信用评级公告

联合〔2021〕623号

联合资信评估股份有限公司通过对富皋万泰集团有限公司2021年公开发行公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定富皋万泰集团有限公司主体长期信用等级为AA$^+$，富皋万泰集团有限公司2021年公开发行公司债券（第一期）信用等级为AA$^+$，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年一月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

富皋万泰集团有限公司
2021年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA+

本期债券信用等级：AA+

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过10.00亿元（含）

本期债券期限：不超过5年（含）

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：扣除承销费用后拟用于项目建设等合法合规用途

评级时间：2021年1月22日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a	评级结果		AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
政府支持				4

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

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对富皋万泰集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为如皋市主要的基础设施建设、公用事业资产投资运营主体，业务具有较强的区域专营性，外部发展环境良好，并且得到了持续有力的外部支持。同时，联合资信也关注到公司存在一定的资金支出压力、经营活动净现金流波动大、面临一定的短期偿付压力和一定的或有负债风险等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

随着在建项目逐步推进，公司业务规模有望保持增长，联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. **外部发展环境良好。**如皋市经济总量有所增长，产业结构有所优化，公司外部发展环境良好。
2. **业务具有较强的区域专营性。**公司作为如皋市主要的基础设施建设、公用事业资产投资运营主体，业务具有较强的区域专营性。
3. **获得了持续有力的外部支持。**公司在股权划转、资本金注入和政府补助方面得到了持续有力的外部支持。

关注

1. **存在一定的资金支出压力。**公司在建、拟建项目未来投资规模较大，存在一定的资金支出压力。
2. **经营活动净现金流波动大。**公司经营活动净现金流受项目投入、业务回款和往来款的影响大，2017年、2019年和2020年上半年均呈大规模净流出状态。
3. **面临一定的短期偿付压力。**公司债务规模逐年增长，面临一定的短期偿付压力。
4. **存在一定的或有负债风险。**公司对民营企业的部分担保已出现代偿、逾期，部分被担保对象已被列入失信被执行人，公司存在一定的或有负债风险。

分析师

袁　琳　登记编号（R0040218080001）

郭雄飞　登记编号（R0040220010003）

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

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
现金类资产（亿元）	36.62	38.05	40.54	44.70
资产总额（亿元）	254.24	267.61	304.43	339.27
所有者权益（亿元）	127.37	133.40	140.68	150.62
短期债务（亿元）	44.31	59.88	65.41	64.44
长期债务（亿元）	42.85	32.72	64.76	84.80
全部债务（亿元）	87.16	92.60	130.17	149.23
营业收入（亿元）	12.10	14.12	17.03	8.86
利润总额（亿元）	2.22	2.82	3.51	1.38
EBITDA（亿元）	2.69	3.11	3.87	--
经营性净现金流（亿元）	-15.78	1.16	-27.16	-21.04
营业利润率（%）	18.81	20.32	22.47	18.38
净资产收益率（%）	1.55	1.88	2.26	--
资产负债率（%）	49.90	50.15	53.79	55.60
全部债务资本化比率（%）	40.63	40.97	48.06	49.77
流动比率（%）	297.85	259.44	303.05	317.08
经营现金流动负债比(%)	-18.79	1.14	-27.45	--
现金短期债务比（倍）	0.83	0.64	0.62	0.69
EBITDA 利息倍数（倍）	0.62	0.63	0.56	--
全部债务/EBITDA（倍）	32.43	29.79	33.62	--
公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额（亿元）	/	6.92	150.18	178.53
所有者权益（亿元）	/	0.94	139.38	148.37
全部债务（亿元）	/	0.00	0.00	0.00
营业收入（亿元）	/	0.00	0.02	0.00
利润总额（亿元）	/	-0.01	0.00	-0.01
资产负债率（%）	/	86.37	7.19	16.90
全部债务资本化比率（%）	/	0.00	0.00	0.00
流动比率（%）	/	97.27	119.05	116.97
经营现金流动负债比（%）	/	2.94	-16.49	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告将长期应付款和其他非流动负债纳入长期债务核算；3. 公司 2020 年上半年财务数据未经审计，相关指标未年化；4. 公司未编制 2017 年母公司财务报表

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
AA+	稳定	2020.06.24	袁琳、郭雄飞	城投企业主体信用评级方法（原联合信用评级有限公司评级方法）	--

声　明

一、本报告引用的资料主要由富阜万泰集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次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，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

富皋万泰集团有限公司
2021年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

富皋万泰集团有限公司（以下简称"公司"）原名为如皋市富皋万泰投资发展有限公司，成立于2017年12月，系由如皋市人民政府（以下简称"如皋市政府"）出资成立，如皋市政府授权如皋市财政局履行出资人职责，公司初始注册资本15.00亿元。2018年5月，公司更名为富皋万泰投资发展有限公司。2019年12月，公司注册资本变更为50.00亿元，由如皋市政府以货币资金方式缴纳20.00亿元及资本公积转增资本30.00亿元。2020年4月，公司更名为现名。截至2020年6月末，公司注册资本50.00亿元，实收资本39.00亿元，剩余资本金将于2030年12月31日前由如皋市政府通过现金和资本公积转增资本方式逐步到位，如皋市政府为公司唯一股东和实际控制人。

公司主要经营业务包括基础设施建设、公用事业资产投资运营（包括水务等）以及金融控股（包括担保、转贷等）等。截至2020年6月末，公司本部设综合管理部、财务审计部、金融事业部和工程管理部等部门；合并范围内子公司34家。

截至2019年末，公司合并资产总额304.43亿元，所有者权益140.68亿元（含少数股东权益1.50亿元）。2019年，公司实现营业收入17.03亿元，利润总额3.51亿元。

截至2020年6月末，公司合并资产总额339.27亿元，所有者权益150.62亿元（含少数股东权益1.49亿元）。2020年1—6月，公司实现营业收入8.86亿元，利润总额1.38亿元。

公司注册地址：如皋市如城街道解放路2号；法定代表人：张书强。

二、本期债券概况

1．本期债券概况

本期债券全称为"富皋万泰集团有限公司2021年公开发行公司债券（第一期）"，发行规模为不超过10亿元（含），期限为不超过5年（含）。本期债券票面金额为100元，按面值平价发行。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

2．本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除承销费用后，拟用于项目建设等合法合规用途。

三、宏观经济和政策环境分析

1．宏观经济运行

2020年三季度，我国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于我国疫情控制迅速，经济在2020年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP累计同比增长0.7%，其中一季度同比下降6.8%、二季度同比增长3.2%、三季度同比增长4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长2.3%、0.9%和0.4%，全面实现正增长。

表1　2017—2019年及2020年前三季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年前三季度
GDP（万亿元）	83.2	91.9	99.1	72.3

GDP 增速（%）	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速（%）	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速（%）	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速（%）	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速（%）	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅（%）	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅（%）	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率（%）	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速（%）	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速（%）	7.7	8.7	8.1	-1.9

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

经济结构改善，消费贡献提升。2020 年三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的-2.35%回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53%上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01%下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。

固定投资增速转正，制造业投资降幅收窄。2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1—8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1%和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。

进出口逐季回稳，出口韧性较强。2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为-13.4%、0.1%和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1—9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1—3 月下降 36.7%、1—6 月下降 12.8%的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。2020 年 9 月末，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会

