

跟踪评级公告

联合[2016] 852 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持南通市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。



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>

南通市港闸区国有资产经营总公司

企业债券跟踪评级报告

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
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: 2016 年 6 月 13 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	18.02	29.95	35.90
资产总额(亿元)	245.77	275.28	318.05
所有者权益(亿元)	100.79	112.02	113.15
长期债务(亿元)	29.71	40.80	53.06
全部债务(亿元)	45.79	77.05	102.63
营业收入(亿元)	27.55	29.73	18.95
利润总额(亿元)	5.61	2.68	1.36
EBITDA(亿元)	5.79	2.83	1.70
经营性净现金流(亿元)	4.34	18.23	3.55
营业利润率(%)	-8.46	-27.28	-23.70
净资产收益率(%)	4.76	2.06	0.95
资产负债率(%)	58.99	59.31	64.43
全部债务资本化比率(%)	31.24	40.75	47.56
流动比率(%)	123.96	166.42	159.67
全部债务/EBITDA(倍)	7.91	27.27	60.24
经营现金流流动负债比(%)	3.91	15.48	2.42

注: 现金类资产中已剔除受限资金。

分析师

黄海伦 常楚笛 王宇勃
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, 南通市港闸区国有资产经营总公司(以下简称“港闸国资”或“公司”)受保障性住房建设需求减少影响, 公司营业收入降幅较大, 政府补贴资金有所减少, 导致经营性净现金流同比大幅下降。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。

跟踪期内, 港闸区经济发展迅速, 地方综合财力不断加强, 为公司业务发展提供有力保障; 伴随政府城建规划安排, 公司将继续推进基础设施及保障房建设工作, 销售资金回笼与政府财政对公司的持续支持, 将对公司还本付息能力及信用基本面形成有效支撑, 联合资信对公司评级展望为稳定。

“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。

优势

1. 南通市港闸区经济快速发展, 地方财政实力不断加强, 为公司提供了良好的外部环境。
2. 跟踪期内, 公司业务具备一定区域垄断优势, 项目储备充足。
3. 跟踪期内, 公司持续获得港闸区政府在财政补贴、资金支持等方面支持。
4. 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，变现能力偏弱。
2. 公司经营和投资业务主要由政府指定，其中保障房主业利润亏损，主要通过财政补贴平衡，公司整体盈利能力弱。
3. 跟踪期内，公司债务规模快速增长，整体债务负担有所加重。
4. 公司对外担保金额较大，存在一定或有负债风险。

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）与南通市港闸区国有资产经营总公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与南通市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，未因南通市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市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市港闸区国有资产经营总公司主体长期信用及“13通港闸债/13通港闸”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。2011年5月,公司名称更为现名。截至2015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(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)。

目前公司设有综合管理部、产权管理部、审计监管部、投资发展部、财务管理部五个职能部门,下辖3家二级子公司,分别为:南通市城镇房地产开发公司,江苏省南通港闸区经济开发区总公司,南通五水投资发展有限公司。

截至2015年底,公司资产总额318.05亿元,所有者权益合计113.15亿元(含少数股东权益5.21亿元)。2015年公司实现营业收入18.95亿元,利润总额1.36亿元。

公司注册地址:南通市城港路18号;法定代表人:孙磊磊。

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GDP67.7万亿元,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。

产业结构调整稳步推进,第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。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。

固定资产投资增速下行,成为GDP增速回落的主要原因。2015年,中国固定资产投资(不含农户)55.2万亿元,同比名义增长10.0%(扣除价格因素实际增长12.0%,以下除特殊说明外均为名义增幅),增速呈现逐月放缓的态势。其中,基础设施建设投资增速较快,但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显,成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳,为经济增长发挥“稳定器”作用。2015年,中国社会消费品零售总额30.1万亿元,同比增长10.7%,增幅较2014年下降1.3个百分点;中国消费与人均收入情况大致相同,中国居民人均可支配收入全年同比增长8.9%,扣除价格因素实际增长7.4%,增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大,但进、出口双降凸显外贸低迷。2015年,中国进出口总值4.0万亿美元,同比下降8.0%,增速较2014年回落11.4

个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相对于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 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。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13% 以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，

营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

（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許多优惠政策，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，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

（2）行业政策

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调整企业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. 区域经济

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

区域概况

南通市位于江苏省东南部,处于沿海经济带和长江经济带T型结构交汇点处,南与上海、苏州隔江相望。苏通长江大桥建成以后,南通市已进入上海1小时经济圈内。

南通市是我国首批对外开放的14个沿海城市之一,现辖如皋、海门、启东3市(县级),海安、如东2县,崇川、港闸、通州3区和南通经济技术开发区。2015年底全市常住人口730.0万人,其中,城镇人口达到458.2万人,增长2.7%,城镇化率62.8%,比上年提高1.7个百分点,是江苏全省的十二分之一。

