信用等级公告

联合[2018]1312 号

联合资信评估有限公司通过对南通市港闸区国有资产经营有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持南通市港闸区国有资产经营有限公司的主体长期信用等级为 AA，并维持“13 通港闸债/PR 通港闸”的信用等级为 AA^{+}，“16 港闸棚改项目债/16 通港闸”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十六日

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
网址：www.lhratings.com

南通市港闸区国有资产经营有限公司跟踪评级报告

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/差额补偿人级别	跟踪评级结果	上次评级结果
13 通港闸债/PR 通港闸	4.80 亿元	2020/1/9	AA^{+}_{pi}[1]	AA^{+}	AA^{+}
16 港闸棚改项目债/16 通港闸	15.00 亿元	2021/9/6	AA	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	49.83	91.11	98.68
资产总额(亿元)	318.05	387.18	472.81
所有者权益(亿元)	113.15	113.54	111.89
短期债务(亿元)	49.58	48.98	27.70
长期债务(亿元)	53.06	111.85	166.32
全部债务(亿元)	102.63	160.83	194.02
营业收入(亿元)	18.95	27.40	40.77
利润总额(亿元)	1.36	0.97	0.65
EBITDA(亿元)	1.54	2.88	1.80
经营性净现金流(亿元)	3.55	-14.52	-29.39
营业利润率(%)	-23.70	-5.16	2.86
净资产收益率(%)	0.95	0.60	0.49
资产负债率(%)	64.43	70.67	76.34
长期债务资本化比率(%)	31.92	49.62	59.78
全部债务资本化比率(%)	47.56	58.62	63.42
流动比率(%)	159.67	231.61	236.64
经营现金流动负债比(%)	2.42	-9.03	-15.12
全部债务/EBITDA(倍)	66.74	55.92	108.09

分析师

张婷婷　辛纯璐

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

[1] pi 表明联合资信根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级，为主动评级。

评级观点

跟踪期内，南通市港闸区区域经济持续增长，南通市港闸区国有资产经营有限公司（以下简称“公司”）作为南通市港闸区内重要的基础设施建设、土地开发和保障性住房项目建设主体，持续获得政府在项目建设补贴和工程资金拨付方面的有力支持，营业收入大幅增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司应收类款项及存货占比大、资产流动性较弱、债务规模快速增长、未来投资规模大等因素给公司信用水平带来的不利影响。随着南通市港闸区产业质态的不断提升，公司致力于资产整合扩宽经营范围，发展前景良好。

“13 通港闸债/PR 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”）提供不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定南通国资主体长期信用等级为 AA^{+}_{pi}，有效提升了“13 通港闸债/PR 通港闸”本息偿还的安全性。

“16 港闸棚改项目债/16 通港闸”设置了差额补偿机制，差额补偿人南通市崇川城市建设投资有限公司（以下简称“崇川城建”）有义务在差额补偿协议正常履行的情况下按约定对“16 港闸棚改项目债/16 通港闸”偿债资金专户余额与应付本期债券本息的差额部分进行补足，并承担连带责任。经联合资信评定，崇川城建主体长期信用等级为 AA，进一步保障了“16 港闸棚改项目债/16 通港闸”本息偿还的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，并维持“13 通港闸债/PR 通港闸”的信用等级为 AA^{+}，“16 港闸棚改项目债/16 通港闸”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，港闸区不断调整优化产业结构，区域经济持续稳定发展，为公司提供了良好的外部发展环境。
2. 跟踪期内，公司持续获得港闸区政府在政府补助方面的支持。
3. 公司存续期债券“13 通港闸债/PR 通港闸”由南通国资提供不可撤销连带责任保证担保；差额补偿人崇川城建对“16 港闸棚改项目债/16 通港闸”的偿还承担连带责任。上述增信措施有效提升了债券本息偿付的安全性。

关注

1. 跟踪期内，公司资产中应收类款项大幅增长，且应收类款项和存货占比较大，对公司资金形成较大占用，资产流动性偏弱，资产质量一般。
2. 公司经营和投资业务主要由政府指定，盈利能力弱，利润总额对财政补贴依赖较大。
3. 跟踪期内，公司债务规模快速增长，债务负担继续加重。未来随着公司在建和拟建项目的持续投入，预计债务规模将进一步扩大。
4. 跟踪期内，公司对外担保金额大，担保比率为 87.72%，存在较大或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由南通市港闸区国有资产经营有限公司（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。

南通市港闸区国有资产经营有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于南通市港闸区国有资产经营有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，依据《省国资委关于推进国有企业公司制改制工作的通知》（苏国资【2017】128号）和《关于转发推进国有企业公司制改制工作的通知》（港闸国资【2017】24号）的相关要求，港闸区人民政府（以下简称“港闸区政府”）决定将公司改制为有限责任公司（国有独资）；同时，公司名称由“南通市港闸区国有资产经营总公司”变更为现名。变更后，公司股东及实际控制人仍为港闸区政府，港闸区政府授权南通市港闸区国有资产监督管理办公室（以下简称“港闸区国资办”）履行出资人职责。截至2017年底，公司注册资本与实收资本均为5000万元。

跟踪期内，公司作为南通市港闸区内重要的基础设施建设、土地开发和保障性住房项目建设主体，经营范围仍为产业投资，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。

截至2017年底，公司内设综合管理部、产权管理部、审计监管部、投资发展部和财务管理部5个职能部门；拥有2家子公司。

截至2017年底，公司资产总额472.81亿元，所有者权益111.89亿元（含少数股东权益5.01亿元）；2017年公司实现营业收入40.77亿元，利润总额0.65亿元。

公司注册地址：江苏省南通市港闸区城港路58号9楼；法定代表人：马亚骅。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2018年4月底，联合资信所评“13通港闸债/PR通港闸”和“16港闸棚改项目债/16通港闸”尚需偿还债券余额19.80亿元。跟踪期内，“13通港闸债/PR通港闸”已按期足额支付债券本金2.40亿元及利息，“16港闸棚改项目债/16通港闸”已按期足额支付债券利息。

表1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
13通港闸债/PR通港闸	12.00	4.80	2013/1/9	7年
16港闸棚改项目债/16通港闸	15.00	15.00	2016/9/6	5年
合计	**27.00**	**19.80**	--	--

资料来源：联合资信整理

截至2018年4月底，“13通港闸债/PR通港闸”和“16港闸棚改项目债/16通港闸”募集资金已按规定用于募投项目建设。其中“13通港闸债/PR通港闸”募投项目南通市港闸区7个地块的保障性住房建设项目已于2013年全部完工，募集资金已全部使用完毕；偿债资金主要来源于港闸区政府对上述项目的回购款项，根据《投资建设与转让收购协议》，港闸区财政局将于2013~2022年分期支付回购款项，2013~2017年应累计支付18.11亿元；公司实际收到港闸区财政局款项合计52.77亿元，可以覆盖上述项目回购金额。“16港闸棚改项目债/16通港闸”募投项目R11021地块棚户区改造安置房项目（以下简称“棚户区改造项目”），总投资估算24.00亿元，于2012年9月28日开工建设，2018年5月底已完工，募集资金使用专户余额0.05亿元。棚户区改造项目计划于2018年产生5.30亿元销售安置房、配套商品房、商业配套用房和车位收入，并根据港闸区财政局的实际补助情况，获得财政补贴资金5.00亿元。截至2018

年 5 月底，公司尚未收到上述收入及补贴款项，联合资信将持续关注棚户区改造项目收入实现及财政补贴到位情况。

四、行业及区域经济环境

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，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及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融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致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财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、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，从而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。特别是随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，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

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《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性债务，并通过推行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。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而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。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2　2017 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
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 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
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 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

3.　行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国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发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设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。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4.　区域经济

公司作为南通市港闸区内重要的基础设

施投资建设和保障性住房项目建设主体，南通市及港闸区的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

跟踪期内，南通市经济持续增长，产业结构不断优化，固定资产投资保持较快增长，为公司创造了良好的外部环境。

2017年，南通市实现生产总值7734.6亿元，同比增长7.8%。其中：第一产业增加值382.7亿元，增长2.4%；第二产业增加值3639.8亿元，增长6.8%；第三产业增加值3712.1亿元，增长9.4%。全市三次产业结构继续优化为4.9：47.1：48.0。

2017年，南通市完成固定资产投资额4959.2亿元，比上年增长8.9%；全市服务业投资达到2556.7亿元，同比增长11.8%；完成基础设施投资674.7亿元，同比增长1.9%。

依托港闸区便捷的交通资源和鲜明的“10+3+1”产业体系，跟踪期内，港闸区加快转型升级，产业质态进一步提升。

2017年，港闸区预计实现地区生产总值365亿元，同比增长8%。其中，服务业增加值占GDP比重提升1个百分点；完成全社会固定资产投资335亿元，同比增长9%；实现规模工业增加值120亿元，同比增长7.5%；全年实现新兴产业产值243亿元、高新技术产业产值301亿元，同比分别增长14.6%、28.2%，占规模工业产值比重均提高2个百分点。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司由原全民所有制企业类型改制为有限责任公司（国有独资）；股东及实际控制人仍为港闸区政府。截至 2017 年底，公司注册资本与实收资本均为 5000 万元，港闸区政府授权港闸区国资办履行出资人职责。