融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，9 月末 M2 余额 216.4 万亿元，较上年同期增长 10.9%，较 6 月末增速（11.1%）略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元，较上年同期增长 8.1%，较 6 月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。2020 年前三季度，全国一般公共预算收入 14.1 万亿元，同比下降 6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元，同比下降 6.4%；非税收入 2.2 万亿元，同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元，同比增长 3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元，同比下降 1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元，同比下降 2.1%；地方本级累计支出 15.1 万亿元，同比下降 1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6 万亿元）、卫生健康支出（1.4 万亿元）、农林水支出（1.6 万亿元）和债务付息支出（7351.0 亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4 万亿元，较二季度缺口（2.0 万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020 年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%，较 6 月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度，城镇居民人均可支配收入 3.3 万元，比上年同期名义增长 2.8%，名义增速比上半年回升 1.3 个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2．宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。2020 年前三季度，全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中，新增减税降费 1.37 亿元，翘尾新增减税降费 7265 亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度，全国累计发行国债 4.80 万亿元，较上年同期（2.99 万亿元）大幅增长；发行地方政府债券 5.68 万亿元，较上年同期（4.18 万亿元）增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至 2020 年 9 月末，在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中，各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出 1.02 万亿元，占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1－9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，开展中期借贷便利 MLF 操作，净投放中期流动性 4100 亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5 月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%，较 6 月

（分别为4.14%、5.11%和4.04%）均明显回升。

3．宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020年7月30日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度我国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。2020年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但8月制造业投资单月增速或已经是2020年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自7月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020年尚剩余407亿元一般债券和1848亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及GDP增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑我国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑我国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测2020年第四季度全球贸易同比增长将下降3%，较三季度收窄4个百分点；从主要发达经济体制造业PMI来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

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

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年末地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

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

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

资金方面，2019年9月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，

指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

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

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

表2　2019年以来与城投企业相关的主要政策

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

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地

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

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2．区域环境

如皋市经济总量有所增长，产业结构有所优化，公司外部发展环境良好。

如皋市为江苏省南通市下辖县级市，南临长江，与张家港市隔江相望，北与海安县、东与如东县、东南与通州区毗邻，西与泰兴市、西南与靖江市接壤。全市总面积1477平方公里，其中中心城区面积344.56平方公里。根据《中国县域经济发展报告（2020）》，2020年，如皋市在全国县域经济综合竞争力中排名第31位。

根据《如皋市2019年国民经济和社会发展统计公报》，如皋市2019年实现地区生产总值1215.18亿元，可比价增长6.1%。第一产业增加值72.40亿元，增长3.7%；第二产业增加值597.44亿元，增长6.8%；第三产业增加值545.33亿元，增长5.6%。三次产业结构调整为5.9:49.2:44.9。人均地区生产总值98125元，增长6.6%。

固定资产投资方面，2019年如皋市全年完成固定资产投资432.75亿元，增长8.0%。

根据《关于如皋市2019年财政决算情况的报告》，2019年，如皋市完成一般公共预算收入70.01亿元，与上年基本持平。如皋市一般公共预算支出121.94亿元，较上年增长13.24%，财政自给率[1]为57.41%。2019年，如皋市政府性基金预收收入84.30亿元，较上年大幅增长63.41%，其中国有土地使用权出让收入80.72亿元，较上年增长68.13%。

根据如皋市政府官方网站发布的数据，2020年1－11月，如皋市一般公共预算收入67.58亿元，较上年同期增长3.9%；一般公共预算支出105.08亿元，较上年同期下降5.3%。

五、基础素质分析

1．产权状况

截至2020年6月末，公司注册资本50.00亿元，实收资本39.00亿元，如皋市政府为公司唯一股东和实际控制人。

2．企业规模和竞争力

公司为如皋市主要的基础设施建设、公用事业资产投资运营主体，业务具有较强的区域专营性。

2019年，如皋市政府对国有企业进行整合，组建公司、如皋市交通产业集团有限公司（以下简称“如皋交产”）和如皋市城市产业发展集团有限公司（以下简称“如皋城发”）三大集团公司，由如皋市政府统筹管理。

[1] 财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%

公司于2017年12月成立，由如皋市政府100.00%持股。根据如皋市政府办公室2019年12月出具的《市政府关于同意组建富皋万泰投资发展有限公司和如城街道国有企业涉及相关国有股权整合重组及新设公司事项的批复》（皋政复〔2019〕111号），如皋市禹通河道整治经营管理有限公司（以下简称“如皋禹通”）、如皋市水务集团有限公司（以下简称“如皋水务”）、如皋市如城新农村投资有限公司（以下简称“如城新农村”）和如皋市粮食储备有限公司（以下简称“粮食储备公司”）等多家公司股权划转至公司。整合后，公司定位为经营城市资产的综合运营服务商，主要从事除交通、土地一级开发和保障房建设以外的其他市本级基础设施建设、公用事业资产投资运营（包括水务等）、金融控股（包括担保、转贷等）、农文旅体及如皋工业园区（如城街道）保障房等多元化业务，并延伸至地产开发、对外投资等业务。

如皋交产为如皋市政府下属的交通基础设施建设主体，整合后在原有交通基础设施及配套工程建设基础上拓展施工养护、检测设计、绿化照明、管线电力、运输物流、道路广告、物资贸易等相关业务领域。如皋城发为如皋市政府下属综合性国有置业集团，主要统筹市本级保障房项目建设、土地一级开发以及高新区片区开发业务，并推进房地产二级开发工作。从职能定位看，各公司职能分工明确，但实际操作中市本级保障房及基础设施建设业务未完全按照职能定位划分。

表3 如皋市市级主要开发建设主体基本情况（单位：亿元、%）

公司名称	注册资本	控股股东	实际控制人	2019年（末）财务数据					
				资产总额	所有者权益	营业收入	全部债务	资产负债率	全部债务资本化比率
公司	**50.00**	**如皋市政府**	**如皋市政府**	**304.43**	**140.68**	**17.17**	**130.17**	**53.79**	**48.06**
如皋交产	50.00	如皋市政府	如皋市政府	416.15	193.33	41.44	220.41	58.08	53.27
如皋城发	50.00	如皋市政府	如皋市政府	300.31	142.44	19.15	102.05	52.57	41.74

资料来源：公司提供，联合资信整理

3. 人员素质

公司主要高级管理人员具有政府工作经历和管理经验，员工队伍基本能够满足公司的日常经营需要。

截至本报告出具日，公司共有董事、监事及高级管理人员共10人。

张书强先生，1967年生，本科学历；历任如皋县（市）城西乡计划生育办事员、计划生育助理，如皋市城西乡党委委员、纪委副书记，如皋市如城镇党委委员、纪委副书记、副镇长、党委副书记，如皋市下原镇党委副书记、镇长候选人、镇长，如皋市磨头镇党委副书记、党委书记、人大主席，如皋市交通运输局党委书记、局长；2018年5月起任公司董事长。

章爱平先生，1980年生，硕士研究生学历；历任城南街道工委副书记、办事处主任；2019年12月起任公司党委副书记、总经理；2020年11月起新任公司董事。

截至2020年6月末，公司在职员工2786人。按照文化素质划分，大专及以下学历员工占89.34%，本科学历员工占10.55%，硕士及以上学历员工占0.11%。按照年龄划分，30岁以下员工占13.57%，31~50岁员工占51.54%，51岁以上员工占34.89%。

4. 外部支持

公司在股权划转、资本金注入和政府补助方面得到了持续有力的外部支持。

（1）股权划转

2019年，如皋市政府将如皋禹通、如皋水务、如城新农村、粮食储备公司全部股权无偿划转至公司，将如皋市旅游投资发展有限公司、如皋市体育投资发展有限公司全部股权无偿划转至子公司中皋文化旅游发展有限公司，将如皋市顺安车辆检测有限公司全部股权无偿划转至

子公司如皋市保安服务有限公司。公司对2018年度审计报告进行追溯调整，重组导致的资本公积变动未在合并报表中体现。

（2）资本金注入

根据皋委发〔2019〕62号，2019年，如皋市政府将公司注册资本增加至50.00亿元，截至2020年6月末，公司实收资本39.00亿元。剩余资本金将通过现金和资本公积转增资本方式逐步到位。

（3）政府补助

2017－2019年及2020年上半年，公司分别收到政府补助1.21亿元、1.02亿元、1.16亿元和0.10亿元，体现在其他收益。

5. 企业信用记录

根据公司提供的企业信用报告（自主查询版）（中征码：3206820005136707），截至2021年1月12日，公司本部无未结清和已结清的不良和关注类贷款。

根据公司提供的如皋禹通企业信用报告（自主查询版）（中征码：3206820000931337），截至2021年1月12日，如皋禹通无未结清和已结清的不良和关注类贷款。

