

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1042 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持南通港闸区国有资产经营总公司主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定，并维持“13通港闸债/13通港闸”AA⁺的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年六月二十七日



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>

南通港闸区国有资产经营总公司跟踪评级报告

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
13 通港闸债 /13 通港闸	12 亿元	2013/1/9- 2020/1/9	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2014 年 6 月 27 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年
现金类资产(亿元)	12.34	15.41	15.30
资产总额(亿元)	239.07	299.74	331.67
所有者权益(亿元)	85.03	101.48	114.16
短期债务(亿元)	5.59	22.37	14.72
全部债务(亿元)	18.29	30.38	45.97
营业收入(亿元)	13.80	20.48	23.51
利润总额(亿元)	3.72	3.28	2.76
EBITDA(亿元)	4.46	4.08	3.56
经营性净现金流(亿元)	43.66	22.50	7.25
营业利润率(%)	3.83	0.40	-17.42
净资产收益率(%)	3.28	2.51	2.11
资产负债率(%)	64.43	66.15	65.58
全部债务资本化比率(%)	17.70	23.04	28.71
流动比率(%)	65.35	69.25	83.22
全部债务/EBITDA(倍)	4.10	7.44	12.93
经营现金流动负债比(%)	31.13	11.89	4.04

分析师

田业钧 田英
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

跟踪期内, 南通港闸区国有资产经营总公司(以下简称“港闸国资”或“公司”)保障性住房建设进展顺利, 公司营业收入继续保持增长, 整体资产规模进一步扩大。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司业务自身盈利能力弱, 以及资产流动性偏弱等因素对其经营和发展可能带来的不利影响。

保障性住房建设是公司未来几年投资重点, 外部融资压力大, 但保障性住房销售资金回笼有保证以及政府财政对公司的持续支持, 将继续支撑公司的信用基本面。

“13 通港闸债/13 通港闸”由南通国有资产投资控股有限公司提供连带责任保证担保, 经联合资信评定南通国有资产投资控股有限公司主体长期信用等级为 AA⁺, 有效提升了债券本息的安全性。

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“13 通港闸债/13 通港闸”AA⁺的信用等级。

优势

1. 公司经营外部环境良好, 在政策、资金筹措上得到了地方政府的有力支持。
2. 跟踪期内, 公司保障性住房建设进展顺利, 公司营业收入继续增长, 整体资产规模进一步扩大。
3. 公司存续期债券由南通国有资产投资控股有限公司提供连带责任保证担保, 有效提升了债券本息的安全性。

关注

1. 公司资产以其它应收款、存货和在建工程为主, 变现能力弱。
2. 公司整体盈利能力较弱, 对政府补贴依赖较大。

3. 跟踪期内，公司债务规模进一步增长，未来资本支出金额较大，面临一定资金压力。

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）与南通港闸区国有资产经营总公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与南通港闸区国有资产经营总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，未因南通港闸区国有资产经营总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南通港闸区国有资产经营总公司提供，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南通港闸区国有资产经营总公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

南通市港闸区国有资产经营总公司(以下简称“公司”或“港闸国资”)前身为南通市港闸区城市建设开发总公司,系依据南通市港闸区政府“港闸政[2002]60号”文由南通市港闸区国有资产管理局(现南通市港闸区国有资产监督管理委员会)出资设立的国有独资公司。截至2013年底,公司注册资本5000万元,南通市港闸区人民政府为公司实际控制人。

公司经营范围包括:产业投资,基础设施建设与管理,国内贸易,国有资产经营与管理,土地开发经营(以上范围涉及到国家专项规定的按规定执行)。

目前公司设有综合管理部、投资发展部、产权监管部、财务审计部四个职能部门,下辖2家一级子公司,7家二级子公司。

截至2013年底,公司资产总额331.67亿元,所有者权益合计114.16亿元。2013年公司实现营业收入23.51亿元,利润总额2.76亿元。

公司注册地址:南通市城港路18号;法定代表人:葛锦坤。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来,中国宏观经济整体运行平稳,新一届政府注重经济增长的质量和效益,不断推动经济结构转型升级;中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响;从短期看,全面深化改革的各项细

则落实过程中,经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算,2013年中国实现国内生产总值568845亿元,同比增长7.7%。