2. 外部支持

2017 年港闸区财政实力较强，财政自给能力强；跟踪期内，港闸区政府继续给予了公司在基础设施建设补助方面的支持。

2017 年南通市实现一般公共预算收入 590.6 亿元，剔除“营改增”政策因素影响，同口径增长 6%。其中，税收收入 462.5 亿元，增长 1.3%；税收占比达到 78.3%，比上年同期提高 0.9 个百分点。

根据港闸区政府提供的《2015~2017 年港闸区财力情况表》和《港闸区地方政府债务余额及综合财力统计表》，2017 年港闸区地方可控财力 98.42 亿元，财政实力较强。其中一般公共预算收入 40.06 亿元，同比增长 4.62%，实现税收收入 36.23 亿元，占比 90.44%，收入质量高。同期，全区累计完成一般公共预算支出 24.04 亿元，同比增长 6.1%。财政自给率为 166.64%，较上年有所下降，但财政自给能力仍强。2017 年，港闸区完成政府性基金预算收入 42.77 亿元，占地方可控财力的比重最大，同比增长 82.08%，主要系土地出让收入大幅增加所致。同期，港闸区收到上级补助收入 8.99 亿元，较上年下降 30.20%，主要系一般性转移支付减少所致。截至 2017 年底，港闸区地方政府债务余额 86.90 亿元，同比增长 60.15%，均为直接债务；地方政府债务率为 88.29%，较上年增加 15.94 个百分点，地方政府债务负担持续加重。

公司作为南通市港闸区内重要的基础设施投资建设主体，2017 年公司收到来自港闸区政府的基础设施建设补助 2500.00 万元，较上年大幅减少 4.69 亿元，主要系本年公司基础设施建设业务有所减少，且大量安置房开始结算，未来收入增长，政府减少安置房亏损补贴等原因所致。

3. 人员素质

跟踪期内，受改制影响，公司相关高管人员发生更换变动。

2017 年，根据港闸政干【2017】28 号文件，港闸区政府免去马亚骅同志南通市港闸

区财政局副局长职务，任命其为公司总经理。

马亚骅先生，1981 年生，汉族，经济学学士、公共管理学硕士学位；曾任港闸区财政局国库科科长、港闸区财政局预算行财科科长、唐闸镇街道怡园社区党支部书记、居委会主任、港闸区财政局副局长；现任公司法定代表人、总经理。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

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 2018 年 4 月 12 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，江苏南通港闸经济开发区城市建设发展有限公司（以下简称“开发区城建公司”）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，但开发区城建公司在该行的还本付息正常，未有逾期情况发生。

截至 2018 年 5 月 29 日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司结合改制要求及实际情况，完善法人治理结构，制定出台各项内部管理制度。

跟踪期内，公司改制为国有独资公司，依据《公司法》及其他有关法律、行政法规规定，制定公司章程。

公司不设股东会，由港闸区政府（授权港闸区国资办履行出资人职责）行使股东会职权。公司设董事会，对港闸区政府负责；成员 6 人，股东代表董事由港闸区政府委派产生，职工董事 2 人由公司职工代表大会选举产生；董事每届任期 3 年，可连选连任；董事会设董事长 1 人，由港闸区政府从董事会成员中指定；董事会行使向股东报告工作、执行股东决议、决定公司经营计划和投资方案等职权。公司设总经理 1 人，副总经理 2 名，由董事会聘任或者解聘；经港闸区政府同意，股东代表董事可以兼任总经理、副总经理，经理对董事会负责，并行使主持公司的生产经营管理工作、组织实施董事会决议等职权。公司设监事会，成员 5 人；设监事会主席 1 人，由港闸区政府从监事会成员中指定；股东代表监事由港闸区政府委派产生，职工董事 2 人由公司职工代表大会选举产生；监事每届任期 3 年，可连选连任；公司董事、高级管理人员不得兼任监事；董事会行使检查公司财务、对董事及高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职权。

跟踪期内，公司初步梳理出国企管理“1+8”配套文件，即以严格执行“三重一大”事项集体决策制度为行事根本，制订出台《公司日常考勤及请销假管理办法》、《公司工作人员日常行为规范》、《公司公务（商务）接待及工作餐管理办法》，推进《公司经营业绩考核暂行办法》、《公司薪酬管理暂行办法》、《公司董事会、经营层议事规则》、《公司内部控制制度暂行办法》、《政府投资项目委托建设管理暂行办法》等制度落地；同时固化用印、财务、工程等方面流程审批表，为转型发展提供了一定的制度保障。

七、经营分析

跟踪期内，公司负责的港闸区内基础设施建设代建和安置房业务正常开展，受前期建成安置房开始大规模结算影响，公司主营业务收入大幅增长，毛利率明显提升。

2017年，公司实现主营业务收入40.47亿元，同比大幅增长49.67%，主要来自于安

置房销售收入的大幅增加。代建管理费收入占主营业务收入的比重下降为3.12%。2017年公司实现0.29亿元租金收入计入其他业务收入，规模仍较小。2017年公司主营业务毛利率由负转正为4.65%，较2016年增加6.61个百分点，主要系占比较大的安置房销售业务毛利率增长所致。

表3　2016~2017年公司主营业务收入构成情况

（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建管理费	3.06	11.31	100.00	1.26.	3.12	100.00
安置房销售	23.98	88.69	-14.97	39.21.	96.88	1.58
合 计	**27.04**	**100.00**	**-1.96**	**40.47**	**100.00**	**4.65**

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司基础设施代建及其所涉及的土地一级开发投入及确认的代建管理费收入有所减少，且未收到回款。未来随着港闸区内基础设施建设需求的减少，公司基础设施代建业务可能进一步萎缩。

港闸区政府授予公司和子公司开发区城建公司在港闸区及港闸经济开发区内基础设施建设及所涉及的土地一级开发职能，并按照工程进度每年给予公司和开发区城建公司新增投资额的 5%~10%作为代开发管理费，公司通过收取建设项目管理费获得收入。基础设施建设及土地一级开发前期投入均在“其他流动资产-代垫工程款”科目核算，工程结转后尚未回款部分计入“其他应收款”。

2017 年，公司逐步完成了对港闸镇区改造工程、中心河路拓宽工程、华能路跨线桥等项目的投资建设任务及对永兴花苑二、三号地块和海螺水泥厂地块的开发整理工作。公司目前在建工程项目均为前期未完工结算的零星工程，未来三年尚需投资 20.53 亿元。2017 年，公司本部完成代建基础设施建设项目投资 12.63 亿元，确认代建管理费收入 1.26 亿元，较 2016 年下降 58.70%，主要系港闸区内新开工的基础设施建设项目有所减少所致；上述代建管理费收入款项暂未收到。同期，公司该业务毛利率仍维持在 100%。

跟踪期内，公司存量安置房项目开始大规模结算，安置房销售收入大幅增长；公司目前存量待结算的安置房项目较多，预计未来安置房销售收入将保持一定规模。

公司安置房建设业务主要由一级子公司南通市城镇房地产开发有限公司（以下简称“城镇房地产公司”）负责。当地发改委根据安置房建设任务进行立项，由公司进行开发建设；在项目实施中，公司到政府指定区域使用自有资金通过公开“招、拍、挂”程序拿地，后通过公开招投标选定施工企业进行建设；项目完工后，依据政府指定的安置任务和约定价格进行销售和分配；同时，安置房项目中配套了一定的商铺建设，公司通过公开拍卖进行销售，收入全部归公司所有。

截至2017年底，公司主要在建安置房项目见表4，总投资合计59.69亿元，已完成投资17.90亿元，未来尚需投资41.79亿元。2017年公司完成安置户数为3062户，在港闸区政府规划下，2018年公司安置房计划安置目标为6000~7000户左右。

表 4　截至 2017 年底公司主要在建安置房项目情况

（单位：万元）

项目名称	总投资额	已完成投资额	未来投资额
永怡东苑 1#	39455.00	14800.00	24655.00
永怡东苑 2#	41764.89	15600.00	26164.89
永泰佳苑（东、西）	80467.66	30493.00	49974.66
江海东苑	53630.00	20100.00	33530.00
唐闸六中西侧地块	28000.00	8000.00	20000.00
幸余路南、国强路西（景和 5#）	65000.00	20000.00	45000.00
河东二路西、永和路北	36000.00	6000.00	30000.00
龙潭四期	33607.00	5607.00	28000.00
曙光福里二期（东）	18397.00	3067.00	15330.00

白龙花苑（龙潭福里七期）	35352.00	13257.00	22095.00
曙光福里二期（西）	25524.00	4254.00	21270.00
龙庭景苑（龙潭福里新七期）	35124.00	5854.00	29270.00
福民景苑（龙潭福里五期）	40321.00	15121.00	25200.00
爱国花苑（龙潭福里六期）	36948.00	12316.00	24632.00
滨湖新居（龙潭福里八期A）	27318.00	4553.00	22765.00
合计	**596908.55**	**179022.00**	**417886.55**

资料来源：公司提供

2017 年，公司安置房业务（包括配套商业销售）实现收入 39.21 亿元，同比大幅增长 63.52%，主要系公司于前期建设完工的项目逐渐于 2016 年由拆迁安置户购买，2017 年属于该业务结算确认收入的高峰期。同期，公司安置房销售业务毛利率为 1.58%，较上年大幅提升 16.55 个百分点，主要系财政补贴成本所致。

