跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1938 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持如皋市交通投资发展有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“11皋交投债”的信用等级为AA，维持“16皋投债”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年八月五日

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（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

如皋市交通投资发展有限公司公司债券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11 皋交投债	15 亿元	2011/1/26-2019/1/26	AA	AA
16 皋投债	15 亿元	2016/3/23-2023/3/23	AAA	AAA

跟踪评级时间：2016 年 8 月 5 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	12.86	3.22	18.78
资产总额(亿元)	383.64	417.68	454.43
所有者权益(亿元)	169.40	167.08	168.26
长期债务(亿元)	63.47	80.74	90.61
全部债务(亿元)	73.52	97.59	115.36
营业收入(亿元)	39.99	35.05	38.16
利润总额 (亿元)	11.69	6.36	5.96
EBITDA(亿元)	20.66	15.42	14.60
经营性净现金流(亿元)	28.49	19.35	23.07
营业利润率(%)	54.71	44.15	28.78
净资产收益率(%)	6.89	3.80	3.53
资产负债率(%)	55.84	60.00	62.97
全部债务资本化比率(%)	30.27	36.87	40.68
流动比率(%)	61.45	66.27	70.35
全部债务/EBITDA(倍)	3.56	6.33	7.90
EBITDA 利息倍数(倍)	5.25	3.49	3.40
经营现金流动负债比(%)	20.66	11.66	12.27

注：现金类资产已剔除使用受限资金。

分析师

李海宸　郝一哲
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）
Http：//www.lhratings.com

评级观点

如皋市交通投资发展有限公司（以下简称“公司”）是如皋市政府基础设施建设的重要主体。跟踪期内，如皋市经济及财政收入稳步增长，随着市政、交通和港区基础设施投资的加大，公司资产增长较快；同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司债务规模快速增长，盈利能力减弱对公司的影响。考虑到如皋市政府对公司在资金及资产划拨等方面的支持以及未来政府对公司重点投资项目采取回购的模式，公司偿债能力较强。

如皋市作为全国首批对外开放的沿海城市及沿江开发重点县（市）之一，区位优势显著、经济发展迅速，地方财政实力不断增强，有助于支撑公司未来经营与发展。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“11皋交投债”及“16皋投债”均设置提前等额分期偿付条款，有助于减小未来集中偿付压力。同时，针对“11皋交投债”募集资金投资的项目，公司每年获得的应收账款回款对当期应偿付债券本息具有一定保障作用。

“16皋投债”由中合中小企业融资担保股份有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，经联合资信对中合中小企业融资担保股份有限公司的公开评级，其主体长期信用等级为AAA，有助于更好地保障“16皋投债”本息偿还。

综合分析，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11皋交投债” AA的信用等级，维持“16皋投债”AAA的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，如皋市区域经济和财政收入快速增长，城市建设力度加大，公司面临良好的发展环境。
2. 跟踪期内，如皋市政府在政府财政资金拨

付等方面给予公司有力支持，政府支持具有较强的持续性。

3. “11 皋交投债” 和“16 皋投债”均设置提前等额分期偿付条款，EBITDA、经营活动现金流对每年偿付本金保障程度高。

关注

1. 公司债务规模快速增长，同时在建基础设施建设项目较多，未来仍面临一定资本支出压力。
2. 跟踪期内，公司其他应收款对公司资金占用明显。
3. 受成本大幅增长影响，公司利润在跟踪期内有所减少，且收入实现质量仍较弱。
4. 公司对外担保规模大，或有负债风险较大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与如皋市交通投资发展有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与如皋市交通投资发展有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因如皋市交通投资发展有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由如皋市交通投资发展有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于如皋市交通投资发展有限公司主体长期信用及“11 皋交投债” 和“16 皋投债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

如皋市交通投资发展有限公司（以下简称“如皋交投”或“公司”）成立于2000年9月5日，经过历次注资和变更出资人后，截至2015年底出资人为如皋市国有资产经营有限公司，注册资本10亿元。2009年6月30日，根据如皋市人民政府《市政府关于划转如皋市城建投资有限公司等企业国有股权（资产）的通知》（皋政发【2009】118号），明确如皋市城建投资有限公司（以下简称“如皋城投”）、如皋沿江开发投资有限公司（以下简称“沿江开发公司”）资产及权益无偿划转给公司，由公司行使股东权利和资产所有者权利。如皋市国有资产经营有限公司是公司唯一的股东，持有公司100%的股权，实际控制人为如皋市国有资产管理委员会。

公司作为如皋市政府直属的国有企业，承担如皋市城市基础设施工程的建设任务，主要通过公司本部、如皋城投和沿江开发公司三个主体完成。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为454.43 亿元，所有者权益合计为 168.26 亿元（其中少数股东权益 2.58 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 38.16 亿元，利润总额 5.96 亿元。

公司注册地址：如城镇环西路交通大厦二号楼三楼西侧；法定代表人：金小红。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，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）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额 30.10 万亿元，同比增长 10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20 万亿元，比上年名义增长 10.00%（扣除价格因素实际增长 12.00%）。全年进出口总额 4.00 万亿元人民币，比上年下降 8.00%。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具

（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年末，共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

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

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自 1998 年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点。