2013年,中国规模以上工业增加值同比增长9.7%;同期,规模以上工业企业(年主营业务收入在2000万以上的企业,下同)实现利润总额62831亿元,同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看,消费、投资两大需求继续保持增长态势,对外贸易增速减缓。具体而言:消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元,同比名义增长13.1%;投资保持较快增长,第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资(不含农户)436528亿元,同比增长19.6%;三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%;对外贸易增速进一步下滑。2013年,中国进出口总额为41600亿美元,同比增长7.6%;其中出口金额增长7.9%,进口金额增长7.3%,贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面,继续实施积极的财政政策,结合税制改革完善结构性减税政策,促进经济结构调整;适当增加财政赤字和国债规模,保持必要的支出力度;进一步优化财政支出结构,保障和改善民生。2013年,中国财政累计收入为129143亿元,同比增长10.1%,各项民生政策得到较好落实,医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面,自8月1日起,在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点,并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面,中央财政不断加大投资建设力度,7月31日召开的国务院常务会议,研究推进政府向社会力量购买公共服务,部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面,央行继续实施稳健的货

币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基准利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债券筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其

中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，

继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

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政府的高度重视。近些年，全国各地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。

2013年全年，全国固定资产投资总额完成43.65万亿元，比上年名义增长19.60%。其中电

力、燃气及水的生产和供应业完成固定资产投资1.97万亿元。2013年全年新开工项目计划总投资35.78万亿元，比上年增长16.2%。截至2013年底，中国城镇化率为53.70%，较上年提高1.1个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜力。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。

总体看，基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

2. 区域经济环境

目前公司投资经营的项目全部集中在南通市港闸区，公司的发展受南通市及港闸区经济增长、财政收支状况和城市建设的影响较大，并与城市规划密切相关。

(1) 南通市

南通作为中国首批对外开放的沿海港口城市，近年来南通的经济建设和社会的发展取得了长足发展。

根据《2013年南通市国民经济和社会发展统计公报》数据显示，全市实现生产总值5038.9亿元，按可比价格计算，比上年增长11.8%。其中：第一产业增加值345.4亿元，增长3.1%；第二产业增加值2623.5亿元，增长12.0%；第三产业增加值2070亿元，增长12.9%。全年实现服务业增加值1844.9亿元，增长12.3%，占GDP比重为40.5%，比上年提高1.6个百分点。

2013年全年固定资产投资额3298.7亿元，比上年增长20.8%，其中，民间投资2409.5亿元，增长17.8%，占固定资产投资的比重达73.0%；工业投资1856.1亿元，增长14.3%，其中技改投资987.5亿元，占工业投资的比重达53.2%。固定资产投资中，第一产业投资1.9亿元，下降53.1%；第二产业投资1856.1亿元，增长14.3%；第三产业投资1440.8亿元、增长28.5%。全年基础设施投资522.3亿元，增长17.5%。

整体看，南通市经济保持了持续稳定的发展，经济实力较强；基础设施建设投资力度较大，城市基础设施不断完善。

（2）港闸区

2013年，港闸区实现地区生产总值达257.75亿元，按可比价计算，比上年同期增长10.6%。其中，第一产业增加值2.32亿元，同比下降10.8%；第二产业增加值176.86亿元，同比增长10.2%，其中工业增加值154.8亿元，同比增长8.7%；第三产业增加值78.57亿元，同比增长12.7%，比上年同期提高0.2个百分点。三次产业结构比为0.9：68.6：30.5；第三产业增加值占地区生产总值比重比上年提高2个百分点。

从固定资产投资情况来看，2013年完成固定资产投资额200.97亿元，增长21.6%。工业投资完成62.08亿元，增长7.6%，占全社会固定资产投资的比重为30.89%，服务业投资完成138.89亿元，增长29.0%，占固定资产投资的比重为69.11%。

总体来看，近年来港闸区依托沿海区位

优势，形成了一批区域产业，总体经济实力显著增强；随着城市固定资产投资及基础设施建设投资力度的加大，公司面临着良好的产业政策和投资环境。

（3）港闸区财政实力

公司作为南通市港闸区基础设施建设主体，港闸区政府的财政实力在一定程度上决定着公司的实力。

伴随着港闸区经济的快速发展，其财政实力也逐步增强。2011~2013年全区财政总收入分别为64.89亿元、74.46亿元和81.23亿元，呈快速增长趋势。2013年，港闸区一般预算收入31.21亿元，较2012年增长12.83%。财政收入的较快增长提高了地方政府的财政实力，为公司未来业务的发展和债券偿还提供了重要保证。从收入来源看，税收收入在一般预算收入中的占比高，2011~2013年占比分别为94.27%、90.13%和91.99%，收入来源稳定。未来，随着港闸区经济的持续发展，一般预算收入将保持稳步增长的态势。

基金收入方面，2011~2013年港闸区基金预算收入分别为21.06亿元、12.95亿元和28.56亿元，基本均为土地出让金收入。受土地出让面积和土地出让价波的影响，港闸区基金收入波动较大。2012年，港闸区土地出让金收入下降至12.31亿元，2013年有所回升。整体看，土地出让金收入有力的增强了地方政府的财政调节能力，但土地市场的波的给政府性基金收入带来了一定的不确定性。

