工程协调小组，专门负责组织协调全国范围内保障房安居工程的建设；在中央提出的新一轮城镇化建设规划中，保障房的全面规划对于建设多层次住房保障体系具有不可替代的作用。

根据财政部综合司发布的《2015 年财政支持保障性安居工程建设情况》，2015 年全年保障性安居工程建设共支出 4881.01 亿元，同比增长 11.30%，支持全国开工建设城镇保障性安居工程 783 万套，基本建成 772 万套。2015 年，全国财政一般公共预算安排保障性安居工程资金 3852.70 亿元，比上年增长 12.40%。

2016 年 5 月 17 号国务院办公厅公布《国务院办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》（国办发[2016]39 号），提出“实行购租并举，培育和发展住房租赁市场，是深化住房制度改革的重要内容，是实现城镇居民住有所居目标的重要途径”。文件明确指出，到 2020 年，基本形成供应主体多元、经营服务规范、租赁关系稳定的住房租赁市场体系，基本形成保基本、促公平、可持续的公共租赁住房保障体系。按照《国务院办公厅关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》（国办发[2015]85 号）有关规定，住房租赁企业享受生活性服务业的相关支持政策。鼓励地方政府采取购买服务或政府和社会资本合作（PPP）模式，将现有政府投资和管理公租房交由专业化、社会化企业运营管理，不断提高管理和服务水平。在城镇稳定就业的外来务工人员、新就业大学生和青年医生、青年教师等专业技术人员，凡符合当地城镇居民公租房准入条件的，应纳入公租房保障范围。各地应结合住房供需状况等因素，将新建租赁住房纳入住房发展规划，合理确定租赁住房建设规模，并在年度住房建设计划和住房用地供应计划中予以安排，引导土地、资金等资源合理配置，有序开展租赁住房建设。2017 年 7 月，关于住建部等九部委联合发文圈定广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆 12 个城市作为首批开展住房租赁试点的单位，同年 8 月，住建部和国土资源部联合发文确定第一批开展集体建设用地建设租赁住房试点的 13 个试点城市。通过改革试点，推出并运营一批集体租赁住房项目，完善利用集体建设用地建设租赁住房规则，未来形成一批可推广的范式，租赁住房建设将迎来发展机遇和政策红利。

行业政策

二十多年来，我国住房制度改革不断深化，城市住宅建设持续快速发展，城市居民

住房条件总体上有了较大改善，但城市廉租住房制度建设相对滞后，经济适用住房制度不够完善，政策措施还不配套，部分城市低收入家庭住房还比较困难。近年来，党中央、国务院高度重视解决城市居民住房问题，力

争改善群众居住条件，并将其作为城市住房制度改革和房地产业发展的根本目的，国家各部门对保障性住房多次出具相关政策，如下表所示：

表 1 2015 年至今主要保障房调控政策及租赁住房相关政策

年份	调控政策	主要内容
2015 年	财政部综合司发布《2015 年财政支持保障性安居工程建设情况》	2015 年，各级财政部门认真贯彻落实党中央、国务院的决策部署，主动发挥财政职能，积极筹措资金，落实税费优惠政策，完善政策支持体系，加强资金管理，切实有力地推进保障性安居工程。全年城乡保障性安居工程财政支出 4881.01 亿元，支持全国开工建设城镇保障性安居工程 783 万套。
2016 年 2 月	《中共中央国务院关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	中共中央发文提出要大力推进棚改安居，以政府为主保障困难群体基本住房需求，以市场为主满足居民多层次住房需求。打好棚户区改造三年攻坚战，到 2020 年，基本完成现有的城镇棚户区、城中村和危房改造。
2016 年 5 月	《国务院办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》（国办发【2016】39 号）	提出“实行购租并举，培育和发展住房租赁市场，是深化住房制度改革的重要内容，是实现城镇居民住有所居的重要途径”。文件明确指出，到 2020 年，基本形成供应主体多元、经营服务规范、租赁关系稳定的住房租赁市场体系，基本形成保基本、促公平、可持续的公共租赁住房保障体系。
2017 年 7 月	住房和城乡建设部等九部委联合发布《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》	明确提出增加租赁住房有效供给，鼓励超大、特大城市开展利用集体建设用地建设租赁住房试点工作，并选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆 12 个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。
2017 年 8 月	国土资源部及住房和城乡建设部印发《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》的通知（国土资发【2017】100 号）	确定第一批在北京、上海、沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都 13 个城市开展集体建设用地建设租赁住房试点。

资料来源：联合资信整理

总体看，近年来，政府高度重视解决城市居民住房问题，针对保障房多次出台相关政策；随着调控政策累积效应逐渐显现，作为国家房地产调控以及改善民生重要举措的保障房市场以及住房租赁市场将面临较大发展空间。

2. 区域发展环境

公司主要从事棚户区改造、低价商品房筹建等保障性住房筹融资和建设任务，其经营与投资的项目均在南通市，公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受到南通市经济发展和城市建设的影响，并与城市发展规

划密切相关。

经济发展概况

南通市是江苏省地级市，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。南通市是中国首批对外开放的 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。

近年来，南通市区域经济实力持续增强。根据 2015~2017 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》，

2015~2017 年，南通市全市地区生产总值分别为 6148.4 亿元、6768.2 亿元和 7734.6 亿元，按可比价计算，同比增速分别为 9.6%、9.3% 和 7.8%，增速有所下滑，但仍高于全国平均水平。产业结构调整为 2017 年的 4.9: 47.1: 48.0，第三产业比重逐年上升且超过第二产业。2017 年南通市人均 GDP 达 105903 元，同比增长 7.8%。

近年来，南通市固定资产投资维持较高增速，近三年分别实现固定资产投资额 4376.0 亿元、4812 亿元和 4959.2 亿元，同比增速分别为 12.3%、10.0% 和 8.9%。

南通市经济的迅速发展带动城镇化及居民收入水平大幅提高。2017 年末南通市常住人口 730.2 万人，城镇化率 66.03%。全体居民人均可支配收入 33011 元，比上年增长 9.7%，按常住地分，城镇居民人均可支配收入 42756 元，比上年增长 8.9%；农村居民人均可支配收入 20472 元，比上年增长 9.2%。收入水平的提高，提升了区域内居民对居住环境和品质的要求，从而拉动了对住房条件的更高要求。

地方财政实力

公司作为南通市棚户区改造投融资主体，地方政府的财政实力对公司经营影响较大。

根据近三年《南通市国民经济和社会发展统计公报》：2015 年，南通市一般预算收入 625.6 亿元，同比增长 13.8%；2016 年，受“营改增”政策及国家出台多项降税降费减负措施影响，南通市实现一般公共预算收入 590.2 亿元，同口径增长 0.5%；2017 年，南通市一般公共预算收入 590.6 亿元，增长 0.1%，同口径增长 6%，其中，增值税增长 40.3%，改征增值税增长 116.1%，企业所得税增长 18.6%，个人所得税下降 14.8%，契税增长 27%。2017 年，南通市级（含市本级、经济技术开发区、苏通科技产业园区、通州湾江海联动开发示范区）实现一般公共预算收入

78.1 亿元，同口径下降 1.5%；受益于房地产市场交易活跃，土地出让形势较好，商品房销售面积大幅增加的影响，2017 年，南通市级政府性基金收入完成 144.4 亿元，同比增长 258.5%；市级地方政府债务余额合计为 286 亿元。

2017 年，南通市一般公共预算支出 810.1 亿元，增长 8.1%。一般公共预算支出中民生支出 625 亿元，占一般公共预算支出的比重达到 77%，比上年提高 1.3 个百分点。

总体看来，近年来南通市区域经济保持平稳较快发展，地方政府综合财政实力强。棚户区改造等保障性住房建设作为改善居民的居住环境、提高城市整体形象的重点民生工程，未来仍将持续获得国家和地方政府的大力支持。公司作为南通市保障性住房建设主体，未来发展前景良好。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2018 年 3 月底，公司实收资本 31 亿元，其中南通市人民政府持股 58.04%，南通市崇川区人民政府持股 12.90%，南通市通州区人民政府持股 12.90%，南通市港闸区人民政府持股 12.90%，紫金信托持股 3.26%。公司实际控制人是南通市人民政府。

2. 企业规模与竞争力

公司是在南通市政府为扩大保障房建设融资渠道、提升保障房项目运作能力的背景下组建成立的，为市属一类企业，是南通市政府授权的市区棚户区改造投融资主体，业务具有一定区域垄断性。自成立以来，公司先后参与了南通市 2013~2017 年棚户区改造项目的投融资工作，作为统贷平台，与国家开发银行等政策性银行开展合作，筹措棚改项目建设资金，降低融资成本并积极推动棚改建设工作。

公司控股子公司江苏炜赋集团建设开发有限公司（以下简称“炜赋建设”，截至 2018 年 3 月底公司持股比例 36.84%¹）成立于 1990 年，为南通市经济技术开发区（以下简称“经开区”）范围内低价商品房等保障房建设主体之一，成立时间较长、建设经营丰富。公司孙公司南通天山置业有限公司（以下简称“天山置业”）主要从事崇川区范围内观音山新城片区低价商品房建设工作。