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改

委办公厅下发发改办财金[2013]2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发[2014]43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，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，以下简称《351 号文》），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松公司债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年《43 号文》出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域环境

目前公司经营与投资的项目均在如皋市。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受地区经济增长、财政收支状况和城市建设的影响，并与城市规划密切相关。

（1）经济概况

如皋市位于长江、黄海的“T”型交汇处，隶属于江苏省南通市，总面积 1477 平方公里。如皋紧邻南通，辐射苏北，处在上海 1.5 小时都市圈内，是中国首批对外开放的沿海城市、全国县域经济基本竞争力百强县之一，江苏沿江开发的 15 个重点县（市）之一。

根据《如皋市 2015 年国民经济和社会发展统计公报》，2015 年，如皋市全年实现地区生产总值 812.46 亿元，按可比价计算，同比增长 9.8%。分产业看：第一产业增加值 60.47 亿元，同比增长 3.5%；第二产业增加值 401.57 亿元，同比增长 10.3%，其中工业增加值 333.43 亿元，同比增长 11.0%；第三产业增加值 350.41 亿元，同比增长 10.1%。人均地区生产总值 64761 元。三次产业的比例调整为 7.4:49.59:43.1。一般公共预算收入占地区生产总值的比重达 9.50%，比上年提高 0.4 个百分点。

如皋市拥有 48 公里的长江岸线，其中深水岸线长达 20.2 公里。依靠优越的沿江岸线资源，如皋大力发展造船及配套产业。

从收入构成上来看，如皋市地方可控财力主要由一般预算收入、上级补助收入、基金收入和预算外财政专户收入四部分构成，详见表 1。

表 1　如皋市地方财政收入情况（单位：万元）

科目	2013 年	2014 年	2015 年
一般预算收入	601318	674450	771021
税收收入	501595	560547	636321
非税收入	99723	113903	134700
基金收入	462821	642192	631030
上级补助收入	284657	296894	355337
返还性收入	29155	29493	29921
一般性转移支付	14594	14988	233129
专项转移支付	112877	105224	92287
预算外财政专户收入	19919	14442	10046
地方可控财力	**1368715**	**1627978**	**1767434**

资料来源：公司提供

财政收入方面，2013～2015年，如皋市地方可控财力呈稳定增长态势，2015年如皋市地方可控财力达到176.74亿元，其中一般预算收入、基金收入和上级补助收入分别占43.62%、35.70%和20.10%。2015年，如皋市一般预算收入77.10亿元，同比上升14.31%，其中税收收入和非税收入分别为63.63亿元和13.47亿元。如皋市基金收入主要为国有土地使用权出让收入，2015年为63.10亿元，较上年小幅回落。同期，上级补助收入35.53亿元，主要为一般性转移支付和专项转移支付。

总的来看，随着如皋市经济持续发展，如皋市总体竞争力稳步提升，地方财政收入不断增长。如皋市财政收支平衡主要依赖于一般预算收入和基金收入。

如皋市地方政府债务全部为直接债务，截至 2015 年底，如皋市地方政府债务余额为 112.14 亿元，债务率（（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%）为 63.45%，总体来看，如皋市地方政府债务负担一般。

表 2　如皋市地方政府债务情况（单位：万元）

地方财力（2015 年度）	金额	地方债务（截至 2015 年 12 月）	金额
（一）地方一般预算收入	771021	（一）直接债务余额	1121392
1．税收收入	636321	1．国债转贷资金	--
2．非税收入	134700	2．解决地方金融风险专项借款	--
（二）转移支付和税收返还收入	355337	3．国内金融机构借款	621392
1．一般性转移支付收入	233129	（1）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	--
2．专项转移支付收入	92287	4．债券融资	500000
3．税收返还收入	29921	（1）中央代发地方政府债券	--
（三）国有土地使用权出让收入	631030	（2）由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	500000
1．国有土地使用权出让金	612932	（二）担保债务余额	--
2．国有土地收益基金	15369	1．政府担保的国内金融机构借款	--
3．农业土地开发资金	2729	2．政府担保的融资平台债券融资	--
4．新增建设用地有偿使用费	--	--	--
（四）预算外财政专户收入	10046	--	--

地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	1767434	地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	1121392
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		63.45%	

资料来源：公司提供

如皋港港区建设

2003 年以来，如皋积极响应江苏沿江开发战略部署，率先编制了《沿江开发总体规划》，将沿江地区规划为“一区三园”，即如港新城区、临港产业园、现代物流园和生态养生园。2003 年以来，如皋建设完善了如皋港区的各项基础设施，港区内高速公路网、内河网已经形成。

目前，如皋港已吸引了大批企业落户沿江，港区内船舶制造、石油化工及精细化工、钢铁冶金、高新技术、港口物流等临港产业已初具规模。目前已建成国家级造船基地，建成万吨级码头 10 座、在建万吨级码头 10 座、千吨级内港池码头 12 座。

2008年11月23日，如皋港获国务院批准为国家一类开放口岸，成为2000年以来国家新批的第一个县级市一类开放口岸。2009年3月，如皋港正式对外开放，为苏中地区一个外贸进出口的快速通道。