2018 年，公司将致力于资产整合工作，进一步拓宽业务范围。未来在建及拟建安置房项目投资额较大，公司存在一定的对外融资需求。

2018 年，公司将在原有基础设施代建、土地一级开发和安置房建设业务的基础上，通过资产整合工作，推动国有资本版块化投资控股，积聚具有核心竞争力的优势企业资源，拓展业务范围至农田水利、资产管理和文旅开发等领域。

截至 2017 年底，公司主要拟建安置房项目共计 6 个，为龙潭福里九期、育爱村集美路北侧、幸余路南江通路东（景和 3#）、永怡路北江通路东、龙潭福里八期 B 和曙光三期安置房项目，预计总投资 23.80 亿元；考虑公司目前在建及拟建安置房项目未来共需投资 65.59 亿元，金额较大，公司存在一定的对外融资需求。

八、财务分析

公司提供了 2017 年合并财务报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

2017 年公司合并报表范围未发生变化。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长；应收类款项大幅增长，且和存货占资产比重较大，对公司资金形成较大占用，资产流动性偏弱，资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 472.81 亿元，同比快速增长 22.12%，主要系其他应收款和其他流动资产的增长所致；构成以流动资产为主，占比 97.31%。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	91.11	24.46	98.68	21.45
应收账款	0.96	0.26	4.81	1.04
预付账款	16.49	4.43	16.31	3.54
其他应收款	69.77	18.73	138.29	30.06
存货	145.29	39.00	132.39	28.77
其他流动资产	48.94	13.14	69.63	15.13
流动资产	**372.56**	**96.22**	**460.10**	**97.31**
可供出售金融资产	4.85	33.16	2.62	20.58
长期股权投资	4.35	29.75	4.88	38.40
投资性房地产	2.24	15.30	2.19	17.25
非流动资产	**14.63**	**3.78**	**12.71**	**2.69**
资产总额	**387.18**	**100.00**	**472.81**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动资产合计 460.10 亿元，同比增长 23.50%。其中货币资金 98.68 亿元，同比增长 8.31%，无受限货币资金。受港闸区财政局回款质量差影响，公司应收账款上升至 4.81 亿元。其他应收款 138.29 亿元，同比增长 98.21%，主要系公司与政府部门及相关单位往来款大幅增加，同时公司结转已完工代建项目尚未回款所致，主要应收方为南通港闸经济开发区财政局（25.81 亿元，占

18.39%）和南通港闸经济开发区管委会（21.43亿元，占15.28%）；公司按账龄组合计提坏账准备的其他应收款余额4.38亿元，账龄在一年以内的占89.65%，共计提坏账准备1.24亿元。存货132.39亿元，同比降低8.88%，其中开发成本70.14亿元，较上年降低28.81%，主要系在建安置房项目投入减少所致；开发产品（已达到可使用状态并正在销售的安置房项目）较上年增加15.48亿元主要系本期安置房项目完工量较大所致；公司存货中有51.95亿元土地使用权用于抵押贷款，为受限资产，占资产总额的比重为10.99%；其他流动资产69.63亿元，同比增长42.27%，主要系代垫工程款（代建基础设施建设项目投入）增加所致。

2017年底，公司非流动资产合计12.71亿元，同比降低13.08%，主要系可供出售金融资产和在建工程的减少所致。公司可供出售金融资产2.62亿元，同比下降46.06%，主要系公司所持有精华制药（002349.SZ）股票股价下跌；投资性房地产2.19亿元，为用于出租的房屋建筑物，其中8021.74万元资产用于抵押贷款，为受限资产。

2．资本结构

跟踪期内，公司所有者权益保持稳定。公司有息债务规模快速增长，债务结构仍以长期债务为主，债务负担继续加重；未来随着在建、拟建安置房项目的持续投入，预计负债水平将进一步上升。

2017年底，公司所有者权益111.89亿元，同比下降1.46%，主要系可供出售金融资产公允价值变动导致其他综合收益减少所致。同期，公司资本公积87.26亿元，较上年未发生变化，主要为政府拨款和划拨的土地使用权。公司所有者权益结构较上年保持稳定。

2017年底，公司负债总额为360.92亿元，同比增长31.90%，主要来自其他应付款、长期借款和应付债券的增加。

表6　公司负债和所有者权益主要构成情况
（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	14.61	9.08	6.81	3.50
应付票据	17.53	10.90	0.50	0.26
应付账款	15.28	9.50	18.45	9.49
其他应付款	83.64	52.00	133.60	68.71
一年内到期的非流动负债	16.85	10.47	20.39	10.49
流动负债	**160.85**	**58.78**	**194.43**	**53.87**
长期借款	89.86	79.67	121.83	73.17
应付债券	21.99	19.49	44.49	26.72
非流动负债	**112.79**	**41.22**	**166.49**	**46.13**
负债总额	**273.64**	**100.00**	**360.92**	**100.00**
实收资本	0.50	0.44	0.50	0.45
资本公积	87.26	76.86	87.26	77.99
未分配利润	16.25	14.31	16.76	14.98
所有者权益合计	**113.54**	**100.00**	**111.89**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017年底，公司流动负债194.43亿元，同比增长20.87%。其中短期借款6.81亿元，较上年底减少7.80亿元，主要系借款到期偿还所致。应付票据0.50亿元，同比下降97.15%，主要系子公司票据贴现所致。其他应付款133.60亿元，同比增长59.74%，主要系公司与政府部门及相关单位往来款和应付代建基础设施项目工程款增加所致；主要应付包括方深南开发建设公司（17.24亿元）、天生水利建设公司（9.33亿元）和港闸区财政局（2.50亿元），合计应付金额占比21.76%，集中度低；从账龄来看，一年以内的占52.70%、1~2年的占27.41%，公司其他应付款整体账龄较短。一年内到期的非流动负债20.39亿元，较上年底增加3.54亿元，主要为一年内到期的长期借款17.99亿元。

2017年底，公司非流动负债166.49亿元，同比增长47.61%。其中长期借款121.83亿元，较2016年底增加31.96亿元，构成为质押借款22.13亿元（占18.17%）、抵押借款31.56亿元（占25.90%）、保证借款66.06亿元（占

54.22%）和信用借款 2.07 亿元（占 1.70%）；应付债券 44.49 亿元，同比增长 102.38%，主要系公司于 2017 年发行两期非公开发行公司债券 25.00 亿元所致。

2017 年底，公司全部债务 194.02 亿元，同比增长 20.64%。受公司长期借款和应付债券规模快速增长影响，2017 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进一步上升至 76.34%、63.42%和 59.78%。公司债务负担继续加重。

3．盈利能力

跟踪期内，公司营业收入快速增长，营业利润率由负转正；财务费用大幅减少；经营和投资业务主要由政府指定，公司盈利能力弱，利润总额对财政补贴依赖较大。

跟踪期内，受安置房销售收入增加影响，公司营业收入大幅增长，2017 年为 40.77 亿元，同比增长 48.81%。同期，公司营业总成本快速增长至 38.65 亿元，营业利润率为 2.86%。

从期间费用来看，2017 年公司期间费用为 1.01 亿元，同比下降 54.66%，主要系项目借款利息资本化导致财务费用减少。同期，公司期间费用率 2.47%，保持在较低水平。公司期间费用控制能力较强。

2017 年，公司收到的基础设施建设补贴 0.25 亿元，成为当期利润总额的重要补充，2017 年公司实现利润总额 0.65 亿元。

从盈利指标看，2017 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 0.53%和 0.49%，较 2016 年均进一步下降，公司盈利能力弱。

4．现金流分析

跟踪期内，公司经营活动产生的现金流入无法覆盖当期基础设施代建和安置房项目投资支出，同时大规模的往来资金支出对公司资金造成压力；经营活动产生的现金净流量缺口进一步增加；公司对外部融资需求仍较大，保持了较大的对外筹资规模。

2017 年，由于安置房销售收入及其现金回笼的增加，公司销售商品提供劳务收到的现金增长 24.85%，为 36.90 亿元；同期，公司收到其他与经营活动有关的现金大幅增加为 298.75 亿元，主要系公司与政府及其相关单位往来款大幅增加所致。2017 年，购买商品、接受劳务支付的现金有所下降，为 49.87 亿元；支付其他与经营活动有关的现金大幅增加 244.38 亿元，为 312.70 亿元，主要为公司支付与政府及其相关单位往来款及部分工程进度款和拆迁款等，频繁的往来资金支出对公司资金造成压力。2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-29.39 亿元，缺口较 2016 年进一步扩大。2017 年公司现金收入比为 90.50%，较 2016 年下降 17.36 个百分点，收入实现质量有所下滑。

2017 年，公司投资活动较少，投资活动现金流量净额-0.49 亿元。

2017 年，公司筹资规模较上年有所下降，但仍保持较强融资力度，筹资活动现金流入为 98.66 亿元，同比降低 11.24%；同时，随着到期债务规模的扩大，公司筹资活动现金流出量较上年快速增长 16.09%，为 61.21 亿元。2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 37.45 亿元，同比下降 35.91%。