表1 2011~2013年港闸区财力（单位：亿元）

科目	2011年	2012年	2013年
财政总收入	64.89	74.46	81.23
一般预算收入	24.09	27.66	31.21
税收收入	22.71	24.93	28.71
非税收入	1.38	2.73	2.5
基金收入	21.06	12.95	28.56
土地出让金	20.49	12.31	27.87
其他	0.57	0.64	0.69
上级补助收入	4.16	4.48	8.35

返还性收入	0.71	0.71	0.71
一般性转移支付	2.47	3.38	6.37
专项转移支付	0.98	0.39	1.27
预算外财政专户资金	0.41	1.52	1.6
地方可控财力	49.72	46.61	69.72

资料来源：港闸区财政局

（4）地方政府债务

截至 2013 年底，港闸区政府债务余额 51.92 亿元，主要是直接债务余额 49.98 亿元。

截至 2013 年底，港闸区地方政府债务率 75.21%，债务率高。

表 2 2013 年港闸区政府债务余额及综合财力统计表（单位：亿元）

地方财力（2013 年度）	金额	地方债务（截至 2013 年底）	金额
（一）地方一般预算收入	31.21	（一）直接债务余额	49.98
1. 税收收入	28.71	1. 国债转贷资金	
2. 非税收入	2.5	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	8.35	3. 国内金融机构借款	49.98
1. 一般性转移支付收入	6.37	（1）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	49.98
2. 专项转移支付收入	1.27	4. 债券融资	12
3. 税收返还收入	0.71	（1）中央代发地方政府债券	
（三）国有土地使用权出让收入	27.87	5. 其他（村级及其他单位借款）	
1. 国有土地使用权出让金	26.24	（二）担保债务余额	3.87
2. 国有土地收益基金	1.54	1. 政府担保的国内金融机构借款	3.87
3. 农业土地开发资金	0.09	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	1.6		--
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	69.03	地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	51.92
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		75.21%	

资料来源：港闸区财政局

总体看，跟踪期内港闸区经济保持较好的增长态势，不断增长的经济实力为市政建设和公司发展提供了良好的环境。随着经济的发展，港闸区地方财政收入快速增长，整体财政实力强，用于基础设施建设和偿付本息的可支配财力有所提高。

五、公司基础素质分析

1. 产权状况

南通市港闸区国有资产经营总公司是港闸区国资办出资设立的以国有产权为经营对象的全民所有制企业，南通市港闸区人民政府为公司出资人和实际控制人，出资比例占公司实收资本的 100%。

2. 企业规模

公司作为南通市港闸区市国有资产运营和投资的法人实体，通过国有资本运作，引导产业结构调整，承担城市及基础设施建设和社会事业发展等重大工程的投融资职能，实现国有资产保值增值，为全区经济结构实行战略性调整和加快城市化进程服务。经过多年实践，公司已形成了国有土地一级开发、城市基础设施建设、保障房建设和创业投资等多种业务共同发展的格局。

3. 政府支持

公司作为南通市及港闸区重要的基础设施建设主体，近几年，港闸区政府通过财政补贴、资产划拨及增资等形式，不断给予公司支

持。

财政补贴

公司经营保障性住房及基础设施建设业务具有一定的公益性，盈利空间较小，港闸区政府每年给予财政补贴以支持其发展。2013年公司收到政府保障性安居工程财政补贴款9.10亿元。

资本增资

根据南通市港闸区人民政府办公室 2013年第 0581 号和 0589 号办文批单批示，港闸区人民政府将政府转入土地资产增加资本公积10.01亿元。

业务支持

为增强公司实力，港闸区政府将区内基础设施建设和土地一级开发业务划拨至公司。其中土地一级开发完成后，交由南通市国土局进行招拍挂并按土地出让金的 65%返回至港闸区（通政发〔2008〕39 号文），港闸区政府将其全部返还至公司；2011 年以后开发的经营性用地按出让金的 82.5%比例（其中的 17.5%是以市政府转移支付方式返还）返还回至港闸区，港闸区政府将其全部返还至公司（2010 年 4 月南通市人民政府常务会议纪要 42 号文）；基础设施建设方面，公司提取发生额的 5%-10%作为代建管理费。2013 年公司按照

10%的比例确认管理费收入 3.43 亿元。

总体看，近几年港闸区政府对公司支持力度较大。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

公司作为南通市港闸区国有资产投资主体，主要从事南通市港闸区基础设施建设、土地一级开发、保障性住房建设及股权投资业务，均为港闸区政府指定业务。

2013 年公司实现营业收入为 23.52 亿元，同比增长 14.80%，主要是由于保障房销售收入增长所致。从营收结构看，跟踪期内公司代建管理费收入基本维持稳定，实现保障房房地产销售收入 19.73 亿元，其占比进一步提高至 82.91%。从盈利能力看，受保障房业务占比提升以及保障房建设成本提高影响，跟踪期内公司盈利能力大幅下降。