3. 人员素质

截至 2018 年 3 月底，公司高级管理人员包括董事长 1 人、总经理 1 人、副总经理 7 人。

公司董事长张志泳先生，1966 年出生，研究生学历。历任南通市财政局科员、预算处副处长、行政政法处处长，南通市开发区财政局局长，挂职财政部财政科学研究所综合政策研究室等职务；2014 年 5 月至今任公司董事长。

公司总经理胡拥军先生，1974 年出生，省委党校研究生学历，1992 年参加工作，先后在如皋市磨头中心小学、如皋市委办公室、如皋市长江镇、如皋市政府、如皋市委工作，原任如皋市委常委、市政府常务副市长、党组副书记，现任公司总经理。

截至 2018 年 3 月底，公司（本部）在岗员工共有 14 人。全部为本科及以上学历；30 岁以下员工 6 人，30 至 50 岁员工 8 人；具有初级职称的员工 3 人，具有中级职称的员工 2 人。

总体来看，公司高管具有较为丰富的管理经验和专业素质，人员年龄结构和员工素质能够满足公司日常经营管理工作的需要。

4. 外部支持

公司是南通市政府授权的棚户区改造投融资主体，主要业务及收入均来源于当地政府，因此其经营及发展受南通市经济发展和财政实力的影响较大。同时，公司从事的棚户区改造项目在当前国家全力推进保障房建设的背景下受到地方政府在政策和资金上的支持力度大，主要表现为资本金和资产注入、还款安排及财政补贴。

资本金及资产注入

截至 2018 年 3 月底，公司注册资本及实收资本 31 亿元，由南通市、区两级政府及紫金信托以货币方式出资 21 亿元。

2014 年 3 月，根据南通市国资委通国资发【2014】29 号《关于对南通市保障房建设投资有限公司出资的通知》，南通市国资委对公司注入公允价值 20.19 亿元的直管公房资产，其中 10 亿元计入实收资本，10.19 亿元计入资本公积。

2014 年 9 月，根据与南通市人民政府办公室办公文单【2014】请字 0627 号附 01 号，公司收到南通市财政局注入价值 172.06 万元的跃龙路房产，计入资本公积。

2016 年，南通市人民政府将五一职工苑资产（账面价值 2.91 亿元）及阳光公寓房产（账面价值 1.74 亿元）划拨给公司，公司相应增加资本公积。

2017 年，公司收到南通市财政局货币资金注入资本公积 1 亿元。2018 年 1~3 月，南通市财政局向公司注入货币资金 1.00 亿元，并向子公司注入 0.23 亿元实物资产，公司相应增加资本公积。

财政补贴

2015~2017 年，公司分别收到政府补贴 7084.58 万元、1420.64 万元、22.78 万元，主要是公司收到的棚户区改造专项资金、公共租赁住房及省级住房保障引导资金、安居房运营补助等。

¹截至 2018 年 3 月底，炜赋建设注册资本 14.25 亿元，股东包括公司、江苏炜赋集团公司和南通市鑫沅保障房投资基金管理中心（有限合伙），出资额分别为 5.25 亿元、5 亿元和 4 亿元，公司为控股股东，故将其纳入合并范围。

还款安排

2013 年以来，公司受南通市政府委托承担南通市 2013~2017 年棚户区（危旧房）改造工程项目建设；针对各期项目，公司分别与南通市政府（部分为南通市住房保障和房产管理局代表南通市政府）签订委托建设管理协议或政府购买服务协议，公司负责向国开行等政策性银行贷款，还款来源为南通市政府在财政预算中安排的委托代建资金或分年纳入财政预算的政府购买服务资金。

公司子公司炜赋建设作为南通市经济技术开发区低价商品房投融资和建设主体，受开发区政府委托建设并对外销售低价商品房，开发区政府同意在弥补炜赋建设亏损的同时给予 6% 的项目管理费补偿，资金来源为开发区财政收入。

公司孙公司天山置业主要从事崇川区范围内观音山新城片区低价商品房建设工作。根据天山字【2017】4 号文及相关政府批复，“参照开发区炜赋集团和南通天一置业有限公司的做法，从弥补亏损的角度，观音山管委会对天山置业按照项目经审计局认定的亏损额（实际销售收入+预估销售收入-建筑总成本-销售费用-销售税金）给予财政补足；为优化天山置业财务结构，增强低价房建设企业持续经营能力，财政按审定的建筑总成本（不含销售费用、销售税金）的 6% 给予安置房建设补贴，资金来源为崇川区财政收入。

整体看，公司受政府支持力度大。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行《企业信用报告（2012 银行版）》（机构信用代码：G1032060200845840C），截至 2018 年 6 月 11 日，公司（本部）无已结清及未结清不良信贷信息记录，过往企业信用记录良好。

六、管理分析

1. 公司治理结构

公司严格按照《公司法》等有关法律、法规及《章程》的相关规定，设立了股东会、董事会、监事会、经理层和党委会，形成了决策、监督和经营相互制衡的管理体系。

股东会是公司的权力机构，具有决定公司的经营方针和投资计划、选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，审议批准董事会和监事会的报告、公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案、弥补亏损方案等职权。

董事会是公司的决策机构，决定公司的重大事项。董事会成员 6 人，其中 5 人为股东选举，1 人为职代会选举。董事任期 3 年，任期届满经批准可以连任。董事会设董事长 1 人，由董事会选举产生，董事长为公司法定代表人，任期为 3 年，任期届满，可以连任。董事会负责向市政府、市国资委和股东会报告工作，执行股东会的决议，决定公司的经营计划、投资方案、内部机构的设置和人员编制，制订公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案、弥补亏损方案、增加或者减少注册资本的方案以及发行公司债券的方案以及公司合并、分立、解散或者变更形式的方案等职责。

公司设监事会，共 3 人，其中 2 人由国资委委派，1 人为选举产生。监事的任期每届三年，任期届满，连选连任。监事负责检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东会决议的董事、高级管理人员提出罢免等职责。

公司设经理，由董事会决定聘任或者解聘。总经理对董事会负责，任期三年，经理层负责主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，组织实施公司年度经营计划和投资方案，拟定公司内部管理机构设置

方案、公司的基本制度、公司的具体章程，提请聘任或者解聘公司副总经理、财务负责人，决定聘任或者解聘除由董事会决定聘任或者解聘以外的负责管理人员。

2. 管理水平

公司根据自身实际情况，建立了与业务性质和规模相适应的公司管理制度，确保了公司的规范运作和各项工作的有序进行。公司制定的《公司管理制度》较为完善，从人力资源、内部审计控制、工程管理以及财务管理等方面进行了规范。

人力资源方面，公司建立较为完善的员工培训长效机制，通过对员工的系统培训，不断提高员工的职业技能。同时，公司制订合理的薪酬管理制度，对员工进行绩效考核，充分发挥整个薪酬体系对于员工的激励作用，进而挖掘其潜在能力，提高公司整体的人力资源水平。除此之外，公司还在员工招聘、员工异动、员工离职、考勤管理、请假制度和劳动合同管理等方面进行了规范，提高了公司人力资源管理水平。

内部审计控制方面，公司依据国家有关规定，制定了比较完善的内部审计制度，对公司各内部机构、子公司内部控制和风险管理的有效性、财务信息的真实性、完整性以及经营活动的效率和效果等进行了规范。内部审计机构会同各个部门，每年对公司内部控制效果进行评估，从而有效的提高了公司组织的运作效率，起到了良好的监督控制、咨询建议的作用。

工程管理方面，公司从工程项目授权审批、工程项目实施管控、工程项目概算和预算审查、工程项目竣工验收、工程项目竣工决算审计制度以及安全生产管理等方面建立了一系列有效的管理办法，有效的提高了项目建设过程中公司对各个项目的管控水平，保证了各项工程有条不紊的进行。

财务管理方面，公司根据相关法规制定了公司财务管理制度，规范各项财务收支的计划、控制、核算、分析和考核工作，有效运营公司各项资产，控制成本费用，规范收益分配，加强财务监督和财务信息管理，同时，对公司的发展战略，依法合理筹集资金等方面进行了规范。

总体来看，公司法人治理结构和管理制度较为完善，能够满足目前公司经营和发展的需要。

七、经营分析

1. 经营概况

公司成立于 2013 年，定位为南通市棚户区改造、低价商品房筹建等保障性住房建设投融资主体。目前主要业务分为两类：一是为“南通市 2013~2017 年棚户区改造工程项目”名录（以下简称“棚改名录”）下的棚户区改造项目开展筹融资，由公司本部及下属的南通市崇川区保障房建设投资有限公司（以下简称“崇川保障房公司”）、南通市港闸区保障房建设投资有限公司（以下简称“港闸保障房公司”）和南通市港闸区保障房建设投资有限公司（以下简称“港闸保障房公司”）负责；二是受经开区、崇川区政府委托承担其领域内低价商品房建设、销售工作，主要由子公司炜赋建设和孙公司天山置业负责。

受业务模式影响（详见下文），公司本部及下属的崇川保障房公司、港闸保障房公司、通州保障房公司从事的棚户区改造筹融资业务主要以资金往来款（其他应收款）的形式体现，收入规模有限，2015~2017 年分别确认委托代建项目管理费收入 0.34 亿元、0.65 亿元和 0.81 亿元。2015~2017 年公司营业收入主要来自炜赋建设和天山置业开展的低价商品房建设及销售业务。公司其他业务收入主要为租赁收入和利息收入等，规模小。