（2）固定资产投资及城市基础设施建设

近年来，如皋市重视城市基础设施建设投资，全社会固定资产投资逐年增长。2015 年全年规模以上固定资产投资 503.15 亿元，增长 13.0%。其中，规模以上工业投资 290.85 亿元，增长 8.6%；第三产业投资 211.19 亿元，增长 19.8%；旅游业投资 32.98 亿元，增长 41.4%。

2015 年全年房地产开发投资 60.00 亿元，增长 2.5%；房屋施工面积 576.53 万平方米，增长 4.8%，其中，施工住宅面积 418.83 万平方米，增长 8.6%；商品房屋销售面积 86.30 万平方米，增长 6.9%，商品房屋销售额 45.34 亿元，下降 2.4%。

如皋市交通设施建设进一步加快，2015 年全年完成交通建设投入 10 亿元，完成农村等级公路 500 公里，改造危桥 50 座。城乡客运协调发展，全年新建镇村客运站亭 32 座，客运站牌 21 个；全市新投入新能源公交车 70 辆。

（3）发展规划

根据《如皋市国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，长三角一体化、长江经济带等诸多国家战略叠加效应集中释放，将有利于如皋市进一步开放；沪通大桥、长江深水航道改造等一批重大工程相继实施，将有利于如皋市进一步放大综合交通枢纽优势，完善的功能平台配套、良好的产业结构体系、高效的组织推进机制将有利于如皋市进一步提升区域综合竞争力，为“十三五”加快发展提供坚实保障。

总的来看，随着长三角一体化、江苏沿江开发、上海建设国际金融中心及国际航运中心等战略的实施，如皋成为全面接轨上海和苏南、加快转型升级、加速集聚发展的高地，近几年经济快速发展，工业化和城市化进程不断加快，未来发展前景向好。

五、基础素质分析

公司作为如皋市的城市基础设施投资和运营主体，承担政府相关投资建设，如皋市财政对公司资金支持力度大。如皋市财政对公司资金支持主要通过以下几个方面体现。

①根据如皋市财政局皋财发【2009】5 号文件规定，公司本部、如皋城投和沿江开发公司获得财政拨入的基础设施管理、维护费用，计入当年度的主营业务收入，在主营业务收入中财政拨入工程款科目核算。②公司收到土地款财政返还（根据长江镇如皋港区管委会 2004 年 12 月 18 日纪要）计入其他业务收入，但考虑到土地出让金返还实际也是财政拨入工程款的一部分，公司 2010 年后将其计入财政拨入工程款。

2015 年，公司获得财政拨款 42.24 亿元，分别计入“营业收入”及“营业外收入”科目。总体看，如皋市财政对公司的资金支持力度很

强。

根据如皋市人大常委会《如皋市人大常委会关于批准如皋市交通投资发展有限公司代建长江镇“万顷良田建设工程”项目、如皋港引河综合整治工程项目、南通市西北片区域供水如皋市城乡支管网工程项目和如皋港物流中心及查验服务中心工程项目的决议》（皋人发【2010】6 号文），如皋市政府授权如皋市财政局与公司签署《投资建设与转让收购协议》，针对 2011 年 1 月发行的 15 亿元公司债券募集资金投资的 4 个项目，如皋市财政局以分期付款的形式进行政府回购，回购总金额为 37.92 亿元，其中代建投资额 23.70 亿元，投资利息 11.85 亿元，投资回报 2.37 亿元。如皋市财政局从 2011-2020 年分期支付回购款，每年支付金额在 1.30 亿元至 7.22 亿元之间。2013~2015 年分别收到回购款 6.63 亿元、5.00 亿元和 9.00 亿元，均计入主营业务收入，回购资产由公司代政府经营管理，仍在公司账面反映。

六、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事及高级管理人员发生变更。新任董事和监事成员如下：

金小红，女，1971年生，大专学历。曾于如皋市人民政府招待所、中国建设银行股份有限公司如皋市支行任职。现任公司董事长、法人代表。

刘赟，女，1986年生，本科学历。曾于如皋市交通工程技术质量监督所任职。现任公司董事、总经理。

沈贞贞，女，1990年生，本科学历。曾任职于如皋市交通运输局财审科。现任公司监事长。

公司董事、监事和高管变更未对公司实际经营产生重大影响。

七、经营分析

1. 经营现状

公司作为如皋市国有独资公司，承担如皋市交通建设投资、城市基础设施建设及沿江开发投资。

公司主营业务主要通过三个主体来完成，①公司本部负责如皋市交通基础设施建设；②全资子公司如皋城投负责如皋市市政基础设施建设；③全资子公司如皋沿江开发投资有限公司负责如皋港区基础设施建设。

表3 公司主营业务收入主要构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2013年			2014年			2015年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
公司本部	66285.44	16.60	89.80	50093.11	14.59	87.15	23632.45	6.19	24.62
沿江开发公司	292738.94	73.30	43.82	257072.59	74.86	34.20	281195.68	73.69	34.03
如皋城投	40317.98	10.10	75.90	36252.43	10.55	61.32	76783.66	20.12	24.30
合计	**399342.36**	**100.00**	**54.69**	**343418.13**	**100.00**	**44.79**	**381611.80**	**100.00**	**31.49**

资料来源：公司提供

2015 年公司主营业务收入为 38.16 亿元，同比增长 8.88%，主要系政府回购项目增加。营业收入主要来自于因承担基础设施建设任务而获得的财政拨入的回购款和土地出让返还以及安置房销售收入。从毛利率来看，2015 年主营业务毛利率为 31.49%，较 2014 年大幅下降 13.30 个百分点，主要系公司主营业务成本大幅增长所致。