截至2021年1月19日，联合资信未发现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

公司建立了基本的法人治理结构。

公司按照《公司法》等有关法律、行政法规和规范性文件的规定制定了《公司章程》，并建立了董事会、监事会和总经理组成的治理结构体系。

公司不设股东会，由如皋市政府授权如皋市财政局履行出资人职责。公司设董事会，成员为5人，其中董事长1人，由如皋市财政局从董事会成员中指定，董事长原则上兼任党委书记。董事会成员由公司董事会提名委员会提出人选报批，非职工董事由如皋市财政局根据规定委派，职工董事由职工代表大会选举产生，报如皋市财政局备案。董事每届任期三年，任期届满经批准可连任。

公司设总经理，由董事会聘任或解聘，经如皋市财政局同意，董事会成员可兼任总经理。总经理对董事会负责，主要行使以下职权：主持公司生产经营工作，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等。

公司监事会成员5人，设监事会主席1人。监事会包括2名职工代表监事，由公司职工通过职工代表大会民主选举产生，其余监事由如皋市财政局委派。监事的任期每届为三年。监事任期届满，可以连选连任。截至2020年6月末，公司董事、监事及高级管理人员均已到位。

2. 管理水平

公司已建立较为健全的管理制度。

公司制定了财务管理制度，明确了公司各级人员的权限，形成了较为完善的资金往来、支取申请、报销等制度来规范财务手续。融资管理方面，根据公司经营发展规划，制定融资计划、确定融资方案，报董事会通过后实施，确保公司资金充裕及高效率使用。投资方面，公司制定了投资管理办法，对股权类投资和资产类投资分别在金额、决议方式等流程上进行了详尽的要求。资产管理方面，公司制定了固定资产管理制度，对固定资产的界定、处置等内容进行了规定，并明确了每年至少一次固定资产核对，以确保固定资产的安全和完整。担保管理方面，公司受理担保业务前，应当关注担保申请人的资信状况、担保申请人用于担保和第三方担保的资产状况及其权利归属、评估与反担保有关的资产状况，公司不得向自然人、外部非法人单位及未经政府批准的境外企业提供借款和为其提供担保。

公司未制订单独的子公司管理制度，公司本部制定的资金管理、财务管理等制度均有涉及对子公司管理的内容。

七、经营分析

1. 经营概况

2017－2019年，公司主营业务收入稳步增长，主营业务毛利率逐年提升。

2017－2019年，公司营业收入稳步增长，2019年为17.03亿元。同期，主营业务收入占比维持在95.00%以上。

各业务板块方面，2017－2019年，由于保障房交付面积逐年增加，公司保障房收入逐年增长。公司工程结算规模逐年增加，工程收入逐年增长。公司水务收入受承接的水务工程量增加以及售水量增长而逐年增长。公司粮食销售收入受市场行情影响逐年下降。公司安保业务规模逐年扩大，收入逐年增长。公司其他业务规模不大，对收入影响有限。

表4　公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017年			2018年			2019年			2020年1－6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
工程项目	54949.31	45.88	19.83	70052.15	50.05	19.95	84314.63	49.88	20.43	46680.13	53.07	17.17
保障房	16494.40	13.77	16.67	24560.32	17.55	16.67	30382.45	17.97	16.67	16019.97	18.21	16.67
水务业务	14151.03	11.81	50.38	14350.44	10.25	52.18	18165.97	10.75	46.49	4096.46	4.66	31.67
粮食销售	27029.28	22.57	1.35	22809.32	16.30	1.80	20123.43	11.90	2.35	11998.71	13.64	2.82
服务（旅游体育等）	467.87	0.39	21.21	555.78	0.40	35.89	533.27	0.32	16.55	200.18	0.23	4.92
安保服务	6683.26	5.58	20.54	7604.24	5.43	30.98	12073.63	7.14	24.87	5722.33	6.51	8.41
资金使用费	--	--	--	33.00	0.02	70.87	3449.36	2.04	96.82	3242.71	3.69	100.00
合计	**119775.14**	**100.00**	**18.88**	**139965.25**	**100.00**	**20.40**	**169042.75**	**100.00**	**22.27**	**87960.49**	**100.00**	**18.25**

资料来源：公司提供，联合资信整理

毛利率方面，2017－2019年，公司保障房业务毛利率未发生变化；工程业务毛利率基本保持稳定；水务业务毛利率保持较高水平；粮食销售盈利空间有限，毛利率较低；安保业务毛利率有所波动，2018年毛利率较高主要系2017年执行的部分合同于2018年确认收入所致。综上，公司主营业务毛利率水平逐年增长。

2020年1－6月，公司实现主营业务收入8.80亿元，主营业务毛利率为18.25%。

2. 业务运营

（1）工程建设业务

公司工程建设业务回款情况尚可，随着在建和拟建项目的持续推进，公司存在一定的资金支出压力。公司自营项目已获得较大规模的银团贷款，但项目未来收益存在一定不确定性。

公司工程建设业务主要由子公司如皋禹通和如城新农村负责，如皋禹通主要负责航道整治、农村公路、社会事业工程等项目建设，如城新农村负责如城街道片区开发。

业务模式方面，公司与如皋市政府、如皋市广一基础设施建设有限公司（以下简称“广一基建”）签订《工程项目建设协议书》，由公司自筹资金进行项目建设。如皋市政府和广一基建按照公司完成的项目建设成本加成一定比例的管理费确定结算金额（2020年以前如皋禹通管理费比例为25%~35%，2020年开始各公司管理费比例均统一为15%~20%），公司据此确认工程建设收入。

委托方根据项目完工进度或在项目竣工验收后，向公司支付项目工程建设款。2017－2019年及2020年1－6月，公司工程项目收入分别为5.49亿元、7.01亿元、8.43亿元和4.67亿元；累计收到回款17.93亿元，回款情况尚可。

截至2020年6月末，公司主要在建工程项目共12个，计划总投资金额55.88亿元，尚需投资16.51亿元，公司面临一定的资金支出压力。

表 5　截至 2020 年 6 月末公司主要在建工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	委托方	开工时间	计划总投资	已投金额	累计确认收入
凌青万顷良田	如皋市政府	2016.03	11.98	9.45	5.36
沿河万顷良田	如皋市政府	2016.09	9.31	7.25	4.10
如皋市农村公路提档升级	广一基建	2018.10	8.90	3.22	4.00
游客接待中心	如皋市政府	2015.07	4.62	3.45	1.62
百亿花木项目	如皋市政府	2016.09	4.19	3.10	1.31
江苏盆景博物馆	如皋市政府	2017.01	0.87	0.74	0.41
明景路	如皋市政府	2017.04	0.41	0.31	0.20
核心区	广一基建	2016.03	4.84	3.72	--
如城东西部园区七条道路工程	广一基建	2017.01	3.54	2.68	--
西片区路桥工程	广一基建	2015.12	3.01	2.31	--
如皋汽车城市政工程	如皋市政府	2016.07	2.87	2.13	--
浙江三农项目	广一基建	2016.09	1.34	1.01	--
合计	--	--	**55.88**	**39.37**	**17.00**

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2020 年 6 月末，公司主要拟建工程项目 3 个，计划总投资金额为 19.42 亿元。其中，如皋中学品质提升工程计划总投资 1.76 亿元，已于 2020 年 12 月开工；其余两个项目将于 2021 年 2 月以后开工建设。