2015~2017 年，公司营业收入保持增长，分别为 30.15 亿元、30.23 亿元和 64.03 亿元；2017 年大幅增长系天山置业项目完工结转收入大幅增加。由于低价商品房是政府通过限制销售对象、销售价格、套型面积、转让等手段，解决部分家庭住房困难的一种住房保

障方式，销售价格由政府定价、一般会低于炜赋建设及天山置业开发成本，因此，公司低价商品房建设业务收入除商品房销售款外，还将政府补偿收入（亏损弥补+合理利润）纳入营业收入。

表 2 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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	收入	占比	毛利率
保障房建设业务收入	29.61	98.23	15.35	29.47	97.48	9.35	62.90	97.18	3.91	5.04	93.28	2.49
其中：炜赋建设	29.61	98.23	15.35	29.47	97.47	9.35	18.84	29.43	-2.24	1.12	20.77	5.40
天山置业	--	--	--	--	--	--	43.38	67.75	6.57	3.92	72.50	1.65
管理费收入	0.34	1.12	99.46	0.65	2.14	99.36	0.81	1.27	99.23	0.22	4.13	99.81
其他业务收入	0.19	0.65	18.24	0.12	0.39	-29.92	1.00	1.56	1.44	0.14	2.59	31.75
合计	30.15	100.00	16.32	30.23	100.00	11.12	64.03	100.00	5.07	5.40	100.00	7.27

资料来源：公司提供

注：1、其他业务收入主要为租金收入、利息收入等；2、合计数不等于分项之和系四舍五入所致。

毛利率方面，2015~2017 年，受收入确认模式（低价商品房补偿收入决算前按已销售面积和既定价格预估补偿收入，待政府进行造价最终审计时相应调整当年收入和成本，不追溯调整）影响，保障房建设业务毛利率有所波动。2017 年，公司综合毛利率为 5.07%，同比下降 6.05 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.40 亿元，相当于 2017 年全年的 8.44%，同期综合毛利率 7.27%，较 2017 年全年水平略有上升。

2. 业务经营分析

棚户区改造筹融资

公司是南通市人民政府组建的南通市区内（不含下面的县）棚户区改造投融资主体。

南通市 2013~2017 年棚户区改造工程项目名录下棚改项目共 5 个，包括一至四期及观音山片区项目（如下表）。棚改项目资金来源包括政府注入的资本金和对外融资，公司主要负责为列入棚改名录的棚改项目开展筹融资、筹措建设资金，融资款经公司账户后划转至各区拆迁补偿专户及各区安置房开

发建设公司，或公司划转至下属负责各个区保障房建设的子公司（崇川保障房公司、港闸保障房公司、通州保障房公司），再由子公司转至各区拆迁补偿专户以及各区安置房开发公司，公司本部及崇川保障房公司、港闸保障房公司、通州保障房公司不负责具体的项目建设，对外发放棚改建设款时主要以往来款（其他应收款）形式体现；若公司子/孙公司（炜赋建设和天山置业）受区政府委托承担棚改名录项下项目建设任务，项目建设投入相应体现在公司存货。

还款来源方面，第一、二期项目采用委托代建模式，还款来源为南通市人民政府每年按计划拨付的委托代建资金，列入预算管理；第三、四期和观音山片区项目采用政府购买服务模式，还款来源为南通市人民政府在预算中统筹安排由政府购买服务资金，在协议期内逐年纳入未来年度本级财政预算支出管理。实际运作中，因棚改建设任务实际由各区承担，委托代建资金及购买服务资金由各区财政拨付公司，不足部分由市财政从区财政账户划拨。公司在收到回款时直接冲

减其他应收款；因四期项目为外购安置房，后冲减其他非流动资产。
公司投入时计入其他非流动资产，安置完成

表 3 截至 2018 年 3 月底公司棚户区改造工程项目概况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	资金来源		截至 2018 年 3 月底已投资	资金到位情况		建设进度
		资本金	对外融资		资本金	对外融资	
一期项目	138.92	38.92	100.00	129.25	38.92	96.33	完工进度 98%，基本竣工，个别项目在建
二期项目	50.09	19.49	30.60	37.41	19.49	23.27	完工进度 95%，基本竣工，个别项目在建
三期项目	25.89	8.59	17.30	17.49	8.59	11.20	配套施工中
四期项目	150.06	30.06	120.00	144.96	30.06	114.90	完工进度 90%，基本竣工交付，个别项目未交付
观音山片区	61.00	31.00	30.00	56.00	31.00	25.00	完工进度 85%，三个子项目在建
合计	425.96	128.06	297.90	385.11	128.06	270.70	--

资料来源：公司提供

注：1、一、二、四期项目资本金为政府拨付，三期和观音山项目资本金为项目公司自筹；2、截至 2018 年 3 月底已投资金额小于资金到位合计，系部分已到位资金尚未使用。

公司棚改名录下项目对外融资来源包括国开行、农发行及邮储银行等政策性银行借款，截至 2018 年 3 月底，公司已累计获得国开行、农发行等授信 297.64 亿元，累计放款 270.70 亿元。名录项下保障房建设计划总投

资规模 425.96 亿元，截至 2018 年 3 月底，已投资 385.11 亿元，资本金已到位 128.06 亿元，公司未来仍需投入 40.85 亿元，筹资压力仍较大。

表 4 公司获得的棚改名录项下国开行、农发行及邮储银行授信和资金使用情况（单位：亿元）

项目名称	截至 2018 年 3 月底授信规模	当年放款金额				截至 2018 年 3 月底累计放款金额
		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月	
一期项目	100.00	42.98	13.19	2.81	0.60	96.33
二期项目	30.60	0.04	18.23	5.00	--	23.27
三期项目	17.04	--	9.20	2.00	--	11.20
四期项目	120.00	--	48.00	55.00	11.90	114.90
观音山片区	30.00	--	16.11	7.00	1.89	25.00
合计	297.64	43.02	104.73	71.81	14.39	270.70

资料来源：公司提供

注：公司自 2014 年起获得授信，2014 年已获得放款 36.75 亿元。

（1）一期工程项目

2013 年 8 月，公司与南通市人民政府签订《南通市人民政府与南通市保障房建设投资有限公司委托代建协议》：公司受政府委托承担南通市 2013~2017 年棚户区改造一期工程项目，概算总投资 138.92 亿元，具体建设内容包括棚户区拆迁、保障房建设及配套基础设施建设工程。棚户区拆迁范围涉及崇川区、港闸区、开发区、通州区内的棚户居民，涉及 61 个子项目。

项目资金来源包括项目资本金和国开行贷款。项目资本金 38.92 亿元，由南通市财政分期拨付（市财政直接拨付给项目开发公司），目前已全部到位。贷款方面，公司向国开行²申请贷款 100 亿元，期限 25 年（宽限

²2015 年 4 月，公司与江苏省城乡建设投资有限公司（以下简称“省城建公司”）签订《江苏省 2013-2017 年棚户区（危旧房）改造一期工程南通市项目—国家开发银行专项贷款使用协议》，因一期工程而产生的借款债权人由国家开发银行变更为省城建公司。公司未来在收到代建资金后，将拨付省城建公司，再由其偿还相应国开行贷款。

期3年），融资后将资金划转给崇川、港闸、经开区、通州区财政局拆迁补偿专户（拆迁实施单位）或直接拨付给安置房建设单位（如南通新家园房产开发有限公司、南通神辉置业有限公司、炜赋建设等建设公司）。还款来源方面，根据协议，南通市人民政府自2016~2027年将按计划支付委托代建资金合计169亿元。

收益方面，南通市人民政府按项目总预算的0.5%向公司支付管理费，在项目成本中列支。管理费在协议签订后预提20%，工程完工后预提30%，余额在审计结束后一次性提取。若经政府或第三方审计后确认的项目决算金额比项目预算有结余，南通市人民政府将按结余部分的30%向公司支付。

表5 棚改一期建设项目代建资金拨付计划表（单位：万元）

年度	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
委托代建资金	110000	120000	130000	130000	150000	150000
年度	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
委托代建资金	150000	150000	150000	150000	150000	150000

资料来源：公司提供

2014年，针对一期项目，公司获得国开行授信100亿元，截至2018年3月底累计放款96.33亿元。截至2018年3月底，一期工程已完工进度为98%，累计投入资金129.25亿元。

（2）二期工程项目

根据江苏省城乡建设投资有限公司（以下简称“省城建公司”）与南通市政府签订《江苏省2013-2017年棚户区（危旧房）改造二期工程项目（2015年新开工项目）委托代建协议》，省城建公司受政府委托承担江苏省2013-2017年棚户区（危旧房）改造二期工程项目（2015年新开工项目）—南通市项目（以下简称“二期项目”）的筹融资工作。根据公司、省城建公司及南通市政府于2015年7月签订的《江苏省2013-2017年棚户区（危旧房）改造二期工程项目（2015年新开工项目）—南通市项目委托建设管理协议》，公司是南通市政府确定的二期项目统一实施和用款主体，省城建公司在取得国开行贷款后按规定要求将资金拨付公司使用并专项用于专项棚改项目。公司从省城建公司取得贷款后，相应下发资金至各项目具体实施主体。

