信用等级公告

联合〔2020〕1766 号

联合资信评估有限公司通过对如皋市交通产业集团有限公司及其相关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产业集团有限公司主体长期信用等级为 AA^{+}，“16 皋投债/PR 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

二〇二〇年六月二十四日

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

如皋市交通产业集团有限公司2020年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AA+	稳定	AA+	稳定
16 皋投债/PR 皋交投	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 皋投债/PR 皋交投	15.00 亿元	9.00 亿元	2023/3/23

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2020 年 6 月 24 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	aa-	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	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	4
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
政府支持				2

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

如皋市交通产业集团有限公司（以下简称“公司”，原名为如皋市交通投资发展有限公司）是江苏省如皋市重要的基础设施建设主体之一，主要负责如皋市交通基础设施的建设和运营、土地开发整理和转让、安置房建设销售业务。跟踪期内，公司继续得到如皋市政府在资本金注入、股权划转和财政补贴方面的大力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司资产流动性较弱、面临集中偿付压力、未来存着一定筹资压力、对外担保规模大等因素对其信用水平带来的不利影响。

“16 皋投债/PR 皋交投”设置本金分期偿付条款，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，其担保能有效增强“16 皋投债/PR 皋交投”本息偿付的安全性。

未来，随着如皋市基础设施建设业务的逐步开展，公司经营状况有望保持稳定，综合竞争力有望进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，“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，如皋市经济稳步发展，财政实力有所提升，公司发展的外部环境良好。2019年，如皋市实现地区实现生产总值1215.18亿元，同比增长6.1%；完成一般公共预算收入70.01亿元，同比增长0.01%。
2. 公司是如皋市重要的基础设施建设主体

分析师：马玉丹　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

之一，跟踪期内在资本金注入、股权划转和财政补贴方面持续得到如皋市政府的大力支持。

3. 中合中小担保对“16皋投债/PR皋交投”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，能有效增强其本息偿付的安全性；同时“16皋投债/PR皋交投”设置了本金分期偿还条款，有助于减轻公司未来的集中偿付压力。

关注

1. 公司债务规模不断增长，2020－2022年面临集中偿付压力。
2. 公司对外担保规模较大，存在或有负债风险。
3. 公司资产中在建工程和应收类款项占比高，资产流动性较弱。
4. 未来随着在建和拟建项目的持续推进，公司存在一定筹资压力。
5. 跟踪期内，“16皋投债/PR皋交投”募投项目资产随业主单位被无偿划出，公司后续将不会实现募投项目运营收入，“16皋投债/PR皋交投”的还本付息资金将来源于公司自有资金。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产(亿元)	20.50	38.79	38.86
资产总额(亿元)	448.79	480.96	461.15
所有者权益(亿元)	184.26	209.86	193.33
短期债务(亿元)	31.21	52.92	51.82
长期债务(亿元)	141.39	165.79	168.59
全部债务(亿元)	172.60	218.71	220.41
营业收入(亿元)	40.97	41.18	41.44
利润总额(亿元)	7.85	5.66	6.37
EBITDA(亿元)	15.46	9.64	9.24
经营性净现金流(亿元)	17.04	27.68	18.62
营业利润率(%)	27.20	13.98	18.40
净资产收益率(%)	4.25	2.69	3.26
资产负债率(%)	58.94	56.37	58.08
全部债务资本化比率(%)	48.37	51.03	53.27
流动比率(%)	101.80	134.08	189.39
速动比率(%)	96.56	126.87	183.66
现金收入比(%)	102.72	57.58	59.96
经营现金流动负债比(%)	14.19	27.07	18.77
现金短期债务比(倍)	0.66	0.73	0.75
EBITDA 利息倍数(倍)	1.31	0.83	0.59
全部债务/EBITDA(倍)	11.17	22.69	23.85
公司本部（母公司）			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额(亿元)	185.98	194.11	219.08
所有者权益(亿元)	66.07	68.57	99.05
全部债务(亿元)	69.19	78.87	93.93
营业收入(亿元)	2.61	9.14	11.79
利润总额(亿元)	0.78	2.60	3.14
资产负债率(%)	64.47	64.68	54.79
全部债务资本化比率(%)	51.15	53.49	48.67
流动比率(%)	29.86	34.14	95.25
经营现金流动负债比(%)	6.56	12.94	2.30

注：本报告以 2019 年初数据代替 2018 年底数据；已将长期应付款中有息部分计入有息债务核算

评级历史：

债项名称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16 皋投债/PR 皋交投	AAA	AA+	稳定	2019/06/11	李海宸 丁晓	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读原文
16 皋投债/PR 皋交投	AAA	AA+	稳定	2018/06/27	李海宸 李衡	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读原文
16 皋投债/PR 皋交投	AAA	AA	稳定	2015/12/29	刘珺轩 卜彦花	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读原文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查询；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

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

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

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

如皋市交通产业集团有限公司2020年跟踪评级报告

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”）关于如皋市交通产业集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

2019年，根据如皋市人民政府出具的《市政府关于同意组建如皋市交通产业集团有限公司涉及相关国有股权重组整合及新设公司事项的批复》（皋政复〔2019〕113号），公司全部股权由如皋市国有资产经营有限公司（以下简称“国资公司”）转让给如皋市人民政府，实际控制人由如皋市国有资产管理委员会（以下简称“如皋市国资委”）变更为如皋市人民政府，如皋市人民政府授权如皋市财政局履行出资人职责；此外，如皋市人民政府将如皋市交通服务发展有限公司（以下简称“如皋交通服务”）、如皋市新绘交通设施建设投资有限公司（以下简称“新绘交通”）、如皋市融润贸易有限公司（以下简称“融润贸易”）和如皋市皋环清洁服务有限公司（以下简称“皋环清洁服务”）4家公司100.00%股权无偿划转至公司，公司名称由如皋市交通投资发展有限公司变更为如皋市交通产业集团有限公司。

根据如皋市人民政府出具的《市政府关于同意组建如皋市国有置业集团有限公司和高新区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〕112号），如皋市人民政府同时将公司所持有的如皋市城建投资有限公司（以下简称“如皋城投”）100.00%股权无偿划转至如皋市城市产业发展集团有限公司。

根据《关于增加如皋市交通投资发展有限公司注册资本的决定》（皋国资〔2019〕13号），2019年，如皋市国有资产监督管理办公室（以下简称“如皋市国资办”，即如皋市财政局）将公司注册资本从10.00亿元增加至50.00亿元，新增注册资本40.00亿元中，5.00亿元由如皋市国资办以货币形式认缴（部分增资款在2020年一季度收到），剩余35.00亿元以公司资本公积转增。截至2020年3月底，公司注册资本为50.00亿元，实收资本为32.50亿元。

截至2020年3月底，公司本部内设综合管理部、投资发展部、工程管理部、财务审计部、融资工作部、法务合规部和招投标中心7个职能部门，公司纳入合并范围内子公司共有11家。

截至2019年底，公司资产总额461.15亿元，所有者权益193.33亿元（其中少数股东权益1.71亿元）；2019年，公司实现营业收入41.44亿元，利润总额6.37亿元。