表 3 2011~2013 年公司营业收入构成（单位：亿元、%）

业务	营业收入			毛利率		
	2011 年	2012 年	2013 年	2011 年	2012 年	2013 年
代建管理费	3.36	3.51	3.43	--	--	--
保障房销售	10.43	16.94	19.73	-19.37	-12.93	-32.77
其他业务	0.008	0.04	0.36	77.03	94.40	73.86
合计	13.80	20.48	23.52	9.78	6.59	-11.79

资料来源：公司审计报告

注：公司代建管理费包括代建工程管理和土地一级开发管理费；2013 年营业收入大于 32.51 为四舍五入所致。

2. 主要业务

城市基础设施建设

公司城市基础设施建设任务主要由本部和子公司开发区总公司负责。在范围上，开发区总公司承担港闸开发区内的基础设施建设工

作，公司本部承担除开发区以外港闸区所有基础设施建设。

港闸区内基础设施建设项目分为市级（南通市）项目和区级项目两类。市级项目（比较少）公司仅承担项目前期拆迁任务，不进行施

工建设；区级项目前期拆迁和项目建设均由公司和下属子公司承担。公司代建基础设施采取BT模式，项目建设资金一部分来源于财政拨款（市财政和区财政），其余部分由公司通过银行借款等形式自筹。

从项目资金平衡方式来看，港闸区按工程进度拨付工程款（市级项目将建设资金划拨至港闸区财政局），公司根据每年新增投资额（包括施工方垫付资金）的5%~10%计算代建收益并记为营业收入，完工结算后的工程移交区政府，不在公司账面上反映，未完工的工程反映在在建工程科目中。

目前，公司在建的基础设施项目较多，投资额较大的有城北大道、北城大桥永、兴商城搬迁等项目。2013年公司代建项目投资14.40亿元，按照10%的收益率确认代建工程管理费收入1.44亿元，计入代建管理费收入。

表4 公司2013年底公司主要在建项目情况

（单位：万元、%）

项目名称	总投资	截至2013年底已投资	BT模式收益率
城北大道	60000	3504	10
新华路工程	10000	6627	10
北城大桥	35000	30128	10
江海大道	20000	20000	10
永兴商城搬迁	20000	19000	10
合计	145000	79259	--

资料来源：公司提供

土地一级开发

港闸区政府授予公司一级土地开发职能，具体实施也是由公司本部和开发区总公司负责。从范围来看，开发区总公司主要承担港闸开发区土地开发工作，公司本部负责除开发区以外的港闸其余区域。

从经营模式看，土地一级开发的前期资金全部由公司承担，拆迁平整完成后交由南通市土地储备中心进行土地出让，南通市财政局将土地出让金的一定比例返还给港闸区财政局，港闸区财政局全部返还公司以保障公司持续发展。公司按投资额的5%-10%作为

代开发管理费确认为营业收入，剩余资金作为财政拨款放入预收账款中。

跟踪期内，公司完成幸福大道、经八路、永兴公交停车场等区域土地一级开发面积2000亩，合计投入资金19.92亿元。2013年，公司出让永和路北侧、秦灶河西北侧地块（144亩）以及江海大道西北侧、长平路南侧地块（254亩），合计398亩，出让总价40.35亿元，港闸区财政局返还公司土地出让收益28.48亿元。其中，公司按照10%的比例确认代开发管理费收入1.99亿元，计入公司代建管理费收入；剩余26.49亿元作为财政拨款计入预收账款。

保障性住房建设

港闸区保障性住房建设全部由下属子公司城镇房地产公司承建，城镇房地产公司是港闸区唯一的国有控股房地产公司，港闸区政府指定城镇房地产公司承建区内所有保障性住房建设，具有垄断性。

公司于2009年开始从事保障房和两限房的建设工作，保障性住房建设用地一般由政府指派，土地储备价格（约200元/平方米）较低。从资金来源来看，项目建设前期资金（包括土地款）由政府拨款，大部分（包括施工成本）由公司通过银行贷款等方式筹集，保障性住房建设完成后依据政府制定的规则按照约定价格进行销售和分配，在政府补助保障房建设补助支撑下，公司基本能够实现保障性住房项目的资金平衡。另外，保障性住房项目中配套了一定的商铺建设，商铺按市场价格产生的销售收入全部归公司所有。

跟踪期内，公司保障房开工面积89万平方米，竣工面积220万平方米，保障房销售面积161万平方米，实现保障房销售收入19.73亿元。受保障房项目性质影响，公司保障房业务毛利率持续为负，2013年为-13.11%。为保障公司保障房建设顺利推进，2013年港闸区政府给予公司政府保障性安居工程财政补贴款9.10亿元。