南通市集“黄金海岸”与“黄金水道”优势于一身,拥有长江岸线164.63公里,其中可建万吨级深水泊位的岸线30多公里;拥有海岸线215.85公里,其中可建5万吨级以上深水泊位的岸线40多公里。全市海岸带面积1.3万平方公里,沿海滩涂21万公顷,是我国沿海地区土地资源最丰富的地区之一。已探明的矿产资源主要有铁矿、石油、天然气、煤、大理石等。全市耕地总面积700万亩,土壤肥沃,适种范围广,盛产水稻、蚕茧、棉花、油料等作物。水产资源十分丰富,是全国文蛤、紫菜、河鳗、沙蚕、对虾的出口创汇基地。吕四渔场是全国四大渔场、世界九大渔场之一。

区域经济

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 development 取得了长足发展。

2013~2015年,南通市地区生产总值分别为5038.89亿元、5652.69亿元和6148.40亿元,当地经济稳步增长。2015年南通市GDP增速为9.60%,增速有所放缓,但依然高于全国平均水平。2015年南通市一般公共预算收入625.60亿元,同比增长13.8%。

2013~2015年,南通市固定资产投资分别为3298.73亿元、3896.39亿元和4376.00亿元,呈快速增长趋势。2015年南通市项目建设取得新突破,沪通长江大桥加快建设,宁启铁路复线电气化改造竣工试运营,宁启铁路二期开工建设;通洋高速一期建成通车,海启高速开工建设,锡通高速完成前期工作,形成“一环三射两通道”的高速公路网布局,实现高速公路县级节点全面通达;兴东机场一类航空开放口岸获批;连申线三级航道建成通航,九圩港复线船闸开工建设。

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

区域概况

港闸区位于长江入海口北岸，南通市区中部。南枕长江，与上海、苏州隔江相望，北临广袤的苏北平原，是南通市集先进制造业、现代服务业、新兴产业为一体的重要城市组团。总面积134.23平方公里，拥有10公里长江岸线，天生港港区是南通港的上游重要组成港区。现辖一个省级经济开发区（港闸经济开发区），唐闸镇街道、秦灶街道、幸福街道、陈桥街道和共60个村（社区），常住人口27.8万人，其中户籍人口19.04万人。

港闸区地理位置优越，交通快捷。现已形成以高等级公路和铁路为主骨架，水、陆、空、铁四位一体，内敛外延，四通八达的交通网络。设有宁通、通启、沿海高速公路入口处三个；已投入运营的新长铁路在港闸区设站而过，北与素有“欧亚大陆桥”之称的陇海铁路大动脉紧密相连；开通国内主要大中城市航线的民航南通机场傍区而设。区内形成“三横五纵”道路框架，近年来港闸充分利用交通资源，打造火车站北物流园，发展现代城市物流基地。

港闸区产业结构鲜明，在产业体系上呈“10+3+1”格局，“10”是指以现代服务业为先导，发展房地产业、商贸流通业、软件和服务外包业、文化旅游业、现代物流业、商务服务业、科技服务业、金融证券业、公共服务、家庭服务业等十大服务业产业。“3”是指以先进制造业为支撑，培育壮大装备制造、船舶修造及配套和电子信息等三大主导产业。“1”是指以都市型现代农业为配套，以“万顷良田建设工程”为载体，建设都市型现代农业核心区。

区域经济

2013~2015年，港闸区地区生产总值持续稳定增长。2015年港闸区完成地区生产总值308.03亿元，同比增长9.7%。从产业结构来看，港闸区产业结构以第二产业和第三产业为主。2015年港闸区第一产业实现增加值1.92亿元，同比下降7.1%；第二产业实现增加值178.01亿

元，同比增长9.8%；其中工业增加值148.99亿元，同比增长9.3%；第三产业实现增加值128.10亿元，同比增长9.8%。第一、二、三产业结构比为0.6:57.8:41.6。

表1 港闸区2013~2015年区域经济发展情况

项目	2013年	2014年	2015年
地区生产总值（亿元）	257.75	284.14	308.03
GDP增长率（%）	10.6	9.5	9.7
其中：第一产业增加值（亿元）	2.32	2.17	1.92
第二产业增加值（亿元）	176.86	168.32	178.01
第三产业增加值（亿元）	78.57	113.66	128.10

资料来源：港闸区统计局网站 www.ntgz.gov.cn

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，其财政实力也快速增强。2013~2015年全区可控财力快速增长。2015年港闸区可控财力108.76亿元，同比增长18.63%，主要系一般预算收入及基金收入增长所致。

港闸区一般预算收入主要由税收收入构成，2013~2015年，港闸区一般预算收入快速增长，年均复合增幅14.36%；2015年一般预算收入为40.82亿元，同比增长11.99%。

港闸区基金收入主要为土地出让金，2013~2015年，港闸区基金收入快速增长，年均复合增幅33.63%；2015年基金收入为51.00亿元，同比增长23.85%。