公司注册地址：如城镇环息路交通大厦二号楼三楼西侧；法定代表人：张健。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至跟踪评级报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券为“16皋投债/PR皋交投”，债券余额9.00亿元，期限为7年，债券设置本金分期偿还条款，约定在第3~7个计息年度末公司每年偿还本金的20%。跟踪期内，“16皋投债/PR皋交投”已按时支付当期利息和应付本金。“16皋投债/PR皋交投”募集资金15.00亿元，其中13.00亿元用于如皋市城区安置房建设二期工程项目（以下简称“募投项目”），2.00亿元用于补充公司营运资金，截至评级报告出具日，募集资金已全部使用完毕。募投项目业主单位为如皋城投，跟踪期内，如皋城投100%股权被无偿划转至如皋市城市产业发展集团有限公司，募投项目亦随之转移，公司对其失去控制权。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行规模	债券余额	起息日	债券期限
16 皋投债/PR 皋交投	15.00	9.00	2016/03/23	7

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. 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，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016－2017 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
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投

资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎

疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难

关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

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 年底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 3　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	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。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，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. 区域经济环境

公司是如皋市重要的城市基础设施建设主体之一。跟踪期内，如皋市经济稳步发展，财政实力有所提升，公司外部发展环境良好。

如皋市概况

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 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，按可比价格增长 6.1%，其中第一产业增加值 72.40 亿元，增长 3.7%；第二产业增加值 597.44 亿元，增长 6.8%，工业增加值 498.59 亿元，增长 6.9%；第三产业增加值 545.33 亿元，增长 5.6%，三次产业结构为 5.9:49.2:44.9。2019 年，如皋市实现人均地区生产总值 9.81 万元，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%。其中，工业投资 254.28 亿元，增长 6.9%；三产投资 178.47 亿元，增长 9.6%。全年完成房地产开发投资 77.88 亿元，增长 55.7%；房屋施工面积 737.63 万平方米，增长 10.2%，其中，住宅施工面积 537.42 万平方米，增长 18.5%；商品房屋销售面积 192.76 万平方米，增长 23.1%；商品房屋销售额 148.33 亿元，增长 34.1%。

根据《关于如皋市 2019 年财政预算执行情况和 2020 年财政预算草案的报告》，2019 年如皋市完成一般公共预算收入 70.01 亿元，同比增长 0.01%，其中税收收入 58.50 亿元，同比下降 1.18%；一般公共预算支出 121.96 亿元，同比增长 13.25%，财政自给率为 57.41%。2019 年，如皋市实现政府性基金收入 84.30 亿元，同比增长 63.41%，主要系土地出让收入增长所致。截至 2019 年底，如皋市政府债务余额 218.32 亿元，其中一般债务余额 124.65 亿元，专项债务余额 93.67 亿元。

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，陆续完成了港区内高速公路网、内河网的建设。2008年11月23日，如皋港获国务院批准成为国家一类开放口岸，是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。作为国家级造船基地，如皋港区现有两条国家一级航道，可通航10万吨级的巨轮，已建设完成万吨级码头42座、在建万吨级码头10座、千吨级内港池码头12座。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司持续得到如皋市政府在资本金注入、股权划转和财政补贴等方面的大力支持。

资本金注入

2019 年和 2020 年 1—3 月，如皋市国资办分别向公司注入货币资金 2.50 亿元和 2.50 亿元，计入“实收资本”。

股权划转

2019 年，如皋市政府将如皋交通服务、新绘交通、融润贸易及皋环清洁服务 4 家公司 100.00%股权无偿划转至公司，增加公司资本公积 17.91 亿元。

如皋交通服务主要负责公路管理与养护、工程建设、建筑劳务分包、城市绿化管理和施工专业作业等业务。新绘交通主要负责交通基础设施及配套项目的投资、开发、建设、管理，堤防工程项目，交通工程、交通设施、绿化工程养护等业务。融润贸易，主要负责各类工程建设活动、股权投资、建筑材料销售和工程管理服务等业务。皋环清洁，主要负责清扫保洁、垃圾清运、管道疏通、环卫设施销售和维修等业务。

财政补贴

2019 年，公司获得政府补助 1.70 亿元，计入“其他收益”。

根据公司提供的企业信用报告（自主查询版）（统一社会信用代码：9132068272283447X8），截至 2020 年 5 月 12 日，公司本部已结清信贷记录中存在 13 个关注类账户，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，公司实际控制人发生变更、组织架构调整、高级管理人员变动以及管理制度完善对公司经营无重大不利影响。

跟踪期内，公司的股东由国资公司变更为如皋市人民政府，实际控制人由如皋市国资委变更为如皋市人民政府，如皋市人民政府授权如皋市财政局履行出资人职责。

同时，公司对公司章程进行了修订，公司董事会成员由6人变为4人，监事会成员由3人变为5人，高级管理人员仍为3人（董事兼高级管理人员2人）。公司董事、监事及高级管理人员相应作出调整，金小红女士不再担任公司董事长，刘斌女士不再担任公司董事、经理。张健先生任公司董事长，张小平女士任公司董事、总经理。

张健先生，1964年生，研究生学历；曾任如皋市加力乡文书，如皋市高明乡党委委员、纪检副书记，如皋市搬经镇党委副书记、社会治安综治办主任，如皋市常青镇党委书记，如皋市交通运输局局长，如皋人大党组成员、办公室主任；2019年12月起任公司董事长。

张小平女士，1982年生，本科学历；曾任如皋沿江开发投资有限公司副总经理，如皋港区经济发展改革局副局长，如皋港区党工委委员、如皋港区党工委副主任，长江镇社会管理服务中心副主任；2019年12月起任公司董事、总经理。

公司对内部组织架构进行了调整，目前设有综合管理部、投资发展部、工程管理部、财务审计部、融资工作部、法务合规部和招投标中心7个职能部门。公司同时对涉及资金运营、投资、担保、工程项目管理等一系列内部管理制度进行了完善。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要负责区域内交通基础设施建设及运营、土地开发整理和转让、安置房建设销售业务。跟踪期内，公司营业收入保持稳定，毛利率小幅上升。

2019年，公司营业收入相对保持稳定，其中工程建设仍为公司收入主要来源，受当年项目建设进度影响，同比有所下降；土地整理及转让业务收入以土地转让收入为主，跟踪期内有所增长；安置房销售业务收入较为稳定；其他经营业务收入规模及占比均明显扩大，公司市场化经营程度有所加深。

毛利率方面，2019年，公司代建业务和安置房销售业务毛利率较为稳定；土地整理及转让业务毛利率大幅提升，主要受出售的土地用途、地理位置和转让时点等因素影响所致。综合以上因素，2019年，公司综合毛利率同比上升1.84个百分点。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设	22.39	54.35	18.11	19.83	47.84	17.76
土地整理及转让业务	4.67	11.34	30.65	5.00	12.06	52.62
安置房销售业务	7.30	17.72	23.37	7.45	17.99	22.13
其他经营业务	6.83	16.59	21.92	9.16	22.11	18.57
合计	**41.18**	**100.00**	**21.09**	**41.44**	**100.00**	**22.93**

注：其他经营性业务主要包括岸线出让及租赁收入、农田出租业务、建筑物出租业务及物业管理收入等；尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据审计报告和公司提供数据整理