截至 2020 年 6 月末，公司自营项目为如皋南站枢纽及涉铁综合配套工程（以下简称“如皋南站项目”）。根据公司提供的《如皋南站综合交通枢纽及配套建设项目情况简介》及《如皋市中皋铁路投资发展有限公司如皋南站综合交通枢纽及涉铁配套建设项目可行性研究报告》，如皋南站项目主要建设内容包含如皋南站枢纽、紫光路南延-城南大道互通一期工程、站北路及站南路工程、紫光路北延工程和紫光路-中山路互通工程等 5 个部分，建设期 2 年，运营期 22 年。项目预计总投资 27.58 亿元，其中项目资本金 5.52 亿元，由公司自筹；项目已获得 20.80 亿元银团借款（贷款期限 24 年，于 2021 年开始每半年还款一次），剩余建设资金由公司自筹。截至 2020 年 6 月末，该项目已投资 0.61 亿元，主要为前期的各项费用。项目运营收入主要由票务收入提成、停车场收入、办公用房租赁收入、商业用房租赁收入、超市经营收入、酒店运营收入、餐饮收入、物业管理收入和广告费收入等组成，预计运营期内营业收入合计 59.90 亿元（部分道路工程可能采用代建模式），但项目未来收益存在一定不确定性。

（2）保障房业务

公司保障房项目储备充足，回款情况尚可，但在建和拟建保障房项目尚需投资规模较大，存在一定的资金支出压力。

公司保障房业务由子公司中皋置业有限公司和如城新农村经营，业务区域主要为如皋市市本级和如城街道片区。

公司根据如皋市统一规划，通过招拍挂流程取得保障房建设用地，并自筹资金进行保障房建设。保障房项目完工后，公司根据拆迁项目安置实施方案开展销售工作，对动迁的居民实施定向房屋安置。公司保障房收入分为两部分，一部分为公司对安置户的销售收入，一部分为项目建设收入。项目建设收入按照公司保障房项目工程造价加成 6%~20%（2017—2019 年均为 20%）与安置房销售收入差额进行确认，如皋市财政局每年末出具结算单对项目建设收入结算金额进行确认。

2017—2019 年及 2020 年 1—6 月，公司保障房收入分别为 1.65 亿元、2.46 亿元、3.04 亿元和 1.60 亿元，累计收到回款 7.42 亿元，回款情况尚可。

截至 2020 年 6 月末，公司主要在建保障房

项目 10 个，在建项目计划总投资 95.05 亿元，已投资 43.31 亿元，未来仍需投入 51.74 亿元。

表 6 截至 2020 年 6 月末公司主要在建保障房项目（单位：亿元）

项目	计划总投资额	开工时间	计划完工时间	已投资金额
东郡丽水	9.04	2016.10	2021.04	9.32
如意新城西区	10.30	2016.04	2022.10	8.18
纪庄小区	10.35	2016.08	2022.05	7.30
如意新城东区	15.36	2016.01	2024.11	6.60
新民花苑	6.21	2016.10	2022.02	4.28
如意新城南区	8.44	2016.06	2023.02	4.20
光华苑	4.52	2017.05	2022.10	2.99
35#地棚户区（城中村）改造工程	18.83	2020.05	2024.05	0.23
252#地棚户区（城中村）改造工程		2020.05	2024.07	
张八里花苑安置房建设工程	12.00	2020.05	2022.01	0.21
合计	**95.05**	--	--	**43.31**

注：东郡丽水项目预计投资金额将超过计划总投资，主要系实际施工中人工、材料较预算年度上涨所致
资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2020 年 6 月末，公司拟建保障房项目为 99#地棚户区（城中村）改造工程，计划总投资 25.10 亿元，计划于 2021 年 12 月开工建设。公司保障房项目已获得中国农业发展银行及中国银行提供的合计 17.10 亿元的项目贷款，但在建和拟建保障房项目尚需投资规模较大，存在一定的资金支出压力。

（3）水务业务

公司水务业务发展稳定，具有较强的区域专营性。公司在建项目尚需投资规模较大，面临一定的资金支出压力。

公司水务业务主要由如皋水务运营，主要负责向如皋市主城区（如城街道全部、城北街道全部、城南街道大部分）居民和工商企事业单位提供生活和生产用水及管道安装服务。公司下辖 3 座水厂，供水面积近 300 平方公里，服务人口 85 万人，服务人口占如皋市 2019 年末常住人口的 68.82%。

公司供水水源为如皋市鹏鹞水厂，2017—2019 年采购单价均为 0.90 元/每吨。截至 2019 年末，公司拥有水厂 3 座，铺设管网总长度 250.13 千米。2017—2019 年，公司水厂设计日产能未发生变化。受益于自来水用户数量增长，2017—2019 年，公司供水量、售水量以及售水收入平稳增长。

表 7 2017—2019 年公司供水业务运营情况
（单位：万立方米/日、万元、户、%）

指标	2017 年	2018 年	2019 年
设计日产能	13.60	13.60	13.60
平均日供水量	10.40	10.57	11.24
供水总量	3796.10	3858.19	4101.17
售水总量	2880.30	3029.33	3152.99
售水收入	10413.76	10716.20	11356.90
自来水用户数	236618	247673	253673
管网压力合格率	100.00	100.00	100.00
水质综合合格率	100.00	100.00	100.00
产销差率	24.12	21.48	23.27
漏损率	10.00	10.00	10.00

资料来源：公司提供

2017—2019 年，公司供水业务产销差率均在 20%以上，处于较高水平，主要原因为部分管网老旧，以及为贫困户、五保户等提供一定额度免费供水。

从结算方式看，用户根据实际用水量定期向公司缴纳水费，公司根据用户用水用途的不同（民用水、特种行业、其他行业）执行不同的水价收费标准。如皋市现行水价自 2016 年 9 月 1 日起实行。

在建项目方面，公司水务业务在建项目包括三期管网工程和三期净水厂及深度处理工程。其中，三期管网工程总投资约 9.79 亿元，截至 2020 年 3 月末，公司已投资金额约 1.40 亿元；三期净水厂及深度处理工程，总投资约 6.71 亿元，截至 2020 年 3 月末，公司已投金额约 0.50 亿元。公司在建项目尚需投资规模较大，面临一定的资金支出压力。

除供水业务外，公司还根据用户申请承接住宅小区和单位给水工程。2017－2019 年，公司水务工程收入分别为 0.37 亿元、0.36 亿元和 0.67 亿元，分别实现回款 0.30 亿元、0.15 亿元和 0.20 亿元，业务规模较小，回款情况一般。

（4）粮食销售业务

公司粮食销售业务具有较强的区域专营性，但盈利空间有限。

公司粮食业务运营主体为粮食储备公司，粮食储备公司受政府委托承担政策性粮食收购、储存、销售等调控任务，业务具有较强的区域专营性。粮食储备公司业务包括中央储备粮托管、地方储备粮收储与轮换、自营商品粮购销。

中央储备粮托管

粮食储备公司受南通市兴通粮食仓储物流有限责任公司（原名为中储粮南通直属库有限公司，以下简称“中储粮南通公司”）委托从事最低收购价粮食的收购、代保管和出库业务。收购粮食的资金由中储粮南通公司直接通过“一卡通”系统直接向农户支付粮食收购款。

粮食储备公司仅为中央存储及管理粮食以收取收购费、保管费和出库费，具体收费标准根据粮食库存情况、公司自身出库要求和经营目标协商收取。2017－2019 年，该业务收入规模较小。

地方储备粮收储和轮换

粮食储备公司主要负责南通市和如皋市的地方储备粮收储和轮换业务，且为如皋市唯一的经营主体。

粮食储备公司业务具有一定政策性，公司承储的如皋市县级储备粮的收储轮换由政府粮食主管部门下达任务，如皋市储备由如皋市政府（原如皋市粮食局、现并入如皋市发改委）下达任务，南通市储备由南通市政府（南通市粮食局，现并入南通市发改委）下达任务，所有粮食轮换均需取得政府粮食主管部门批准后方可进行。

轮换时，粮食储备公司依据轮换计划向如皋市农业发展银行借款购买储备粮食，同时以市场价对外销售收储的粮食，实现销售后还清借款，自负盈亏，政府仅提供利息补贴和轮换费用等补贴。