从各主体情况看，收入主要来自沿江开发公司，2015年公司本部、沿江开发公司和如皋城投分别占主营业务收入的6.19%、73.69%和20.12%。跟踪期内，公司本部营业收入占比持续下降。

2．公司主要业务状况

如皋沿江开发

跟踪期内，沿江开发公司继续承建如皋港区内的道路、绿化、水利等市政工程。公司的业务收入仍主要来源于代建业务、土地整理开发、安置房建设及物业管理等经营性业务。

（1）港区基础设施建设

2015年公司在港区主要完成的项目有：国税办公楼及附属设施、人才市场综合楼、郭园农贸市场等。沿江开发公司先通过自身融资筹集资金投资建设基础设施项目，项目建成后，由如皋港区财政局实施回购。如皋港区财政局就公司承建的基础设施项目与公司签订了回购协议，对已完工、在建及拟建的项目进行分期回购。2013~2015年，沿江开发公司代建业务产生营业收入9.36亿元、7.93亿元和8.14亿元。

（2）土地储备及开发

沿江开发公司土地开发模式为：利用财政拨入款及银行贷款，完成土地拆迁安置、平整等土地整治工作，然后按照招、拍、挂程序，委托具有合法资质的地价评估部门对拟出让地块进行地价评估，由国土部门在市招标采购交易中心举行土地出让活动，与受让方签订国有土地使用权出让合同。土地出让金先交付到财政专户，而后由财政部门返还至沿江开发公司，用于支持城市基础设施建设。此外，沿江开发公司也会通过招拍挂程序取得部分平整土地使用权，待日后分块出让取得收益。公司土地储备及开发收入主是由财政拨付的土地出让收益返还，成本主要是土地开发整理成本。

截至2015年底，沿江开发公司拥有工业用地18.86万平方米，商业、普通商品房用地345.43万平方米、农业用地2330.73万平方米，除农用地外，全部为出让地，其中已办理土地使用权证的土地面积为2695.02万平方米，全部计入无形资产。

2013~2015 年，沿江开发公司获得土地储备及开发收入 8.00 亿元、8.16 亿元和 7.08 亿元。

（3）安置房建设

沿江开发公司安置房建设模式为：沿江开发公司负责对农户进行征地拆迁，完成安置后如皋港区管委会将相关投入（主要为拆迁成本和建安成本）全部返还沿江开发公司，作为安置房销售收入，同时结转成本，该业务收入与成本均等，不产生利润。除上述安置房外，沿江开发公司还在安置房小区进行了配套店面房的建设，通过租售获得利润，用于建设资金的总体平衡。

截至2015年底，沿江开发公司累计建成春江花苑一至六期安置房，长青沙一至六期安置房，长青沙引凤苑及配套安置房和东平华苑一期安置房，平南花苑安置房，红星花苑安置房，陆家嘴一期安置房等项目。2013~2015年，分别实现经济适用房、门面房和安置房销售收入3.97亿元、4.58亿元和4.99亿元。

（4）经营性业务

沿江开发公司于2009年起，相继实施了拆迁复垦、“万顷良田建设”等工程，整理出农用地34961亩，用于农业出租；沿江开发公司拥现有沿江岸线48千米，其中深水岸线约17.56千米，目前已开发利用26.58千米，2013年起实现出租收入。2015年沿江开发公司经营性业务实现收入6.49亿元。

总体看，跟踪期内，沿江开发公司作为如皋港区基础设施的重要建设主体，2015年沿江开发公司承建的市政工程继续增加。公司的主要在建工程预计总投资39.04亿元，目前已投资36.00亿元，沿江开发公司未来融资压力较小。

表4　截至2015年底沿江开发公司主要在建工程情况表　（单位：亿元、%、年）

项　目	总投资	已投资	完工进度	建设期
农民安置房	17.41	16.00	90.00	5
拆迁工程	5.92	5.00	80.00	5
钢贸物流园	1.30	1.30	100.00	5
污水管网	1.48	1.40	95.00	5

电力设施	2.12	1.80	90.00	5
如港新城	6.68	6.50	95.00	5
船舶园区	1.55	1.50	100.00	5
石化园区	1.25	1.20	100.00	5
基础设施	1.33	1.30	100.00	5
合　计	39.04	36.00	92.21	--

资料来源：公司提供

如皋市交通建设投资

公司本部承担如皋市交通基础设施建设任务，自2000年成立以来，先后建设完工的工程有原省道317线、原省道316线、如港公路、沿海高速东陈连接线、334省道如城至丁堰连接线、沿江公路、沿海高速白蒲连接线、白蒲火车站进场道路、蒲黄线（中段）及东延工程、204国道、丁平线，修建了1500多公里农村公路、118公里县乡公路等级提升工程、319座危桥的改造和280公里县乡公路的全面维修等。公司在如皋市财政拨付代建资金到位时，全额确认收入。