2. 业务经营分析

（1）代建业务

跟踪期内，公司代建业务收入规模有所下降，项目回款周期较长，对公司资金形成明显占用。公司代建业务在建及拟建项目尚需投资规模较大，未来将面临一定的资金支出压力。

公司主要负责如皋市市区和如皋港开发区内及其他地区的市郊干线、道路桥梁及配套设施等项目。跟踪期内，公司代建业务经营模式未发生变化，公司与如皋市人民政府或相关业

主方就基础设施建设项目签署相关代建协议，通过协议约定的成本加成比例来锁定投资收益。政府财政部门或相关业主方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，并支付一定比例的代建费、基础设施管理费和维护费。

2019年，公司代建业务实现收入19.83亿元，同比下降11.43%，主要受当年项目结算规模下降影响。截至2019年底，公司已完工项目总投资107.29亿元，拟回购金额129.34亿元，已回购金额67.28亿元，公司代建项目回款周期长，对公司资金占用明显。

表 5 截至 2019 年底公司主要已完工代建项目确认收入情况（单位：万元）

项目名称	建设期间	回款期间	总投资额	拟回购金额	截至 2019 年底已收回购款
长江镇“万顷良田建设工程”	2010－2012	2013－2019	160000.00	195000.00	192860.00
如皋港引河综合整治工程	2010－2012	2013－2019	68000.00	82000.00	81240.00
如皋港物流中心	2010－2012	2013－2019	20000.00	24000.00	24155.00
查验服务中心工程	2011－2014	2015－2020	41000.00	49500.00	43000.00
长江镇（如皋港区）河道整治工程	2011－2014	2015－2020	74000.00	89000.00	79000.00
长江镇（如皋港区）区域供水管网改造扩建工程	2011－2014	2015－2020	33000.00	40500.00	32000.00
长江镇（如皋港区）雨、污水管网改造扩建工程	2010－2012	2013－2019	32000.00	40000.00	39890.00
污水处理二场	2014－2016	2016－2022	10000.00	11500.00	5600.00
沿江水系综合整治项目	2016－2019	2019－2025	150000.00	180000.00	2800.00
沿江堤防除险及环境整治项目	2016－2019	2019－2025	150000.00	180000.00	3200.00
东升石材产业园基础设施	2015－2018	2019－2024	100000.00	120000.00	16000.00
雪袁线工程	2016－2019	2019－2021	44877.50	53853.00	30000.00
站前广场配套道路工程	2016－2018	2018－2023	20000.00	24000.00	8000.00
226 省道（如皋段）建设工程	2016－2019	2019－2024	70000.00	84000.00	15800.00
花市路工程	2015－2018	2018－2020	100000.00	120000.00	99215.13
合计	--	--	**1072877.50**	**1293353.00**	**672760.13**

注：拟回购金额为公司预估回购金额，实际回购金额会略有偏差
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至2019年底，公司主要在建项目总投资额57.35亿元，尚需投资额为27.57亿元；拟建项目7个，总投资3.57亿元。

表 6 截至 2019 年底公司代建业务主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	建设期间	总投资额	已投资额
盐通铁路	2018－2021	85300.00	74000.00
老 204 国道整治	2020－2020	5500.00	2500.00
通皋大道（通州段）建设工程	2020－2020	11660.00	4858.00
天生港（如皋段）综合整治工程	2018－2021	100000.00	30000.00
长江大保护绿化造林项目	2019－2022	43396.40	2000.00
长江沿线生态环境修复项目一期工程	2019－2022	127652.00	10500.00
334 省道扩建	2017－2020	200000.00	174000.00
合计	--	**573508.40**	**297858.00**

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

表 7 截至 2019 年底公司代建业务主要拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	建设周期	预计总投资额	2020 年投资计划
如皋市主要国、省干线公路路灯亮化工程一期	2020－2020	6200.00	6200.00
局管道路、绿化日常养护维修	2020－2020	6233.00	6233.00

局管道路大修工程	2020－2020	2600.00	2600.00
农村公路提档升级等工程	2020－2020	4800.00	4800.00
226 省道如皋新建段北段	2020－2020	9300.00	9300.00
邵庄大桥	2020－2020	3500.00	3500.00
如皋市治理超限超载工作基础设施更新改造项目	2020－2020	3100.00	3100.00
合计	--	**35733.00**	**35733.00**

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（2）土地整理及转让业务

跟踪期内，公司土地整理和转让业务收入规模保持稳定，目前公司可转让土地面积较大，正在开发和待开发土地项目充足，能够对未来收入形成保障；但土地资产受限比例较高，且收入实现及利润空间受政府规划和宏观调控等因素影响较大，存在一定不确定性。

公司的土地整理及转让业务主要由公司和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”）负责。

土地整理业务方面，公司接受如皋市政府及如皋港区管委会的委托，负责开展征地、拆迁及配套基础设施建设等工作；土地开发成本由市国土资源局审核，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向公司一次性或分期支付。

土地转让业务方面，公司通过招拍挂形式获得具有升值潜力的土地，待有意向企业入驻时，公司将土地转让给其他企业，享受土地增值收益。

2019年，土地整理及转让业务实现收入5.00亿元，同比增长7.07%，主要来自土地转让所形成的收入，其利润空间主要受转让土地用途、地理位置、转让时点等因素影响。截至2019年底，公司共有两块在开发整理土地，开发面积合计1400.00亩，预计总投资4.25亿元。

表 8 截至 2019 年底公司在开发整理土地情况（单位：亩、亿元）

项目名称	开发期间	地块面积	总投资额	已投资额
长江镇中心沙、良种场、三洞口社区等地段	2019－2021	525.00	2.10	0.60
如港新城区	2019－2022	875.00	2.15	0.05
合计	--	**1400.00**	**4.25**	**0.65**

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至2019年底，公司拟开发整理土地共5项，土地面积合计1377.00亩，预计总投资14.21亿元。

表 9 截至 2019 年底公司拟开发整理土地情况（单位：亩、亿元）

项目名称	开发周期	地块面积	预计总投资额	投资计划		
				2020 年	2021 年	2022 年
72 号地	2020－2022	150.00	2.25	0.68	0.68	0.89
58 号地	2020－2023	180.00	2.70	0.70	0.81	0.68
新城培训中心	2020－2022	310.00	6.20	1.86	1.86	2.48
长江镇石材园区东升三期	2021－2023	645.00	2.65	0.00	0.70	0.80
长江镇新产业园区（新城区）	2021－2022	92.00	1.00	0.00	0.50	0.50
合计	--	**1377.00**	**14.21**	**3.24**	**4.26**	**5.05**

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至2019年底，公司拥有可转让土地332.64万平方米，账面价值62.23亿元，主要系通过招拍挂形式获得，其中已抵押34.00亿元。

（3）安置房销售业务

跟踪期内，公司安置房销售收入保持稳定，拟建安置房项目投资规模较大，公司存在一定的资金支出压力。

公司安置房销售业务主要由子公司沿江开发公司负责，建设完成后以低于市场价对外销售。

2019年，公司安置房业务实现收入7.45亿元，同比变动不大。截至2019年底，公司已完工安置房预计可销售金额合计47.57亿元，已售金额为36.42亿元，已全部回款，剩余可售金额为11.15亿元。