2017－2019 年，地方储备粮收储和轮换分别实现收入 0.43 亿元、0.85 亿元和 0.56 亿元。

自营商品粮购销

粮食储备公司还自营商品粮的购销，主要品种为小麦、粳稻和玉米。粮食收购及销售完全按照市场价格进行，主要通过购销差价实现盈利。2017－2019 年，粮食储备公司分别实现自营商品粮销售收入 2.27 亿元、1.43 亿元和 1.45 亿元，受市场行情影响销售收入出现波动。

（5）安保业务

公司安保业务主要服务于银行及机关、企事业单位等，近年来业务规模逐年扩大，对公司利润形成一定补充。

公司安保服务主要由子公司如皋市保安服务有限公司运营，主要包括押运和人防等业务。

押运业务方面，公司主要为银行提供钞票押运服务，后续将布局“守、押、提”整体外包，实现区域业务全覆盖，同时会勘察合适地块运营金库、凭证库等业务。人防业务方面，公司根据保安服务合同对客户单位派出保安员，对进出客户单位指定地点的人员、车辆和物资进行安全管理，以维护客户单位治安秩序。公司人防服务的主要客户为政府机关、大型国有企业、银行等金融机构等优质客户。

3. 未来发展

未来，公司将优化业务布局，形成集公建及基础设施建设、水务等公用事业资产投资运营、金融发展、地产开发、对外投资、物资贸易等业态为一体的国有城市资产的综合运营服务企业。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017—2019年三年连审财务报表，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，审计结论为标准无保留意见。公司提供的2020年上半年财务报表未经审计。公司财务报表按最新会计准则编制，会计政策变化对财务报表影响不大。

2017—2019年，由于公司新划入子公司均为同一控制下企业合并，均进行了追溯调整。2020年上半年，公司合并范围内减少1家子公司，减少的子公司规模不大，合并范围变动对财务报表影响不大，财务数据可比性强。

2. 资产质量

公司资产规模逐年增长，但应收类款项占比较大，对资金形成一定占用，公司资产质量一般。

2017—2019年末，公司资产总额逐年增长。截至2019年末，公司资产总额较上年末增长13.76%，主要系应收账款、其他应收款和存货增长所致。从构成看，公司资产以流动资产为主，2017—2019年末占资产总额的比重均在98%以上，本报告仅对流动资产进行分析。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017年末		2018年末		2019年末		2020年6月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**250.23**	**98.42**	**263.31**	**98.39**	**299.84**	**98.49**	**329.10**	**97.00**
货币资金	36.62	14.40	38.05	14.22	40.54	13.32	44.70	13.17
应收账款	5.98	2.35	8.93	3.34	13.06	4.29	14.87	4.38
其他应收款	41.05	16.15	50.53	18.88	58.60	19.25	57.84	17.05
存货	159.63	62.79	159.54	59.62	176.05	57.83	203.01	59.84
非流动资产	**4.00**	**1.58**	**4.30**	**1.61**	**4.59**	**1.51**	**10.17**	**3.00**
资产总额	**254.24**	**100.00**	**267.61**	**100.00**	**304.43**	**100.00**	**339.27**	**100.00**

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2017—2019年末，公司流动资产逐年增长。截至2019年末，公司流动资产较上年末增长13.87%，主要系其他应收款和存货增加所致。

2017—2019年末，公司货币资金逐年增长。截至2019年末，公司货币资金较上年末增长6.55%，主要系公司银行借款、债券融资规模扩大所致。公司货币资金由银行存款（9.13亿元）、其他货币资金（31.41亿元）和少量库存资金构成，其中受限资金21.56亿元，资金受限比例为53.18%。

2017—2019年末，公司应收账款逐年增长。截至2019年末，公司应收账款较上年末增长46.38%，主要系公司业务规模扩大，工程项目以及保障房项目回款相对于收入确认较慢所致。公司应收账款中关联方和政府单位组合账面余额12.76亿元，未计提坏账准备；账龄组合账面余额0.31亿元，规模较小，累计计提坏账准备54.31万元。从集中度看，公司应收账款余额前五名合计占应收账款总额的97.57%，集中度很高。

表9 截至2019年末公司应收账款前五名明细

（单位：亿元、%）

单位名称	期末余额	占应收账款余额的比例
广一基建	6.40	48.93
如皋市财政局	4.61	35.30
如皋市兴皋桥梁工程经营管理有限公司	1.60	12.27
城区水费	0.11	0.83
城西水费	0.03	0.24
合计	**12.75**	**97.57**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2017—2019年末，公司其他应收款逐年增长，主要为往来款及工程代垫款。截至2019年末，公司其他应收款较上年末增长15.98%，主要系与如皋市其他国有企业的往来款增长所致。其他应收款中关联方和政府单位组合账面余额54.69亿元，未计提坏账准备；账龄组合账面余额4.80亿元，累计计提坏账准备0.89亿元。其他应收款前五大欠款方均为如皋市国有企业，欠款金额占其他应收款余额为57.34%，集中度较高。

表10 截至2019年末公司其他应收款前五名明细

（单位：亿元、%）

单位名称	期末余额	占其他应收款余额的比例
如皋惠民新农村建设投资有限公司	10.56	17.75
如皋广太贸易有限公司	8.40	14.11
如皋市皋源建设投资有限公司	6.42	10.80
如皋交产	4.69	7.89
如皋市皋绘建设投资有限公司	4.04	6.79
合计	**34.11**	**57.34**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2017—2019年，公司存货波动增长。截至2019年末，公司存货较上年末增长10.35%，主要系新增土地资产所致。公司存货主要由土地资产（占55.90%，均为出让地）和开发成本（占43.20%）构成。

截至2020年6月末，公司资产总额较上年末增长11.44%。其中，流动资产较上年末增长9.76%，主要系公司招拍挂方式获取土地资产，使得存货增长所致；非流动资产较上年末增长121.51%，主要系公司新增对江苏昭威供应链管理有限公司、如皋中皋颐和房地产开发有限公司共4.59亿元的投资，使得公司新增长期股权投资所致。

截至2020年6月末，公司受限资产账面价值合计96.48亿元，资产受限比例为28.44%，其中因质押受限的货币资金25.45亿元，因抵押受限的存货、在建工程和无形资产分别为70.51亿元、0.24亿元和0.28亿元。

3. 资本结构

公司所有者权益逐年增长，但未分配利润占比大，公司权益稳定性一般。

2017—2019年末，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长5.09%。截至2019年末，公司所有者权益合计140.68亿元，较上年末增长5.46%，主要系收到如皋市政府增资款所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为98.93%，少数股东权益占比为1.07%。归属于母公司所有者权益中实收资本30.00亿元（占21.56%）、资本公积53.12亿元（占38.17%）和未分配利润55.97亿元（占40.22%）构成。公司未分配利润占比大，公司权益稳定性一般。

2017—2019年末，公司实收资本逐年增长。截至2019年末，公司实收资本为30.00亿元，较上年末增加29.49亿元，主要系如皋市政府增资以及资本公积转增资本所致。

2017—2019年末，公司资本公积分别为75.89亿元、78.88亿元和53.12亿元，由政府划转股权及政府拨款构成，2019年末减少25.76亿元，系公司资本公积转增资本所致。

截至2020年6月末，公司所有者权益150.62亿元，较上年末增长7.07%。其中，公司实收资本39.00亿元，较上年末增加9.00亿元，系收到如皋市财政局的增资款所致。

公司债务规模逐年增长，整体债务负担适中，面临一定的短期偿付压力。

2017—2019年末，公司负债总额逐年增长。截至2019年末，公司负债总额较上年末增长22.01%，主要系非流动负债增长所致。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017年末		2018年末		2019年末		2020年6月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	84.01	66.22	101.49	75.62	98.94	60.42	103.79	55.02