二期项目共涉及鑫城南苑、万通城南等5个项目建筑面积119万平方米，计划总投资50.09亿元，资本金19.49亿元，对外融资30.60亿元。还款来源方面，南通市政府将逐年拨付委托代建资金。根据相关协议，2018~2039年政府将拨付委托代建资金合计49.42亿元用于偿还融资贷款。截至2018年3月底，二期项目累计已投入37.41亿元。

（3）三期工程项目

三期项目采用政府购买服务模式，共涉及3个项目，建设主体为公司孙公司天山置业。根据天山置业与南通市住房保障和房产管理局（代表南通市人民政府购买服务）签订的《政府购买服务协议》，天山置业受政府委托承担南通市2013~2017年棚户区（危旧房）改造三期工程项目中崇川区项目，总投资25.89亿元，其中涉及拆迁3670户、39.82万平方米，新建安置房小区2处，购买商品住房620套、面积7.65万平方米。资金来源方面，天山置业自筹资本金8.59亿元，对外融资17.30亿元。政府购买服务的协议总价款为36.42亿元，分25年付清（2016-2040年），资金来源为南通市人民政府在预算中统筹安

排的财政性资金，在协议期内逐年纳入未来年度本级财政预算支出管理。

表 6 棚改三期建设项目购买服务费用支付计划（单位：万元）

年份	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
购买服务费用金额	6577	4933	2713	11000	11000	12000	12000	12000	13000
年份	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年	2032 年	2033 年
购买服务费用金额	14000	14000	15000	15000	16000	16000	17000	17000	17000
年份	2034 年	2035 年	2036 年	2037 年	2038 年	2039 年	2040 年	合计	
购买服务费用金额	18000	18000	19000	20000	20000	21000	22000	364222	

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，三期项目累计投入 17.49 亿元。

（4）四期工程项目

四期项目采用政府购买服务模式。根据 2015 年 11 月公司同南通市住房保障和房产管理局签订的《政府购买服务合同》：南通市住房保障和房产管理局通过单一来源采购的方式确定公司为南通市 2013~2017 年棚户区改造四期工程项目的承接主体，南通市住房保障和房产管理局代表南通市人民政府购买公司服务。项目建设内容主要是统筹购买安置住房，拟购买的用于安置的商品房总套数 27787 套，总建筑面积 345 万平方米。购买后

的商品房可安置 51 个棚户区地块的被征收居民 17829 户，56034 人。

四期项目总投资 150.06 亿元，其中：项目资本金 30.06 亿元，占总投资的 20%，由南通市财政局负责投入并纳入南通市政府当年预算管理；剩余资金（120 亿元，占比 80%）由公司向贷款银行申请融资。根据相关协议，四期项目购买服务总价款 210.44 亿元，具体包括项目总投资 150.06 亿元，相关财务费用 57.38 亿元和项目服务费 3.00 亿元，分 25 年拨付（2016~2040 年）。购买服务资金来源于南通市人民政府财政性资金，已在财政预算中统筹安排。

表 7 棚改四期工程项目政府购买服务资金拨付计划表（单位：万元）

年度	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
购买服务金额	137855	162725	101967	99812	97656
年度	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
购买服务金额	95501	93346	91190	89035	86879
年度	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
购买服务金额	84724	82569	80413	78258	76102
年度	2031 年	2032 年	2033 年	2034 年	2035 年
购买服务金额	73947	71792	69636	67481	65326
年度	2036 年	2037 年	2038 年	2039 年	2040 年
购买服务金额	63170	61015	58859	56704	58463

资料来源：公司提供

根据 2015 年 11 月南通市财政局通财综【2015】29 号《关于将南通市 2013-2017 年棚户区改造四期工程项目政府采购资金列入市财政预算的函》：南通市财政局承诺将按

《南通市 2013~2017 年棚户区改造四期工程项目政府购买服务合同》，每年拨付政府购买服务资金，合计 210.44 亿元。该项政府财

政支出分年纳入预算管理及中长期财政规划，确保项目建设和还贷需要。

公司在收到政府拨付资本金时，计入专项应付款，对外支付购房款时，计入其他非流动资产；房屋交付时，冲减其他非流动资产和专项应付款，同时记应收账款。

截至 2018 年 3 月底，四期项目累计投入资金 144.96 亿元，其中，公司收到政府拨付资本金 30.06 亿元，对外融资 114.90 亿元。

(5) 观音山片区工程

根据公司同南通市住房保障和房产管理局签订的《政府购买服务合同》：南通市住房保障和房产管理局通过单一来源采购的方式确定公司为南通市 2013~2017 年棚户区改造工程项目（观音山片区）的承接主体，南通市住房保障和房产管理局代表南通市人民

政府购买公司服务。项目建设内容主要是统筹购买安置住房，拟购买的用于安置的保障房总建筑面积 134.12 万平方米。概算总投资 61 亿元，资金来源为公司自筹 31 亿元和申请银行贷款融资 30 亿元。针对观音山片区棚户区改造工程项目，公司与中国邮政储蓄银行股份有限公司南通市分行签订贷款协议，获得授信 30 亿元，截至 2018 年 3 月底累计放款 25 亿元。政府购买协议总价款为 70 亿元，具体包括项目总投资、相关财务费用和项目服务费。购买服务资金来源为南通市人民政府财政性资金，已在预算中统筹安排，并将在协议期逐年纳入未来年度本级财政预算支出管理。购买服务期限共 15 年。截至 2018 年 3 月底，观音山项目累计投入资金 56 亿元。

表 8 观音山片区项目政府购买服务资金拨付计划表（单位：万元）

年度	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
购买服务金额	18000	20000	20000	35000	35000
年度	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
购买服务金额	35000	39000	39000	39000	42000
年度	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
购买服务金额	42000	42000	98000	98000	98000

资料来源：公司提供

总体来看，公司棚户区改造项目投资规模大，公司主要作为统贷融资平台积极筹措棚户区改造所需资金，资金使用方为各区拆迁实施单位或下属建设公司，还款来源为南通市人民政府拨付的委托代建资金或在预算中统筹安排的财政性资金（实际运作中，因棚改建设任务由各区承担，委托代建/政府采购资金由各区财政拨付公司，不足部分由市财政从区财政账户划拨），公司从事的棚改项目受国家及地方政府支持力度大，债务偿还较有保障。同时，联合资信注意到公司从事的棚改项目未来仍有一定投资规模，公司存在一定资本支出压力。

低价商品房建设及销售

公司子公司炜赋建设和天山置业承担了经开区和崇川区范围内低价商品房建设及销售工作，建设内容包括棚改名录项下任务及其他政府委托项目。

(1) 炜赋建设

炜赋建设成立于 1997 年，自成立以来，受南通市经济技术开发区政府委托、承担了开发区范围内多项低价商品房建设及销售工作，具有房地产开发一级资质。

炜赋建设业务模式为：开发区政府统一规划，炜赋建设自筹资金按规划建设施工，低价商品房等建设完工后由政府做出销售计划，销售收入平衡开发成本，同时给予一定补贴和利润。

为支持炜赋建设低价商品房建设业务，根据南通市经济技术开发区财政局《关于加强低价商品房建设资金管理的建议》，一方面，经开发区管委会批准，财政在土地出让金（为保障开发企业取得土地权证、顺利开展融资工作，区财政可在不超过项目土地出让金总额范围内给予启动资金支持）和流动资金方面给予了炜赋建设大力支持；另一方面，低价房属于政府拆迁安置房，合法安置面积和照顾面积部分销售价格由政府定价，其销售收入不足以收回投资，故经开发区政府同意项目经审计认定的亏损额（实际销售收入+预估销售收入-建筑总成本-销售费用-销售税金）按惯例由财政补足；此外，为保证低价房建设企业盈利能力和融资需要，财政按审定的建筑总成本（不含销售费用、销售税金）的6%给予项目管理费，用于补偿项目管理费及维持必要的利润。上述亏损和管理费所需资金，先从企业向财政的借款中抵算，不足部分由财政补足。项目结算方面，建设单位在审计报告出具后即可向管委会申请项目结算，经财政审核报请管委会批准后完成结算手续；为保证低价房销售及时实现、项目公司资金及时回笼和项目及时竣工结算，开发区政府对截至审计日尚未销售的房屋（指可售的住宅、商铺和车库，不包括配套设施），由财政按照审计报告的预估销售价格（用于亏损额认定的销售价格）与开发公司结清款项，资产移交管委会统一处置。

收入确认方面，炜赋建设保障房销售收入包括向购房人收取的售房款和政府提供限价安置补偿收入两部分，安置补偿首先覆盖开发支出，再在建筑总成本基础上计提6%的管理费收入。此外，炜赋建设根据实际与政府结算确认情况对之前年度预估的政府补偿金额进行调整，故毛利率有所波动。

2015~2017年，炜赋建设分别确认保障房建设业务收入29.61亿元、29.47亿元和18.84亿元。2015年，炜赋建设结转项目包括龙田

花苑、竹韵花园、海尚花园等18个项目，合计销售收入8.05亿元，确认补贴金额21.56亿元。2016年，炜赋建设结转项目包括朝阳花苑、瑞兴花园等16个项目，合计销售收入9.10亿元，确认补贴金额20.36亿元。2017年，炜赋建设结转收入的项目包括龙田花苑、瑞兴花园等项目，销售收入金额6.03亿元，确认补贴金额12.81亿元。2018年1~3月，炜赋建设结转项目包括龙田花苑、海尚花园等项目，合计销售收入0.53亿元，确认补贴金额0.60亿元。