表 5　公司本部主要项目收入情况（单位：万元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年
本部营业收入	**66285.44**	**50100.71**	--
334 道路建设项目	11085.00	4565.00	--
如港路项目	2855.60	147.80	--
丁平线项目	6988.50	3250.00	4511.49
204 国道项目	9070.08	998.50	10287.81
港口连接线	9950.00	10580.50	--
王石线工程	11556.50	6750.00	--
丁磨路	13685.91	6867.19	--
316 线	--	1179.12	--
大交通	--	15755.00	8833.15
小计	**65190.99**	**50093.11**	**23632.45**

资料来源：公司提供

注：小计数与营业收入差额为其他较小标的路段的建设收入。

截至目前，公司本部主要在建重点工程项目为355省道如皋段，226省道如皋段工程等；拟建重点工程为如通快速通道等。预计公司本部总投资47.83亿元，已投资22.50亿元，后续投资压力较大。

表6　截至2015年末公司本部在建、拟建工程情况表 （单位：亿元、%）

项　目	总投资	已投资	完工进度	建设期间
355 省道如皋段	18.30	14.00	75.00	2012.3-2018.10
226省道如皋段	9.50	8.50	90.00	2011.4-2016.10
如通快速通道	19.80	0.00	0.00	2016.1-2018.10
蒲黄线东段、皋高线西延道路绿化	0.23	0.00	0.00	2015.8-2015.10
合　计	**47.83**	**22.50**	--	--

如皋市城市建设投资

如皋市市政基础设施建设任务由子公司如皋城投承担，自成立以来，完善了城市次干道及支路工程提高了城市路网密度，改善了市民出行条件；新建了新生桥、通城桥、友谊桥、健康桥、解放桥等，顺畅了城市防洪体系；投资恢复了石合泰、颐园的景点，完善了城市内外城河风光带，启动了水绘园、东大街历史文化街区、集贤里历史名人故居保护工程建设；建成城市污水处理厂一、二期工程，实施了管网与道路的同步建设等；建成大司马南路、燕桥西河边路、长宁路、圃园西路、仙鹤路五条道路；彻底打通了万寿路、原政法路两条断头路；完成了宏坝居住河驳坡工程、内城河清淤

工程，打造了“水清坡绿景美”的城河景观；对城区老旧沥青路面进行修缮提升，完成了坑塘修复、沥青摊铺和交通设施整改维修；推进如海复线工程建设，二期主管网如期实现供水；完成了交通局宿舍楼小区、绘园新村一区、三区以及二区206号楼改造提升工作，共涉及26幢住宅楼、8幢临街建筑；完成新开工公共租赁住房600套，建成经济适用房100套、廉租房150套； 2015年新完工城南大道、中央大道、时代文化广场工程等项目。

表 7　如皋城投主要项目收入情况（单位：万元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年
市文化广场工程	10118.64	8900.00	42298.55
区域供水东延工程项目	1939.11	1944.47	11.178
安置房建设项目	19180.10	16446.00	--
GJ2007-51# 项目	1105.83	3433.30	--
其他零星项目	--	--	17657.77
小计	**32343.68**	**30723.77**	**59967.50**

资料来源：公司提供

注：小计数与营业收入差额主要是市政景观、路灯、文化广场等较小市政建设取得的收入。

截至 2015 年底，如皋城投主要在建项目为中央商务区项目、区域供水东延工程、区域供水等项目，总投资额 7.00 亿元，已完成投资 5.48 亿元。

表 8　如皋城投主要在建项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	项目总投资	已投资额	完工进度	建设期（年）
中央商务区	2.50	1.83	70	4
区域供水东延工程	2.50	1.89	70	3
区域供水	2.00	1.76	80	3
合　计	7.00	5.48	--	--

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内公司营业成本增长幅度远大于收入增长幅度，导致公司整体盈利能力大幅下降，公司在建工程规模较大，有一定投资压力，且由于代建款回款时间较长，对公司流动资金占用较大。

3．经营效率

2015 年，公司销售债权周转次数较 2014 年大幅下降，为 2.74 次，主要系应收账款增长所致。2015 年，公司存货周转次数为 1.76 次，较 2014 年有所增长，主要系公司营业成本增长所致。总资产周转次数与 2014 年持平，为 0.09 次。整体看，公司资产经营效率一般。

4．未来发展

未来公司将继续围绕如皋市发展规划，加大基础设施工程建设力度，强化自身经营盈利能力。

八、募集资金使用情况

公司于2011年1月26日公开发行“11皋交投债”，募集资金15亿元，其中，14亿元用于长江镇“万顷良田建设工程”、如皋港引河综合整治工程、南通市西北片区域供水如皋市城乡支管网工程和新建如皋港物流中心及查验服务中心等四个项目的建设，1亿元用于补充流动资金。截至2015年底募集资金已使用完毕。

公司于2016年3月发行的“16皋投债”，募集资金15亿元。截至2016年7月底，已按募集资金使用用途（13亿元用于如皋市城区安置房建设二期工程项目，2亿元用于补充营运资金）全部使用完毕。

九、财务分析

公司提供的 2013～2015 年财务报表已经中兴华富华会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。从合并范围来看，公司主要由如皋市城建投资有限公司、如皋沿江开发投资有限公司及公司本部三部分组成，跟踪期内合并范围无变化，公司报表可比性强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 454.43 亿元，所有者权益合计为 168.26 亿元（其中少数股东权益 2.58 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 38.16 亿元，利润总额 5.96 亿元。

