信用等级公告

联合〔2019〕1219号

联合资信评估有限公司通过对如皋市交通投资发展有限公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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+，“16如皋投债/PR如皋交投”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

如皋市交通投资发展有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA+
上次主体长期信用等级：AA+

债券简称	债券余额	到期兑付日	担保方级别	本次评级结果	上次评级结果
16 皋投债/PR 皋交投	12 亿元	2023/3/23	AAA	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 6 月 11 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	25.66	20.50	30.96
资产总额(亿元)	511.82	448.79	466.95
所有者权益(亿元)	173.79	184.26	192.70
短期债务(亿元)	16.66	31.21	49.91
长期债务(亿元)	148.27	141.39	145.81
全部债务(亿元)	164.92	172.60	195.71
营业收入(亿元)	38.07	40.97	40.97
利润总额 (亿元)	5.55	7.85	8.02
EBITDA(亿元)	13.14	15.46	12.00
经营性净现金流(亿元)	-17.83	17.04	25.51
营业利润率(%)	26.47	27.20	20.27
净资产收益率(%)	3.19	4.25	4.15
资产负债率(%)	66.04	58.94	58.73
全部债务资本化比率(%)	48.69	48.37	50.39
流动比率(%)	100.83	101.80	108.94
经营现金流动负债比(%)	-9.64	14.19	20.35
全部债务/EBITDA(倍)	12.55	11.17	16.31
EBITDA 利息倍数(倍)	1.26	1.31	1.15

注：长期应付款中付息部分已调整至长期债务。

分析师

李海宸　丁 晓

邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

如皋市交通投资发展有限公司（以下简称“公司”）是如皋市最重要的基础设施建设主体。跟踪期内，如皋市经济情况持续向好，为公司创造了良好外部经营环境。公司业务在区域内保持明显优势，并持续得到如皋市政府在财政补贴等方面的有力支持。跟踪期内，公司收入利润基本稳定，权益规模持续提高，资产负债率持续下降。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到跟踪期内公司债务规模持续增长，短期支付压力较大，往来款对公司资金占用较大以及公司未来筹资压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

如皋市作为中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，如皋市对基础设施投资力度加大有助于支撑公司未来经营与发展。未来，公司综合竞争力有望进一步增强。

“16皋投债/PR皋交投”设置本金等额分期偿付条款，有助于减轻公司未来集中偿付压力。“16皋投债/PR皋交投”由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合中小担保”）提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，中合中小担保主体长期信用等级为AAA，其担保能显著提升“16皋投债/PR皋交投”本息偿付的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA+，维持“16皋投债/PR皋交投”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，如皋市经济保持较快增长，为公司提供了良好的外部环境。
2. 公司作为如皋市最重要的基础设施投融资及建设主体，跟踪期内得到了如皋市政府在财政补贴等方面给予的持续支持。
3. “16 皋投债/PR 皋交投”设置本金等额分

期偿付条款，公司 EBITDA、经营活动现金流入量对本金单年最高偿付额保障程度高。中合中小担保对“16 皋投债/PR 皋交投”的担保显著提升了其还本付息的安全性。

关注

1. 跟踪期内，公司债务规模持续增长，短期支付压力较大。
2. 跟踪期内，公司资产以土地使用权、政府及其他平台公司往来款及代建投入形成的在建工程为主，资产流动性较弱，整体资产质量一般。
3. 公司在建、拟建的代建项目较多，后续投资支出及未来筹资压力较大。

声　明

一、本报告引用的资料主要由如皋市交通投资发展有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

如皋市交通投资发展有限公司跟踪评级报告

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（以下简称“联合资信”）关于如皋市交通投资发展有限公司主体长期信用及相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，如皋市交通投资发展有限公司（以下简称“如皋交投”或“公司”）的股权结构以及经营范围未发生变化。截至2018年底，公司注册资本10亿元，公司出资人为如皋市国有资产经营有限公司（以下简称“国资公司”），公司实际控制人为如皋市国有资产管理委员会（以下简称“如皋市国资委”）。

公司作为如皋市政府下属的国有企业，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、全资子公司如皋市城建投资有限公司（以下简称“如皋城投”）和全资子公司如皋沿江开发投资有限公司（以下简称“沿江开发公司”）三个主体完成。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 466.95 亿元，所有者权益合计 192.70 亿元（其中少数股东权益 2.80 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 40.97 亿元，利润总额 8.02 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、存续债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券“16皋投债/PR皋交投”尚需偿还债券余额合计12.00亿元，存续债券情况见表1。

表 1　存续债券情况

债券简称	债券余额	发行日	期限	票面利率
16 皋投债/PR 皋交投	12.00 亿元	2016/3/23	7 年	3.74%

资料来源：联合资信整理

公司于2016年3月发行7年期“16皋投债/PR皋交投”，募集资金15亿元。募集资金中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。截至目前，募集资金已全部使用完毕。“16皋投债/PR皋交投”设置本金分期偿还条款，于存续期后5年逐年按照发行总额20%的比例偿还本金。公司已于2019年3月偿付部分本金及当期利息。