截至2019年底，公司无在建安置房项目。公司拟建安置房项目预计总投资42.19亿元，投资规模较大，公司存在一定的资金支出压力。

表 10 截至 2019 年底公司拟建安置房项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	建设周期	总投资	投资计划		
				2020 年	2021 年	2022 年
72 号地安置房	16.50	2020－2022	9.66	2.00	3.50	4.16
58 号地安置房	28.90	2020－2023	17.53	5.00	5.26	4.38
陆家嘴二期安置房	--	2020－2022	15.00	4.00	4.00	7.00
合计	--	--	**42.19**	**11.00**	**12.76**	**15.54**

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（4）其他经营性业务

跟踪期内，公司业务呈现多元化发展趋势，其他经营收入大幅增长，系岸线出让及租赁收入增长所致。

公司其他经营性业务主要由沿江开发公司负责。2019年，公司其他经营性业务仍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。随着如皋城投和如皋市皋港自来水有限公司（原为沿江开发公司的子公司，2020年4月，其股东变更为如皋市富港工程建设有限公司）划出，公司未来将不再产生水绘园风景区运营收入和自来水销售收入。

表 11 2018－2019 年公司其他经营性业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
农田出租业务	9843.05	14.41	11331.98	12.37
自来水销售业务	2285.18	3.35	3363.03	3.67
物业管理收入	6638.55	9.72	7814.58	8.53
岸线出让及租赁收入	39637.27	58.02	56458.21	61.61
建筑物出租业务	6902.93	10.10	9371.37	10.23
水绘园风景区运营收入	2791.12	4.09	3107.80	3.39
其他业务收入	217.46	0.32	195.71	0.21
合计	**68315.56**	**100.00**	**91642.69**	**100.00**

资料来源：公司提供

3. 未来发展

公司在促进如皋市经济发展、加大城市化建设力度、加快完善基础设施建设等方面具有重要作用。公司未来将继续推进多种经营，依托如皋市政府授予的全市内河岸线特许经营权、公共停车场和占道临时泊车位所有权及使用权、停车收费管理特许经营权、全市城乡公交客运特许经营权等，拓展业务经营种类，开

展钢材贸易、砂石贸易等业务。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019年度合并财务报表，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2019年底，公司合并范围内共有子公司11家。2019年，公司合并范围内增加4家子公司，系无偿划拨取得，同时划出1家子公司，划入划出子公司的财务数据情况见下表11。本报告2018年底财务数据采用2019年审计报告期初数，以减少合并范围变化对报表数据可比性的影响。

表12 划入划出公司财务数据（单位：亿元）

公司名称	年份	资产	所有者权益	收入	利润
如皋市城建投资有限公司	2018年	88.10	35.20	8.46	2.39
如皋市交通服务发展有限公司	2019年	26.75	11.44	3.12	0.62
如皋市新绘交通设施建设投资有限公司	2019年	27.04	13.64	2.71	0.45
如皋市融润贸易有限公司	2019年	5.92	0.69	0.00	0.00
如皋市皋环清洁服务有限公司	2019年	0.37	0.14	0.02	0.08

注：联合资信根据公司提供资料整理

截至2019年底，公司资产总额461.15亿元，所有者权益193.33亿元（其中少数股东权益1.71亿元）；2019年，公司实现营业收入41.44亿元，利润总额6.37亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，受如皋城投划出合并范围影响，公司资产规模有所下降，以非流动资产为主，其中在建工程和应收类款项占比高。总体看，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

2019年底，公司资产总额461.15亿元，较年初下降4.12%，其中流动资产占40.75%，非流动资产占59.25%，公司资产结构以非流动资产为主。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项 目	2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	38.65	8.04	38.85	8.43
应收账款	22.70	4.72	34.85	7.56
其他应收款	62.09	12.91	102.55	22.24
流动资产	**137.08**	**28.50**	**187.92**	**40.75**
可供出售金融资产	4.87	1.01	19.87	4.31
固定资产	25.51	5.30	21.04	4.56
在建工程	222.26	46.21	170.04	36.87
无形资产	90.90	18.90	62.28	13.51
非流动资产	**343.88**	**71.50**	**273.22**	**59.25**
资产总额	**480.96**	**100.00**	**461.15**	**100.00**

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019年底，公司流动资产187.92亿元，较年初增长37.09%，主要系应收账款和其他应收款增长所致；期末，公司流动资产主要由货币资金（占20.68%）、应收账款（占18.55%）和

其他应收款（占 54.57%）构成。

2019 年底，公司货币资金 38.85 亿元，较年初变动不大，主要由其他货币资金（19.54 亿元）和银行存款（19.31 亿元）构成，货币资金中有 3.07 亿元因质押而受限。

2019 年底，公司应收账款 34.85 亿元，较年初增长 53.55%，主要系应收工程款增长所致；期末，公司前五名应收账款金额为 34.38 亿元，占应收账款余额的 98.66%，集中度高，欠款方主要为当地国有企业和政府部门；公司按账龄组合计提坏账准备的应收账龄余额为 0.06 亿元，账龄以 1 年以内（占 90.96%）的为主，累计计提坏账准备 30.69 万元，规模较小。

2019 年底，公司其他应收款为 102.55 亿元，较年初增长 65.18%，主要系往来款增加所致；期末，公司其他应收款前五大欠款方合计金额为 49.41 亿元，占比为 47.47%，集中度较高，欠款方主要为当地国有企业和政府部门；公司按账龄组合计提坏账准备的其他应收款账面余额为 4.32 亿元，账龄 1 年以内的占 9.29%、1~2 年的占 12.13%、2~3 年的占 18.38%、3 年以上占 60.20%，累计计提坏账准备 1.52 亿元。公司应收类款项回收风险较低，但回收时间存在较大的不确定性。

表 14　2019 年底公司其他应收款前五名概况

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比
如皋市寿庆水利工程管理有限公司	12.88	12.37
如皋市陆家嘴工程建设有限公司	9.98	9.59
如皋市如园新农村基础设施开发有限公司	9.84	9.46
如皋市华玉新农村基础设施开发有限公司	8.47	8.14
如皋市土地储备中心	8.23	7.91
合计	**49.41**	**47.47**

注：如皋市寿庆水利工程管理有限公司和如皋市华玉新农村基础设施开发有限公司实际控制人为如皋市国资委，如皋市陆家嘴工程建设有限公司和如皋市如园新农村基础设施开发有限公司实际控制人为如皋市人民政府，
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年底，公司非流动资产 273.22 亿元，较年初下降 20.55%，主要系在建工程和无形资产下降所致。

2019 年底，公司可供出售金融资产 19.87 亿元，较年初增加 15.00 亿元，主要系公司增加对如皋市富港水处理有限公司、南通市铁路办公室和如皋中建通皋大道建设有限公司的投资所致；可供出售金融资产全部为公司持有的参股公司的股权，采用成本法计量。

2019 年底，公司固定资产 21.04 亿元，较年初下降 17.53%，主要系如皋城投划出所致；固定资产主要由房屋建筑物（占 99.65%）构成，累计计提折旧 10.96 亿元。