目前公司主要从事港闸区R10006地块、R10016地块等地块的保障性住房建设工作，项目总投资63.04亿元，截至2013年底已投资35.08亿元，未来尚需投入资金27.96亿元。

表5 公司主要保障房项目（单为：万元）

项目名称		总投资额	截至2013年底项目已完成投资额
13 港闸债募投项目	R10006 地块保障性住房	34000	34890
	R10016 地块保障性住房	33600	36738
	R10034 地块保障性住房	46150	44870
	R11009 地块保障性住房	18000	26470
	R11010 地块保障性住房	10000	12372
	R11011 地块保障性住房	23000	31218
	CR11008 东地块保障性住房	38000	52934
合计		202750	239492
其他保障房项目	保障房地块 R12057 丽泰花园	72853	37652
	R12058 幸福世家	32318	18777
	R12059 绿墅湾	80767	49400
	R13046 秦灶 3 号	201194	1650
	R13047 秦灶 5 号	40543	3850
合计		427675	111329
合计		630425	350821

资料来源：公司提供

公司未来重点投资项目主要集中在港闸区保障性住房建设项目，投资规模较大，存在较大融资压力。

股权投资业务

公司从事股权投资业务的主体是开发区总公司。开发区总公司主要对开发区乃至南通市的优质企业进行股权投资，其中早期投资的精华制药于2010年2月3日上市，初始投资成本480万，2013年底市值1.43亿元，体现在可供出售的金融资产科目中，公司股权投资项目受证券市场波动影响较大。

八、财务分析

公司提供的 2013 年度财务报表已经由江

苏天华大彭会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司合并报表范围无变化。

截至 2013 年底，公司资产总额 331.67 亿元，所有者权益合计 114.16 亿元。2013 年公司实现营业收入 23.51 亿元，利润总额 2.76 亿元。

1. 盈利能力

公司营业收入主要来源于房地产销售收入和代建收入（包括土地一级开发和代建基础设施，均以净收入形式记账，成本为零）。2013年公司营业收入23.51亿元，同比增长14.80%。其中，保障性住房销售收入为19.73亿元，工程项目代建收入3.43亿元。

公司营业成本全部体现为保障房建设成本，2013年保障房建设规模较大，营业成本为26.29亿元。公司期间费用主要为财务费用，近三年呈快速增长态势，2013年期间费用为1.19亿元，公司期间费用控制能力较强。

2013年，受保障房业务性质影响，扣除期间费用后，公司营业利润呈亏损格局，营业外收入成为公司利润总额的主要来源。港闸区每年给予公司城市基础设施建设和保障房建设补贴，2013年公司获得政府保障性住房财政补贴款9.10亿元，较2012年增加4.99亿元，政府对公司的支持力度不断增强。受益于大额政府补助，2013年公司利润总额为2.76亿元，公司利润总额对政府补贴依赖大。

从盈利指标看，由于公司代建工程收入反映的是净收入，营业成本全部是房地产成本，受成本大幅增加影响公司营业利润率大幅下降，2013年为-17.42%。在营业外收入的有力补充下，2013年公司总资产收益率和净资产收益率分别为1.97%和2.11%。

总体来看，跟踪期内随着保障性住房业务规模的扩大，营业收入和成本增长迅速，业务稳定但盈利能力下降，但政府补助收入对公司利润有较大支撑。

2. 现金流及保障

经营活动方面，公司销售商品、提供劳务收到的现金主要是保障性住房销售收入，2013年为19.22亿元，同比增长3.35%。收到的其它与经营活动有关的现金数额较大，主要是港闸区政府基础设施建设、土地整理成本返还款以及拨付保障房工程财政补助。2013年公司现金收入比为81.73%，同比下降9.05个百分点。跟踪期内，公司收入实现质量有所下降。

公司购买商品接受劳务支付的现金2013年为41.44亿元，同比增长15.73%，主要是保障房建设支出。支付的其它与经营活动有关的现金主要反映往来及费用款项，2013年为13.63亿元。受经营活动现金流出大幅增加影响，2013年公司经营活动产生的现金流净额同比下降67.78%，为7.25亿元。

投资活动方面，公司投资活动现金流入规模较小，投资活动现金流出主要体现为构建固定资产、无形资产和其它长期资产支付的现金，主要系基础设施建设及土地整理支出，2013年为16.45亿元，投资活动现金流体现为净流出，2013年为18.42亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来源于吸收借款收到的现金，筹资活动现金流出主要体现为偿还债务支付的本息。由于公司工程建设支出和成本返还、收入实现时间不匹配，筹资活动能够较好的保证公司现金流的正常运转。2013年，公司筹资活动现金流量净额为11.06亿元。