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字

3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设

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

（2）行业政策

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

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

表 2　2018 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险””

2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号）	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资源来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

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

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2. 区域经济环境

公司经营与投资的项目均位于如皋市。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受地区经济发展、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

如皋市隶属于江苏省南通市，总面积 1477 平方公里。如皋市是中国首批对外开放的沿海城市、中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。

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。如皋市作为长三角一体化中承接上海和苏南的发展高地具有地理优势。

根据《如皋市 2018 年国民经济和社会发展统计公报》，2018 年，如皋市实现地区生产总值 1120.48 亿元，同比增长 7.3%；人均地区生产总值 90031 元，同比增长 7.7%。第一产业增加值 69.39 亿元，同比增长 2.9%；第二产业增加值 534.36 亿元，增长 8.8%，其中工业增加值 447.12 亿元，增长 8.7%；第三产业增加值 516.73 亿元，增长 6.2%。三次产业结构优化调整为 6.2:47.7:46.1。2018 年如皋市完成固定资产投资 400.82 亿元，增长 8.50%，其中，工业投资 237.98 亿元，增长 8.60%；服务业投资 162.84 亿元，增长 9.20%。

2018 年，如皋市公路客运量 453 万人次，旅客周转量 37699 万人公里；公路货运量 2544

万吨，货物周转量 404478 万吨公里；水路货运量 688 万吨，货物周转量 533711 万吨公里。除此之外，如皋市港口完成货物吞吐量 5800 万吨，完成交通设施投入 14.67 亿元，完成农村等级公路 190 公里，改造危桥 20 座，新建镇村客运站亭 12 座。

根据《如皋市2018年国民经济和社会发展统计公报》，2018年，如皋市财政总收入为159.43亿元，同比增长17.5%，其中一般预算收入70.01亿元，较上年下降1.80%。一般公共预算支出107.77亿元，较上年下降1.60%。

（2）如皋港区概况

2003年以来，如皋市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，如皋市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。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，苏中地区又增加一个外贸进出口的快速通道。

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 42 座、在建万吨级码头 10 座、千吨级内港池码头 12 座，2017 年港口集装箱吞吐量达 150764 标箱，同比增长 131.7%。如皋港区现有两条国家一级航道，可通航 10 万吨级的“三超”巨轮。

总体来看，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，近几年经济稳定发展，工业化和城市化进程不断加快，未来发展前景向好。

六、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，承担如皋市城市基础设施、市政道路、省级公路的投资建设，以及如皋港区沿江区内土地整理开发和基础设施投资建设等任务，公司在区域内具有一定垄断地位。

对公司承担的基础设施管理、维护工作，如皋市每年拨付财政补贴款。2018 年，公司获得财政补贴 1.70 亿元，计入“其他收益”科目。

根据公司提供的企业信用报告（机构信用代码：G1032068200056090O），截止 2019 年 3 月 4 日，公司已结清信贷业务中有 1 笔欠息记录，主要系利息到期未能成功扣取，非公司原因所致；未结清业务中存在 13 笔关注类贷款，主要系银行将公司归于政府背景类企业列入关注类客户所致。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制、管理制度等方面均未发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要承担如皋市内基础设施代建、安置房和经适房销售、土地整理转让及其他经营等业务。

表3 公司营业收入主要构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016年			2017年			2018年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
代建工程	98238.86	25.81	40.16	170036.31	41.50	32.86	170999.46	41.74	25.29
土地整理及转让业务	117158.48	30.78	33.05	96888.76	23.65	38.95	96435.37	23.54	33.24
安置房及经适房销售业务	111284.05	29.23	25.37	77274.94	18.86	24.15	72966.19	17.81	28.33
其他经营业务	53994.92	14.18	27.70	65495.30	15.99	27.42	69262.28	16.91	23.62

合计	380676.31	100.00	31.88	409695.31	100.00	31.79	409663.30	100.00	27.42

资料来源：公司提供

注：其他经营业务主要包括岸线出让及租赁收入、物业管理收入、农田出租业务和建筑物出租业务等。

2018 年公司实现营业收入 40.97 亿元，与上年变化不大。跟踪期内，各板块收入占比较 2017 年基本保持一致。

从毛利率来看，2018年公司毛利率为27.42%，较2017年有所下降。公司代建业务毛利率有所下降，主要系受结转项目不同影响所致；土地整理及转让业务毛利率有所下滑，主要系受土地转让业务中所出售的土地用途、地理位置、转让时点等因素影响所致；安置房及经济适用房销售业务毛利率有所提升。总体看，公司整体毛利率处于较高水平。