2019 年底，公司在建工程为 170.04 亿元，较年初下降 23.50%，主要系如皋城投划出所致；在建工程全部为公司代建市政工程项目投资建设成本，未计提减值损失；公司项目结转周期较长，对公司资金形成明显占用。

2019 年底，公司无形资产为 62.28 亿元，较年初下降 31.49%，主要系如皋城投划出所致；无形资产全部为土地使用权，累计摊销 5.14 亿元，未计提跌价准备。

截至 2019 年底，公司受限资产合计 38.97 亿元，包括货币资金 3.07 亿元、存货 1.91 亿元、土地使用权 33.99 亿元，受限资产占总资产比重为 8.45%，受限比例较低。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益有所下降，债务规模不断增长，以长期债务为主，整体债务负担一般，2020－2022 年面临集中偿付压力。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益为 193.33 亿元，较年初下降 7.88%，主要系资本公积下降所致；所有者权益主要由实收资本（占 15.52%）、资本公积（占 44.07%）和未分配利润（占 38.52%）构成。

2019 年底，公司实收资本为 30.00 亿元，同比增加 20.00 亿元，主要系如皋市国资办货币增资 2.50 亿元和资本公积转增实收资本 17.50 亿元所致。

2019 年底，公司资本公积 85.20 亿元，较年初下降 32.92%，系如皋城投划出以及资本公积转增实收资本所致。

负债

2019 年底，公司负债 267.82 亿元，较年初下降 1.21%，其中流动负债占 37.05%，非流动负债占 62.95%，以非流动负债为主。

2019 年底，公司流动负债 99.23 亿元，较年初下降 2.94%，主要来自预收款项和一年内到期的非流动负债下降所致。

2019 年底，公司短期借款为 11.33 亿元，较年初增长 12.50%，短期借款由保证借款（占 82.34%）和信用借款（17.66%）构成。

2019 年底，公司应付票据 11.60 亿元，较年初增长 58.90%，由银行承兑汇票（占 60.34%）和商业承兑汇票（占 39.66%）构成。

2019 年底，公司其他应付款为 42.64 亿元，较年初增长 41.44%，主要系往来款增加所致，往来单位主要为当地国有企业。

2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 28.90 亿元，较年初下降 18.72%，主要由一年内到期的应付债券（16.14 亿元）、一年内到期的长期借款（7.77 亿元）和一年内到期的长期应付款（4.98 亿元）构成。

2019 年底，公司非流动负债为 168.59 亿元，较年初变动不大；公司长期借款为 34.86 亿元，较年初下降 15.62%，主要系部分借款转入一年内到期的非流动负债所致，长期借款主要由保证借款（占 45.05%）、信用借款（占 22.73%）、质押借款（占 17.43%）和抵押借款（占 14.78%）构成。

2019 年底，公司应付债券 128.88 亿元，较年初增长 6.87%，主要系公司发行“19 皋投 01”“19 皋投 02”“19 如皋沿江 PPN001”和“19 如皋沿江 PPN002”所致。

截至 2019 年底，公司全部债务 220.41 亿元，较年初增长 0.78%。其中，短期债务占 23.51%，长期债务占 76.49%，以长期债务为主。

表 15　公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
短期债务	52.92	51.82
长期债务	165.79	168.59
全部债务	218.71	220.41
资产负债率	56.37	58.08
全部债务资本化比率	51.03	53.27
长期债务资本化比率	44.14	46.58

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从债务指标看，2019 年底，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 58.08%、53.27%和 46.58%，较年初分别上升 1.71 个百分点、2.24 个百分点和 2.45 个百分点。

2020－2022 年，公司需偿还有息债务规模分别为 51.82 亿元、75.20 亿元和 79.99 亿元，近三年公司存在集中偿还压力。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司收入规模保持稳定，政府补贴对公司利润实现有一定贡献。

2019 年，公司实现营业收入 41.44 亿元，同比增长 0.63%，营业成本为 31.94 亿元，同比下降 1.71%，公司营业利润率上升 4.42 个百分点至 18.40%。

期间费用方面，2019 年公司期间费用为 2.66 亿元，同比下降 21.40%，由管理费用（占 40.60%）和财务费用（占 59.40%）构成，期间费用率为 6.41%，同比下降 1.80 个百分点。

2019 年，公司实现其他收益 1.70 亿元，同比下降 10.53%，其他收益为政府补贴，占营业利润比重为 26.65%，对公司利润实现有一定贡献。

盈利指标方面，2019 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.92%和 3.26%，分别同比上升 0.19 个和 0.58 个百分点。

表 16　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	41.18	41.44
其他收益	1.90	1.70

利润总额	5.66	6.37
营业利润率	13.98	18.40
总资本收益率	1.73	1.92
净资产收益率	2.69	3.26

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

5. 现金流分析

受往来款影响，公司经营性净现金流有所下降；2019 年公司收入实现质量较差，投资活动现金流持续净流出，未来随着在建拟建项目的持续推进，公司存在一定筹资压力。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入为 77.26 亿元，同比下降 10.23%，其中收到其他与经营活动有关的现金同比下降 15.95%，主要系往来款减少所致。公司经营活动现金流出 58.63 亿元，同比增长 0.43%，以业务支出和往来款为主。公司现金收入比为 59.96%，同比上升 2.38 个百分点，公司收入实现质量较差。2019 年，公司经营活动现金流量净额为 18.62 亿元。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入-4.33 亿元，主要系如皋城投股权无偿划出所致。公司投资活动现金流出 16.18 亿元，同比下降 48.26%，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比下降 49.60%，主要系基础设施代建业务投资规模下降所致。2019 年，公司投资活动现金流量净额为-20.51 亿元。

表 17 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	86.06	77.26
经营活动现金流出量	58.38	58.63
经营活动现金流量净额	27.68	18.62
现金收入比	57.58	59.96
投资活动现金流量净额	-29.78	-20.51
筹资活动现金流量净额	5.27	16.70

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 105.37 亿元，同比增长 28.32%，主要为公司通过银行借款、发行债券等进行融资。公司筹资活动现金流出 88.67 亿元，同比增长 15.39%，主要为偿还债务和支付利息产生的现金流出。2019 年，公司筹资活动现金流量净额为 16.70 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力一般，长期偿债能力指标较弱。考虑到公司在如皋市基础设施建设投资领域的重要地位，并持续得到如皋市政府的大力支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力看，2019 年底公司流动比率和速动比率分别为 189.39%和 183.66%，分别较 2018 年底上升 55.31 个和 56.80 个百分点；公司经营现金流动负债比为 18.77%。2019 年底，公司现金短期债务比为 0.75 倍。公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2019 年公司 EBITDA、全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 9.24 亿元、23.85 倍和 0.59 倍，公司长期偿债能力指标较弱。

截至 2019 年底，公司对外担保余额合计 115.02 亿元，担保比率 59.50%，其中公司对江苏熔盛重工有限公司（以下简称“熔盛重工”）担保余额为 1.32 亿元，通过公司持有的 9 块土地资产（面积 252.58 亩，时点评估值为 2.11 亿元）提供抵押担保。目前，熔盛重工重组事项仍处于处理过程中，若公司后续履行担保义务，仅针对上述 9 块土地行使相关法律和抵押合同约定的权利。公司其他对外担保对象均为当地国有企业和政府部门，具体明细详见附件 2。公司对外担保规模较大，区域集中度高，存在或有负债风险。