5．偿债能力

跟踪期内，公司现金类资产较为充裕，短期债务支付能力较好；由于公司有息债务规模增速较快，长期偿债能力持续减弱，但考虑到公司业务能获得持续的外部支持，且间接融资渠道畅通，公司整体偿债风险较小。

2017 年底，公司流动比率和速动比率均有所提升，分别为 236.64%和 168.55%；2017 年，公司经营活动现金流量净额持续为负，对公司流动负债无保障能力。2017 年底，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 3.56 倍。相对于较小的短期债务规模，公司现金

类资产较为充足，短期偿债能力较好。

2017 年，公司 EBITDA 有所下降，为 1.80 亿元。由于同期有息债务规模快速增长，公司全部债务/EBITDA 大幅上升至 108.09 倍。公司长期偿债能力持续减弱。

截至 2017 年底，公司获得银行授信总额 130.11 亿元，未使用额度 58.35 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2017 年底，公司对外担保余额为 98.15 亿元；担保比率为 87.72%，较上年大幅下降 61.36 个百分点。对外担保情况见附表 2，被担保公司主要为南通市港闸区政府相关单位。公司对外担保规模大，存在较大或有负债风险。

九、存续债券偿还能力分析及保障措施

截至 2017 年底，公司存续债券余额 44.80 亿元；存续债券的短期偿债压力较小，未来偿债压力集中度一般。

截至2017年底，公司一年内到期的债券余额2.40亿元；2018~2020年“13通港闸债/PR通港闸”每年需偿还本金2.40亿元，2019~2021年“16港闸棚改项目债/16通港闸”分别需偿本金4.50亿元、4.50亿元和6.00亿元。若公司2017年发行的两期私募债于2020年选择赎回，则2020年将达到公司存续债券待偿本金峰值31.90亿元。2017年底，公司现金类资产98.68亿元；2017年经营活动现金流入量和EBITDA分别为335.65亿元和1.80亿元，对公司存续债券保障情况如表7。公司存续债券的短期偿债压力较小，未来偿债压力集中度一般。

表7 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	2.40
未来待偿债券本金峰值	31.90
现金类资产/一年内到期债券余额	41.12
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	10.52
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.06

资料来源：联合资信整理

此外，“13通港闸债/PR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”）提供不可撤销连带责任保证担保。

南通国资成立于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。截至2017年底，公司注册资本与实收资本均为25.00亿元，实际控制人为南通市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“南通国资委”）。南通国资是南通市重要的基础设施投融资建设及重要的国有资产运营管理主体，主要从事南通市基础设施投融资和建设、公用事业及相关国有资产的经营管理等业务，收入主要来源于自来水、客运、投资管理及2017年新增的港口类业务等。

截至2017年底，南通国资（合并）资产总额388.54亿元，所有者权益为209.23亿元（其中含少数股东权益11.89亿元）；2017年南通国资实现营业收入13.54亿元，利润总额11.80亿元。

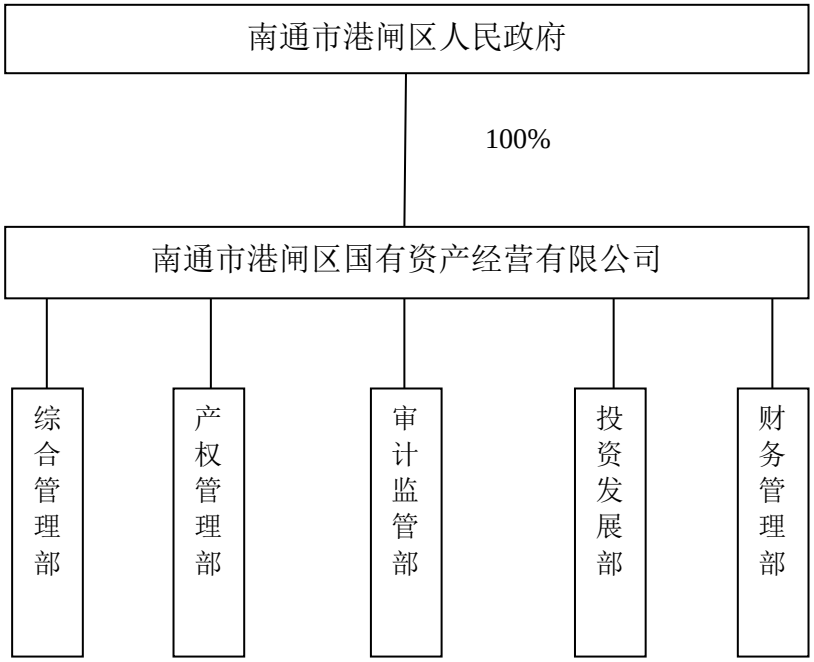
经联合资信评定，南通国资主体长期信用等级为AA^{+}_{pi}，评级展望为稳定。南通国资为“13通港闸债/PR通港闸”提供连带责任保证担保，增强了“13通港闸债/PR通港闸”本息偿还的安全性。

“16港闸棚改项目债/16通港闸”设置了差额补偿机制，差额补偿人南通市崇川城市建设投资有限公司（以下简称“崇川城建”）对本期债券的偿还承担连带责任。根据联合资信于2018年6月25日出具的南通市崇川城市建设投资有限公司跟踪评级报告，崇川城建主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定。崇川城建提供差额补偿有效增强了“16港闸棚改项目债/16通港闸”本息偿还的安全性。

十、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，并维持“13 通港闸债/PR 通港闸”的信用等级为 AA^{+}，“16 港闸棚改项目债/16 通港闸”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1 公司股权结构图与组织结构图



附件 2　2017 年底公司对外担保明细

被担保企业名称	担保余额（万元）	担保期限	企业性质
南通市市北韵城开发建设有限公司	52000.00	2014.4.22-2019.4.22/ 2014.12.26-2018.12.15	国有企业
南通新家园农业投资发展有限公司	73400.00	2013.5.20-2020.5.20/ 2017.1.12-2020.1.12/ 2011.8.20-2018.8.20	国有企业
南通市市北新城开发建设有限公司	110800.00	2016.5.20-2020.12.21/ 2017.5.19-2025.5.18/ 2017.1.3-2019.10.31	国有企业
南通市北新城水利建设投资有限公司	96650.00	2016.6.27-2019.6.27/ 2017.11.18-2024.11.18/ 2017.11.30-2021.11.30/ 2016.9.15-2019.9.15	国有企业
南通天生水利建设有限公司	84000.00	2016.12.2-2019.12.1/ 2017.3.23-2022.3.22/ 2016.7.6-2019.7.5/ 2016.3.11-2023.9.10	国有企业
南通大韵开发建设有限公司	95000.00	2016.6.23-2025.6.22/ 2016.4.19-2019.4.17	国有企业
南通深南开发建设有限公司	82000.00	2016.2.5-2023.1.26/ 2015.12.29-2022.12.21	国有企业
南通市港闸区都市现代农业发展有限公司	42600.00	2016.1.5-2020.12.30/ 2014.12.19-2021.11.05/ 2015.11.30-2020.11.25	国有企业
南通创和实业股份有限公司	39600.00	2016.6.21-2019.6.21/ 2017.1.13-2019.10.8/ 2016.12.5-2019.10.8	国有企业
南通创北工贸有限公司	49200.00	2017.1.3-2019.9.15/ 2016.11.18-2018.12.14/ 2016.12.12-2018.12.14/ 2016.8.26-2019.8.25/ 2016.12.5-2019.9.15/ 2016.7.14-2019.5.17	国有企业
南通云地实业股份有限公司	39500.00	2017.1.13-2019.10.8/ 2016.8.26-2019.8.25/ 2016.11.16-2019.11.14/ 2016.11.24-2019.9.25/ 2016.12.12-2019.9.25/ 2016.12.5-2019.10.8	国有企业
天生产业新城南通有限公司	26000.00	2016.8.26-2021.8.26/ 2016.4.27-2019.4.25	国有企业
南通唐闸古镇保护开发有限公司	2000.00	2017.6.1-2021.12.20	国有企业
南通北启实业有限公司	20000.00	2016.4.19-2019.4.24/ 2016.11.12-2019.11.14	国有企业
南通市港闸区保障房建设投资有限公司	70400.00	2016.6.30-2019.6.29/ 2016.11.15-2023.12.21	国有企业
南通港信工贸有限公司	15000.00	2016.4.19-2019.4.23	国有企业
南通荣北工贸有限公司	15000.00	2016.4.19-2019.4.18	国有企业
南通思勤工贸有限公司	15000.00	2016.4.19-2019.4.19	国有企业
南通北城开发建设有限公司	14800.00	2016.8.26-2019.8.25/ 2016.12.27-2019.8.22	国有企业
南通耀北贸易有限公司	10000.00	2016.11.21-2019.11.14	国有企业
南通智北实业有限公司	10000.00	2016.11.21-2019.11.14	国有企业
南通智港实业有限公司	9500.00	2016.3.26-2019.3.26	国有企业
南通北鼎实业有限公司	5000.00	2016.11.21-2019.11.14	国有企业
南通融陈资产管理有限公司	4000.00	2016.8.31-2019.8.30	国有企业
合计	**981450.00**	--	--