2．业务经营分析

公司主营业务主要通过三个主体来完成，其中公司本部负责如皋市交通基础设施建设，如皋城投负责城市基础设施建设和安置房建设销售，沿江开发公司负责如皋港区的开发建设。

代建工程业务

公司本部及其子公司如皋城投和沿江开发公司分别与如皋市人民政府或如皋市财政局就基础设施建设项目签署代建协议。2018年，公司代建工程实现收入17.10亿元，同比增长0.59%。

根据公司与如皋市政府签订的委托代建协议书，如皋市政府授权委托公司建设如皋市范围内的基础设施工程项目。项目资金主要来自公司自有资金、银行借款以及债券等债务融资工具。项目建成后，由如皋市人民政府或如皋市财政局负责资金结算及支付，财政部门依据工程项目竣工审计报告确定的审定金额，进行财务决算，对工程建设成本进行确认；公司及其子公司如皋城投和沿江开发公司在收回项目投资成本的基础上收取一定的代建费、基础设施管理费和维护费。

表4　2018年公司代建业务收入确认明细（单位：万元）

项目名称	总投资额	确认收入
盐通高速东陈接线	30000.00	34273.82
317 线	8300.00	4744.35
东大街二期	15000.00	924.30
道路工程	27000.00	20680.90
市政维修工程	28200.00	11999.63
长江镇“万顷良田建设工程”	160000.00	25500.00
如皋港引河综合整治工程	68000.00	22000.00
如皋港物流中心	20000.00	13500.00
长江镇（如皋港区）河道整治工程	74000.00	37376.45
合 计	**430500.00**	**170999.46**

资料来源：公司提供

2018年底，公司在建的代建工程项目主要为S603如皋段路面改造工程、沿江水系综合整治项目、沿江堤防除险及环境整治项目及天生港如皋段综合整治工程等，总投资额合计75.58亿元，已投资46.10亿元，未来三年计划投资29.48亿元。2018年底，公司拟建代建项目计划总投资47.50亿元，主要为如皋港水利枢纽工程、戴安岗码头、S226如皋新建段和S355如皋新建段。公司在建、拟建的代建项目较多，合计尚需投资76.98亿元。

表5　2018年底公司主要在建工程情况（单位：万元）

项　目	总投资	已投资	未来三年投资计划	建设期
盐通铁路	85300.00	37000.00	48300.00	2018—2021
农村公路建养一体化	87500.00	10000.00	77500.00	2018—2019
如通快速路（通皋大道）如皋段征地拆迁费用	75000.00	74000.00	1000.00	2017—2021
S603 如皋段路面改造工程	108000.00	100000.00	8000.00	2014—2019
沿江水系综合整治项目	150000.00	109000.00	41000.00	2016—2019
沿江提防除险及环境整治项目	150000.00	122000.00	28000.00	2016—2019
天生港如皋段综合整治工程	100000.00	9000.00	91000.00	2018—2021
合　计	**755800.00**	**461000.00**	**294800.00**	**---**

资料来源：公司提供

表6　2018年底公司主要拟建工程情况

（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	未来投资计划		
		2019年	2020年	2021年
如皋港水利枢纽工程	10.00	3.00	4.00	3.00
戴安岗码头	15.00	6.00	5.00	4.00
226省道如皋新建段	7.50	1.00	1.00	1.00
355省道如皋新建段	15.00	1.00	2.00	2.00
合计	**47.50**	**12.00**	**12.00**	**10.00**

资料来源：公司提供

整体看，公司代建业务收入规模保持稳定，但公司应收账款规模较大，对公司资金形成明显占用；公司代建业务在建及拟建项目投资规模较大，未来将面临一定的资金压力。

土地整理及转让业务

公司土地开发业务主要由沿江开发公司负责。沿江开发公司接受如皋市政府的委托，根据双方签订的《投资建设与转让收购协议》，利用财政拨入款及银行贷款，对如皋港区内的土地进行整理开发，公司土地转让业务收入来源为存量土地转让，享有土地转让收益。

业务模式方面，土地整理业务主要系公司接受如皋市政府及如皋港区管委会的委托，并向市国土资源局上报土地整理申请、编制土地报批材料及整理方案开展；公司完成相关手续的办理后开展征地、拆迁及配套基础设施建设工作；由市国土资源局审核开发成本、组织验收并纳入土地储备库，待土地出让后，市财政部门参照土地出让金收入情况对公司的前期成本加成后进行一次性或分期支付。土地转让业务方面，对于有较大升值潜力的地段，公司参与摘牌程序，取得土地使用权；待有意向入驻企业入驻时，由公司与入驻企业参照周边地价确定土地资产转让价格，享受土地增值收益。2018年，公司确认土地整理及转让业务收入9.64亿元，毛利率为33.24%。2018年底，公司合并口径拥有可转让土地436.52万平方米，分别计入“无形资产”和“存货”科目，账面价值94.00亿元，主要系通过招拍挂形式获得，其中已抵押52.92亿元。目前公司可转让土地面积较大，但大部分土地存在受限情况，对转让产生一定影响。