截至 2019 年底，公司获得银行授信额度合计 76.42 亿元，尚未使用 14.97 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

7. 母公司财务分析

母公司对子公司管控力度较强，母公司权益稳定性较强，负债水平一般。

2019年底，母公司资产总额219.08亿元，较年初增长12.86%，其中流动资产为33.29亿元，非流动资产为185.78亿元。从构成上看，流动资产主要由货币资金和其他应收款构成，非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程和无形资产构成。

2019年底，母公司所有者权益99.05亿元，较年初增长44.46%，主要系无偿划入4家子公司及如皋市政府向公司增资所致；母公司所有者权益主要由实收资本（占30.29%）、资本公积（占44.44%）和未分配利润（占23.31%）构成。

2019年底，母公司负债为120.02亿元，较年初下降4.40%，其中流动负债为34.96亿元，非流动负债85.07亿元；流动负债主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，非流动负债主要由应付债券、长期借款和长期应付款构成。2019年底，母公司资产负债率为54.79%，较年初下降9.89个百分点。

2019年，母公司实现营业收入11.79亿元，同比增长28.89%，利润总额3.14亿元。

十、跟踪评级债券偿还能力分析

截至本报告出具日，“16皋投债/PR皋交投”债券余额9.00亿元。公司2019年EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动净现金流对上述债券余额的覆盖倍数分别为1.03倍、8.58倍和2.07倍。

“16皋投债/PR皋交投”设置本金分期偿还条款，在第3~7个计息年度末每年偿还本金的20%（即3.00亿元）。公司2019年的EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动净现金流对上述债券单年需偿还最大本金（即3.00亿元）的覆盖倍数分别为3.08倍、25.75倍和6.21倍，对其保障能力强。综合来看，存续债券本金分期偿还条款的设置有助于减轻公司未来的集中偿付压力。

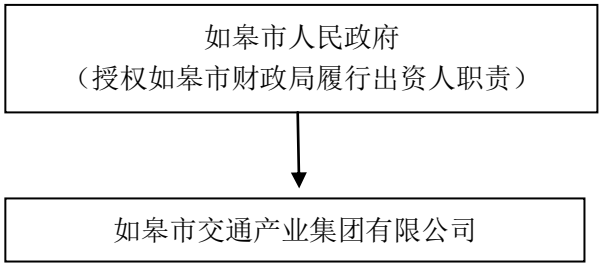
“16皋投债/PR皋交投”的偿债资金主要来源于如皋市城区安置房建设二期工程项目，该项目业主单位为如皋城投。跟踪期内，如皋城投100%股权被无偿划转至如皋市城市产业发展集团有限公司，募投项目亦随之转移，公司对其失去控制权，公司未来将不会实现募投项目运营收入，后续“16皋投债/PR皋交投”的还本付息资金将来源于公司自有资金。联合资信将持续关注后续公司债券本息的兑付情况。

“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（评级报告详见附件3），其担保能有效增强“16皋投债/PR皋交投”本息偿付的安全性。

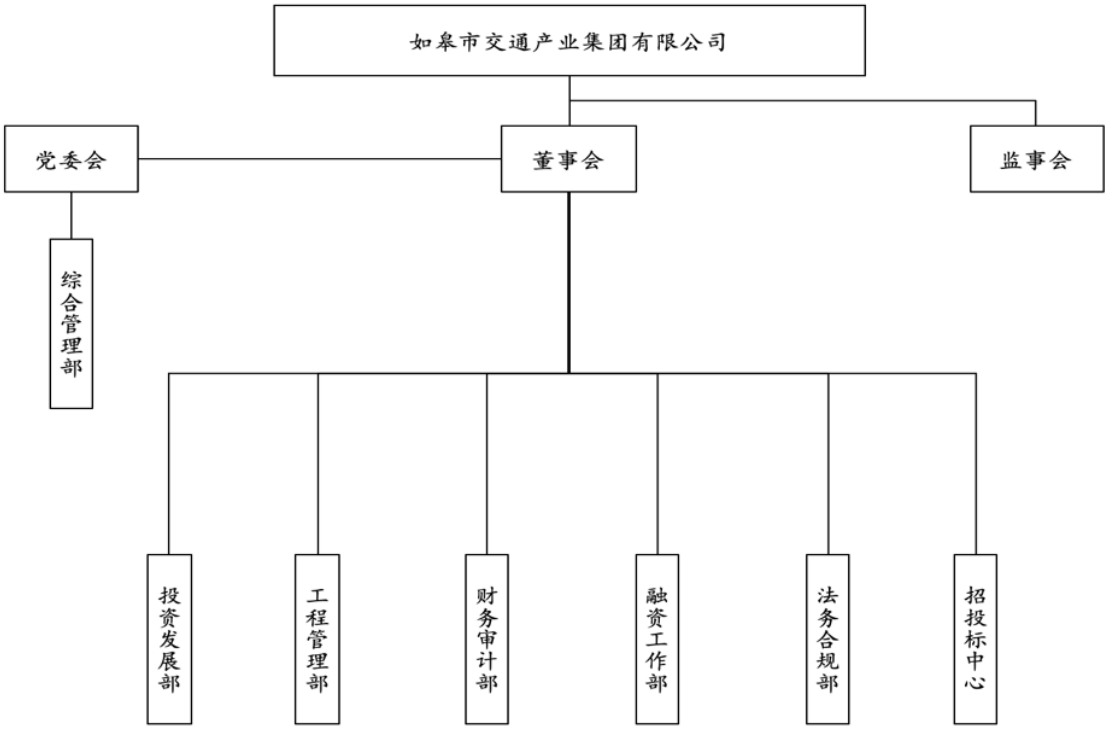
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^{+}，“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 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3　截至 2019 年底公司合并范围内子公司情况

企业名称	业务性质	持股比例（%）	取得方式
如皋市交通服务发展有限公司	投资建设	100.00	划拨
如皋市融润贸易有限公司	批发和零售业	100.00	划拨
如皋市新绘交通设施建设投资有限公司	投资建设	100.00	划拨
如皋市皋环清洁服务有限公司	居民服务	100.00	划拨
如皋沿江开发投资有限公司	投资建设	100.00	划拨
如皋市沿江置业有限公司	投资建设	100.00	划拨
如皋市皋港自来水有限公司	供水服务	100.00	划拨
如皋市皋港物业管理有限公司	物业管理	100.00	划拨
如皋市沿江人力资源开发服务有限公司	中介服务	60.00	划拨
如皋沿江农业发展有限公司	农业开发	66.67	划拨
如皋市广源物资贸易有限公司	批发和零售	100.00	划拨