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	49.83	91.11	98.68
资产总额(亿元)	318.05	387.18	472.81
所有者权益(亿元)	113.15	113.54	111.89
短期债务(亿元)	49.58	48.98	27.70
长期债务(亿元)	53.06	111.85	166.32
全部债务(亿元)	102.63	160.83	194.02
营业收入(亿元)	18.95	27.40	40.77
利润总额(亿元)	1.36	0.97	0.65
EBITDA(亿元)	1.54	2.88	1.80
经营性净现金流(亿元)	3.55	-14.52	-29.39
财务指标			
销售债权周转次数(次)	192.20	51.99	14.15
存货周转次数(次)	0.14	0.18	0.28
总资产周转次数(次)	0.06	0.08	0.09
现金收入比(%)	82.81	107.86	90.50
营业利润率(%)	-23.70	-5.16	2.86
总资本收益率(%)	0.50	0.88	0.53
净资产收益率(%)	0.95	0.60	0.49
长期债务资本化比率(%)	31.92	49.62	59.78
全部债务资本化比率(%)	47.56	58.62	63.42
资产负债率(%)	64.43	70.67	76.34
流动比率(%)	159.67	231.61	236.64
速动比率(%)	53.02	141.29	168.55
经营现金流动负债比(%)	2.42	-9.03	-15.12
全部债务/EBITDA(倍)	66.74	55.92	108.09

附件 4　南通市崇川城市建设投资有限公司
跟踪评级报告

附件 5　主要计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
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

附件 6-1　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 6-2　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

附件 6-3　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 6-4　主体公开信用评级信用等级设置及其含义

联合资信主体公开信用评级是指根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级，也称主动评级。联合资信主体公开信用评级信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}。除AAA_{pi}级，CCC_{pi}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：

级别设置	含义
AAA_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	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_{pi}	不能偿还债务

南通市崇川城市建设投资有限公司跟踪评级报告

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	差额补偿人级别	跟踪评级结果	上次评级结果
17 崇川住房项目债/17 崇川债	15.00亿元	2022/7/21	AA	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	52.44	46.15	65.21
资产总额(亿元)	290.67	320.33	337.63
所有者权益 (亿元)	95.12	101.16	123.70
短期债务(亿元)	61.55	40.15	25.24
长期债务(亿元)	50.18	84.88	93.80
全部债务(亿元)	111.72	125.03	119.04
营业收入(亿元)	32.21	24.18	28.19
利润总额(亿元)	1.61	2.31	2.49
EBITDA(亿元)	2.60	2.61	3.11
经营性净现金流(亿元)	0.11	0.17	13.29
营业利润率(%)	6.68	4.39	4.22
净资产收益率(%)	1.42	1.92	1.69
资产负债率(%)	67.28	68.42	63.36
全部债务资本化比率(%)	54.01	55.28	49.04
流动比率(%)	167.04	197.63	217.84
经营现金流动负债比(%)	0.07	0.13	11.11
全部债务/EBITDA(倍)	42.99	47.92	38.33

注：2016 年公司开始执行新会计准则，2015 年数据采用 2016 年期初数。

分析师

张婷婷　黄海伦
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

南通市崇川城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）是南通市崇川区基础设施建设、土地开发和保障性住房项目建设的重要主体。跟踪期内，公司所在区域经济持续增长，获得了股东的有力支持，公司安置房销售规模较大，导致主营业务快速增长。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、盈利能力弱以及担保比率高等因素对公司整体信用水平带来的不利影响。随着公司保障房建设不断推进，保障房销售资金回笼及存量土地陆续出让，公司收入水平有望进一步增长。

南通新家园农业投资发展有限公司（以下简称“新家园投资”）作为差额补偿人为“17 崇川住房项目债/17 崇川债”本息的偿还承担差额补偿责任。经联合资信评定，新家园投资主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，进一步保障了“17 崇川住房项目债/17 崇川债”本息偿付的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“17崇川住房项目债/17崇川债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，南通市崇川区经济实力稳步发展，为公司提供了良好的外部发展环境。
2. 跟踪期内，公司持续获得政府和股东在资本金注入、资产划拨等方面的有力支持。

关注

1. 公司资产中应收类款项和存货规模大，对资金形成占用，资产流动性一般。
2. 跟踪期内，公司盈利能力依然弱，利润总额对补贴收入依赖较大。
3. 公司对外担保金额大，但较2016年底有所下降，与区域内国有企业互保规模大，存在一定或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由南通市崇川城市建设投资有限公司（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。

南通市崇川城市建设投资有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于南通市崇川城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东和实际控制人未发生变化，仍为南通市崇川区财政局（以下简称“崇川区财政局”）和南通狼山风景名胜区投资开发总公司（以下简称“狼山开发公司”）。2017 年 5 月和 12 月，崇川区财政局分别对公司增资 10.00 亿元和 5.00 亿元，增资后崇川区财政局和狼山开发公司分别持股 99.55%和 0.45%。其中崇川区财政局对公司增资的 5.00 亿元目前尚未完成工商变更手续。截至 2018 年 5 月底，公司注册资本 158249.61 万元，实收资本 208249.61 万元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。2017 年底，公司内设投资部、金融部、财务部等 6 个职能部门；拥有 26 家子公司。

截至2017年底，公司资产总额337.63亿元，所有者权益合计123.70亿元（含少数股东权益0.60亿元）；2017年，公司实现营业收入28.19亿元，利润总额2.49亿元。

公司注册地址：南通市跃龙南路 36 号；法定代表人：范越锋。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年5月底，联合资信所评债券“17崇川住房项目债/17崇川债”尚需偿还债券余额15.00亿元，尚未到首个付息日。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
17 崇川住房项目债/17 崇川债	15.00	15.00	2017/7/21	5

资料来源：联合资信整理

根据《关于2017年南通市崇川区保障性住房建设项目收益债券项目实施进展情况及账户收支情况的说明》，截至2018年3月底，募投项目完工约95%，募集资金使用专户余额44965万元。其中4650万元临时限制的募集资金用于银行定期存款。截至2018年3月底，偿债资金专户尚未发生资金收支情况。

截至2018年5月底，募投项目“R15007地块建设项目”已完工，实现销售收入2.80亿元；“R15008地块建设项目”总投资12.20亿元，已完成投资8.50亿元，项目计划2018年6月底进行安置。

根据项目收益预测以及政府出具的补贴决议，募投项目原计划于2017年底完工，2018年实现销售收入6.29亿元。同时，2018~2021年募投项目共将获得12.00亿元政府补贴（每年收到政府补贴3.00亿元）。截至2018年5月底，募投项目实际共产生销售收入合计2.80亿元，尚未收到政府补贴。总体看，募投项目实际进度未按计划执行，联合资信将密切关注项目进展和收益情况。

四、行业及区域经济环境

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，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及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融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致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财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、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，从而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。特别是随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

表 2　2017 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
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 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公

		开。
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 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

2. 行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《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性债务，并通过推行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。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而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。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国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发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设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。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 区域经济情况

公司投资经营的项目全部集中在南通市崇川区，南通市和崇川区的经济水平及未来发展规划对公司发展影响较大。

2017 年，南通市和崇川区经济持续增长，产业结构不断优化，房地产市场表现突出，为公司创造了良好的外部环境。

2017年，南通市实现生产总值7734.6亿元，按可比价格计算，比上年增长7.8%。其中：第一产业增加值382.7亿元，增长2.4%；第二产业增加值3639.8亿元，增长6.8%；第三产业增加值3712.1亿元，增长9.4%。人均GDP达到105903元，增长7.8%。2017年，南通市完成固定资产投资额4959.2亿元，比上年增长8.9%。

2017年，崇川区实现地区生产总值772.23亿元，同比增长8.0%。其中，第一产业增加值0.08亿元，同比下降38.9%；第二产业增加值185.06亿元，同比增长5.7%；第三产业增加值587.09亿元，同比增长8.7%。三次产业结构由2016年的0.1:24.9:75.0调整为0.0:24.0:76.0。人均GDP为10.82万元，同比增长8.0%。

2017年，崇川区完成固定资产投资325.44亿元，同比增长6.6%。其中房地产投资156.45亿元，同比增长48.8%。全年房屋施工面积868.28万平方米，同比下降15.4%，其中新开工面积183.97亿元，同比增长16.9%。商品房销售面积266.23万平方米，同比增长35.6%，商品房销售额231亿元，同比增长35.1%。2017年底，商品房待售面积190.52万平方米，较2016年底持平。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东未发生变化，2017年5月和12月，崇川区财政局分别对公司增资10.00亿元和5.00亿元。增资后公司实收资本208249.61万元，崇川区财政局和狼山开发公司分别持股99.55%和0.45%。公司实际控制人仍为为崇川区财政局。

2. 企业竞争力

跟踪期内，公司职能定位未发生变化。公司作为崇川区重要的基础设施建设主体，受市、区两级政府委托负责南通市崇川区基础设施建设、城区土地整理、开发及配套设施的建设，同时，公司也是崇川区拆迁安置房和保障房的主要开发建设主体，承担了崇川区绝大部分的拆迁安置开发建设任务。

3. 人员素质

2017年9月，根据公司股东会、董事会、监事会及职工代表大会决议，公司重新委派和聘任了董事会、监事会及总经理成员。公司原董事长兼总经理潘胜健、原监事会主席姚宇因公务员身份不得担任企业职务而离任，委派冯良辉为公司董事长兼总经理、沈靓为公司监事会主席。