港闸区上级补助收入主要为一般性转移支付。2013~2015年，港闸区上级补助收入快速增长，年均复合增幅41.93%；2015年上级补助收入为16.82亿元，同比增长22.59%。

表 2 2013~2015 年港闸区财力情况表 (单位: 亿元)

科目	2013 年	2014 年	2015 年
一般预算收入	31.21	36.45	40.82
税收收入	28.71	34.32	37.86
非税收入	2.5	2.13	2.96
基金收入	28.56	41.18	51.00
土地出让金	27.87	40.45	51.00
其他	0.69	0.73	0.00
上级补助收入	8.35	13.72	16.82
返还性收入	0.71	0.70	0.69
一般性转移支付	6.37	12.23	14.55
专项转移支付	1.27	0.79	1.58
预算外财政专户资金	1.6	0.33	0.12
地方可控财力	69.72	91.68	108.76

资料来源: 港闸区财政局

地方政府债务

截至 2015 年底, 港闸区政府债务余额 40.55 元, 全部是直接债务余额 40.55 亿元。

截至 2015 年底, 港闸区地方政府债务率 37.28%, 债务水平适宜。

表 3 港闸区地方政府债务余额及综合财力统计表 (单位: 亿元)

地方债务 (截至 2015 年底)	金额	地方财力 (2015 年度)	金额
(一) 直接债务余额	40.55	(一) 地方一般预算收入	40.82
1、外国政府贷款		1、税收收入	37.86
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	2.96
(1) 世界银行贷款		(二) 转移支付和税收返还收入	16.82
(2) 亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	14.550
(3) 国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	1.58
(4) 其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	0.69
3、国债转贷资金		(三) 国有土地使用权出让收入	51.00
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	48.19
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	2.66
6、国内金融机构借款		3、农业土地开发资金	0.15
(1) 政府直接贷款		4、新增建设用地有偿使用费	
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	28.55	(四) 预算外财政专户收入	0.12
7、债券融资			
(1) 中央代发地方政府债券			
(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	12.00		
8、粮食企业亏损挂账			
9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款			
11、其他			
(二) 担保债务余额			
1、政府担保的外国政府贷款			
2、政府担保的国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融机构借款			
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他			
地方政府债务余额 = (一) + (二) * 50%	40.55	地方综合财力 = (一) + (二) + (三) + (四)	108.76

债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)*100%	37.28%
----------------------------	--------

资料来源：港闸区财政局

总体看，港闸区经济快速发展，财政实力不断增长，为公司提供了良好的外部发展环境。但联合资信也注意到，港闸区可控财力中基金收入占比较高，基金收入受土地市场和调控政策影响大，未来可能具有较大的波动性，进而带动可控财力出现波动。

五、公司基础素质分析

1. 产权状况

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。

截至 2015 年底，公司拥有二级子公司三家：南通市城镇房地产开发公司（以下简称“城镇房地产公司”）、江苏省南通港闸区经济开发区总公司（以下简称“开发区总公司”）和南通五水投资发展有限公司（以下简称“五水投资公司”）。

城镇房地产公司成立于1993年，初始注册资本2.2亿元，历经数次增资，目前注册资本16.00亿元，具有房地产开发一级资质。2007年，根据港闸政【2007】287号文件，当地政府将城镇房地产公司全部股权划拨至公司。城镇房地产公司具有多年房地产项

目开发经验，为完成港闸区保障性住房建设任务，自2009年开始，城镇房地产公司暂停了商品性房地产项目的开发，全力推进保障性住房建设工作；2009年以来每年开发建设的保障房面积均超过100万平方米；同时，通过保障房小区配套商业设施的开发与经营，为公司积累了优质资产。

开发区总公司成立于 1993 年，目前注册资本为 6.50 亿元。2007 年，根据港闸政【2007】286 号文件，当地政府将开发区总公司全部股权划拨至公司。开发区总公司经过多年经营，形成了土地开发整理、基础设施建设和创业投资三大业务，除了承担南通港闸经济开发区的基础设施建设和园区内土地开发整理之外，还通过参股、控股方式投资于医药、信息技术、商业、能源、新材料、运输和纸业等多个行业，并向控股和部分参股公司指派管理人员参与公司管理。

五水投资公司成立于 2013 年，由公司、开发区总公司、南通市市北新城开发建设有限公司共同出资组建，目前注册资本为 10.20 亿元。公司经营范围：实业投资及管理；创业投资；从事非证券类股权投资活动；公用配套设施建设；土地开发；物业管理；酒店管理；建筑安装工程施工；日用百货、五金家电、建筑材料销售；商务信息咨询；自有房屋租赁。