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 2　截至 2019 年底公司对外担保情况

担保对象	担保余额（万元）	担保起始日	担保到期日
如皋市汇鑫投资有限公司	24000.00	2017.6.21	2025.4.6
如皋市如城新农村投资有限公司	1380.00	2016.6.29	2021.6.28
如皋市如城新农村投资有限公司	9700.00	2015.12.11	2020.12.10
如皋市新柴农村基础设施开发有限公司	17100.00	2019.5.8	2020.5.8
如皋市寿庆水利工程有限公司	17000.00	2019.10.8	2025.5.21
如皋市城建投资有限公司	15000.00	2017.12.22	2024.8.25
江苏如皋港集团有限公司	17000.00	2017.5.27	2020.5.27
如皋市城建投资有限公司	14206.00	2018.1.16	2024.8.25
江苏皋开投资发展集团有限公司	13998.00	2017.1.3	2021.12.1
如皋市自来水厂有限公司	10000.00	2019.4.30	2020.3.18
如皋市寿庆水利工程有限公司	15000.00	2018.5.31	2023.5.25
如皋市汇鑫投资有限公司	8342.00	2017.7.19	2025.4.6
如皋市兴皋桥梁工程经营管理有限公司	7800.00	2018.12.21	2021.7.12
如皋市兴皋桥梁工程经营管理有限公司	6800.00	2018.12.21	2021.7.12
如皋市汇鑫投资有限公司	5800.00	2015.12.30	2022.12.28
如皋市禹通河道整治经营管理有限公司	5750.00	2019.10.22	2020.10.21
如皋龙志贸易有限公司	5500.00	2019.12.31	2022.12.05
如皋富源城市建设投资发展有限公司	6900.00	2016.8.2	2020.12.20
如皋市兴皋桥梁工程经营管理有限公司	4800.00	2018.12.21	2021.7.12
江苏皋开投资发展集团有限公司	4666.00	2016.9.27	2021.12.1
江苏皋开投资发展集团有限公司	4666.00	2016.9.9	2021.12.1
江苏皋开投资发展集团有限公司	4666.00	2016.12.02	2021.12.1
如皋龙游水利建设工程有限公司	4600.00	2019.12.9	2020.12.8
江苏恒盛物流有限公司	4500.00	2019.8.22	2020.8.21
江苏志伟现代农业投资发展有限公司	4400.00	2019.11.29	2020.11.27
如皋富源城市建设投资发展有限公司	3500.00	2016.1.20	2020.12.20
江苏恒盛物流有限公司	4000.00	2019.8.28	2020.8.27
如皋市汇鑫投资有限公司	4000.00	2017.7.10	2025.4.6
如皋市顾庄生态园开发建设有限公司	4000.00	2019.11.28	2021.11.12
如皋市顾庄生态园开发建设有限公司	30000.00	2014.12.25	2020.1.24
如皋龙游风景区管理有限公司	3700.00	2019.11.20	2020.11.19
如皋市如城新农村投资有限公司	5000.00	2015.12.11	2020.12.10
如皋市文化创意产业园开发有限公司	2800.00	2019.11.20	2020.11.17
如皋市城建投资有限公司	2596.00	2013.12.03	2021.6.3
如皋富源城市建设投资发展有限公司	2000.00	2019.12.4	2020.12.2
如皋市汇鑫投资有限公司	1858.00	2017.6.27	2025.4.6
如皋富源城市建设投资发展有限公司	1800.00	2016.3.4	2020.12.20
如皋富源城市建设投资发展有限公司	1800.00	2016.4.12	2020.12.20
江苏恒盛物流有限公司	1500.00	2019.8.23	2020.8.22
如皋市汇鑫投资有限公司	1500.00	2017.7.14	2025.4.6
如皋市如城新农村投资有限公司	1500.00	2016.6.29	2021.6.28

如皋市寿庆水利工程有限公司	1000.00	2019.9.30	2020.9.21
如皋市城建投资有限公司	500.00	2017.3.9	2024.8.25
如皋市汇鑫投资有限公司	300.00	2017.4.13	2025.4.6
如皋市禹通河道整治经营管理有限公司	70000.00	2019.10.28	2025.10.28
如皋市星星公交有限公司	700.00	2019.9.16	2020.9.5
如皋市星星公交有限公司	500.00	2019.12.13	2020.9.5
如皋市兴港工程建设有限公司	135340.00	2016.1.22	2032.2.19
如皋市沿江水利工程有限公司	98500.00	2018.2.8	2030.12.31
如皋市富港工程建设有限公司	78000.00	2016.11.24	2026.11.23
如皋市富港工程建设有限公司	10000.00	2017.1.20	2020.1.18
如皋市富港工程建设有限公司	22500.00	2018.12.27	2021.8.13
如皋市富港工程建设有限公司	14000.00	2019.4.25	2020.5.30
如皋市百瑶贸易有限公司	8000.00	2019.12.27	2020.12.25
如皋市陆家嘴工程建设有限公司	4000.00	2019.6.18	2020.6.11
如皋市陆家嘴工程建设有限公司	6000.00	2019.4.4	2020.4.3
如皋市惠港水利建设有限公司	6000.00	2019.12.27	2020.9.20
如皋市樊川贸易有限公司	6000.00	2019.10.28	2020.10.1
如皋市百瑶贸易有限公司	5000.00	2019.8.28	2020.8.10
如皋市惠港水利建设有限公司	4000.00	2017.8.31	2020.8.27
如皋市陆家嘴工程建设有限公司	4000.00	2019.6.12	2020.6.11
如皋市樊川贸易有限公司	20700.00	2019.11.6	2020.11.12
如皋市沿江水利工程有限公司	90000.00	2017.1.1	2025.12.25
如皋市富港工程建设有限公司	47100.00	2018.12.13	2032.11.30
如皋市富港水处理有限公司	40300.00	2019.3.14	2026.5.30
如皋市富港工程建设有限公司	5654.00	2015.12.25	2020.12.25
如皋市富港工程建设有限公司	32000.00	2019.6.26	2029.6.25
如皋市沿江水利工程有限公司	12400.00	2016.6.29	2023.11.25
如皋市富港水处理有限公司	5000.00	2019.12.19	2020.8.11
如皋市土地储备中心	14112.00	2014.12.8	2023.6.7
如皋市如园新农村基础设施开发有限公司	57500.00	2016.12.16	2024.12.12
如皋市如园新农村基础设施开发有限公司	8770.00	2016.1.8	2020.11.28
如皋市润禾现代农业有限公司	15000.00	2019.11.29	2020.11.28
如皋市如园新农村基础设施开发有限公司	5000.00	2015.10.22	2020.10.22
如皋市如园新农村基础设施开发有限公司	4000.00	2017.9.1	2020.8.27
江苏熔盛重工有限公司	7500.00	2010.8.30	2018.8.30
江苏熔盛重工有限公司	5700.00	2010.5.21	2018.1.19
合计	**1150204.00**	--	--