总体来看，公司经营活动现金流入受政府拨付款项规模影响大，虽然政府有专项保障房建设款项拨付，但2013年公司经营活动现金净流入规模不能覆盖公司投资支出，公司对外融资需求较大。

3. 资本及债务结构

资本

截至2013年底，公司资产总额331.67亿

元，同比增长10.65%，主要来源于预付款项和存货的增加，在以上科目增长的带动下，流动资产占总资产的比重有所上升，非流动资产占总资产的比重呈下降趋势。截至2013年底，公司流动资产和非流动资产占比分别为44.99%和55.01%。

截至2013年底，公司流动资产合计149.23亿元，主要由货币资金（占10.25%）、其他应收款（占15.05%）、存货（占42.66%）和预付账款（占25.43%）构成。

截至2013年底货币资金余额为15.30亿元，主要体现为银行存款（占比66.80%），另有少量现金和其他货币资金。截至2013年底，其它应收款账面价值22.46亿元（公司计提坏账准备1.33亿元），主要为应收南通市港闸区财政局基础设施建和土地一级开发项目成本款19.66亿元。截至2013年底公司存货余额为63.65亿元，同比增长28.92%，主要是保障房建设开发成本增加所致。构成上，主要体现为开发产品（占比24.44%）和开发成本（占比75.56%），开发成本主要是在建保障性住房开发，开发产品为完工后尚未销售的保障性住房项目。截至2013年底应收账款账面净值为8.87亿元，主要是应收港闸区财政局和港闸开发区财政局代建项目（基础设施、土地一级开发）管理费和保障性住房销售款，两家单位的欠款合计占比97.29%，坏账风险较小。截至2013年底预付账款余额为37.94亿元，同比增长24.34%，主要为预付保障房项目建设和基础设施建设项目工程款。

截至2013年底非流动资产合计182.44亿元。从构成来看，非流动资产主要体现为在建工程（占比93.19%）和长期股权投资（占比4.87%）。

公司可供出售金融资产为持有的精华制药股票（0.11万股），截至2013年底市值为1.43亿元；截至2013年底公司在建工程余额为170.02亿元，主要归集的是为政府部门代建和管理的建设工程项目成本支出，这些项目由

政府出资建设，项目建设完成后按实际造价由政府收回，公司仅按与政府约定的比例收取一定的工程项目代建管理服务费用；截至2013年底，公司长期股权投资8.88亿元，主要是对子公司、联营企业的投资和对其他企业的参股投资。其中，子公司投资3.58亿元，对联营企业投资3.16亿元，其它参股企业投资3.66亿元。公司共计提0.52亿元投资减值准备。

综合来看，近几年公司资产规模扩张较快，流动资产中对政府部门的应收款和保障性住房形成的存货占比较大；非流动资产中在建工程多，变现周期长，公司整体资产流动性弱。

所有者权益

2013年底公司所有者权益为114.16亿元，同比增长12.50%，主要来源于资本公积的增长。从构成看，实收资本占0.44%，资本公积占88.52%，盈余公积占0.81%，未分配利润占10.23%。2013年公司资本公积101.06亿元，同比增长11.31%，主要是根据南通市港闸区人民政府办公室2013年第0581号和0589号文批单批示划拨的土地使用权。总体看，公司所有者权益结构稳定性好。

负债

截至2013年底，公司负债合计217.51亿元。其中，流动负债占比82.44%，非流动负债占比17.56%，公司负债以流动负债为主。

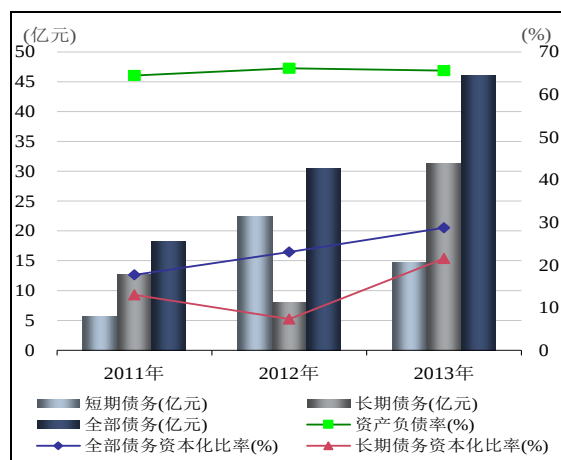
截至2013年底，公司流动负债179.31亿元，同比下降5.22个百分点，主要是短期借款减少所致。截至2013年底，公司短期借款2.21亿元，主要为信用借款。截至2013年底，公司应付款项（应付票据和应付账款）为14.46亿元，主要为应付代建项目工程款和保障房项目建设款。截至2013年底，公司预收账款116.34亿元，主要为政府拨付给公司的基础设施等项目工程进度款（开工后放在在建工程里，待工程完工后与转出的工程价值相抵），账龄在1年以内的为主（占76.17%）；其他应