表9 炜赋建设低价商品房销售收入及成本确认情况
表（单位：亿元）

年度	销售收入	补贴收入	营业收入	营业成本
2015年	8.05	21.56	29.61	25.07
2016年	9.10	20.36	29.47	26.71
2017年	6.03	12.81	18.84	19.26
2018年1~3月	0.53	0.60	1.12	1.06

资料来源：公司提供

注：1、营业收入=销售收入+补贴收入；2、补贴收入包括成本弥补和管理费收益两部分，先覆盖项目投入，再在建筑总成本基础上加成6%确认管理费；3、合计数不等于分项之和系四舍五入所致。

炜赋建设低价位商品房补偿收入决算前按已销售面积和每平方米700元或1250元预估补偿收入。截至2017年底，炜赋花园、瑞兴花园、沙家圩花园、朝阳花苑项目尚待开发区监察审计局进行造价最终审计，累计未审计确认补偿收入合计23.01亿元。

（2）天山置业

天山置业成立于2013年，股东包括崇川保障房（持股比例50%）、南通天一置业有限公司和农发基金公司，主要负责崇川区（主要是观音山新城）范围内低价商品房建设，具备房地产开发暂定二级资质。根据天山字【2017】4号文及相关政府批复，天山置业从事的低价房业务销售收入不足以覆盖成本，参照炜赋建设等公司做法，以覆盖成本基础上加成6%确认收入。2015~2016年，天山置业低价商品房尚在建设中、暂未确认收入。

2017 年及 2018 年 1~3 月天山置业结转滨河五期、世纪新城六期和鑫城南苑 3 个项目，合计结转销售收入 16.59 亿元，确认补贴金额 30.71 亿元。截至 2018 年 3 月底天山置业在建项目 1 个，计划投资额 12.88 亿元，已投资 8.60 亿元，未来尚需投入 4.28 亿元。

表 10 天山置业低价商品房销售收入及成本确认情况表（单位：亿元）

年度	销售收入	补贴收入	营业收入	营业成本
2017 年	13.65	29.73	43.38	40.53
2018 年 1~3 月	2.94	0.98	3.92	3.85

资料来源：公司提供

整体看，公司低价商品房建设和销售工作主要由炜赋建设和天山置业承担，受销售价格由政府定价影响，销售收入不足以覆盖开发成本，公司将政府给予的补贴收入同时确认为营业收入。近年来低价商品房业务收入波动增长，但收入中含有部分未确认补偿收入，未来毛利率水平或将受实际决算情况影响有波动。此外，炜赋建设和天山置业低价商品房业务受政府规划、回款情况影响大。

其他业务

为提升公司多元化及可持续发展能力，根据南通市政府常务会议（常务会议纪要 2015 年第 57 号），公司于 2016 年 3 月成立南通市阳光养老产业发展有限公司（以下简称“养老公司”），市政府将阳光老年公寓资产（包括 1 栋综合楼及 5 栋寄养楼）注入养老公司，公司已于 2018 年正式接管并拟开展工程改造工作。2017 年，公司有序推进原水利大厦社区嵌入式护理院项目、原国土大厦认知症专业养护院项目，顺利完成项目可研等前期工作，原水利大厦社区嵌入式护理院项目已经正式启动，未来养老板块有望成为公司新的利润增长点。

根据南通市人民政府通政复【2017】9 号文，为加快中央创新区开发建设，由公司（出资 6 亿元）和南通市财政局（出资 4 亿

元）出资组建南通市中央创新区建设投资有限公司（以下简称“通创投公司”），负责中央创新区基础设施建设、科创中心建设、配套学校等相关公共设施建设以及中央创新区项目建设资金投融资管理和招商服务。中央创新区位于南通市新城区东部，北至青年路，西至通富路，南至源兴路，东至东快速路及通盛大道，规划建设面积 17 平方公里；该区域作为城市的功能区，突出产业科技创新，通过打造科创、文创、医学、会展“四大中心”，强化教育配套服务功能，加速形成科技创新示范区，通过打造配套功能最完善、生态环境最优美、集聚能力最强大、创新活力最活跃的中央创新区，为南通市产业科技创新提供承载条件和承载空间，推动重点产业自主创新能力跻身行业前沿。中央创新区计划投资规模约 300 亿元，公司主要负责基础设施建设，融资规模 100 亿元左右，具体融资计划及资金平衡模式尚在规划中。除了基础设施建设外，公司拟出资 14.50 亿元与南通第一人民医院合资成立医学资产管理公司，负责中创区医学综合体（一期）项目（总投资约 27 亿元）。截至 2018 年 3 月底公司已出资 2 亿元。

根据南通市人民政府办公室文件通政办发【2015】149 号文，公司出资 2 亿元成立南通唐闸古镇保护开发有限公司（以下简称“古镇保护公司”），承担唐闸古镇保护利用中的开发建设、产业经营、融资运作等工作。唐闸古镇保护开发项目总投资 34.59 亿元，截至 2018 年 3 月底，公司已投入 1.13 亿元。

3. 未来发展

2018 年，公司将坚持在履行好基本职能工作的同时，实现创新发展，推进市场化转型改革。主要目标及工作包括：

（一）持续强化融资能力，全力保障重点项目资金需求。

(二) 加大项目推进力度, 以增量项目投入推动公司转型, 推进中创区医学综合体(一期)、中央创新区、养老项目等进展。

(三) 促进国资有序流动, 打造实体化专业化平台公司。未来公司将着力打造四大专业化平台公司: 一是以集团本部为主体, 打造土地一级开发和棚户区改造的专业服务平台, 完成好政府交办的土地一级开发和棚户区改造任务。支持下属炜赋公司走出去, 为海门市提供棚改专业化服务, 承接海门市约 200 万平方米的安置房建设开发任务。二是以通创投公司为主体, 打造科技服务实体化运营平台, 按市场化要求, 做好中创区内政府投资项目的招商、运营、维护工作。三是以阳光养老公司为平台, 引进社会资本合作, 不断优化全市养老产业布局, 打造养老服务运营平台。四是整合安居公司、物业管理公司力量, 有效提升对直管公房、政府闲置资产的处置和运营能力, 实现国有资产的保值增值。

整体看, 公司未来发展规划明确, 但安置房及基建项目筹融资任务仍然较重, 对外筹资压力仍然较大, 债务规模或将进一步上升。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2015~2017年财务报表, 瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)对上述报表进行了审计, 并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2018年第一季度财务报表未经审计。

截至 2018 年 3 月底, 公司合并范围内子公司 14 家。2015~2018 年 3 月底, 公司合并范围新增子公司主要为投资新设的子公司, 合并范围变化对财务报表影响较小, 财务数据可比性较强。

截至2017年底, 公司资产总额584.38亿元, 所有者权益合计111.85亿元(其中少数股东权益50.83亿元)。2017年, 公司实现营业收入64.03亿元, 利润总额0.99亿元。

截至2018年3月底, 公司资产总额639.32亿元, 所有者权益112.80亿元(其中少数股东权益52.66亿元); 2018年1~3月公司实现营业收入5.40亿元, 利润总额0.27亿元。

2. 资产质量

受棚户区改造资金拆借及保障房项目持续投入影响, 2015~2017 年, 公司资产总额快速增长, 年均复合增幅为 35.14%; 2017 年底为 584.38 亿元, 同比增长 26.34%。公司资产以流动资产为主, 2017 年底占比为 73.10%。公司主要资产构成情况见下表。

表 11 2015~2018 年 3 月底公司主要资产构成情况(单位: 亿元、%)

科 目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	29.10	9.09	26.99	5.84	35.64	6.10	35.32	5.53
应收账款	1.77	0.55	8.07	1.74	18.90	3.24	58.50	9.15
其他应收款	152.95	47.80	218.86	47.31	297.86	50.97	292.65	45.78
存货	88.47	27.65	110.20	23.82	69.19	11.84	71.64	11.21
流动资产	287.13	89.74	368.78	79.73	427.17	73.10	463.39	72.48
其他非流动资产	--	--	52.44	11.34	110.02	18.83	125.28	19.60
非流动资产	32.84	10.26	93.78	20.27	157.22	26.90	175.93	27.52
资产总额	319.98	100.00	462.56	100.00	584.38	100.00	639.32	100.00

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 21.97%，2017 年底为 427.17 亿元，同比增长 15.83%，主要系货币资金、应收账款及其他应收款增长所致。

2015~2017 年，公司货币资金年均复合增长 10.67%，2017 年底为 35.64 亿元，同比增长 32.05%，主要系借款增加所致；货币资金中银行存款 31.64 亿元，其他货币资金（全部受限）4.00 亿元。

2015~2017 年，公司应收账款快速增长，分别为 1.77 亿元、8.07 亿元和 18.90 亿元，年均复合增长 226.82%，主要系因四期项目交付导致应收南通市崇川区财政局的安置房款增加所致。2017 年底公司应收账款主要为应收南通市崇川区财政局的安置房款、南通金桥资产经营管理有限公司购商铺款，该前两大应收账款合计占比为 95.46%，集中度高。从账龄组合来看：1 年以内占 58%；1~2 年占比 38%，账龄较短。期末公司累计计提坏账准备 1.47 亿元。