短期借款	13.67	10.77	21.36	15.91	26.54	16.21	25.70	13.62
应付票据	15.70	12.38	15.07	11.23	24.05	14.69	19.67	10.43
预收款项	6.95	5.47	6.99	5.21	1.61	0.99	1.87	0.99
其他应付款	30.60	24.12	32.13	23.94	27.80	16.98	33.94	17.99
一年内到期的非流动负债	14.94	11.78	23.45	17.47	14.82	9.05	19.07	10.11
非流动负债	**42.85**	**33.78**	**32.72**	**24.38**	**64.81**	**39.58**	**84.85**	**44.98**
长期借款	32.79	25.84	21.16	15.77	34.99	21.37	45.47	24.10
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	6.96	4.25	12.93	6.86
长期应付款	7.09	5.59	8.94	6.66	20.58	12.57	14.16	7.51
其他非流动负债	2.98	2.35	2.62	1.95	2.23	1.36	12.24	6.49
负债合计	**126.87**	**100.00**	**134.21**	**100.00**	**163.75**	**100.00**	**188.64**	**100.00**

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2017—2019 年末，公司流动负债波动增长。截至 2019 年末，公司流动负债较上年末下降 2.51%，变动不大。

2017—2019 年末，公司短期借款逐年增长，年均复合增长 39.37%。截至 2019 年末，公司短期借款较上年末增加 5.18 亿元。短期借款由质押借款（6.53 亿元）、抵押借款（3.00 亿元）、保证借款（15.73 亿元）和信用借款（1.29 亿元）构成。

公司应付票据主要系工程建设和贸易业务产生。2017—2019 年末，公司应付票据波动增长。截至 2019 年末，公司应付票据较上年末增长 59.59%，主要系应付银行承兑汇票增加所致。

2017—2019 年末，公司预收款项波动下降。截至 2019 年末，公司预收款项较上年末减少 5.38 亿元，主要系项目建设结转进度使得预收的财政建设资金冲减所致。

公司其他应付款主要为往来款。2017—2019 年末，公司其他应付款波动下降。截至 2019 年末，公司其他应付款较上年末下降 13.47%，主要系支付往来款所致。

2017—2019 年末，公司一年内到期的非流动负债波动下降。截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债较上年末下降 36.80%，由一年内到期的长期借款（9.89 亿元）和一年内到期的长期应付款（4.93 亿元）构成。

2017—2019 年末，公司非流动负债波动增长。截至 2019 年末，公司非流动负债较上年末增长 98.09%，主要系长期借款和长期应付款增长所致。

2017—2019 年末，公司长期借款波动增长。截至 2019 年末，公司长期借款较上年末增长 65.35%，主要系公司资金需求增加，融资规模扩大所致。公司长期借款主要由保证借款（占 53.87%）、抵押借款（占 40.92%）和质押借款（占 5.21%）构成。

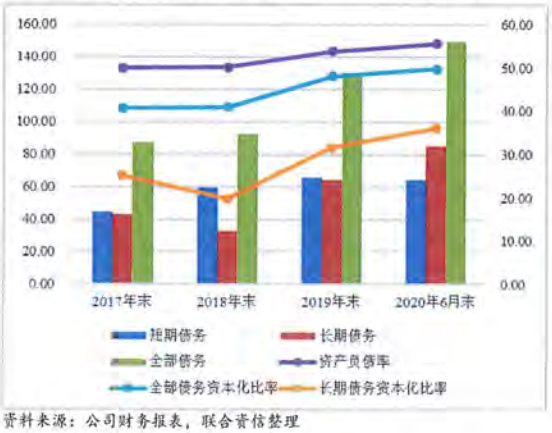
2019 年末，公司新增 6.96 亿元应付债券，系如皋禹通 2019 年 10 月发行的“19 禹通 01”，发行规模为 7.00 亿元。

2017—2019 年末，公司长期应付款逐年增长。截至 2019 年末，公司长期应付款较上年末增加 11.64 亿元，主要系公司通过融资租赁、信托等方式进行融资所致。本报告将长期应付款纳入长期债务核算。

2017—2019 年末，公司其他非流动负债逐年下降。截至 2019 年末，公司其他非流动负债 2.23 亿元，为上银瑞金之上银国君如皋自来水资产支持专项计划。本报告将其他非流动负债纳入长期债务核算。

有息债务方面，2017—2019 年末，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 22.21%。截至 2019 年末，公司全部债务 130.17 亿元，较上年末增长 40.58%。其中，短期债务 65.41 亿元（占 50.25%），较上年末增长 9.24%；长期债务 64.76 亿元（占 49.75%），较上年末增长 97.93%，主要系长期借款和长期应付款增长所致。

图 1　公司财务杠杆情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2017—2019 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率逐年增长，长期债务资本化比率波动增长。截至 2019 年末，上述指标分别为 53.79%、48.06%和 31.52%，较上年末分别增加 3.64 个百分点、7.09 个百分点和 11.83 个百分点。

截至 2020 年 6 月末，公司负债总额较上年末增长 15.20%，由于公司银行借款增加及子公司发行债券，公司非流动负债占比上升至 44.98%。截至 2020 年 6 月末，公司全部债务 149.23 亿元，较上年末增长 14.64%。其中，短期债务 64.44 亿元，占比下降至 43.18%。公司短期债务占比较高，债务结构有待调整。

截至 2020 年 6 月末，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 55.60%、49.77%和 36.02%，较上年末分别增加 1.81 个百分点、1.71 个百分点和 4.50 个百分点，债务负担有所加重，整体债务负担适中。从债务偿还安排来看，2020—2023 年，公司分别需偿还[2]21.09 亿元、33.89 亿元、12.29 亿元和 4.56 亿元，2020 年到期债务均已偿还，公司面临一定的短期偿付压力。

4. 盈利能力

公司营业总收入逐年增长，政府补助对利润实现的贡献程度较大，公司整体盈利能力一般。

2017—2019 年，公司营业总收入和营业收入逐年增长，公司营业成本呈同趋势变动。同期，公司营业利润率逐年增长。

表 12　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
营业总收入	12.14	14.20	17.17	8.92
营业收入	12.10	14.12	17.03	8.86
营业成本	9.74	11.16	13.16	7.20
期间费用	1.12	0.91	1.25	0.53
其中：销售费用	0.37	0.36	0.40	0.17
管理费用	0.49	0.54	0.75	0.33
其他收益	1.21	1.02	1.16	0.10
利润总额	2.22	2.82	3.51	1.38
营业利润率	18.81	20.32	22.47	18.38
总资本收益率	1.03	1.13	1.22	--
净资产收益率	1.55	1.88	2.26	--
期间费用率	9.22	6.43	7.28	5.96

注：期间费用率=（管理费用+销售费用+研发费用+财务费用）/营业总收入*100%
资料来源：公司财务报表，联合资信整理

期间费用方面，2017—2019 年，公司期间费用波动增长。公司期间费用主要由管理费用和销售费用构成。2017—2019 年，公司期间费用率分别为 9.22%、6.43%和 7.28%，考虑到公司利息支出大部分已资本化，公司费用控制能力一般。

2017—2019 年，公司其他收益系政府补助，其他收益占营业利润的比重分别为 54.48%、36.29%和 33.15%，政府补助对公司利润实现的贡献程度较大。

2017—2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率逐年增长，公司整体盈利能力一般。

2020 年 1—6 月，公司实现营业总收入 8.92 亿元，利润总额为 1.38 亿元。

5. 现金流

公司经营活动现金流量净额波动大，考虑到公司在建及拟建项目未来投资规模较大，公司面临一定的融资压力。

[2] 公司未提供应付票据的到期时间分布情况。

表 13　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
经营活动现金流入小计	36.55	44.23	53.31	43.27
经营活动现金流出小计	52.33	43.07	80.47	64.31
经营现金流量净额	**-15.78**	**1.16**	**-27.16**	**-21.04**
投资活动现金流入小计	0.92	0.51	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	1.57	0.54	1.38	2.67
投资活动现金流量净额	**-0.66**	**-0.02**	**-1.38**	**-2.67**
筹资活动现金流入小计	41.71	41.87	85.13	57.94
筹资活动现金流出小计	31.47	41.53	59.27	33.96
筹资活动现金流量净额	**10.24**	**0.34**	**25.86**	**23.98**
现金收入比	66.01	79.64	86.62	83.98