付款主要为港闸区财政局给予的保障性住房建设拨款、应付拆迁工程款及往来款项，2013年底余额为37.48亿元。

公司非流动负债包括长期借款、应付债券、长期应付款和专项应付款。截至2013年底，公司长期借款19.25亿元，同比增长140.37%，主要是公司为保证保障房建设项目推进增加的银行借款。应付债券为公司2013年发行的12亿元企业债。公司长期应付款主要为拆迁预借款和安置房借款，2013年底为2.30亿元。专项应付款为500千伏送出线路工程4.30亿元。

有息债务方面，近年来随着公司保障房建设的推进，公司有息债务快速增长。截至2013年底公司全部债务45.97亿元，同比增长51.33%，主要是长期借款增长所致。从构成看，公司有息债务以长期债务为主，截至2013年底为31.25亿元。公司保障房等项目建设投入较大，资金回笼缓慢，采用长期债务为主的债务结构有助于保证公司对建设项目的前期投入。在港闸区政府的支持下，近年来公司负债上升的同时，公司资产负债率基本维持稳定，2013年公司资产负债率为65.58%。跟踪期内，公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率整体呈上升趋势分别为21.49%和28.71%。

图1 公司债务负担状况



资料来源：根据公司审计报告绘制

综合来看，随着保障性住房的推进，公司有息债务规模扩大且长期借款增加，公司负债水平适中。考虑到公司有息债务相对较少，且经营性债务占比较高，实际债务负担较轻。

4. 偿债能力

从短期偿债能力来看，2013年公司流动比率和速动比率均较2012年有所提高，分别为83.22%和47.72%。受经营活动现金流入规模降低影响，公司经营现金流动负债比同比大幅下降，2013年为4.04%。考虑到公司流动负债主要体现为预收款项和其它应付款，有息债务规模较小，公司短期偿债压力较小。

从长期偿债能力来看，由于公司有息债务上升影响，2013年公司全部债务/EBITDA从2012年的7.44倍上升至12.93倍，公司EBITDA对全部债务的保障能力有所下降。2013年公司EBITDA利息倍数为4.81倍，与2012年变化不大。整体看，EBITDA对公司债务的保障能力一般，考虑到港闸区政府对公司的支持，公司整体偿债能力正常。

截至2013年底，公司对外担保总额3.87

亿元，对外担保比率3.39%，为南通新家园农业投资发展有限公司等公司提供的担保，目前被担保单位正常运营，公司或有风险小。

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：G1032061100078140），截至2014年5月21日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险、南通市港闸区政府对于公司的各项支持，以及未来公司战略的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

九、存续期内债券及募集资金使用情况

公司于2013年发行12亿元公司债，全部用于南通市港闸区7个地块(R10006地块、R10016地块、R10034地块、R11009地块、R11010地块、R11011地块、CR11008东地块等)的保障性住房项目，目前公司保障房募投项目已全部完工。

表 6 募投项目进展

项目名称	总投资额 (万元)	募集资金额 (万元)	募投项目完工进度 (%)	截至2013年底项目已完 成投资额 (万元)
R10006 地块保障性住房	34000	20000	100	34890.00
R10016 地块保障性住房	33600	20000	100	36738.00
R10034 地块保障性住房	46150	27400	100	44870.20
R11009 地块保障性住房	18000	10000	100	26470.14
R11010 地块保障性住房	10000	6000	100	12372.70
R11011 地块保障性住房	23000	13800	100	31218.38
CR11008 东地块保障性住房	38000	22800	100	52934.00
合计	202750	120000	--	239493.42

资料来源：公司提供

十、存续期内债券偿债能力分析

2013年公司经营活动现金流入和净流量分别为65.36亿元和7.25亿元，分别为“13通港闸债/13通港闸”待偿还本金的5.45倍和0.60

倍，分别为分期偿还额度2.40亿元的27.23倍和3.02倍；2013年公司EBITDA为存续期内债券本金的0.30倍，为分期偿还本金额度的1.48倍。整体看，EBITDA对分期偿还额度的覆盖程度较好，公司经营现金流量规模较大，对

待偿还本金的保障能力较好。

十一、第三方担保分析

“13通港闸债/13通港闸”由南通国有资产投资控股有限公司（以下简称“南通国资”）提供连带责任保证担保，担保措施对本期债券利息和本金偿付起到保障作用。

根据公司与南通国有资产投资控股有限公司签订担保函，南通国资为公司本期发行的12亿元公司债券的还本付息提供连带责任担保。保证范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保期限为本期债券存续期及本期债券到期之日起两年时间。