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。2015 年，公司收到政府补贴收入 8.06 亿元。

总体看，跟踪期内，公司继续获得南通市港闸区政府的支持。

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、保障性住房建设等业务。

2015年，公司营业收入为18.95亿元，同比大幅下降36.26%，主要系保障房销售收入

大幅下滑所致。收入构成来看，2015年公司保障房销售收入占比为80.43%，为15.24亿元，同比下降33.16%，保障房销售收入作为公司收入的主要来源，容易受到房地产销售价格波动及政府安置政策变动等因素影响，2015年，港闸区保障房安置进程放缓。2015年，公司代建管理费收入占比为19.57%，为3.71亿元，同比下降46.46%，公司基础设施建设和土地一级开发业务按照每年新增投资额5~10%比例计提代建管理费。

盈利能力方面，受保障房销售毛利率持续为负且占比逐年提高影响，2015年公司整体毛利率分别为-12.60%。公司代建管理费2015年毛利率依然维持在100%，而保障房销售毛利率为-32.18%。

表4 近三年公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2013年			2014年			2015年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建管理费	76355.00	27.71	100.00	69281.21	23.30	100.00	37093.40	19.57	100.00
保障房销售	199185.54	72.29	-22.04	228001.83	76.70	-37.41	152403.26	80.43	-32.18
合 计	275540.54	100.00	11.78	297283.04	100.00	-5.39	189496.66	100.00	-12.60

资料来源：公司提供

2. 主要业务

城市基础设施建设

公司基础设施建设任务主要由本部和二级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，公司本部承担除开发区以外港闸区所有基础设施建设。公司是南通市港闸区唯一的城市基础设施投资建设主体，在南通市港闸区城市及园区基础设施方面具有区域垄断地位。

运作模式方面，公司及开发区总公司通过成立城建指挥部，来统筹协调全区基础设施投资建设，并通过收取建设项目管理费获得收入。同时，基础设施所涉及的土地拆迁也是由公司及开发区总公司完成，在成本核算时，基础设施代建投入包括涉及土地的拆迁成本以及基础设施建设成本。

资金平衡方面，当地政府按照工程进度拨付工程款，每年给予公司及开发区总公司新增投资额5%~10%作为代建收益。

会计处理方面，基础设施代建投入记录在“在建工程”科目，收到当地政府工程进度款记录在“预收款项”科目。经过多年发展，公司账上累积了较大规模的在建工程，考虑到其中部分已经完工，且涉及拆迁部分的款项具有与政府往来款性质，会计师事务所在编制公司2012~2014年连审合并财务报表及2015年合并财务报表时，对在建工程和预收款项进行了抵消，目前财务报表中预收款项主要为保障性住房业务形成的预收房款。

土地一级开发

港闸区政府2007年授予公司及开发区总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。由于土地整理职能属特许经营范围，故区域内有较强的垄断优势。

资金平衡方面，土地一级开发的前期资金全部由公司承担，拆迁平整完成后交付南通市土地储备中心；同时，港闸区财政局按照成本加成模式返还公司土地一级开发成本和收益。收益计提方式为：公司按每年新增投资额的 5%-10% 作为代开发管理费，并确认为营业收入。

会计处理方面，土地一级开发投入记录在“在建工程”科目，收到当地财政成本加收益返还记录在“预收款项”科目。2013~2015 年财务报表编制时，对在建工程和预收款项进行了抵消。

公司基础设施建设投入和土地一级开发业务投入均记录在“在建工程”科目，且上述业务均按照新增投资额的一定比例计提营业收入。跟踪期内，2015 年公司基础设施建设和土地一级开发业务合计计提营业收入为 3.71 亿元。

表 5 2015 年公司已完工项目投资情况

(单位: 万元)

时间	代建项目投资额	计提比例	代建收入
2015 年	370934.00	10%	37093.40

资料来源: 公司提供

截至 2015 年底，公司在建的基础设施项目和土地一级开发项目计划投资额为 83.60 亿元，目前已累计投资 71.05 亿元，未来还需要投入 12.55 亿元。在建项目中，投资额较大的有北城大桥两侧地块、城北大道、外环北路快速化改造工程等项目，其他合计项目较多。

表 6 2015 年底公司主要在建项目情况

(单位: 亿元、%)

项目名称	计划总投资	截至 2015 年底已投资	未来投资额
北城大桥两侧地块	4.50	4.36	0.14
城北大道	4.00	3.97	0.03
外环北路快速化改造工程	3.50	2.86	0.64
黄海路北永扬路西	2.60	2.41	0.19
其他合计	69.00	57.45	11.55
合计	83.60	71.05	12.55

资料来源: 公司提供

安置房建设

港闸区安置房建设由公司二级子公司城镇房地产公司和三级子公司南通天生置业有限公司（以下简称“天生置业”）负责，其中天生置业是港闸开发区内的安置房建设唯一实施主体，城镇房地产有限公司是除开发区以外港闸区其他区域安置房建设主要实施主体。

运作模式方面，由当地发改委根据安置房建设任务进行立项，立项后由两个房地产公司进行实施。在实施中，两个房地产公司到政府指定区域通过公开“招、拍、挂”拿地，然后请施工企业进行建设。