2018年2月，根据公司股东会、董事会、监事会及职工代表大会决议，公司重新委派和聘任了董事会、监事会成员及总经理。委派范越锋为公司董事长、总经理及法定代表人，同时免去冯良辉董事长及总经理职务。上述高管变更事项已完成工商变更手续。2018年3月底，公司高级管理人员2人，包括总经理1名、副总经理1名。

范越锋先生，1979年11月出生，本科学历；历任崇川区财政局会计结算中心一组出纳兼办公室主任、总账会计、狼山街道财政所副所长、观音山新城财经局局长；2018年2月至今任公司董事长、总经理及法定代表人。

总体看，公司在跟踪期内经历了两次高管变更，目前高管人与管理经验丰富，能满足公司日常经营管理需要。

4. 外部支持

2017年，南通市和崇川区财政收入有所增长，财政实力较强，崇川区财政自给能力很强；公司持续获得股东的有力支持。

2017年，南通市一般公共预算收入590.6亿元，增长0.1%；一般公共预算支出810.1亿元，增长8.1%，一般公共预算支出中民生支出625亿元，占一般公共预算支出的比重

达到 77%，比 2016 年提高 1.3 个百分点。财政自给率 72.90%，财政自给能力一般。

2017 年，崇川区完成财政总收入 138.23 亿元，同比增长 2.4%；完成一般公共预算收入 71.77 亿元，同口径增长 4.0%，其中税收收入 58.36 亿元。政府性基金收入 23.48 亿元，同比增长 42.56%。全年财政总支出 62.98 亿元，同比增长 3.6%。其中一般公共预算支出 38.17 亿元，同比下降 13.4%。财政自给率 188.03%，财政自给能力很强。

跟踪期内，2017 年 12 月，股东崇川区财政局对公司增资 5.00 亿元，同时对公司拨款 1.00 亿元作为资本性投入。2017 年，公司收到财政补贴资金 1.10 亿元，较上年的 1.83 亿元有所下降。2017 年 11 月，南通市崇川国有资产运营有限公司将其持有的 4.11 亿元经营性房产划转至公司。

5. 企业信用记录

跟踪期内，公司无新增债务违约记录。

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：G10320602001805809），截至 2018 年 6 月 20 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 6 笔关注类贷款记录，系 2008~2012 年发生，均已正常还款。

截至2018年6月20日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司依据《公司章程》及管理制度有序推进各项事务，先后两次高管人与变更，并对董事会、监事会成员进行了轮换，法人治理结构正常运行，管理制度未发生重大变化。公司对现有管理制度执行情况较好。

七、经营分析

跟踪期内，公司主营业务收入快速增长，以毛利率较低的安置房销售收入为主；受此影响，综合毛利率有所下降。

2017 年，公司实现主营业务收入 28.17 亿元，同比增长 16.74%。其中拆迁项目分成收入和安置房销售收入合计占比 95%以上；安置房销售收入较上年快速上升至 20.71 亿元；其他业务收入包括房屋出租收入、物业管理收入等，占比相对较小。公司综合毛利率 7.53%，较上年有所下降。

表 3 2016~2017 年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

主营业务类项	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
拆迁项目分成收入	106588.65	44.18	16.94	62898.76	22.33	16.94
安置房销售收入	126988.33	52.63	4.26	207075.43	73.52	2.46
房屋出租收入	5236.57	2.17	27.59	9493.28	3.37	63.19
物业管理	1861.48	0.77	-52.60	846.93	0.30	-104.24
代建费	134.60	0.06	100.00	360.04	0.13	100.00
水电转售收入	463.14	0.19	0.16	976.31	0.35	-0.44
医疗废物清运委托处置收入	--	--	--	5.10	0.00	-13.73
合 计	**241272.77**	**100.00**	**9.97**	**281655.85**	**100.00**	**7.53**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司土地整理（拆迁项目）业务收入快速下降。考虑到2017年公司较大规模的投入以及崇川区应分得的土地出让金快速增加，土地整理业务未来收入持续性较好。

跟踪期内，公司征地拆迁业务模式未发生变化。公司负责崇川区征地拆迁和平整工作，待土地达到出让条件后进行出让，土地出让金按南通市和崇川区两级政府原先约定的比例分成，崇川区财政收到土地出让金分成收入后与公司结算成本和收益，在之后年度将土地出让金分成收入全额返还至公司。

2017 年，公司实现土地出让 8 宗，出让面积 46.50 万平方米。其中崇川区将获得分成收入 24.31 亿元，将在之后年度逐年返还至公司。同期，公司确认拆迁项目分成收入 6.29 亿元，为之前年度土地出让金返还金额。崇川区当年出让土地的区分成收入存在滞后性。2017 年底，公司已完成土地整理但尚未向市场出让的土地约 2964 亩，其中以商品房用地以及保障房或安置房用地为主，其余为工业及景区用地等，计入“存货-拆迁项目成本”。未来土地出让收入仍可为公司带来持续收入。

表4　公司2015~2017年崇川区土地出让情况

时间	宗数	出让面积（万平方米）	区分成金额（亿元）
2015 年	21	116.62	40.63
2016 年	12	139.90	18.65
2017 年	8	46.50	24.31
合计	**41**	**303.02**	**83.59**

注：崇川区收到区分成收入存在滞后，使得公司确认收入滞后。
资料来源：公司提供

2005~2017 年，公司累计完成市级和区级拆除设施用地分别为 32177.86 亩和 13072.99 亩，累计支付拆迁款合计 238.66 亿元。2016~2017 年，公司完成市级土地拆迁项目分别为 9 个和 20 个；完成区级土地拆迁项目分别为 9 个和 31 个；完成市级拆除设施用地分别为 2506 亩和 2332 亩，完成区级拆除设施用地分别为 1074 亩和 999 亩，当年支付拆迁款 6.2 亿元和 18.1 亿元。

表 5　2005~2017 年公司征地拆迁项目情况（单位：万元、亩）

	项目	面积	户数	累计已付款
市级项目	城建工程	14775.84	6881	801438.90
	低价位商品房	6784.07	4736	378462.15
	土地储备项目	5454.41	2886	237236.86
	代建项目	5099.9	2009	176444.38
	公益项目	63.64	20	2532.75
	合计	**32177.86**	**16532**	**1596115.04**
区级项目	城建工程	4594.71	1873	17300.71
	低价位商品房	1621.65	1476	274159.24
	土地储备项目	4701.91	2373	361974.33
	代建项目	1141.54	772	62544.70
	公益项目	1013.18	1004	74490.66
	合计	**13072.99**	**7498**	**790469.64**
总计		**45250.85**	**24030**	**2386584.68**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司安置房建设业务收入受当地房地产市场向好以及销售时点影响快速增长。但在建项目剩余投资规模一般且暂无拟建项目，业务延续性有待进一步关注。

公司保障房业务在完全市场化的环境中通过土地招拍挂拿地、项目立项、施工建设和产品销售等开发过程中进行业务操作。在进入销售阶段由区政府召开相关会议，结合周边房屋情况和房屋特点制定出限定价和核

定价进行销售。通常安置房项目销售价格远低于市场水平，项目毛利率较低，崇川区政府每年根据实际情况给予公司一定的财政补贴。

2017 年底，公司实现安置房销售收入 20.71 亿元。其中包括学士府销售收入 3.41 亿元、南川园三期销售收入 4.07 亿元、南川园四期销售收入 4.70 亿元、江景苑 3.72 亿元等。

截至 2017 年底，公司在建保障房项目共 6 个，总投资 57.70 亿元，未来尚需投资 11.62 亿元。目前，公司无拟建保障房项目。

表 6　2017 年底公司安置房在建项目情况

（单位：亿元）

项目名称	建设周期	总投资额	2017 年底已投资额	尚需投资额
新城新苑	2014~2018	6.20	4.62	1.58
锦城苑	2015~2018	4.50	3.49	1.01
南川园三期	2015~2018	12.00	10.45	1.55
南川园四期	2016~2018	12.10	10.53	1.57
临江家园	2015~2018	10.70	7.58	3.12
外滩花苑	2014~2018	12.20	9.42	2.78
合计	--	**57.70**	**46.08**	**11.62**

资料来源：公司提供

公司其他业务占比较小，未来随着公司经营业务的逐步拓展，其他收入有望持续增长。

公司其他业务主要是房屋出租业务、物业管理、代建费等，以房屋出租收入为主。

公司房屋出租业务主要为符合园区产业导向的企业提供房产租赁服务。2017 年房屋出租实现收入 9493.28 万元，同比增长 81.29%，主要系 2017 年安置小区商业用房开始对外招商租赁经营所致；房屋出租收入毛利率 63.19%，较上年大幅提升主要系公司 2017 年起投资性房地产由成本法改为公允价值法，会计政策变更后不计提折旧费用导致相关成本大幅下降所致。

八、财务分析

公司提供了 2017 年财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

2017 年，公司合并范围有所变动，公司出资设立了 4 家全资子公司，新增子公司对公司财务数据可比性无影响。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长；资产中以货币资金、应收类款项和存货构成为主，资产流动性一般，资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 337.63 亿元，同比增长 5.40%。公司资产以流动资产为主。