安置房及经适房业务

公司经适房及安置房建设主要由沿江开发公司和如皋城投负责。经济适用房项目建设完工后直接面向如皋市中低收入群体进行销售回笼资金；安置房建设销售业务主要安置被征地拆迁的农户，并在安置房小区进行配套商业用房的建设，通过出售获得利润用于回笼资金，实现收益。

2018年安置房及经适房销售业务实现收入7.30亿元，同比下降5.56%，主要系可售面积减少所致。

表7　2018年底公司经适房及安置房销售情况表

（单位：万元）

完工项目名称	预计销售金额	已销售金额	回款情况
春江花苑	79200	84737	84737
东屏花苑	59820	72850	72850
红星花苑北区7号安置房	63598	88334	88334
红星花苑8号安置房	37200	29867	27364
陆家嘴一期安置房	142000	16342	9031
如皋市城区安置房建设二期项目	174909	104825	103489
合计	**556727**	**396955**	**385805**

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司在建安置房项目为司马嘉苑安置房项目，总面积127428m^2，总套数852套，总投资额4.40亿元，未来尚需投资3.20亿元。整体看，公司安置房项目逐步进入收尾阶段，未来仍有一定结转收入空间。

其他经营业务

公司其他经营业务主要由公司本部、沿江开发公司及如皋城投下属公司如皋水绘园风景区投资发展有限公司（以下简称“如皋水绘园”）负责。

沿江开发公司的其他经营性业务主要包括自来水销售、港口码头岸线的运营收入（含出租、出售）、公司存量资产的出租（含农用地、

人力资源市场等）、已建安置房小区的物业管理收入等。随着如皋港区人口规模增长，自来水销售收入持续增长。如皋水绘园的经营性收入主要由如皋市水绘园风景区门票销售收入及景区运营收入构成。

表8　2017—2018年公司其他经营性业务收入明细

（单位：万元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
农田出租业务	9160.50	13.99	9843.05	14.21
自来水销售业务	2127.65	3.25	2285.18	3.30
物业管理收入	6402.00	9.77	6638.55	9.58
岸线出让及租赁收入	38422.28	58.66	39637.27	57.23
建筑物出租业务	6624.75	10.11	6902.93	9.97
水绘园风景区运营收入	1915.28	2.92	2791.12	4.03
其他业务	842.84	1.29	1164.18	1.68
合计	**65495.30**	**100.00**	**69262.28**	**100.00**

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司其他经营收入有所增长，未来有望成为公司营业收入新的增长点，公司业务呈现多元化发展趋势。

3．未来发展

公司未来将继续大力推进开展多种经营：通过资产出租出让、资产收购、资产置换等方式，经营好授权范围内的国有资产，承担国有资产保值增值的责任；在保证公司自身运转发展前提下，投资基础设施建设项目，开展资本运作，实现投资、建设、经营一体化服务。

九、财务分析

1．财务概况

公司提供了2018年度合并财务报表，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。截至2018年底，公司纳入合并范围的子公司共10家，其中2018年新增子公司1家。新增子公司资产规模较小，公司财务数据可比性强。

截至2018年底，公司资产总额466.95亿元，所有者权益合计192.70亿元（其中少数股东权益2.80亿元）。2018年，公司实现营业收入40.97亿元，利润总额8.02亿元。

2．资产质量

2018年底，公司资产总额466.95亿元，同比增长4.05%。其中，流动资产占29.25%，非流动资产占70.75%。公司资产结构以非流动资产为主。公司主要资产构成详见下表。

表9　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	**122.22**	**27.23**	**136.58**	**29.25**
货币资金	20.50	4.57	30.82	6.60
应收账款	11.57	2.58	20.99	4.50
其他应收款	76.86	17.13	71.36	15.28
非流动资产	**326.57**	**72.77**	**330.37**	**70.75**
固定资产	27.31	6.09	25.48	5.46
在建工程	201.01	44.79	210.53	45.09
无形资产	94.12	20.97	89.45	19.16
资产合计	**448.79**	**100.00**	**466.95**	**100.00**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2018年底，公司流动资产136.58亿元，同比增长11.75%，主要系货币资金和应收账款增加所致。2018年底，公司货币资金30.82亿元，同比增长50.32%，主要为银行存款（18.84亿元）和其他货币资金（11.98亿元），公司货币资金中使用受限资金为11.28亿元。

2018年底，公司应收账款20.99亿元，同比增长81.41%，主要为应收如皋港区财政分局（占应收账款52.90%）和如皋港水利工程有限公司（占应收账款29.77%）的港区基础设施回购款项。公司累计计提坏账准备37.79万元。