资金平衡方面，项目前期资金由政府拨款，其余大部分资金由公司通过银行贷款等方式筹集。项目完工后，依据政府制定的安置任务和约定价格进行销售和分配，在政府保障房建设补助（补助记录在“补贴收入”中）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，商铺建成后，公司通过公开拍卖进行销售，销售收入全部归公司所有。

跟踪期内，2015 年，公司安置房新开工项目为 4 个；公司安置房项目销售收入来自安置房销售和配套商业销售，其中安置房销售主要依据政府制定的安置任务，2015 年，在当地政府规划下，公司完成安置户数为 3800 户，安置房业务（包括配套商业销售）实现收入 15.24 亿元。公司保障房项目规模较大，2016 年公司

保障房计划安置目标为 3000 户左右。

截至 2015 年底，公司主要从事港闸区 R12059 地块、R12057 地块、R13047、龙潭福里八期（B）、曙光福里三期等的保障性住房建设工作，项目总投资 29.21 亿元，截至 2015 年底已经投入 27.87 亿元。未来几年，公司拟建项目投资主要投向保障房建设业务，资金规模将达到每年 30-40 亿元，资金来源主要是银行贷款，面临资金压力较大。

表 7 截至 2015 年底公司保障房在建项目情况
(单位: 万元)

项目名称	总投资额	截至 2014 年底项目已完成投资额	截至 2015 年底项目已完成投资额
R12059 绿墅湾	80800	62981.16	80800.00
R12057 丽泰花园	75000	59124.10	75000.00
R13047 秦灶 5 号	33200	29465.53	33200.00
R12058 幸福世家	33000	26094.80	33000.00
R13046 秦灶 3 号	16400	14980.74	16400.00
龙潭福里八期（B）	32600		24500.00
曙光福里三期	21100		15800.00
合计	292100	192646.33	278700.00

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供的 2015 年度财务报告由大信会计师事务所审计，并出具了标准无保留审计意见。截至 2015 年底，公司拥有二级子公司 3 家，2015 年，南通天生实业有限公司及南通天生汽车文化发展有限公司新纳入合并范围，至此，公司拥有三级子公司 11 家；新纳入合并范围的三级子公司规模较小，对整体财务报告的可比性影响较小。

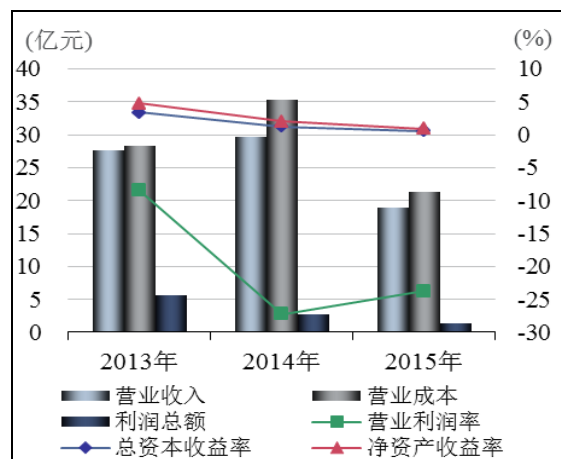
截至 2015 年底，公司资产总额 318.05 亿元，所有者权益合计 113.15 亿元（含少数股东权益 5.21 亿元）。2015 年公司实现营业收入 18.95 亿元，利润总额 1.36 亿元。

1. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 18.95 亿元，同比下降 36.26%，主要由于主营业务收入中占比较大的保障房销售收入下降所致；利润总额 1.36 亿元，同比下降 49.21%。从公司期间费用来看，2015 年，公司期间同比增长 97.51%，主要由于手续费支出增加导致财务费用大幅上升所致。2015 年公司期间费用占比继续上升，为 7.82%，较 2014 年上升 5.30 个百分点，反应出公司费用控制能力减弱。2015，公司营业外收入大幅下降，为 8.06 亿元。

从盈利指标来看，2015 年，公司营业利润率为-23.70%；总资本收益率为 0.58%；净资产收益率为 0.95%。

图 1 近年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

总体来看，跟踪期内，公司营业收入规模大幅下降，主要由于保障房安置规模下降，同时受房地产环境不景气影响，配套商业销售收入下降所致。由于保障房依据政府约定低于市场价格进行销售，同时拆迁安置成本较高，使得公司经营性业务出现亏损，主要依靠补贴收入弥补亏损。公司整体盈利能力弱。

2. 现金流分析

2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金快速下降，同比下降 45.24%，公司 2015 年现金收入比为 82.81%，收入实现质量一般。2015 年，公司收到其他与经营活动有关的现金

略微下降，同比下降 1.74%，主要为与政府和政府下属企业往来款；而由于与经营相关活动支出和政府及其下属企业往来款合计较上保持稳定，公司经营活动产生的现金流量净额大幅下降，2015 年为 3.55 亿元。