公司其他应收款主要是公司就政府规划的棚改项目向政策性银行融资取得借款后划付至各区拆迁补偿专户（拆迁实施单位）及保障房开发公司的款项。2015~2017 年，公司其他应收款年均复合增长 39.55%，2017 年底为 297.86 亿元，同比增长 36.10%，主要为保障房建设资金组合（占比 98.80%，包括资本金和贷款）；期末余额前五名合计 185.04 亿元，占期末余额的 62.07%，集中度较高。公司其他应收款规模大，对公司资金形成占用。

2015~2017 年，公司存货年均复合下降 11.57%，以开发成本和开发产品为主；2017 年底为 69.19 亿元，同比下降 37.21%，主要系公司部分项目逐步竣工决算所致。其中：开发成本 49.31 亿元，主要包括世纪新城五期、滨河六期、兴石河东、万通城南、观音山镇东北角安置房等项目；开发产品 19.85 亿元，主要包括星苏二期、龙田一期和二期、炜赋

花园、瑞兴花园等完工项目。公司存货未计提跌价准备。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 118.79%，主要系其他非流动资产增加所致。2017 年底，公司非流动资产同比增长 67.64%，为 157.22 亿元。

2017 年底，公司长期股权投资 8.75 亿元，包括对南通市鑫沅保障房投资基金管理中心（有限合伙）（以下简称“鑫沅有限合伙”）、南通鑫沅安居股权投资基金管理有限公司（以下简称“鑫沅有限公司”）、南通远晟保障房投资中心（有限合伙）（以下简称“远晟有限合伙”）、南通天扬置业有限公司等联营企业的投资。

2015~2017 年，公司投资性房地产年均复合增长 0.99%。2017 年底为 19.41 亿元，同比下降 1.96%。公司投资性房地产主要以股东投入资产（国资委 2014 年 3 月注入的直管公房资产）为主，极少数为外购。

2017 年底，公司其他非流动资产为 110.02 亿元，同比增长 109.81%，主要为南通市 2013~2017 棚户区改造四期工程外购安置房投入资金（108.27 亿元），该工程由公司先行垫资，待项目完成后移交各区财政局，因垫资时间超过 1 年，故计入此科目。

2018 年 3 月底，公司资产总额 639.32 亿元，较上年底增长 9.40%，主要来自应收账款及其他非流动资产的增加，资产构成仍以流动资产为主。公司应收账款 58.50 亿元，较 2017 年底增加 39.60 亿元，增量主要为应收棚改四期项目政府购买服务资金；公司其他非流动资产 125.28 亿元，较 2017 年底增长 13.87%，主要系对南通市 2013~2017 棚户区改造四期工程外购安置房投入增长所致。

2018 年 3 月末，公司受限资产合计 19.31 亿元，占资产总额比重为 3.02%。

总体来看，近年来，随着公司筹集并划转的保障房建设资金增多及保障房建设项目

的持续快速投入，公司资产规模快速增长；资产构成以其他应收款、存货等流动资产为主，符合行业特征。公司其他应收款还款来源主要为政府拨付的委托代建资金或回购资金（逐年列入市级财政预算），回收风险基本可控，但资金回收周期存在不确定性。公司整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益年均复合增长 6.89%，主要系资本公积增长所致。2017 年底，公司所有者权益 111.85 亿元，同比增长 8.82%，其中：实收资本占 29.73%、资本公积占 22.68%、盈余公积 0.02%、未分配利润占 2.12%、少数股东权益占 45.45%。

2017 年，受紫金信托³增资（其中：1 亿元计入实收资本，14 亿元计入资本公积）影响，公司实收资本增加 1.00 亿元至 33.26 亿元。

2015~2017 年底，公司资本公积分别为 7.73 亿元、10.69 亿元和 25.37 亿元，其中：2016 年公司新增资本公积 2.96 亿元，主要系南通市国资委划拨五一职工苑和阳光公寓房产所致；2017 年，公司新增资本公积 14.68 亿元，主要为紫金信托投资款。

2015~2017 年，公司少数股东权益波动下降，2017 年底为 50.83 亿元，主要为炜赋建设、崇川保障房、港闸保障房等的少数股东权益。2015 年，交银施罗德资产管理有限公司（以下简称“交银施罗德”）向崇川保障房增资 5 亿元，其中 3.5 亿元计入实收资本，1.5 亿元计入资本公积，公司按约定将于 2020 年 9 月回购交银施罗德所持崇川保障房股权；

2015 年，交银施罗德向港闸保障房增资 4 亿元，其中 3.5 亿元计入实收资本，0.5 亿元计入资本公积，公司将按约定于 2020 年 9 月回购交银施罗德所持港闸保障房股份。持股期间，交银施罗德仅接受固定投资回报，不参与子公司实际运营。

2018 年 3 月底，公司所有者权益 112.80 亿元，较 2017 年底增长 0.85%。实收资本较 2017 年末减少 2.26 亿元至 31.00 亿元，主要系农发基金和国开基金投资款重分类至长期借款；资本公积较 2017 年末增加 1.23 亿元至 26.59 亿元，主要系南通市财政局注入货币资金 1.00 亿元并向阳光养老公司注入 0.23 亿元实物资产所致。从所有者权益结构看，实收资本占比 27.48%；资本公积占比 23.58%；少数股东权益占比 46.68%，权益结构稳定性一般。

总体看，公司所有者权益以少数股东权益和实收资本为主，结构稳定性一般。

负债

2015~2017 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 45.87%。2017 年底，公司负债总额 472.53 亿元，同比增长 31.34%。其中，流动负债占 23.11%，非流动负债占 76.89%，公司负债以非流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 25.97%。2017 年底，公司流动负债 109.21 亿元，同比增长 48.92%，主要系一年内到期的非流动负债和其他应付款增加所致。公司流动负债主要由应付账款（占 18.21%）、其他应付款（占 51.91%）和一年内到期的非流动负债（占 26.55%）构成。

2015~2017 年，公司其他应付款逐年快速增长，年均复合增长率 23.62%。2017 年底，公司其他应付款 56.69 亿元，同比增长 37.09%。其他应付款主要为财政及施工方借款（占比 97.42%），少部分为保证金。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债年均复合增长 75.64%。2017 年底，公司

³ “紫金信托·南通市棚改基金集合资金信托计划”，期限 120 个月（其中：投资期 60 个月，退出期 60 个月），由优先级投资人江苏银行南京分行出资 13.95 亿元，劣后级投资人公司出资 1.05 亿元，紫金信托有限责任公司为受托人，信托财产共计 15 亿元全部用以对公司增资，增资款用于南通市鑫城南苑、万通城南、城北大道南、幸福大道东、兴和家园、天香苑的建设。公司以 5.39% 的融资年利率按季度向优先级投资人支付利息，从第 6 年开始偿还本金。

一年内到期的非流动负债 29.00 亿元，其中：一年内到期的长期借款 9.00 亿元，一年内到期的应付债券 15.00 亿元和一年内到期的其他非流动负债 5.00 亿元。

2015~2017 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 53.97%。2017 年底，公司非流动负债 363.32 亿元，同比增长 26.84%。主要由长期借款和专项应付款构成。

2015~2017 年，公司长期借款逐年快速增长，年均复合增长 60.86%。2017 年底，公司长期借款 317.14 亿元，其中：设置有抵押的借款占比 86.97%，质押物以代建收益权为主，抵押物以在建项目和土地使用权为主；保证借款占比 13.03%，担保人以国资背景关联企业为主。

2017 年底，公司应付债券 5.50 亿元，为公司于 2017 年 11 月发行的 0.5 亿元债权计划（期限为 5 年）及子公司天山置业于 2017 年 7 月发行的公司债 5.00 亿元（期限 5 年）。

2017 年底，公司其他非流动负债 5.00 亿元，同比下降 66.67%，主要系偿还相关借款所致。公司其他非流动负债为公司于 2014 年 11 月 3 日与中国建设银行股份有限公司南通分行（以下简称“建行南通分行”）签署《股权收益权转让协议》，建行南通分行以“中国建设银行‘乾元-日鑫月溢’按月开发资产组合型人民币理财产品”所募集的部分资金 15.00 亿元受让公司持有的崇川保障房公司 100%股权、港闸保障房公司 100%股权、通州保障房公司 100%股权和炜赋建设公司 51.22%股权的股权收益权，上述股权已全部质押给建行南通分行，并由南通经济技术开发区总公司提供保证担保，该借款将于 2017 年和 2019 年分两期偿还。本次评级过程中，联合资信已将其其他非流动负债调整至有息债务进行核算。

2017 年底，公司专项应付款 22.43 亿元，同比增长 93.82%。专项应付款为南通市财政局拨付的用于购买江景苑等 16 个棚户区改造

政府购买服务项目款项。

从有息债务看，2015~2017 年，公司有息债务大幅增长，年均复合增长 44.25%。2017 年底公司全部债务 358.64 亿元，其中，短期债务占比 8.64%，长期债务占比 91.36%，公司债务结构以长期债务为主。财务指标方面，近三年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率不断上升，2017 年底上述指标分别为 80.86%、76.23% 和 74.55%。整体看，公司债务负担重。