表10　2018年底公司应收账款金额前5名

（单位：万元、%）

单位名称	金额	账龄	占总额的比例
如皋港区财政分局	111041.27	1—2年、4—5年	52.90
如皋皋港水利工程有限公司	62500.00	1年以内	29.77
如皋市润禾现代农业有限公司	31723.95	1年以内	15.11
购房款	4107.64	1—5年及5年以上	1.96

如皋市二案供水服务有限公司	241.28	1 年以内	0.11
合计	**209614.13**	**--**	**99.85**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2018年底，公司存货为7.37亿元，同比增长17.15%，主要系工程项目及安置房建设投入增加。2018年底，公司存货中已抵押土地1.92亿元。

2018年底，公司其他应收款71.36亿元，同比下降7.16%，主要系公司加大清收往来款力度所致。按账龄分析法计提坏账准备1.60亿元，前5名欠款单位合计占55.69%，其他应收款多为与如皋市相关国有企业的往来款，对资金形成较大占用。

表11　2018年底公司其他应收款金额前5名

（单位：亿元、%）

欠款单位	余额	账龄	占比
如皋市富港工程建设有限公司	13.27	1 年以内	18.18
如皋市陆家嘴工程建设有限公司	10.21	1 年以内，1~4 年	14.00
如皋市如园新农村基础设施开发有限公司	6.66	1 年以内，1~4 年	9.12
如皋市惠港水利建设有限公司	5.88	1 年以内、1-2 年、4-5 年	8.05
如皋市沿江水利工程有限公司	4.63	一年以内，1~3 年	6.34
合计	**40.64**	**--**	**55.69**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2018年底，公司非流动资产为330.37亿元，较上年底变化不大。

2018 年底，公司可供出售金融资产为 4.67 亿元，同比增长 20.10%，主要系公司对南通市铁路办公室增资所致。

2018 年底，公司固定资产账面价值 25.48 亿元，同比下降 6.69%，累计折旧 15.10 亿元。

2018 年底，公司在建工程 210.53 亿元，同比增长 4.73%，主要系基础设施建设代建业务投资增加所致；公司在建工程全部为代建市政工程项目投资建设成本。

2018 年底，公司无形资产为 89.45 亿元，同比下降 4.97%，主要系处置土地使用权所致。其中用于抵押的土地使用权为 51.00 亿元，占无形资产的 57.02%。

总体看，跟踪期内，公司资产以土地使用权、政府及其他平台公司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。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2018 年底，公司所有者权益 192.70 亿元，同比增长 4.58%，主要系未分配利润增长所致。所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 5.27%、57.45%和 36.43%。

2018 年底，资本公积 109.09 亿元，同比增长 0.40%，主要为政府历年划转给公司的土地等资产。2018 年底，公司未分配利润为 69.18 亿元，同比增长 12.32%。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益小幅增长，稳定性较好。

负债

2018年底，公司负债总额274.25亿元，同比增长3.68%，其中流动负债占45.71%，非流动负债占54.29%。

2018年底，公司流动负债合计125.37亿元，同比增长4.42%，主要由短期借款（占8.03%）、预收款项（占11.27%）、其他应付款（占45.05%）和一年内到期的非流动负债（占27.87%）构成。

2018年底，公司短期借款10.07亿元，同比增长571.13%，主要系公司增加了质押借款和保证借款所致。

2018年底，公司预收款项14.12亿元，同比下降4.97%，主要系预收房款结转收入，且后续房产销售逐步缩减所致。

2018年底，公司其他应付款56.47亿元，同比下降15.31%，主要系公司清理往来款所致。公司其他应付款主要是与政府部门及当地国有企业之间的往来款。

2018年底，公司一年内到期的非流动负债34.94亿元，同比增长21.96%。

2018年底，公司非流动负债合计148.88亿

元，同比增长3.06%，主要由长期借款（占17.96%）和应付债券（占77.36%）构成。

2018年底，公司长期借款为26.74亿元，同比下降41.19%。

2018年底，公司应付债券115.17亿元，同比增长25.12%，主要系公司发行债券融资规模扩大所致。从公司应付债券期限结构看，公司将于2021年面临较大的兑付压力及行权回售压力。

表 12　2020—2023 年公司应付债券期限结构

（单位：亿元）

年份	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
到期金额	2.40	47.57	40.20	33.00
可能回售金额	38.20	21.00	10.00	--

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2018年底，公司长期应付款3.89亿元，主要为融资租赁款，已调整至长期债务计算。

2018年，公司专项应付为3.08亿元，全部为城市建设维护资金。

表 13　公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
短期债务	16.66	31.21	49.91
长期债务	148.27	141.39	145.81
全部债务	**164.92**	**172.60**	**195.71**
资产负债率	66.04	58.94	58.73
全部债务资本化比率	48.69	48.37	50.39
长期债务资本化比率	46.04	43.42	43.07