1. 盈利能力

2015年，公司营业收入为38.16亿元，同比增长8.88%，主要由于公司基础设施建设等业务收入有所增长所致。2015年，公司营业成本快速增长，为26.15亿元，同比增长37.72%。受营业成本的大幅增长影响，公司营业利润率呈下滑趋势，2015年为28.78%，较2014年下降了15.37个百分点。2015年，公司营业利润、利润总额和净利润分别为1.82亿元、5.96亿元和5.94亿元，较2014年分别同比下降64.32%、6.40%和6.40%。

公司期间费用主要为管理费用和财务费用，2015年期间费用为8.78亿元，同比下降10.77%，占营业收入比重为23.01%，较2014年占比（为28.06%）有所下降。整体看，公司期间费用对营业收入侵蚀较大。

2015年公司营业外收入为4.15亿元，较2014年增加2.81亿元。主要为公司收到的政府补贴，营业外收入对公司利润总额形成有益补充。

从盈利指标看，2015年，公司总资本收益率和净资产收益率均有所下降，2015年分别为3.61%和3.53%。

总体看，跟踪期内，公司营业收入有所增长，但利润总额有所下降，期间费用占比仍保持较大比例，盈利能力持续下降。由于公司业务主要为建设管理市政基础设施建设，未来营业收入受政府部门规划影响较大。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2015年公司经营活动产生的现金流入量由销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金组成，分别为21.42亿元和45.07亿元。其中，销售商品、提供劳务收到的现金同比增长18.27%，收到其他与经营活动有关的现金同比下降20.60%。从收入实现质量指标看，2015年，公司现金收入比为56.13%，收入实现质量很差。2015年，公司经营活动产生的现金流出为43.41亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金（占3.24%）和支付其他与经营活动有关的现金（占85.08%）。其中，支付其他与经营活动有关的现金为36.94亿元，同比下降23.19%，主要是与施工单位和政府的往来款减少导致。2015年经营活动产生的现金净流量为23.07亿元。

从投资活动来看，2015年公司投资活动产生的现金流量净额-25.67亿元，为购建固定资产、无形资产支付的现金24.26亿元和投资支付的现金1.41亿元。

2015年筹资活动前现金流量净额为-2.60亿元，随着基础设施建设的不断增加，公司对外有一定的融资需求。

公司筹资方式主要为借款和发行债券，2015年取得借款收到的现金为30.87亿元，收到其他与筹资活动有关的现金为27.19亿元。筹资活动现金流出主要表现为偿还债务及利息支付的现金，为42.75亿元。筹资活动产生的现金净流量为19.52亿元。

总体看，跟踪期内，经营活动现金流受往来款的影响大，收入实现质量很差，投资活动现金流出大，公司有一定对外筹资压力。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额为 454.43

亿元，同比增长 8.80%。截至 2015 年底，公司资产总额中流动资产占 29.11%，非流动资产占 70.89%。公司资产以非流动资产为主。

截至2015年底，公司流动资产为132.28亿元，同比增长20.25%。截至2015年底，公司流动资产主要是货币资金（占25.93%）、应收账款（13.14%）、其他应收款（42.73%）和存货（10.21%）构成。

截至2015年底，公司货币资金34.30亿元，同比增长97.35%，其中银行存款占货币资金的54.75%。公司货币资金中使用受限资金为5.31亿元。

截至2015年底，公司应收账款为17.39亿元，同比增长66.36%，主要为应收如皋港区财政分局回购款11.25亿元，占应收账款总额的64.71%，账龄为一年以内。

截至2015年底，公司其他应收款为56.52亿元，同比下降2.37%。按账龄分析法计提坏账准备2.03亿元。从账龄上看，1年以内的占47.90%，1~2年的占23.98%，2~3年的占20.17%，3~4年的占1.35%，4~5年的占5.14%，5年以上的占1.47%。其他应收款欠款单位主要为如皋市民生住房开发有限公司（占14.60%）、如皋樊川贸易公司（占9.35%）、如皋公路磨头收费站（占8.06%）、如皋市百瑶贸易有限公司（占7.42%）和如皋市陆家嘴工程建设公司（占5.19%）。整体来看，跟踪期内，其他应收款整体账龄较短，对公司资金占用较大。

截至 2015 年底，公司存货为 13.51 亿元，同比下降 16.66%。其中开发成本占比 99.93%。未计提存货跌价准备。

截至2015年底，公司非流动资产为322.15亿元，同比增长4.71%。公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程和无形资产，分别占9.28%、58.10%和31.99%。

截至2015年底，公司长期应收款为0.24亿元，同比大幅下降，全部为应收浙江海亮融资租赁有限公司款项。

截至2015年底，公司固定资产为29.89亿元，同比下降1.18%，其中房屋建筑物占比99.83%。

截至2015年底，公司在建工程为187.19亿元，同比增长14.37%，全部为代建市政工程。其中，2015年新增代建市政工程40.84亿元，转入固定资产的为14.61万元。同时，如皋港区委员会回购的代建项目17.32亿元。