表12 2015~2017年公司有关债务构成情况

（单位：亿元）

科目	2015 年	2016 年	2017 年
短期债务	19.80	12.70	31.00
长期债务	152.56	269.02	327.64
全部债务	172.36	281.72	358.64

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018 年 3 月底，公司负债总额 526.51 亿元，较 2017 年底增长 11.42%；非流动负债占比 79.89%，较 2016 年底上升 3.00 个百分点，负债结构仍以非流动负债为主。2018 年 3 月底，公司长期借款 370.92 亿元，较 2017 年底增长 16.96%，为天山置业和炜赋建设新增的银行借款。从有息债务看，2018 年 3 月底，公司全部债务 411.30 亿元，其中，短期债务占比 7.25%，长期债务占比 92.75%，长期债务占比进一步增长；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 82.36%、78.48%和 77.18%，债务负担进一步加重。

总体看，近年来公司债务规模快速增长，债务结构以长期债务为主，整体债务负担重。

4. 盈利能力

2015~2017 年，随着炜赋建设及天山置业保障性住房的完工交付，公司营业收入快速增长，年复合增长率 45.73%。同期，公司营业成本随收入增长持续增加，年复合增长率

55.21%，快于营业收入的增速。

表 13 2015~2017 年公司盈利能力
(单位: 亿元、%)

科目	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入	30.15	30.23	64.03
营业利润	-0.12	2.02	1.00
营业外收入	0.73	0.15	0.01
利润总额	0.60	2.15	0.99
营业利润率	10.75	9.97	4.25
总资本收益率	0.17	0.43	0.14
净资产收益率	0.44	1.62	0.59

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2015~2017 年，公司期间费用占营业收入的比重逐年下降，分别为 9.46%、3.62%和 1.65%。2017 年，公司期间费用 1.06 亿元，较 2016 年变化不大。公司期间费用主要以管理费用为主，主要为折旧费用、职工薪酬、税金等；公司利息支出的资本化比例高，公司财务费用受利息收入影响为负。

2015~2017 年，公司营业利润有所波动，分别为-0.12 亿元、2.02 亿元和 1.00 亿元。但以政府补助（棚改专项补助资金）为主的营业外收入对利润总额产生一定的积极作用，同期政府补助分别为 0.73 亿元、0.15 亿元和 0.01 亿元。2015~2017 年，公司利润总额波动增长，分别为 0.60 亿元、2.15 亿元和 0.99 亿元。

从盈利指标来看，公司近三年营业利润率逐年下降，分别为 10.75%、9.97%和 4.25%；总资本收益率和净资产收益率波动较大，2017 年分别为 0.14%和 0.59%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.40 亿元，相当于 2017 年全年的 8.43%；利润总额 0.27 亿元，相当于 2017 年全年的 27.01%；营业利润率有所增长，为 6.56%。

总体看，公司近三年营业收入主要来自炜赋建设及天山置业开展的低价商品房销售

业务，受业务特征影响，收入来源包括销售收入和预估补偿收入，随着项目与政府进行造价审计，公司相应调整之前年度收入金额，毛利率存在一定波动。公司保障房业务收入受施工、建设、销售等进度影响大，整体盈利能力弱。

5. 现金流

经营活动方面，2015~2017 年，公司经营活动现金流入年均复合增长 7.45%，分别为 58.66 亿元、44.92 亿元和 67.72 亿元，其中：销售商品、提供劳务收到的现金逐年增长，2017 年为 34.70 亿元；收到其他与经营活动有关的现金年均复合增长 6.91%，2017 年为 33.01 亿元，主要为收到的借款、往来款、政府补助等。公司近三年现金收入比分别为 98.77%、104.98%和 54.20%，受保障房项目收入确认与获现时点不匹配影响呈现波动下降趋势。近三年，公司经营活动现金流出快速下降，分别为 156.58 亿元、81.47 亿元和 80.34 亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金、支付其他与经营活动有关的现金（对外支出项目贷款）。公司经营活动产生的现金流净额持续为负，近三年分别为-97.93 亿元、-36.55 亿元和-12.62 亿元。

投资活动方面，公司投资活动现金流入规模较小，2017 年为 0.17 亿元，为处置固定资产和其他长期资产取得的现金；2015~2017 年，投资活动现金流出年均复合增长 29.15%，分别为 41.22 亿元、76.83 亿元和 68.76 亿元，2016~2017 年流出量较高主要系购建固定资产、无形资产等支付的现金大幅增长所致（外购安置房投入）。近三年，公司支付其他与投资活动有关的现金分别为 33.74 亿元、27.73 亿元和 12.96 亿元。公司投资活动表现为净流出，2015~2017 年投资活动产生的现金流量净额分别为-41.21 亿元、-75.84 亿元和-68.59 亿元，净流出规模较大。

公司融资渠道逐渐向多样化发展，通过

吸收投资、借款、发债等方式筹集资金，2015~2017 年融资规模不断下降，筹资活动现金流入年复合下降 13.76%，2017 年为 117.86 亿元，以取得借款（90.80 亿元）为主；筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金。2015~2017 年，公司筹资活动流量净额分别为 142.50 亿元、113.49 亿元和 90.16 亿元，年均复合下降 20.46%。

表 14 2015~2017 年公司现金流情况(单位: 亿元、%)

科目	2015 年	2016 年	2017 年
经营活动现金流入	58.66	44.92	67.72
经营活动现金流出	156.58	81.47	80.34
经营活动净现金流	-97.93	-36.55	-12.62
投资活动净现金流	-41.21	-75.84	-68.59
筹资活动净现金流	142.50	113.49	90.16
现金收入比	98.77	104.98	54.20

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为-12.98 亿元；经营活动现金流入来源于销售商品、提供劳务收到的现金（4.82 亿元）和收到其他与经营活动有关的现金（15.08 亿元），现金收入比为 89.28%，较 2017 年全年水平提高 35.08 个百分点；经营活动现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金（16.67 亿元）和支付其他与经营活动有关的现金（15.68 亿元）。2018 年 1~3 月，公司投资活动现金流量净额为-21.91 亿元，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金。2018 年 1~3 月，公司筹资活动前现金流量净额为-34.89 亿元，对外部融资有较大需求。2018 年 1~3 月，公司筹资活动现金流量净额为 34.56 亿元，主要为取得借款收到的现金 37.32

亿元；偿还债务和利息所支付的现金为 4.34 亿元。

总体看，公司目前现金流主要依赖筹资活动，近三年筹资渠道不断丰富，且所融资金期限有所加长；但随着公司在建及拟建项目的实施，公司仍将存在一定的资金压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年公司流动比率波动下降，速动比率波动增长，2017 年底分别为 391.13% 和 327.77%，同比均有所下降，但保持在高水平。2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 437.58% 和 369.92%，分别较 2017 年底增加 46.45 个、42.15 个百分点。2015~2017 年公司经营活动现金流量净额对流动负债不具有保障能力。考虑到公司现金类资产较为充足，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2015~2017 年公司 EBITDA 分别为 1.23 亿元、2.27 亿元和 1.71 亿元；同期，受有息债务规模大幅增长影响，全部债务/EBITDA 分别为 140.34 倍、123.96 倍和 209.57 倍。公司整体偿债能力指标弱，但考虑到公司大部分有息债务形成成为棚改项目融资、债务偿还主要依靠政府拨付的代建项目资金、纳入财政预算的政府购买服务资金，整体偿债能力较强。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额 28.01 亿元，担保比率 24.83%，被担保企业均为国有企业且全部位于南通市，目前经营情况正常。公司担保比率较高，存在一定或有负债风险。

表 15 截至 2018 年 3 月底公司对外担保明细（单位：亿元）

担保主体	被担保单位	被担保企业类型	担保余额
南通市保障房建设投资有限公司	南通新家园房地产开发有限公司	国有企业	12.79
南通天山置业有限公司	南通观音山旧城改造股份有限公司	国有控股	4.50
	南通鑫浩投资发展有限公司	国有企业	1.50
	南通市天城建设投资有限公司	国有企业	5.50
	南通市崇信建设有限公司	国有企业	2.02

担保主体	被担保单位	被担保企业类型	担保余额
	南通观音山经济开发有限公司	国有企业	0.20
炜赋集团	江苏炜赋集团公司	国有企业	1.50
合计			28.01

资料来源：公司提供

截至2018年3月底，公司共获得金融机构授信额度429.41亿元，未使用额度为55.22亿元，公司间接融资渠道畅通。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行规模为10亿元，相当于2018年3月底长期债务和全部债务的2.62%、2.43%，对公司现有债务规模影响较小。

2018年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为82.36%、78.48%和77.18%。以2018年3月底财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至82.63%、78.88%和77.63%，公司债务负担将有所加重。但考虑到本期中期票据全部用于偿还本息债务，公司实际债务负担将低于预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017年，公司经营活动现金流入量分别为58.66亿元、44.92亿元和67.72亿元，分别为本期中期票据拟发行规模的5.87倍、4.49倍和6.77倍，对本期中期票据保障能力较强；公司经营活动现金流净额均为负，对本期中期票据无保障能力；公司EBITDA分别为1.23亿元、2.27亿元和1.71亿元，分别为本期中期票据的0.12倍、0.23倍和0.17倍，对本期中期票据保障能力弱。通过前文分析，公司利息递延支付的可能性较小，但一旦出现递延，累积的利息支付压力将大于普通债