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2018年底，公司全部债务195.71亿元，同比增长13.39%；2018年底公司短期债务49.91亿元，同比增长59.92%，占全部债务的25.50%；长期债务为145.81亿元，同比增长3.12%，占全部债务的74.50%，公司债务结构以长期债务为主。

从债务指标看，2018年底公司资产负债率和长期债务资本化比率均有所下降，全部债务资本化比率有所增长，2018年底上述指标分别为58.73%、43.07%和50.39%。

总体看，跟踪期内，公司债务规模持续扩张，整体债务负担一般。但受一年内到期的非流动负债增长影响，公司短期债务增长较快，将面临一定的集中偿付压力。

4. 盈利能力

2018年，公司实现营业收入40.97亿元，与上年基本持平；2018年营业成本为29.73亿元，同比增长6.40%。公司营业利润率为20.27%。

表 14　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	38.07	40.97	40.97
政府补助	2.99	1.90	1.70
利润总额	5.55	7.85	8.02
营业利润率	26.47	27.20	20.27
总资本收益率	3.21	3.70	2.52
净资产收益率	3.19	4.25	4.15

资料来源：联合资信整理

公司期间费用主要为管理费用和财务费用。2018 年，受利息费用支出减少影响，公司期间费用快速下降至 3.37 亿元，期间费用占营业收入比重为 8.22%。

2018年，公司获得财政补贴1.70亿元，分别计入“其他收益”科目，政府补助对公司利润总额形成补充。2018年，公司实现利润总额8.02亿元。公司盈利能力不断增强。

从盈利指标看，跟踪期内，公司总资本收益率、净资产收益率均有所下降，2018年上述指标分别为2.52%和4.15%。

总体看，跟踪期内，公司收入及利润规模保持稳定，政府补贴对利润形成一定补充。

5. 现金流

从经营活动看，2018 年，公司经营活动现金流入量为 78.33 亿元，同比增长 11.46%；其中收到其他与经营活动有关的现金 57.83 亿元，主要是收到的往来款、保证金及押金；公司经营活动现金流出量较上年基本保持一致，公司

经营活动现金净流入 25.51 亿元。2018 年，公司现金收入比为 50.05%，较上年大幅下降。

表 15　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
经营活动现金流入	66.35	70.28	78.33
经营活动现金流出	84.18	53.24	52.82
经营活动现金流净额	-17.83	17.04	25.51
现金收入比	114.20	102.72	50.05
投资活动现金流净额	-43.52	-20.38	-24.68
筹资活动现金流净额	52.71	-4.92	1.31

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从投资活动来看，2018年公司投资活动产生的现金流量净额-24.68亿元，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金25.52亿元。

公司筹资方式主要为借款和发行债券，2018年取得借款收到的现金为41.11亿元，发行债券收到的现金为31.00亿元。筹资活动现金流出74.90亿元，主要表现为偿还债务及利息支付的现金。筹资活动产生的现金净流量为1.31亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动净现金流持续好转，但收入实现质量大幅下降；公司投资活动现金流出规模大，存在较大对外筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 108.94%和 103.06%，较 2017 年底均有所上升，公司短期偿债能力一般。2018 年，公司经营现金流动负债比为 20.35%，公司现金类资产为 30.96 亿元，是短期债务的 0.62 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度较低，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 12.00 亿元，同比下降 22.38%。全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 16.31 倍和 1.15 倍，EBITDA 对全部债务和利息的保障能力较 2017 年有所弱化。

截至 2018 年底，公司对外担保规模为 95.47 亿元，相当于公司所有者权益的 49.54%，担保对象主要为如皋地方国企，但由于公司担保规模较大，存在一定的代偿风险。

截至 2018 年底，公司获得银行授信总额为 69.20 亿元，已使用额度为 53.24 亿元，尚未使用额度为 15.97 亿元，公司融资渠道有待拓宽。

考虑到公司定位及如皋市政府对公司的持续支持，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

截至 2018 年底，公司母公司资产总额 194.11 亿元，所有者权益 68.67 亿元。2018 年，公司母公司实现营业收入 9.14 亿元，利润总额 2.60 亿元。

十、存续债券保障能力

截至本期评级报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券“16 皋投债/PR 皋交投”，债券余额为 12.00 亿元。

2018 年，公司 EBITDA 为 12.00 亿元，经营活动现金流入量为 78.33 亿元，对存续债券余额的保障倍数分别为 1.00 倍和 6.53 倍；“16 皋投债/PR 皋交投”设置了本金分期偿还条款，公司 EBITDA、经营活动现金流入量分别为单年最高偿还金额（3 亿元）的 4 倍和 26.11 倍。公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对单年最高偿还金额保障能力较好。