担保人资信情况

南通国有资产投资控股有限公司成立于2003年3月，是南通市人民政府出资设立的国有独资有限责任公司，是市政府授权经营的集产权营运、投融资于一体的综合性国有资产经营公司。南通国资前身是经南通市人民政府通政发【2003】35号文件批准组建的南通众和控股有限公司，注册资本为2亿元。2007年1月，南通国资名称变更为现名，注册资本增加至5亿元，由南通市国资委履行出资人职责。2008年12月，南通国资将资本公积15亿元转增资本，注册资本增加至20亿元。

截至2013年底，南通国资（合并）资产总额265.57亿元，所有者权益为149.91亿元；2013年公司实现主营业务收入6.80亿元，利润总额2.87亿元。

南通国资作为南通市城市基础设施建设投融资、公用事业及相关国有资产的经营管理唯一平台，具备区域经济基础较好，政府支持力度强，经营业务区域专营等优势。南通国资在资产划拨，资金补贴及偿债保障方面得到了南通市政府的有力支持。

南通国资为政府类项目融入的资金，根据南通市财政局的拨付通知书划转至项目建

设单位，资金的偿还由南通市财政部门按期足额划转至公司。因此，地方政府财政支持是其债务偿还的重要保障。南通市财政局在每年年初编制年度城市建设资金收支预算时，优先安排资金用于偿还公司的贷款本息，确保到期贷款本息及时、足额偿还。

南通市财政每年给予南通国资一定的资金补贴。2013年，南通国资获得补贴收入1.72亿元。其中，机场运营补贴0.20亿元，公交运营补贴1.51亿元。

综上所述，南通国资作为南通市基础设施建设投融资和国有资产管理主体，在南通市社会发展中具有重要地位，得到政府的有力支持。

近年，南通市地方经济和财政收入保持增长，装备制造业、建筑业等的发展带动了地方税收收入规模提高，同时南通市地方财政收支规模增长较快，固定资产投资与城市基础设施建设投资规模不断增加。公司经营稳健，自营业务板块成长性好，并能够得到政府的大力支持，具有可持续发展能力。经联合资信评定，南通国有资产投资控股有限公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

“13通港闸债”12亿元公司债券占南通国资2013年底资产总额4.52%、所有者权益的8.00%，如代为偿付，对南通国资将造成一定影响。

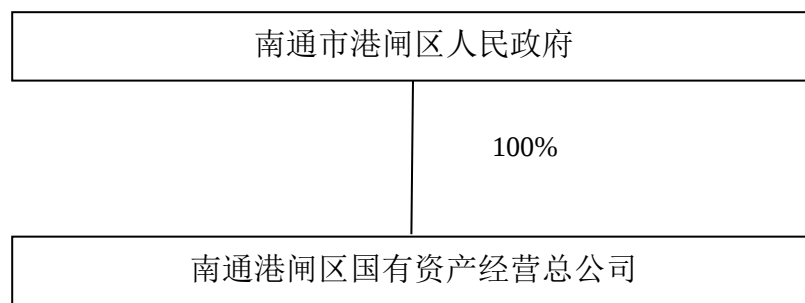
整体看，公司为本期债券设置了提前偿还本金条款并设立了偿债资金专户，中国银行南通港闸支行对偿债资金专项账户进行监管并提供流动性贷款支持；南通国资为本期债券提供连带责任保证担保，本期企业债券到期不能偿还的风险较低。

十二、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA⁺主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13

通港闸债/13 通港闸” AA+的信用等级。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 主要计算指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	12.34	15.41	15.30
资产总额(亿元)	239.07	299.74	331.67
所有者权益(亿元)	85.03	101.48	114.16
短期债务(亿元)	5.59	22.37	14.72
长期债务(亿元)	12.70	8.01	31.25
全部债务(亿元)	18.29	30.38	45.97
营业收入(亿元)	13.80	20.48	23.51
利润总额(亿元)	3.72	3.28	2.76
EBITDA(亿元)	4.46	4.08	3.56
经营性净现金流(亿元)	43.66	22.50	7.25
财务指标			
销售债权周转次数(次)	2.38	1.66	2.14
存货周转次数(次)	1.08	0.53	0.47
总资产周转次数(次)	0.10	0.08	0.07
现金收入比(%)	112.93	90.78	81.73
营业利润率(%)	3.83	0.40	-17.42
总资本收益率(%)	3.39	2.53	1.97
净资产收益率(%)	3.28	2.51	2.11
长期债务资本化比率(%)	12.99	7.32	21.49
全部债务资本化比率(%)	17.70	23.04	28.71
资产负债率(%)	64.43	66.15	65.58
流动比率(%)	65.35	69.25	83.22
速动比率(%)	48.84	43.16	47.72
经营现金流动负债比(%)	31.13	11.89	4.04
EBITDA 利息倍数(倍)	6.19	5.15	4.81
全部债务/EBITDA(倍)	4.10	7.44	12.93

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/主营业务收入×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