截至2015年底，公司无形资产为103.04亿元，同比下降4.83%，其中大部分为土地使用权。其中用于抵押的土地使用权为83.28亿元。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模增长较快。公司资产以土地使用权、政府往来款及代建投入形成的在建工程为主，整体流动性较弱，资产质量一般。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益为168.26亿元，同比增长0.70%，与2014年底变化不大。截至2015年底，公司资本公积为106.01亿元，同比下降4.36%。截至2015年底，从构成来看，其中实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占5.94%、63.00%、0.72%和28.80%，少数股东权益占1.53%。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益稳定性一般。

负债

截至2015年底，公司负债总额为286.18亿元，同比增长14.20%，其中流动负债占65.70%，非流动负债占34.30%。跟踪期内，公司负债仍以流动负债为主。

截至2015年底，公司流动负债合计188.02亿元，同比增长13.27%，主要由应付票据（占7.16%）、应付账款（占12.49%）、预收款项（占7.31%）和其他应付款（占66.77%）构成。

截至2015年底，公司应付票据和应付账款分别为13.47亿元和23.48亿元，应付票据同比增长8.22%，应付账款同比增长14.88%。其中应付票据中银行承兑汇票占68.23%，商业承兑汇票占31.77%。应付账款主要是公司对南通市恒佳建筑安装有限公司和南通港城置业有限公司的

欠款，主要为应付安置房及道路的建设款。

截至2015年底，公司预收款项13.74亿元，同比增长3.91%。主要为预收土地储备中心的土地出让金和预售安置房款。

截至2015年底，公司其他应付款为125.55亿元，同比增长9.70%。主要系公司和市交通局等单位之间往来款增加。从账龄看，1年以内的占71.11%，1~2年的占8.51%，2~3年的占11.51%，3年以上的占8.87%。

表 9　截至 2015 年底主要其他应付款项目明细

（单位：亿元、%）

项　　目	2015 年	占比
如皋市交通服务有限公司	19.08	15.20
如皋市财政局	18.52	14.75
如皋市交通局	11.11	8.85
如皋市融润贸易有限公司	8.68	6.91
如皋市寿庆水利工程管理有限公	7.12	5.67
合　　计	**64.51**	**51.38**

资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司非流动负债合计98.16亿元，同比增长16.00%，主要系专项应付款增长所致。其中长期借款和应付债券分别为47.35亿元和40.00亿元，占比分别为48.24%和40.75%。

截至2015年底，公司全部债务为115.36亿元，同比增长18.22%；2015年底公司短期债务为24.76亿元，同比上升47.00%，主要系短期借款大幅增长所致，占全部债务21.46%；长期债务为90.61亿元，同比增长12.22%，占全部债务78.54%。跟踪期内，公司债务负担有所增长，从结构上看仍以长期债务为主。

截至2015年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率都有所增长，分别为62.97%、40.68%、35.00%。

总体看，跟踪期内，随着公司代建规模的扩大，资本支出较大，负债规模快速增长。公司以长期债务为主，债务结构较好。公司所有者权益稳定性一般。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 70.35%和 63.17%，较 2014 年底均有所上升；公司经营现金流动负债比为 12.27%，较 2014 年增长 0.61 个百分点。截至 2015 年底，公司现金类资产为 18.78 亿元，较 2014 年底增加 15.56 亿元，现金类资产是短期债务的 0.76 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度较低。总体看来，跟踪期内，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看，2015 年，公司 EBITDA 为 14.60 亿元，同比下降 5.36%。全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 7.90 倍和 3.40 倍，EBITDA 对全部债务和利息的保护能力有所下降。总体看，跟踪期内，公司的长期偿债能力一般。

截至 2015 年底，公司对外担保余额 30.02 亿元，占 2015 年底公司所有者权益的 17.84%。公司对外担保较为分散，担保比率较高，若发生代偿对公司整体经营存在一定影响。公司或有负债风险较大。

截至2015年底，公司共获得银行授信额度63.00亿元，已使用额度50亿元，间接融资渠道有待拓宽。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10320682000560900），截至 2016 年 7 月 21 日，公司有 13 笔已结清关注类贷款，系公司为政府背景类企业，中国银行将公司认定为关注类客户。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及如皋市区域经济发展及财力水平的综合分析，并考虑到如皋市政府对于公司在财政补贴等方面的支持，公司整体抗风险能力较强。

十、存续期债券保障能力

公司于 2011 年 1 月 26 日发行人民币债券 15 亿元，债券简称“11 皋交投债”，发行期限为 8 年，“11 皋交投债”利息采用固定利率，单利按年计息，不计复利，票面年利率为 8.51%；“11 皋交投债”设置提前偿还条款，即自债券发行后第 5 年起，逐年按照债券发行总额 25%的比例等额偿还债券本金。截止 2016 年 6 月底，“11 皋交投债”已偿付本金 3.75 亿元，目前本金余额为 11.25 亿元。

公司于 2016 年 3 月 23 日发行人民币债券 15 亿元，债券简称“16 皋投债”，发行期限为 7 年，“16 皋投债”利息采用固定利率，单利按年计息，不计复利，票面年利率为 3.74%；“16 皋投债”设置提前偿还条款，即自债券发行后第 3 年起，逐年按照债券发行总额 20%的比例等额偿还债券本金。截至 2016 年 6 月底，“16 皋投债”本金余额为 15.00 亿元。