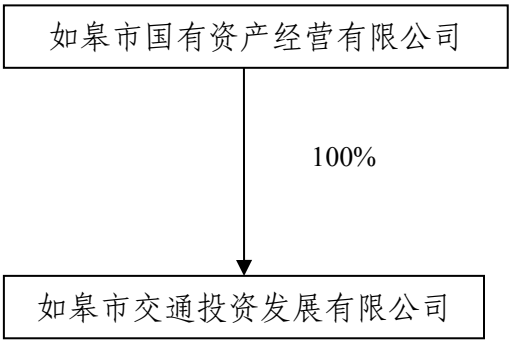
“16皋投债/PR皋交投”由中合中小担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，中合中小担保主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。其担保显著提升了“16皋投债/PR皋交投”本息偿还的安全性。

十一、结论

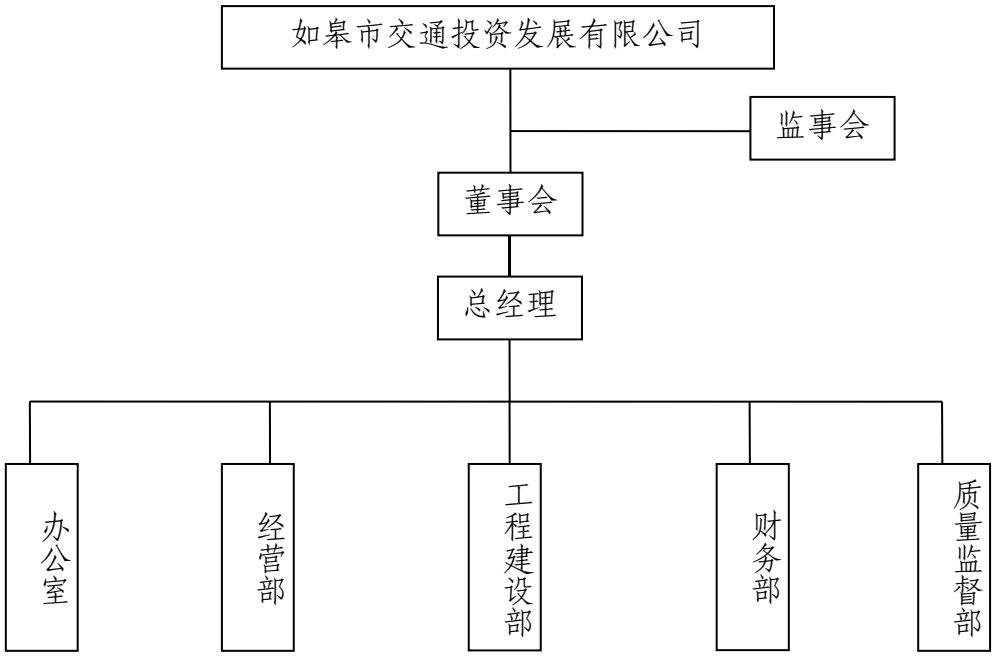
综合评估，联合资信确定维持公司的主体

长期信用等级为AA+，维持“16皋投债/PR皋交投”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2018 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2018 年底公司组织架构图



附件 1-3　截至 2018 年底公司下属子公司情况

公司名称	成立时间	注册地	业务性质	持股比例
如皋沿江开发投资有限公司	2003-5-27	如皋市	投资建设	100.00%
如皋市城建投资有限公司	2001-2-18	如皋市	投资建设	100.00%
如皋市沿江置业有限公司	2009-9-14	如皋市	投资建设	100.00%
如皋市皋港自来水有限公司	2007-10-24	如皋市	供水服务	100.00%
如皋市皋港物业管理有限公司	2007-6-13	如皋市	物业管理	100.00%
如皋市沿江人力资源开发服务有限公司	2006-9-20	如皋市	中介服务	60.00%
如皋沿江农业发展有限公司	2006-4-21	如皋市	农业开发	66.67%
如皋市高城投资有限公司	2014-5-16	如皋市	投资建设	60.00%
如皋水绘园风景区投资发展有限公司	2004-9-30	如皋市	旅游开发	85.09%
如皋市广源物资贸易有限公司	2005-1-18	如皋市	批发和零售业	100.00%