注：截至本报告出具日，表中已到期对外担保均正常偿还，未发生代偿
资料来源：公司提供

附件 3　担保方中合中小企业融资担保股份有限公司主体长期信用评级报告

附件 4　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	20.50	38.79	38.86
资产总额（亿元）	448.79	480.96	461.15
所有者权益（亿元）	184.26	209.86	193.33
短期债务（亿元）	31.21	52.92	51.82
长期债务（亿元）	141.39	165.79	168.59
全部债务（亿元）	172.60	218.71	220.41
营业收入（亿元）	40.97	41.18	41.44
利润总额（亿元）	7.85	5.66	6.37
EBITDA（亿元）	15.46	9.64	9.24
经营性净现金流（亿元）	17.04	27.68	18.62
财务指标			
销售债权周转次数（次）	3.71	2.39	1.44
存货周转次数（次）	3.12	4.76	4.89
总资产周转次数（次）	0.09	0.09	0.09
现金收入比（%）	102.72	57.58	59.96
营业利润率（%）	27.20	13.98	18.40
总资本收益率（%）	3.70	1.73	1.92
净资产收益率（%）	4.25	2.69	3.26
长期债务资本化比率（%）	43.42	44.14	46.58
全部债务资本化比率（%）	48.37	51.03	53.27
资产负债率（%）	58.94	56.37	58.08
流动比率（%）	101.80	134.08	189.39
速动比率（%）	96.56	126.87	183.66
经营现金流动负债比（%）	14.19	27.07	18.77
全部债务/EBITDA（倍）	11.17	22.69	23.85
EBITDA 利息倍数（倍）	1.31	0.83	0.59
现金短期债务比（倍）	0.66	0.73	0.75

注：已将长期应付款中有息部分计入全部债务核算

附件 5　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	0.44	6.59	9.67
资产总额(亿元)	185.98	194.11	219.08
所有者权益(亿元)	66.07	68.57	99.05
短期债务(亿元)	14.63	14.77	8.86
长期债务(亿元)	54.56	64.10	85.07
全部债务(亿元)	69.19	78.87	93.93
营业收入(亿元)	2.61	9.14	11.79
利润总额(亿元)	0.78	2.60	3.14
EBITDA(亿元)	0.78	2.60	3.14
经营性净现金流(亿元)	4.29	7.95	0.81
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）	0.01	0.05	0.06
现金收入比（%）	100.00	51.27	39.19
营业利润率（%）	15.17	22.30	28.17
总资本收益率（%）	0.57	1.76	1.63
净资产收益率（%）	1.18	3.79	3.17
长期债务资本化比率（%）	45.23	48.32	46.20
全部债务资本化比率（%）	51.15	53.49	48.67
资产负债率（%）	64.47	64.68	54.79
流动比率（%）	29.86	34.14	95.25
速动比率（%）	29.86	34.14	95.25
经营现金流动负债比（%）	6.56	12.94	2.30
全部债务/EBITDA（倍）	89.09	30.37	29.92
EBITDA 利息倍数（倍）	0.17	0.79	0.09
现金短期债务比（倍）	0.03	0.45	1.09

注：已将长期应付款中有息部分计入全部债务核算

附件 6　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/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

附件 7-1　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 7-2　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 7-3　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

中合中小企业融资担保股份有限公司
2020 年主体长期信用评级报告

一、公司概况

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“公司”）是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，成立于 2012 年 7 月，其成立宗旨是支持中小企业发展，促进多层次中小企业金融服务体系的完善。2016 年 5 月，公司进行了增资扩股，并引进新股东海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”），该公司为海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）的关联方，海航科技与海航资本合计持有公司 43.34%的股份；公司增资完成后注册资本增至 71.76 亿元，无控股股东和实际控制人。截至 2019 年末，公司股东及持股比例情况见表 1。

表 1　2019 年末公司股东及持股情况　单位：%

股　东	2019 年末
海航科技股份有限公司	26.62
JPMorgan China Investment Company Limited	17.78
海航资本集团有限公司	16.72
中国宝武钢铁集团有限公司	14.63
海宁宏达股权投资管理有限公司	9.47
中国进出口银行	6.97
西门子（中国）有限公司	4.88
内蒙古鑫泰投资有限公司	2.93
合　计	**100.00**

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

二、业务经营分析

公司担保业务目前业务以融资担保为主。受融资担保行业监管趋严等因素影响，近年来公司担保业务发展明显放缓，担保余额小幅下降；公司担保业务中城投债担保占比高。截至 2019 年末，公司担保余额 837.04 亿元，以融资性担保业务为主；公司城投债担保余额 741.21 亿元，占总担保余额的 88.55%。

近年来，由于融资担保新规的影响，公司高流动性资产配置比例有所上升，投资收益有所下降；同时，投资资产和委托贷款出现违约，需关注相关违约资产的后续处置和回收情况。截至 2019 年末，公司投资资产净额 67.63 亿元，占资产总额的 66.34%；公司委托贷款总额 7.89 亿元，计提的减值准备余额 2.86 亿元。

三、风险管理分析

受业务模式影响，担保业务行业分布相对集中，单笔业务规模较大，担保业务行业及客户集中度较高；担保代偿率持续上升，面临较大的代偿压力。考虑到部分企业面临债务危机、股票面临退市风险，部分项目代偿回收面临较大的不确定性及进一步代偿的可能，未来需持续关注后续追偿情况。从客户分布来看，现阶段公司担保业务以公募城投债等直接融资担保产品为主，因此单笔规模普遍较大，担保业务客户集中度处于较高水平。截至 2019 年末，公司单一最大客户担保

余额 18.00 亿元，单一最大客户集中度为 21.88%；前五大客户担保余额 84.60 亿元，前五大客户集中度为 102.83%。担保代偿方面，受宏观经济增速放缓及部分行业风险暴露等因素的影响，近年来公司担保代偿规模上升较为明显。截至 2019 年末，公司累计代偿金额 35.63 亿元，累计代偿率为 4.08%。

截至 2019 年末，公司委托贷款中包含一笔与股东海航资本的业务往来，现已逾期，贷款净额 4.89 亿，考虑到海航集团面临较大的债务危机以及再融资困难，需关注相关委托贷款的后续催收情况；除此以外公司投资的资产管理计划和信托产品底层无与股东相关项目，但有一笔对海航资本控制企业聚宝汇的直接股权投资，该笔投资截至 2019 年底余额 6985 万元。此外，公司部分名股实债投资产生违约，需关注后续处置进展。存续担保业务已经没有与海航及其关联公司的担保业务。

四、财务概况

截至 2019 年末，公司资产总额 101.94 亿元，负债总额 21.15 亿元，所有者权益 80.79 亿元；担保余额 837.04 亿元。2019 年，公司实现营业收入 10.22 亿元，其中已赚保费 7.40 亿元，投资收益（含公允价值变动收益）2.52 亿元，实现净利润 0.29 亿元。

五、结论

公司资本实力位于国内担保行业前列，担保业务主要以城投债为主，规模较大，具有一定行业地位和系统重要性；公司是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，其多元化的股权结构有助于其市场化的运营；由于监管政策调整，公司投资策略有所转变，投资业务结构变化较为明显，高流动性资产占比的上升带动资产流动性水平有所提升。另一方面，公司担保业务以直接融资担保业务为主，城投类项目担保占比高，且单笔规模较大，担保业务客户及行业相对集中；公司担保代偿规模上升较为明显，部分项目代偿回收面临较大的不确定性及进一步代偿的可能，需关注相关风险；公司投资资产中信托计划和资管计划规模仍较大，且投资资产和委托贷款出现多笔违约，涉及金额较大，需关注相关违约资产后续处置及资金回收情况；受担保业务收入增速放缓、投资收益下降、资产减值损失增加等多重因素影响下，需关注公司投资资产结构调整及担保业务代偿风险对其未来盈利的影响。综上，联合资信评估有限公司评定中合中小企业融资担保股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。