表7　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	46.08	14.39	65.14	19.29
应收账款	33.76	10.54	30.92	9.16
预付款项	14.70	4.59	10.42	3.09
其他应收款	48.93	15.27	45.50	13.48
存货	118.72	37.06	107.06	31.71
流动资产	**264.49**	**82.57**	**260.54**	**77.17**
投资性房地产	0.07	0.02	21.29	6.31
无形资产	39.21	12.24	2.71	0.80
其他非流动资产	--	--	36.37	10.77
非流动资产	**55.85**	**17.44**	**77.08**	**22.83**
资产总额	**320.33**	**100.00**	**337.63**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动资产 260.54 亿元，同比下降 1.49%。公司货币资金 65.14 亿元，同比增长 41.35%，货币资金中使用受限资金 7.12 亿元，系承兑汇票保证金和存单质押。应收账款 30.92 亿元，同比下降 8.43%，主要是应收崇川区财政局拆迁分成款 30.84 亿元（占比 99.69%），集中度高，应收账款中账龄组合规模很小，公司累计计提坏账准备 0.02 亿元。预付款项 10.42 亿元，同比下降

29.08%，系部分预付工程款和征地拆迁款结转至存货所致。其他应收款 45.50 亿元，同比下降 7.00%，主要系与崇川区财政局往来款有所下降所致；其中与财政局往来款 31.02 亿元，占 67.41%，其他应收款中账龄组合规模较小，公司累计计提坏账准备 0.52 亿元。存货 107.06 亿元，同比下降 9.82%，主要系公司土地整理和安置房销售业务结转成本以及部分竣工安置房项目门面房转入投资性房地产所致，公司存货中库存商品 30.16 亿元（已完工未出售的安置房）、拆迁项目成本 17.60 亿元和开发成本 58.66 亿元（未完工安置房及市政工程投入）构成，此外还包含少量物资采购和工程施工成本等。

2017 年底，公司非流动资产 77.08 亿元，同比增长 38.03%。公司投资性房地产 21.29 亿元，同比大幅增加 21.22 亿元，主要系部分原存货中自用房产转入所致。无形资产 2.71 亿元，较上年底减少 36.50 亿元，主要系公司将两块土地使用权（用途为景区地块，系公益性用地）转入其他非流动资产所致。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益增长主要系政府对公司增资和资产划拨所致；所有者权益构成保持稳定。

2017 年底，公司所有者权益 123.70 亿元，同比增长 22.27%，以实收资本、资本公积和未分配利润为主，占比分别为 16.84%、68.95%和 12.02%。

2017 年底，公司实收资本 20.82 亿元，同比增加 15.00 亿元，系当年崇川区财政局对公司增资所致；资本公积 85.28 亿元，同比增加 5.11 亿元，系股东崇川区财政局拨入资金 1.00 亿元以及南通市崇川国有资产运营有限公司划拨的资产 4.11 亿元。

跟踪期内，公司有息债务有所下降，债务结构以长期借款为主，目前债务负担偏重；未来随着土地整理业务的持续投入，预计负债水平将进一步上升。

2017 年底，公司负债总额 213.93 亿元，同比下降 2.39%，主要系短期借款、应付票据、其他应付款下降所致。公司负债以流动负债为主。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	11.13	5.08	3.82	1.79
应付票据	20.28	9.25	3.50	1.64
应付账款	29.76	13.58	40.46	18.91
其他应付款	57.45	26.21	47.02	21.98
一年内到期的非流动负债	8.74	3.99	17.92	8.38
流动负债	**133.83**	**61.06**	**119.60**	**55.91**
长期借款	54.07	24.67	45.26	21.16
应付债券	30.81	14.06	48.55	22.69
非流动负债	**85.34**	**38.94**	**94.33**	**44.09**
负债总额	**219.17**	**100.00**	**213.93**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动负债 119.60 亿元，同比下降 10.63%。公司短期借款 3.82 亿元，同比下降 65.69%，主要系质押借款减少所致。应付账款 40.46 亿元，同比增长 35.95%，主要系应付安置房建设暂估款增加所致。其他应付款 47.02 亿元，同比下降 18.15%，主要系与崇川区财政局往来款下降所致，其他应付款中主要是应付南通市崇川区保障房建设投资有限公司往来款 30.66 亿元。一年内到期的非流动负债 17.92 亿元，同比增长 105.08%，全部是一年内到期的长期借款。

2017 年底，公司非流动负债 94.33 亿元，同比增长 10.53%。公司长期借款 45.26 亿元，同比下降 16.31%；其中保证借款 40.52 亿元、质押借款 4.00 亿元、抵押借款 0.74 亿元。应付债券 48.55 亿元，同比增加 17.74 亿元，系公司 2017 年成功发行 15.00 亿元“17 崇川住房项目债/17 崇川债”和 5.00 亿元公司债“17 崇川 01”，同年“14 崇川债”兑付 2.20 亿元本金。

2017 年底，公司全部债务 119.04 亿元，同比下降 4.79%，以长期债务为主（占比由 2016 年底的 67.89%上升至 78.80%）。2017 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均有所下降，分别为 63.36%、43.13%和 49.04%。公司债务负担偏重。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入快速增长；期间费用控制能力有所下降，公司盈利能力依然较弱，利润总额对财政补贴依赖较大。

2017 年，公司实现营业收入 28.19 亿元，同比增长 16.58%；同期公司营业成本增速高于营业收入增速，故公司营业利润率由 2016 年的 4.39%下降至 4.22%。

公司期间费用以销售费用和管理费用为主，2017 年期间费用 1.19 亿元，同比增加 0.94 亿元。其中销售费用、管理费用和财务费用分别为 3840.75 万元、8171.43 万元和-82.87 万元。销售费用较 2016 年增加 3375.18 万元主要系安置房业务销售时，部分原计入“存货-开发成本”的土地补差资金调入该费用所致；管理费用增加主要系资产折旧增加所致。公司财务费用-82.87 万元，主要系公司将大部分利息支出资本化处理所致。期间费用率由 2016 年的 1.06%上升至 4.23%，公司期间费用控制能力有所下降。

2017 年，公司其他收益 1.10 亿元，全部是财政补助；利润总额 2.49 亿元，较上年有所增长。公司利润对政府补助依赖性较大。

2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 0.94%和 1.69%，较上年分别增加 0.06 个百分点和下降 0.23 个百分点。公司整体盈利能力依然弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，由于公司在建项目投入有所下降以及收到的往来款较多，经营活动现金流量表现为大额净流入。由于政府注资规模较大，筹资活动现金净流量快速增长。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助以及往来款等。2017年，公司经营活动现金流入91.02亿元，同比有所减少系购买商品、提供劳务收到的现金（2017年为22.82亿元，同比下降13.42%）减少所致。公司收到和支付其他与经营活动有关的现金以往来款为主。购买商品、接受劳务支付的现金由2016年的33.60亿元快速下降至24.53亿元。由于公司经营活动现金流出下降规模大于经营活动现金流入，2017年公司经营活动现金流量净额13.29亿元，同比大幅增加13.13亿元。现金收入比由2016年的108.96%下降至2017年的80.93%，收入实现质量变差。

2017 年，公司投资活动较少，公司投资活动现金流量净额-0.90 亿元。

2017年，公司筹资活动现金流入较上年明显增加，其中取得借款和发行债券收到的现金合计57.05亿元；筹资活动现金流出主要是偿还债务本息；此外收到和支付其他与筹资活动有关的现金分别为20.49亿元和17.28亿元，主要是项目保证金支出与收回。公司筹资活动现金流量净额20.85亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司现金类资产充裕，短期偿债能力较好；长期债务规模较大，长期偿债能力弱。但考虑到股东对公司的持续有力支持，公司整体偿债风险较小。

2017 年底，公司流动比率和速动比率均有所上升，分别为 217.84%和 128.33%，主要系流动负债有所下降所致。2017 年，公司经营现金流动负债比为 11.11%。考虑到公司短期债务规模快速下降且公司现金类资产充裕，公司短期偿债能力较好。

2017 年，公司 EBITDA 为 3.11 亿元，同比增长 19.03%；随着有息债务规模下降，公

司全部债务/EBITDA 下降至 38.33 倍。公司整体偿债能力弱。

截至 2017 年底，公司获得银行授信总额 78 亿元，未使用额度 10 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至 2017 年底，公司对外担保余额为 71.60 亿元，较 2016 年底的 83.43 亿元有所下降，担保比率 57.88%，担保比率依然高。全部为当地国有企业，公司与当地国有企业互保规模大。总体看，公司具有一定或有负债风险。

九、存续债券偿债能力分析

截至2017年底，公司存续债券余额规模较大，2018年有一定集中兑付压力。

2017年底，公司存续债券余额48.55亿元。其中一年内到期兑付债券22.20亿元（假定存续债券均于首次可行权日赎回），2018年达到存续债券待偿本金峰值。2017年底，公司现金类资产65.21亿元；2017年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为91.02亿元、13.29亿元和3.11亿元，对公司存续债券保障情况如下表。总体看，公司现金类资产和经营活动现金流入量对2018年需兑付本金保障能力强。