投资活动产生的现金流方面，公司投资活动现金流入的规模较小。2015 年，收到其他与投资活动有关的现金 6.53 亿元，主要为与建筑公司等拆借往来款。投资活动现金流出方面，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金。此外 2015 年，公司取得子公司等支付的现金净额 2.00 亿元。2015 年投资活动产生的现金流量净额为-3.26 亿元，投资活动现金净流量同比有所缩小。

2015 年，随着公司融资力度持续加大，公司筹资活动现金流入量快速增长，为 47.81 亿元，随着公司债务规模的扩大，公司筹资活动现金流出量也快速增长，2015 年为 29.44 亿元，主要为偿还债务本金和利息。2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 18.37 亿元，同比增长 211.05%。

总体来看，跟踪期内，公司经营活动获现能力一般，投资活动资金规模较小。跟踪期内，公司筹资力度加大，筹资现金净流量大幅增长。

3. 资产构成及资产质量

截至 2015 年底，公司资产总额同比增长 13.76%，为 318.05 亿元，其中流动资产占 73.79%，非流动资产占 26.21%。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产合计 234.67 亿元，同比增长 19.76%，其中货币资金占 21.23%，预付款项占 5.49%，其他应收款占 5.75%，存货占 66.80%。

截至 2015 年底，公司货币资金为 49.83 亿元，同比增长 59.88%，其中现金和银行存款合计 31.65 亿元，其他货币资金 18.18 亿元，而在其他货币资金中，保证金 13.93 亿元，银行汇票存款 0.25 亿元。

截至 2015 年底，公司预付款为 12.89 亿元，主要为预付工程建设工程款。预付款项金额前五名占总预付款金额的 33.95%，账龄大多为 1 年以内及 1~2 年。账龄结构较好。

截至 2015 年底，公司其他应收款为 13.51 亿元，主要为应收天生产业新城、南通瑞东置业有限公司、闸东城建开发公司、南通市百昌置业有限公司和南通超凡房地产开发有限公司等单位资金拆借款项。从占比来看，其他应收款金额前五名占其他应收款总额的 63.61%，从账龄结构来看，前五名其他应收款 1 年以内占比 44.06%，1~4 年占比 7.33%，1~5 年占比 12.22%。其他应收款共计提坏账准备 4.15 亿元，计提比例较高。

截至 2015 年底，公司存货为 156.75 亿元，同比增长 24.62%，其中在产品为 86.72 亿元（占 55.32%）和库存商品 70.03 亿元（占 44.68%），以及少量低值易耗品。

非流动资产

2015 年，公司非流动资产有所上涨，同比上涨 5.12%，截至 2015 年底为 83.38 亿元，主要由在建工程（占 90.15%）构成。

2015 年，公司在建工程有所上涨，同比增长 4.22%，截至 2015 年底为 75.17 亿元，主要为北城大桥两侧地块、万顷良田安置区、城北大道、外环北路快速化改造工程、黄海路北永扬路西以及其他工程。公司土地资产基本已全部用于抵押。

总体来看，跟踪期内，公司资产以流动资产为主，货币资金较为充足，公司流动资产中存货占比较大，整体资产质量一般，资产流动性偏弱。

4. 负债及所有者权益

负债

2015 年，公司负债规模快速增长，同比增长 25.51%，截至 2015 年底为 204.91 亿元，其中流动负债占 71.73%，非流动负债占 28.27%。

流动负债方面，2015 年公司流动负债规模

快速增长,同比增长 24.82%,截至 2015 年底为 146.97 亿元,其中短期借款占 12.04%,应付票据占 14.89%,应付账款占 10.44%,其他应付款占 47.70%。

截至 2015 年底,公司短期借款同比大幅上涨 90.24%,截至 2015 年底,短期借款金额为 17.70 亿元,其中质押借款 3.41 亿元,抵押借款 3.42 亿元,保证借款 8.46 亿元和信用借款 2.41 亿元。

截至 2015 年底,公司应付票据为 21.88 亿元,银行承兑汇票 19.68 亿元,商业承兑汇票 2.20 亿元,主要由于业务量增大加之配合借款融资等事项。

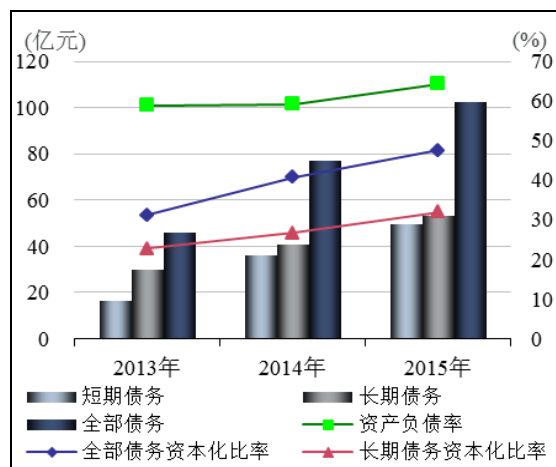
截至 2015 年底,公司应付账款为 15.35 亿元,同比下降 19.28%。其中 1 年以内的占 50.15%,1 至 2 年的占 33.81%,2 至 3 年的占 7.80%,3 年以上的占 8.24%。公司主要应付单位为南通幸福建设集团股份有限公司、南通宏华建筑安装工程有限公司、南通八建集团有限公司、南通华荣建设集团有限公司和南通建工集团股份有限公司。