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

公司经营活动现金流量主要来源于经营业务收支以及与其他单位的往来款等。2017—2019 年，公司经营活动现金流入量逐年增长。其中，2019 年公司销售商品、提供劳务收到的现金较上年增长 31.55%，主要系保障房以及代建项目回款增加所致；收到其他与经营活动有关的现金较上年增长 16.68%，主要系收回的往来款增长所致。2017—2019 年，公司经营活动产生现金流出波动增长。其中，2019 年公司购买商品、接受劳务支付的现金较上年增长 137.07%，主要系项目投入增加所致；支付其他与经营活动有关的现金较上年增长 80.34%，主要系往来款以及工程代垫款增长所致。2017—2019 年，公司经营活动现金流量净额大幅波动，2017 年和 2019 年呈大规模净流出状态。2019 年，公司现金收入比为 86.62%，收入实现质量较好。

投资活动方面，2017—2019 年，公司投资活动现金流入量较小。同期，公司投资活动现金流出量波动下降，主要系股权投资支出、水务项目建设支出以及购置土地规模变动影响所致。2017—2019 年，公司投资活动现金流量均呈净流出状态。

筹资活动方面，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入量逐年增长。2019 年，公司筹资活动现金流入较上年大幅增长 103.34%，主要系公司银行借款规模扩大所致。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出量逐年增长。2019 年，公司筹资活动现金流出较上年增长 42.73%，主要系偿还债务本息支付的现金增长所致。2017—2019 年，公司筹资活动现金均为净流入，考虑到公司在建及拟建项目未来投资规模较大，公司面临一定的融资压力。

2020 年 1—6 月，公司经营活动和投资活动现金流量净额呈净流出，筹资活动现金流量净额呈大规模净流入。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力一般，长期偿债能力较弱，考虑到公司为如皋市主要的基础设施建设、公用事业资产投资运营主体，持续获得了有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

表 14　公司偿债能力指标（单位：%、倍、亿元）

项目	项目	2017 年（末）	2018 年（末）	2019 年（末）	2020 年 6 月（末）
短期偿债能力指标	流动比率	297.85	259.44	303.05	317.08
	速动比率	107.85	102.25	125.12	121.48
	现金短期债务比	0.83	0.64	0.62	0.69
长期偿债能力指标	EBITDA	2.69	3.11	3.87	--
	全部债务/EBITDA	32.43	29.79	33.62	--
	EBITDA 利息倍数	0.62	0.63	0.56	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年末，公司流动比率和速动比率波动增长，现金短期债务比逐年下降。2020 年 6 月末，公司流动比率、现金短期债务比较上年末有所增长，速动比率较上年末有所下降。若剔除受限货币资金，2020 年 6 月末，公司现金短期债务比为 0.30 倍。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 逐年增长。2019 年，公司 EBITDA 主要由利润总额（占 90.72%）构成。2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 均较为稳定，公司长期偿债能力较弱。

截至 2020 年 6 月末，公司共获得银行授信额度 118.35 亿元，已使用 79.32 亿元，尚未使用额度 39.03 亿元。公司间接融资渠道较为畅

通。

截至2020年6月末，公司对外担保余额为74.88亿元，担保比率为49.72%，对外担保规模大，担保比率较高。公司对外担保对象主要为如皋市国有企业，合计担保余额72.14亿元，目前以上被担保对象经营状况正常。公司子公司如皋西部投资开发有限公司（以下简称“西部投资”）等对民营企业担保余额2.74亿元，主要由股东个人提供反担保。其中，对南通琪雲建材科技发展有限公司（以下简称“琪雲建科”）、南通西本商贸有限公司（以下简称“西本商贸”）和如皋中创贸易有限公司（以下简称“中创贸易”）合计0.90亿元担保已逾期，因西部投资未履行担保责任，曾被列为失信被执行人。针对公司向上述三家企业提供的担保，中奥体育向公司出具了承诺函，在公司向上述企业承担担保责任后，中奥体育立即向公司支付清偿款项，包括但不限于债务本金、利息、逾期利息、违约金、损害赔偿金、诉讼费、执行费、律师费、差旅费等实现债权的一切费用；如中奥体育自有货币资金不足以支付西部投资代偿款项，不足部分由中奥体育股东协调偿付资金支付给西部投资或以等值自有资产向西部投资划转。中奥体育向公司履行支付义务后，可向借款人及其他担保人追偿。截至本报告出具日公司对中创贸易、西本商贸的担保履行了代偿责任，代偿金额约为0.70亿元（公司已获得等额弥补）；对琪雲建科的担保暂未履行代偿责任。西部投资已移出失信被执行人名单。其他对民营企业的担保方面。公司对江苏常青建设集团有限公司、花木大世界（江苏）工程有限公司、江苏巨业建设集团有限公司（以下简称“巨业建设”）和江苏图腾电力发展有限公司担保余额合计1.84亿元，其中巨业建设已被列入失信被执行人，其他公司经营正常。此外，2019年，如城新农村对南通永基建设工程有限公司（以下简称“永基建设”）的担保履行担保代偿责任，代偿金额为952.19万元。整体看，公司存在一定的或有负债风险。

表15　截至2020年6月末公司对外担保情况

（单位：万元）

序号	被担保人	担保余额
1	如皋城控投资发展有限公司	403780.00
2	如皋市寿庆水利工程管理有限公司	148500.00
3	广一基建	62800.00
4	如皋东部投资开发有限公司	60000.00
5	如皋广太贸易有限公司	13500.00
6	南通铸诚贸易有限公司	12498.00
7	如皋市交通产业集团有限公司	10460.00
8	江苏常青建设集团有限公司	8000.00
9	花木大世界（江苏）工程有限公司	5000.00
10	如皋水绘园风景区投资发展有限公司	5000.00
11	如皋市中奥体育投资有限公司	4900.00
12	江苏巨业建设集团有限公司	3900.00
13	南通琪雲建材科技发展有限公司	3000.00
14	南通西本商贸有限公司	3000.00
15	如皋中创贸易有限公司	3000.00
16	江苏图腾电力发展有限公司	1500.00
合计		748838.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至2020年6月末，公司涉案金额超过1000万元的重大未决诉讼1笔，涉案金额0.58亿元，系如城新农村与江苏常青建设集团有限公司（以下简称“常青建设”）的施工合同纠纷。如城新农村与常青建设于2010年12月签订施工合同，工程现已竣工交付使用，但公司对常青建设的工程款尚未结清。该案目前正在如皋市人民法院审理过程中。

7. 母公司财务分析

公司业务主要由子公司进行开展，母公司对子公司控制力较强，母公司无有息债务。

公司一级子公司主要为全资子公司，公司对子公司整体控制力度较强。母公司通过股东会、董事会等治理结构可对子公司形成直接有效的控制。

截至2019年末，母公司资产总额150.18亿元（占合并口径的49.33%），较上年末增加143.26亿元，主要系长期股权投资增加所致。其中，流动资产占8.56%、非流动资产占91.44%。从构成看，流动资产主要由其他应收款构成，非流动资产主要由长期股权投资构成。

截至2019年末，母公司货币资金为0.47亿元。

截至2019年末，母公司所有者权益为139.38亿元，较上年末增加138.43亿元，主要系实收资本和资本公积增加所致。其中，实收资本和资本公积分别占21.52%和78.53%，所有者权益稳定性高。

截至2019年末，母公司负债总额10.80亿元（占合并口径的6.60%），较上年末增长80.64%，全部为流动负债，主要由其他应付款构成。母公司无有息负债。母公司2019年末资产负债率为7.19%，较上年末下降79.18个百分点。