资料来源：根据公司审计报告整理

附件 2　截至 2018 年底公司对外担保明细

（单位：亿元）

被担保对象	担保余额	担保债权	担保方式	到期日期	反担保措施
江苏皋开投资发展集团有限公司	4.40	贷款	保证	2021/12/1	无
如皋市新绘交通设施建设投资有限公司	6.00	贷款	保证	2031/12/31	无
如皋市兴皋桥梁工程管理有限公司	3.90	贷款	保证	2023/6/20	无
如皋富源城市建设投资发展有限公司	2.40	贷款	保证	2020/12/20	无
如皋市禹通河道整治经营管理有限公司	1.60	贷款	保证	2020/3/8	无
江苏恒盛物流有限公司	1.75	贷款	保证	2024/11/30	无
江苏志伟现代农业投资发展有限公司	1.25	贷款	保证	2020/12/15	无
南通嘉禾水务投资有限公司	1.50	贷款	保证	2022/12/28	无
如皋市汇鑫投资有限公司	4.00	贷款	保证	2025/4/6	无
如皋市如城新农村投资有限公司	2.20	贷款	保证	2021/6/28	无
如皋市星星公交有限公司	0.18	贷款	保证	2019/9/23	无
如皋市雉水水业有限公司	0.89	贷款	保证	2019/11/21	无
如皋市水务集团有限公司	1.90	贷款	保证	2019/11/21	无
如皋市龙游水利建设工程有限公司	0.47	贷款	保证	2019/12/6	无
如皋市龙游湖风景区管理有限公司	0.38	贷款	保证	2019/11/8	无
如皋市文化创意产业园开发有限公司	0.29	贷款	保证	2019/11/8	无
如皋市兴港工程建设有限公司	14.07	贷款	保证	2032/1/19	无
如皋市沿江水利工程有限公司	10.00	贷款	保证	2030/12/31	无
如皋市富港工程建设有限公司	8.00	贷款	保证	2026/11/23	无
如皋市如园新农村基础设施开发有限公司	2.40	贷款	保证	2024/12/12	无
	1.00	贷款	保证	2022/12/25	无
	1.00	贷款	保证	2022/6/25	无
	1.00	贷款	保证	2021/6/25	无
	0.60	贷款	保证	2020/6/25	无
如皋市富港工程建设有限公司	2.00	贷款	保证	2020/1/18	无
	0.80	贷款	保证	2023/11/30	无
	0.80	贷款	保证	2026/5/30	无
如皋市富港工程建设有限公司(融资租赁服务)	1.10	贷款	保证	2020/12/25	无
如皋市樊川贸易有限公司	2.30	贷款	保证	2019/12/13	无
如皋市如园新农村基础设施开发有限公司	1.70	贷款	保证	2020/10/22	无
如皋市沿江水利工程有限公司	1.43	贷款	保证	2023/11/25	无
如皋市润禾现代农业有限公司	1.50	贷款	保证	2019/12/3	无
如皋市如园新农村基础设施开发有限公司	0.75	贷款	保证	2020/10/22	无
如皋市百瑶贸易有限公司	0.50	贷款	保证	2019/8/22	无
如皋市樊川贸易有限公司	0.50	贷款	保证	2019/10/30	无
如皋市樊川贸易有限公司	0.10	贷款	保证	2019/10/30	无
如皋天润港口建设有限公司	0.60	贷款	保证	2019/11/5	无
如皋市惠港水利建设有限公司	0.44	贷款	保证	2020/8/27	无

如皋市如园新农村基础设施开发有限公司	0.44	贷款	保证	2020/8/27	无
如皋市陆家嘴工程建设有限公司	0.39	贷款	保证	2019/6/15	无
如皋市沿江水利工程有限公司	5.00	贷款	保证	2025/12/25	无
土储中心	2.62	贷款	保证	2023/6/7	无
江苏熔盛重工有限公司	0.75	贷款	抵押	2018/8/30	有
	0.57	贷款	抵押	2018/1/19	有
合计	**95.47**	-	-	-	-

注：江苏熔盛重工有限公司的两笔债务已到期，目前其重组事项仍处于处理过程中。

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	25.66	20.50	30.96
资产总额(亿元)	511.82	448.79	466.95
所有者权益(亿元)	173.79	184.26	192.70
短期债务(亿元)	16.66	31.21	49.91
长期债务(亿元)	148.27	141.39	145.81
全部债务(亿元)	164.92	172.60	195.71
营业收入(亿元)	38.07	40.97	40.97
利润总额(亿元)	5.55	7.85	8.02
EBITDA(亿元)	13.14	15.46	12.00
经营性净现金流(亿元)	-17.83	17.04	25.51
财务指标			
销售债权周转次数(次)	2.73	3.71	2.51
存货周转次数(次)	2.06	3.12	4.35
总资产周转次数(次)	0.08	0.09	0.09
现金收入比(%)	114.20	102.72	50.05
营业利润率(%)	26.47	27.20	20.27
总资本收益率(%)	3.21	3.70	2.52
净资产收益率(%)	3.19	4.25	4.15
长期债务资本化比率(%)	46.04	43.42	43.07
全部债务资本化比率(%)	48.69	48.37	50.39
资产负债率(%)	66.04	58.94	58.73
流动比率(%)	100.83	101.80	108.94
速动比率(%)	94.55	96.56	103.06
经营现金流动负债比(%)	-9.64	14.19	20.35
EBITDA 利息倍数(倍)	1.26	1.31	1.15
全部债务/EBITDA(倍)	12.55	11.17	16.31

注：长期应付款中付息部分已调整至长期债务。

附件 4　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-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 5-1　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 5-2　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 5-3　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