截至 2015 年底,公司其他应付款为 70.10 亿元,同比上涨 34.12%。其中 1 年以内的为 60.31%,1 至 2 年的为 14.31%,2 至 3 年的为 11.30%,3 年以上的为 14.08%。公司其他应付款主要为应付南通深南开发建设有限公司、南通长扬建材有限公司、南通市新家园农业投资发展有限公司、南通市超凡纺织有限公司、南通市港闸区保障房建设投资有限公司等单位往来款、房款和工程款。

截至 2015 年底,公司应付债券保持相对稳定,为 11.95 亿元,为 2013 年 1 月 9 日发行“12 通港闸债”。

截至 2015 年底,公司全部债务快速增长,为 102.63 亿元。公司全部债务中长期债务占 51.70%,短期债务占 48.31%,公司以长期债务为主。从债务指标来看,截至 2015 年底,公司资产负债率为 64.43%;全部债务资本化比率为 47.56%;长期债务资本化比率为 31.92%。

图 2 近年公司债务指标变化



资料来源：公司审计报告

总体来看,跟踪期内,公司债务规模快速增长,整体债务负担有所加重,但仍处于适中水平,随着短期债务规模增长,短期债务与长期债务规模大体相等。

所有者权益

截至 2015 年底,公司所有者权益规模略有增长,同比增长 1.18%,主要来自于未分配利润的增长。截至 2015 年底,所有者权益金额为 113.15 亿元,其中实收资本占比 0.46%,资本公积占比 83.15%,盈余公积占比 1.98%,未分配利润占比 14.41%。

截至 2015 年底,公司资本公积保持相对稳定,为 89.75 亿元,同比增长 0.02%,主要为政府性投入。

总体来看,跟踪期内,公司所有者权益以资本公积为主,所有者权益稳定性较好。

5. 偿债能力

截至 2015 年底,公司流动资产快速增长,同比增长 19.76%,高于流动负债 5.12%的增长率,公司流动比率有所下降,2015 年为 159.67%;而同期速动比率为 53.02%。从经营活动对流动负债的保障来看,公司经营现金流动负债比 2015 年为 2.42%。公司短期偿债能力一般。

从长期指标来看,2015 年,公司 EBITDA 为 1.70 亿元;公司 EBITDA 利息倍数 2015 年

为 10.26 倍；全部债务/EBITDA 为 60.24 倍，公司长期偿债指标持续弱化。考虑到政府对公司的支持力度较大，公司整体偿债能力尚可。

截至 2015 年底，公司共获得各商业银行累计授信总额 22.07 亿元，其中尚未使用额度 18.90 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2016 年 5 月 9 日，公司本部对外担保余额为 141.90 亿元，担保比率为 125.41%（以 2015 年所有者权益为准），被担保企业主要为南通市市北新城开发建设有限公司 33.50 亿元、南通深南开发建设有限公司 8.60 亿元、南通创北工贸有限公司 7.20 亿元等，公司对外担保规模大，被担保企业较为分散，但从被担保企业性质来看，多为政府相关企业，一定程度降低了公司或有负债风险。

表9 公司本部对外担保明细（单位：万元）

被担保企业名称	金额
南通市市北新城开发建设有限公司	335035.16
南通深南开发建设有限公司	86000.00
南通创北工贸有限公司	72000.00
南通市市北新城水利建设投资有限公司	69039.72
天生产业新城南通有限公司	65600.00
南通云地实业股份有限公司	62000.00
南通市市北新城开发建设有限公司	60000.00
南通长扬建材有限责任公司	50636.00
南通国有资产投资控股有限公司	50000.00
南通星岛投资发展有限公司	50000.00
南通智港实业有限公司	48000.00
南通创和实业股份有限公司	45000.00
南通市港闸区都市现代农业发展有限公司	43000.00
南通市保障房建设投资有限公司	37000.00
南通城市建设集团有限公司	35000.00
南通北城开发建设有限公司	32218.39
南通市港闸区保障房建设投资有限公司	28000.00
南通天生水利建设有限公司	26000.00
南通创程贸易有限公司	24000.00
南通市港闸区环境卫生管理处	21500.00
南通新家园农业投资发展有限公司	16580.20
南通大韵开发建设有限公司	15000.00
南通港信工贸有限公司	15000.00
南通荣北工贸有限公司	15000.00