券分期支付压力。

总体看，公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据保障能力较强，经营活动净现金流量和EBITDA对本期中期票据保障能力弱。考虑到公司地位及地方政府对公司在资产和资金注入、财政补贴等方面的大力支持，本期中期票据到期不能偿还风险很低。

十、结论

近几年，南通市区域经济快速发展，地方财政实力较强，棚户区改造及低价商品房建设投资需求不断加大，为公司发展创造了良好的外部环境。公司作为代表南通市政府从事棚户区改造、低价房建设和销售的投融资主体，获得地方政府在资产和资金注入、财政补贴等方面的支持力度大。

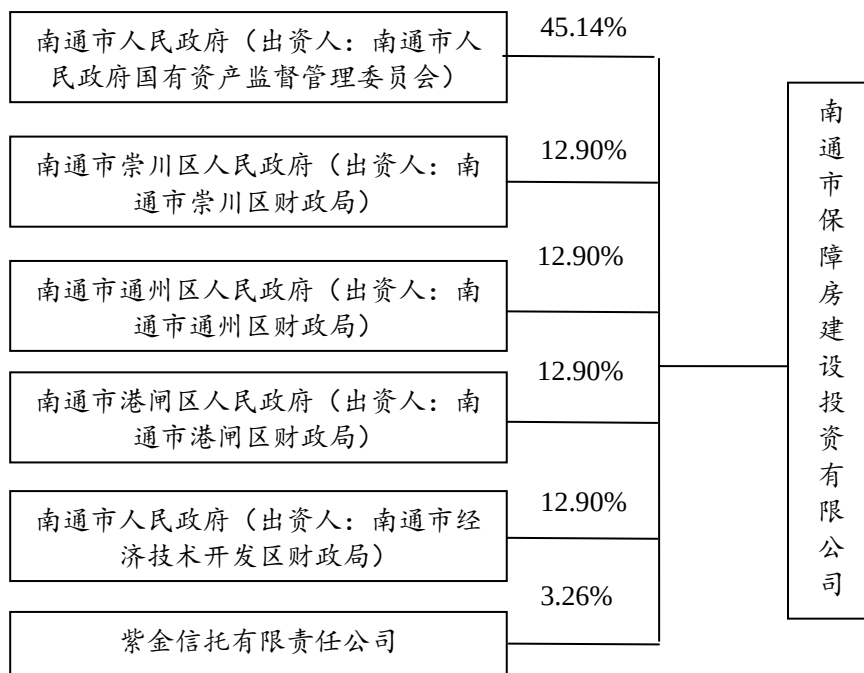
公司资产以其他应收款、存货、货币资金等流动资产为主；受业务特性影响，公司自身盈利能力弱，且未来存在一定资本支出压力。考虑公司在南通市保障性住房领域所具有的重要地位，以及近年来南通市政府较强的财政实力、对公司持续稳定的支持，公司主体长期信用风险很低。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度较强。联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时赎回与利率重置条款设置使本期中期票据不赎回可能性较小，但利息递延时的罚则对强制付息事件的约束力不强。

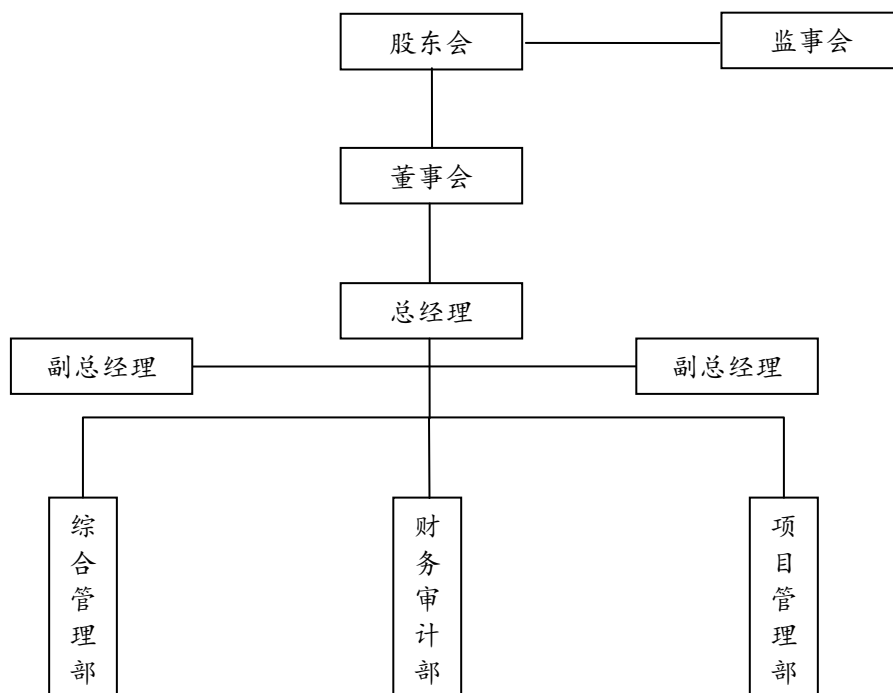
综合考虑公司主体信用状况和未来收入的成长性以及政府对公司的支持，联合资信

认为公司本期中期票据到期不能偿付的风险很低。

附件 1-1 截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2018 年 3 月底公司合并范围子公司情况（单位：万元）

序号	公司名称	注册资本	实收资本	持股比例	投资金额
1	南通市崇川区保障房建设投资有限公司	85000.00	50000.00	80.00%	40000.00
2	南通市港闸区保障房建设投资有限公司	85000.00	50000.00	80.00%	40000.00
3	南通市通州区保障房建设投资有限公司	40000.00	40000.00	100.00%	40000.00
4	江苏炜赋集团建设开发有限公司	142500.00	142500.00	36.84%	52500.00
5	南通市安居房屋资产管理有限公司	100.00	100.00	100.00%	100.00
6	南通唐闸古镇保护开发有限公司	20000.00	20000.00	100.00%	20000.00
7	南通市阳光养老产业发展有限公司	35000.00	34417.43	100.00%	34417.43
8	南通市中央创新区建设投资有限公司	100000.00	44000.00	60.00%	4000.00
9	南通天山置业有限公司	30000.00	30000.00	50.00%	15000.00
10	南通景澜唐闸印象酒店有限公司	500.00	500.00	100.00%	500.00
11	南通阳光浪潮信息咨询有限公司	500.00	5.00	51.00%	2.55
12	南通市中央创新区科创置业有限公司	15000.00	3000.00	100.00%	3000.00
13	南通天乐资产投资管理有限公司	3000.00	3000.00	100.00%	3000.00
14	南通天特建设项目管理有限公司	500.00	500.00	51.00%	255.00

注：1、截至 2018 年 3 月底，炜赋建设注册资本 14.25 亿元，股东包括公司、江苏炜赋集团和南通市鑫沅保障房投资基金管理中心（有限合伙），出资额分别为 5.25 亿元、5 亿元和 4 亿元，公司为控股股东，故将其纳入合并范围；2、截至 2018 年 3 月底，天山置业注册资本 3 亿元，公司持有其 50% 股权，为控股股东，故将其纳入合并范围。

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	29.10	26.99	35.64	35.32
资产总额(亿元)	319.98	462.56	584.38	639.32
所有者权益(亿元)	97.90	102.78	111.85	112.80
短期债务(亿元)	19.80	12.70	31.00	29.80
长期债务(亿元)	152.56	269.02	327.64	381.50
全部债务(亿元)	172.36	281.72	358.64	411.30
营业收入(亿元)	30.15	30.23	64.03	5.40
利润总额(亿元)	0.60	2.15	0.99	0.27
EBITDA(亿元)	1.23	2.27	1.71	--
经营性净现金流(亿元)	-97.93	-36.55	-12.62	-12.98
财务指标				
销售债权周转次数(次)	17.14	6.15	4.75	--
存货周转次数(次)	0.44	0.27	0.68	--
总资产周转次数(次)	0.13	0.08	0.12	--
现金收入比(%)	98.77	104.98	54.20	89.28
营业利润率(%)	10.75	9.97	4.25	6.56
总资本收益率(%)	0.17	0.43	0.14	--
净资产收益率(%)	0.44	1.62	0.59	--
长期债务资本化比率(%)	60.91	72.36	74.55	77.18
全部债务资本化比率(%)	63.78	73.27	76.23	78.48
资产负债率(%)	69.41	77.78	80.86	82.36
流动比率(%)	417.18	502.84	391.13	437.58
速动比率(%)	288.64	352.58	327.77	369.92
经营现金流动负债比(%)	-142.28	-49.84	-11.56	--
全部债务/EBITDA(倍)	140.34	123.96	209.57	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.02	2.82	0.58	

注：1.其他非流动负债已纳入有息债务核算；2.2018 年第一季度财务报表未经审计。

附件 3 主要财务指标的计算公式（新准则）

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	
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

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

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 南通市保障房建设投资有限公司 2018 年度第一期中期票据跟踪评级安排

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。

南通市保障房建设投资有限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。

南通市保障房建设投资有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对南通市保障房建设投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，南通市保障房建设投资有限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保障房建设投资有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现南通市保障房建设投资有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对南通市保障房建设投资有限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。

如南通市保障房建设投资有限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保障房建设投资有限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保障房建设投资有限公司联系，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。