公司上述两期公司债本金余额合计为 26.25 亿元。

以2015年财务数据为基础，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对上述两期公司债券本金余额的保护倍数分别为 0.56 倍、2.53 倍和 0.88 倍；考虑到上述公司债券均设置分期偿还，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对分期最高偿还金额 13.75 亿元的保障程度较高。

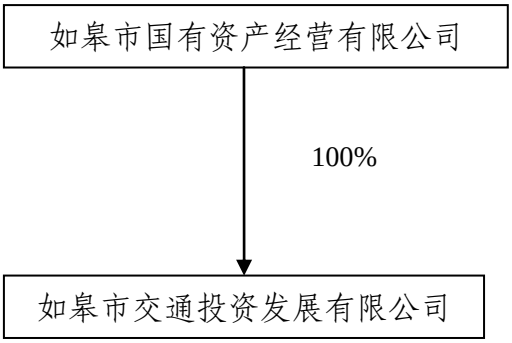
“11 皋交投债”募集资金投资项目的应收账款回款资金也是偿债资金的重要来源，根据公司与如皋市财政局签署的《投资建设与转让收购协议》，公司将获得应收账款回款 37.92 亿元，分 10 年支付，该回款优先用于“11 皋交投债”本息的偿付。2015 年公司收到回购款 9.00 亿元，执行情况良好。

“16皋投债”由中合中小企业融资担保股份有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，经联合资信对中合中小企业融资担保股份有限公司的公开评级，其主体长期信用等级为AAA，有助于更好地保障“16皋投债”本息偿还的安全性。

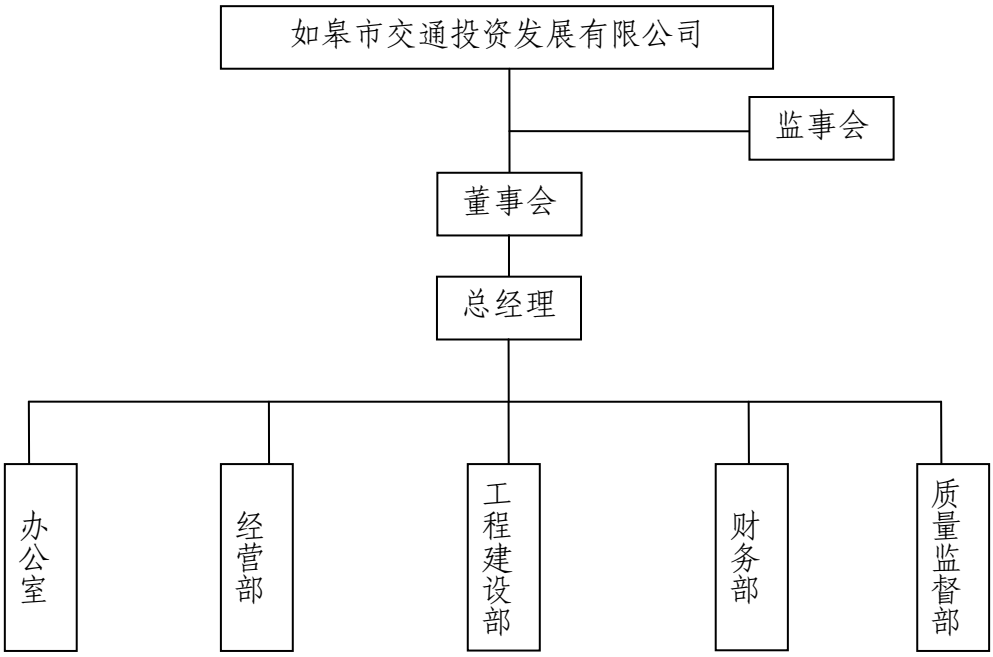
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11皋交投债” AA的信用等级，维持“16皋投债”AAA的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	12.86	3.22	18.78
资产总额(亿元)	383.64	417.68	454.43
所有者权益(亿元)	169.40	167.08	168.26
短期债务(亿元)	10.05	16.84	24.76
长期债务(亿元)	63.47	80.74	90.61
全部债务(亿元)	73.52	97.59	115.36
营业收入(亿元)	39.99	35.05	38.16
利润总额(亿元)	11.69	6.36	5.96
EBITDA(亿元)	20.66	15.42	14.60
经营性净现金流(亿元)	28.49	19.35	23.07
财务指标			
销售债权周转次数(次)	59.63	6.27	2.74
存货周转次数(次)	1.74	1.11	1.76
总资产周转次数(次)	0.21	0.09	0.09
现金收入比(%)	94.34	51.67	56.13
营业利润率(%)	54.71	44.15	28.78
总资本收益率(%)	6.43	4.07	3.61
净资产收益率(%)	6.89	3.80	3.53
长期债务资本化比率(%)	27.26	32.58	35.00
全部债务资本化比率(%)	30.27	36.87	40.68
资产负债率(%)	55.84	60.00	62.97
流动比率(%)	61.45	66.27	70.35
速动比率(%)	48.35	56.51	63.17
经营现金流动负债比(%)	20.66	11.66	12.27
EBITDA 利息倍数(倍)	5.25	3.49	3.40
全部债务/EBITDA(倍)	3.56	6.33	7.90

注：现金类资产已剔除使用受限资金。

附件 3　有关计算指标的计算公式

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-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+一年内到期的长期负债+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　主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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

中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。