表9　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	22.20
未来待偿债券本金峰值	22.20
现金类资产/一年内到期债券余额	2.94
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	4.10
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.60
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.14

资料来源：联合资信整理

此外，南通新家园农业投资发展有限公司（以下简称“新家园投资”）作为差额补偿人，当“17 崇川住房项目债/17 崇川债”存续期内每期偿债资金专户内账户余额不足以支付当期本息以及公司向新家园投资发出差额补偿的申请时，差额补偿人需按差额补偿协议约定的时间和方式补足偿债资金专户余额与应付本金、利息以及提前兑付补偿金（如有）总额之间的差额部分。

新家园投资

新家园投资成立于 2006 年 4 月，股东为南通天利和国有资产控股有限公司，初始注册资本为 0.10 亿元。2016 年 5 月，新家园投资股东由南通天利和国有资产控股有限公司变更为南通市港闸区国有资产监督管理办公室（以下简称“港闸区国资办”）。截至 2018 年 3 月底新家园投资注册资本和实收资本均为 15.00 亿元，港闸区国资办持有 100%股份。

2017 年底，新家园投资合并资产总额 135.99 亿元，所有者权益合计 58.63 亿元（含少数股东权益 2.98 亿元），2017 年，新家园投资实现营业收入 3.39 亿元，利润总额 1.97 亿元。

新家园投资是港闸区重要的基础设施建设主体，经营收入保持多元化，目前新家园投资主要负责港闸区万顷良田项目建设，同时也包括河道疏浚整治、农田水利建设、钢材贸易等业务。2017 年新家园投资实现营业收入 3.39 亿元，同比增长 5.61%。其中，主营业务收入 3.15 亿元，建设管理收入和工程建设收入分别占 48.50%和 39.70%。建设管理收入全部来自万顷良田项目的的结算管理费收入，较上年略有下降；工程建设收入主要来自河道整治工程的回购款，较上年有所增长。2017 年新家园投资营业收入的综合毛利率较上年下降 2.19 个百分点，主要系受安置房需求下降后钢材销售毛利率亏损所致。

表 10　2016~2017 年新家园投资主营业务收入变动情况　（单位：亿元、%）

业务类型	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建设管理	1.57	52.51	98.78	1.53	48.50	98.75
工程建设	0.86	28.74	10.75	1.25	39.70	15.00
钢材销售	0.56	18.74	0.60	0.37	11.79	-8.16
合计	**3.00**	**100.00**	**55.08**	**3.15**	**100.00**	**52.89**

注：上述数据合计数不一致系四舍五入导致
资料来源：新家园投资审计报告

2017年底，新家园投资资产总额135.99亿元，同比增长6.30%，主要系其他应收款的增长所致。资产构成以非流动资产为主，占资产总额的60.62%。2017年底，流动资产53.55亿元，同比增长18.97%。货币资金19.66亿元，同比下降6.34%，含受限的货币资金3.01亿元；其他应收款28.74亿元，同比增长40.13%，主要系应收南通港闸区财政局的往来款增加所致。非流动资产82.44亿元，较上年变动不大。其中在建工程65.29亿元，同比增长4.33%，主要系万顷良田项目投资支出增加所致；其他非流动资产12.07亿元，同比下降27.20%，主要为完工待移交的万顷良田项目投资支出。

总体看，新家园投资资产中其他应收款和在建工程占比大，资产流动性较弱，资产质量一般。

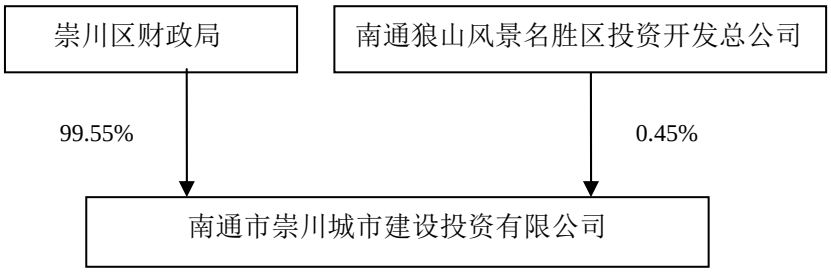
2017 年底，新家园投资有息债务规模较上年快速增长，长期负债占比较高，与项目建设项目周期长相匹配，债务结构合理，债务负担一般。

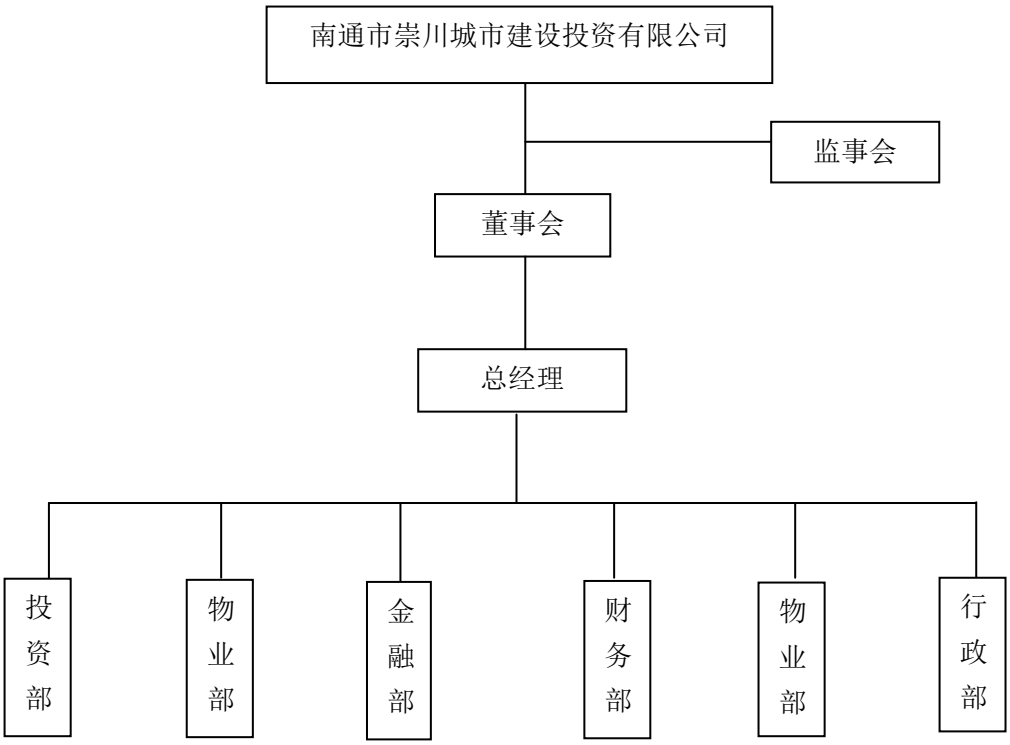
经联合资信评定，新家园投资主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定。新家园投资对“17 崇川住房项目债/17 崇川债”的差额补偿可有效增强其偿付安全性。

十、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，维持“17崇川住房项目债/17崇川债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1　公司股权结构和组织结构图





附件 2　截至 2017 年底对外担保明细（单位：万元）

被担保单位	担保余额
南通市保障房建设投资有限公司	150000
南通天山置业有限公司	85000
南通市天城建设投资有限公司	48000
南通天山置业有限公司	48000
南通天山置业有限公司	35000
南通市天城建设投资有限公司	20000
南通天山置业有限公司	18900
南通天山置业有限公司	14000
南通天山置业有限公司	9600
南通友富贸易有限公司	6000
南通山水投资开发有限公司	38000
江苏省城乡建设投资有限公司	80571
南通狼山风景名胜区投资开发总公司	47000
南通华剧投资有限公司	7500
江苏省城乡建设投资有限公司	80739
南通钟联投资有限公司	6000
南通同洲视讯科技发展有限公司	12000
南通同川科技园有限公司	9720
合计	**716030**

资料来源：企业提供

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	52.44	46.15	65.21
资产总额(亿元)	290.67	320.33	337.63
所有者权益 (亿元)	95.12	101.16	123.70
短期债务(亿元)	61.55	40.15	25.24
长期债务(亿元)	50.18	84.88	93.80
全部债务(亿元)	111.72	125.03	119.04
营业收入(亿元)	32.21	24.18	28.19
利润总额(亿元)	1.61	2.31	2.49
EBITDA(亿元)	2.60	2.61	3.11
经营性净现金流(亿元)	0.11	0.17	13.29
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.04	0.72	0.87
存货周转次数(次)	0.27	0.19	0.23
总资产周转次数(次)	0.11	0.08	0.09
现金收入比(%)	87.99	108.96	80.93
营业利润率(%)	6.68	4.39	4.22
总资本收益率(%)	1.00	0.88	0.94
净资产收益率(%)	1.42	1.92	1.69
长期债务资本化比率(%)	34.53	45.62	43.13
全部债务资本化比率(%)	54.01	55.28	49.04
资产负债率(%)	67.28	68.42	63.36
流动比率(%)	167.04	197.63	217.84
速动比率(%)	93.34	108.92	128.33
经营现金流动负债比(%)	0.07	0.13	11.11
全部债务/EBITDA(倍)	42.99	47.92	38.33

注: 2016 年公司开始执行新会计准则，2015 年数据采用 2016 年期初数。

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	
主营业务收入年复合增长率	
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	
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

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　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

附件 5-3　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。