南通思勤工贸有限公司	15000.00
南通市市北新城水利建设投资有限公司	15000.00
南通市北城中学	15000.00
南通智北实业有限公司	15000.00
南通市港闸区市政建设养护工程公司	11000.00
江苏省南通港闸经济开发区总公司	9000.00
南通盛韵开发建设有限公司	8000.00
南通耀北贸易有限公司	8000.00
南通北鼎实业有限公司	6000.00
南通北启实业有限公司	5000.00
林森物流集团南通林野物流有限公司	4500.00
南通陈桥船舶工业配套发展有限公司	3900.00
南通秦灶城市建设开发有限公司	2000.00
合计	1419009.47

资料来源：企业信用报告

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（银行版，机构信用代码：G1032061100078140Z），截至 2016 年 5 月 9 日，公司无未结清关注和不良信贷信息记录，公司已结清信贷信息中有 12 笔关注类贷款记录。根据中国银行股份有限公司南通港闸支行 2014 年 3 月 26 日出具的说明，南通港闸经济开发区总公司 2009 年在该行提用 9000 万元贷款，由公司提供担保。由于公司为政府融资平台，自有现金流不能足额覆盖贷款，按照银监要求，贷款五级分类为关注类，但江苏省南通经济开发区总公司在该行的还本付息正常，未有预期情况发生。

7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险、当地政府对公司的各项支持，以及公司未来发展的综合判断，公司整体抗风险能力强。

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)的保障性生活

项目，目前公司保障房募投项目已全部完工。

表 8 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 2015 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	52000.00
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	--	246623.22

资料来源：公司提供

十、存续期内债券偿债能力分析

2015年公司经营活动现金流入和净流量分别为103.59亿元和3.55亿元，分别为“13通港闸债/13通港闸”待偿还本金的8.63倍和0.30倍，分别为分期偿还额度2.40亿元的43.16倍和1.48倍；2015年公司EBITDA为存续期内债券本金的0.14倍，为分期偿还本金额度的0.71倍。整体看，EBITDA对分期偿还额度的覆盖程度尚可，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2015年底，南通国资（合并）资产总额323.81亿元，所有者权益为162.60亿元；2015年南通国资实现主营业务收入10.98亿元，利润总额4.64亿元。

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。2015 年，南通国资获得补贴收入 2.35 亿元。其中，机场运营补贴 0.50 亿元，公交运营补贴 1.81 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。

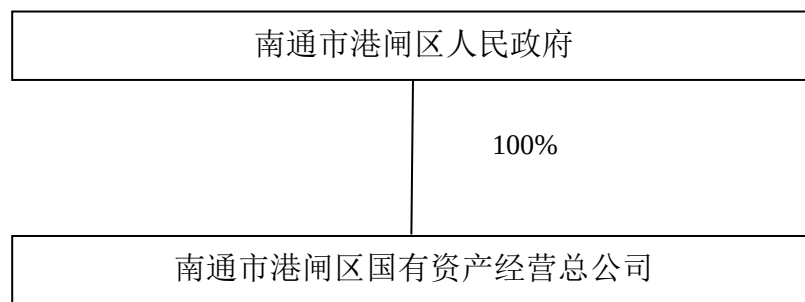
“13 通港闸债/13 通港闸”12 亿元企业债券占南通国资 2015 年底资产总额 3.71%、所有者权益的 7.38%，如代为偿付，对南通国资将造成一定影响。

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。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	18.02	29.95	35.90
资产总额(亿元)	245.77	275.28	318.05
所有者权益(亿元)	100.79	112.02	113.15
短期债务(亿元)	16.08	36.25	49.58
长期债务(亿元)	29.71	40.80	53.06
全部债务(亿元)	45.79	77.05	102.63
营业收入(亿元)	27.55	29.73	18.95
利润总额(亿元)	5.61	2.68	1.36
EBITDA(亿元)	5.79	2.83	1.70
经营性净现金流(亿元)	4.34	18.23	3.55
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.92	127.35	143.25
存货周转次数(次)	0.40	0.34	0.15
总资产周转次数(次)	0.11	0.11	0.06
现金收入比(%)	186.66	96.39	82.81
营业利润率(%)	-8.46	-27.28	-23.70
总资本收益率(%)	3.36	1.23	0.58
净资产收益率(%)	4.76	2.06	0.95
长期债务资本化比率(%)	22.77	26.70	31.92
全部债务资本化比率(%)	31.24	40.75	47.56
资产负债率(%)	58.99	59.31	64.43
流动比率(%)	123.96	166.42	159.67
速动比率(%)	47.36	59.60	53.02
经营现金流动负债比(%)	3.91	15.48	2.42
EBITDA 利息倍数(倍)	44.11	179.10	10.26
全部债务/EBITDA(倍)	7.91	27.27	60.24

注：现金类资产中已剔除受限资金

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/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 中长期债券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含义通主体长期信用等级。