2019年，母公司实现营业收入235.85万元，占合并口径的0.14%；利润总额-44.70万元。

截至2020年6月末，母公司资产总额178.53亿元，所有者权益为148.37亿元，负债总额30.16亿元；母公司资产负债率16.90%，无有息债务。2020年1－6月，母公司营业收入0.00亿元，利润总额-0.01亿元。

九、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司债务的影响

截至2020年6月末，公司全部债务为149.23亿元，本期债券拟发行规模为不超过10.00亿元（含），本期债券发行规模对公司债务规模有一定影响。

以2020年6月末财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为10.00亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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由55.60%、49.77%和36.02%上升至56.87%、51.39%和38.63%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

以2019年相关财务数据为基础，公司EBITDA为3.87亿元，为本期债券发行额度的0.39倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度一般。公司经营活动产生的现金流入量为53.31亿元，为本期债券发行额度的5.33倍，公司经营活动产生的现金流入对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司为如皋市主要的基础设施建设、公用事业资产投资运营主体，获得了持续有力的外部支持，联合资信认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

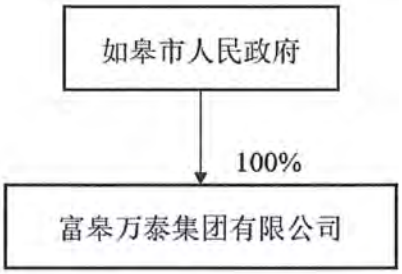
十、结论

公司作为如皋市主要的基础设施建设、公用事业资产投资运营主体，业务具有较强的区域专营性，外部发展环境良好，并且得到了持续有力的外部支持。同时，联合资信也关注到公司存在一定的资金支出压力、经营活动净现金流波动大、面临一定的短期偿付压力和一定的或有负债风险等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

随着在建项目逐步推进，公司业务规模有望保持增长，联合资信对公司的评级展望为稳定。

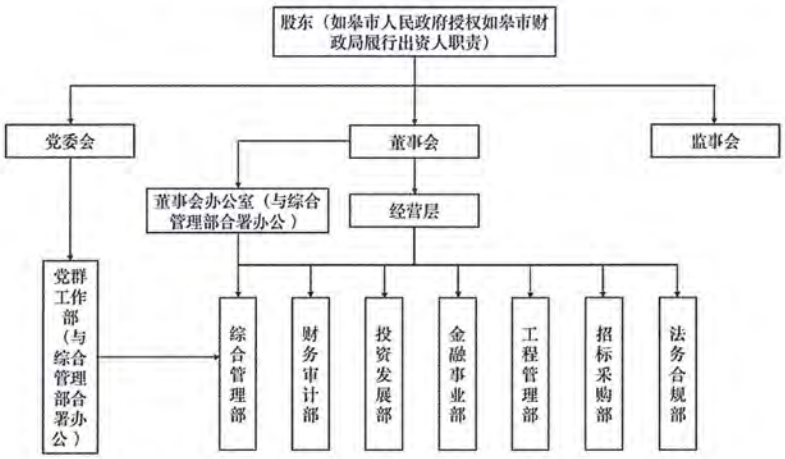
基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2020 年 6 月末公司股权结构



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 6 月末公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年 6 月末公司合并范围内一级子公司情况

子公司名称	持股比例（%）		取得方式
	直接	间接	
如皋市禹通河道整治经营管理有限公司	100.00	--	划拨
如皋市水务集团有限公司	100.00	--	划拨
如皋市中皋农产品科技发展有限公司	50.00	--	设立
如皋市粮食储备有限公司	100.00	--	划拨
中皋文化旅游发展有限公司	100.00	--	设立
如皋市富皋商贸有限公司	100.00	--	设立
如皋市中皋转贷服务有限公司	100.00	--	设立
如皋市保安服务有限公司	100.00	--	划拨
中皋置业有限公司	100.00	--	设立
如皋市如城新农村投资有限公司	100.00	--	划拨
中皋融资担保有限公司	55.73	22.05	划拨

注：如皋市中皋农产品科技发展有限公司于 2020 年 9 月更名为中皋农产品供应链有限公司

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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	36.62	38.05	40.54	44.70
资产总额（亿元）	254.24	267.61	304.43	339.27
所有者权益（亿元）	127.37	133.40	140.68	150.62
短期债务（亿元）	44.31	59.88	65.41	64.44
长期债务（亿元）	42.85	32.72	64.76	84.80
全部债务（亿元）	87.16	92.60	130.17	149.23
营业收入（亿元）	12.10	14.12	17.03	8.86
利润总额（亿元）	2.22	2.82	3.51	1.38
EBITDA（亿元）	2.69	3.11	3.87	--
经营性净现金流（亿元）	-15.78	1.16	-27.16	-21.04
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.06	1.90	1.56	--
存货周转次数（次）	0.12	0.07	0.08	--
总资产周转次数（次）	0.10	0.05	0.06	--
现金收入比（%）	66.01	79.64	86.62	83.98
营业利润率（%）	18.81	20.32	22.47	18.38
总资本收益率（%）	1.03	1.13	1.22	--
净资产收益率（%）	1.55	1.88	2.26	--
长期债务资本化比率（%）	25.18	19.70	31.52	36.02
全部债务资本化比率（%）	40.63	40.97	48.06	49.77
资产负债率（%）	49.90	50.15	53.79	55.60
流动比率（%）	297.85	259.44	303.05	317.08
速动比率（%）	107.85	102.25	125.12	121.48
经营现金流动负债比（%）	-18.79	1.14	-27.45	--
现金短期债务比（倍）	0.83	0.64	0.62	0.69
EBITDA 利息倍数（倍）	0.62	0.63	0.56	--
全部债务/EBITDA（倍）	32.43	29.79	33.62	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告将长期应付款和其他非流动负债纳入长期债务核算；3. 公司 2020 年上半年财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	/	0.03	0.47	4.65
资产总额（亿元）	/	6.92	150.18	178.53
所有者权益（亿元）	/	0.94	139.38	148.37
短期债务（亿元）	/	0.00	0.00	0.00
长期债务（亿元）	/	0.00	0.00	0.00
全部债务（亿元）	/	0.00	0.00	0.00
营业收入（亿元）	/	0.00	0.02	0.00
利润总额（亿元）	/	-0.01	0.00	-0.01
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	/	0.18	-1.78	1.50
财务指标				
销售债权周转次数（次）	/	--	--	--
存货周转次数（次）	/	--	--	--
总资产周转次数（次）	/	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	/	--	0.00	--
营业利润率（%）	/	--	99.97	
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	/	-1.43	0.00	--
长期债务资本化比率（%）	/	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率（%）	/	0.00	0.00	0.00
资产负债率（%）	/	86.37	7.19	16.90
流动比率（%）	/	97.27	119.05	116.97
速动比率（%）	/	97.27	119.05	116.97
经营现金流动负债比（%）	/	2.94	-16.49	--
现金短期债务比（倍）	/	--	--	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 母公司 2020 年半年度财务报表未经审计，相关指标未年化；3. 母公司无存货、应收账款，相关指标无法计算；4. 公司未提供计入财务费用利息支出、折旧摊销金额，EBITDA 及相关指标无法计算，相关指标以“/”表示；5. 公司未编制 2017 年母公司财务报表

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%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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 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

联合资信评估股份有限公司关于
富皋万泰集团有限公司
2021年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年富皋万泰集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

富皋万泰集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。富皋万泰集团有限公司或本次（期）债券如发生重大变化，或发生可能对富皋万泰集团有限公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的重大事项，富皋万泰集团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富皋万泰集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本次（期）债券相关信息，如发现富皋万泰集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对富皋万泰集团有限公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如富皋万泰集团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富皋万泰集团有限公司或本次（期）债券信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送富皋万泰集团有限公司、监管部门等。