信用等级公告

联合〔2019〕1595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主体长期信用等级为AA，维持“13通港闸债/PR通港闸”信用等级为AA^+，将“16港闸棚改项目债/16通港闸”信用等级由AA调整为AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十日

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

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	2.40 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：2019 年 6 月 20 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	91.11	98.68	72.10
资产总额(亿元)	387.18	472.81	573.95
所有者权益(亿元)	113.54	111.89	172.90
短期债务（亿元）	48.98	27.70	64.79
长期债务(亿元)	111.85	166.32	199.89
全部债务(亿元)	160.83	194.02	264.68
营业收入(亿元)	27.40	40.77	24.57
利润总额(亿元)	0.97	0.65	3.55
EBITDA(亿元)	2.88	1.80	7.77
经营性净现金流(亿元)	-14.52	-29.39	-37.65
应收类款项/资产总额(%)	18.27	30.26	22.73
营业利润率(%)	-5.16	2.86	26.40
净资产收益率(%)	0.60	0.49	1.55
资产负债率(%)	70.67	76.34	69.88
长期债务资本化比率(%)	49.62	59.78	53.62
全部债务资本化比率(%)	58.62	63.42	60.49
流动比率(%)	231.61	236.64	251.55
经营现金流动负债比(%)	-9.03	-15.12	-19.72
全部债务/EBITDA(倍)	55.92	108.09	34.07

分析师：霍正泽　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，资产和权益规模快速增长。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}，其担保有效提升了“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由 AA 调整为 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，维持“13 通港闸债/PR 通港闸”信用等级为 AA^{+}，将“16 港闸棚改项目债/16 通港闸”信用等级由 AA 调整为 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，开放型经济格局加快形成，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资本金注入、股权划转和基础设施建设项目补助方面的支持，资产和权益规模快速增长。
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；经联合资信评定，崇川城建主体长期信用等级由 AA 调整为 AA^{+}。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，债务负担仍较重。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，担保比率较高，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、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为港闸区人民政府（以下简称“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。2018 年 12 月，港闸区国资办以货币方式出资 2.50 亿元，将公司注册资本增加至 3.00 亿元。截至 2018 年底，公司注册资本与实收资本均为 3.00 亿元。2019 年 1 月，港闸区国资办决定将公司注册资本进一步增加至 12.00 亿元，增加的 9.00 亿元已于 2019 年 3 月以货币方式出资到位，目前已完成工商变更。

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 2018 年底，公司本部内设综合管理部、工程管理部、投资发展部和财务管理部 4 个职能部门；拥有 6 家一级子公司。

截至 2018 年底，公司资产总额 573.95 亿元，所有者权益 172.90 亿元（含少数股东权益 4.78 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 24.57 亿元，利润总额 3.55 亿元。

公司住所：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2019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17.40亿元。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	2.40	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**	**17.40**	--	--

资料来源：联合资信整理

截至 2019 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金额合计 32.14 亿元，2013~2018 年应累计支付 21.98 亿元；公司实际收到港闸区财政局款项合计 59.37 亿元（其中 2018 年收到 6.60 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 月底完工，募集资金使用专户余额 0.06 亿元（均为利息收益）。棚户区改造项目计划于 2018~2019 年分别产生 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，获得财政补贴资金合计 10.00 亿元。2018 年，公司确认棚户区改造项目销售收入 3.60 亿元和相关补贴资金 5.00 亿元。

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

2. 行业政策

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

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还

的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10 号	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

3.　行业发展

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

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

重要载体，仍有一定发展空间。

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。

2018年，南通市实现生产总值8427亿元，同比增长7.2%。其中：第一产业增加值397.77亿元，增长2.2%；第二产业增加值3947.88亿元，增长6.5%；第三产业增加值4081.35亿元，增长8.4%。人均GDP达到115320元，增长7.1%。全市三次产业结构继续优化为4.7：46.8：48.4。

2018年，南通市固定资产投资额同比增长8.8%。其中，民间投资增长10.8%，工业投资增长8.0%，其中技改投资增长24.8%，服务业投资增长9.6%，基础设施投资增长10.8%。

跟踪期内，港闸区经济增速趋缓，但经济质态和质量效益指标稳步提升，产业结构调整出现积极变化，开放型经济格局加快形成。

2018年，港闸区实现地区生产总值405亿元，同比增长6.8%，增速较上年趋缓。其中，服务业增加值占GDP比重提升1个百分点；预计实现规模工业产值530亿元，同比增长10%；规模工业增加值同比增长6%；全社会固定资产投资同比增长8.3%；社会消费品零售总额同比增长10%；高新技术产业产值占规模工业产值比重达44.5%；预计城镇居民人均可支配收入达4.9万元，同比增长8%。

跟踪期内，港闸区主动服务上海“北大门”建设，抢抓长江经济带、长三角一体化发展等重大机遇，以市北科技城、金融科技城等“两城四园区”为重点，积极承接上海产业溢出中符合区域需求的优质产业转移，大力招引上海优质企业的上下游配套产业，共储备剑桥科技、奥岑自动化等上海地区项目信息源12个，签约8个。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东及实际控制人仍为港闸区政府。截至2018年底，公司注册资本与实收资本均为3.00亿元；截至2019年3月底，公司注册资本和实收资本均为12.00亿元；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

2018年，港闸区财政实力较强，财政自给能力强，地方政府债务负担仍较重。

2018年南通市实现一般公共预算收入606.2亿元，增长2.6%。其中，税收收入504亿元，增长9%；税收占比达到83.1%，比上年同期提高4.8个百分点。

根据港闸区政府提供的《2016~2018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》，2018年港闸区地方可控财力107.75亿元，财政实力较强。其中一般公共预算收入42.35亿元，同比增长5.17%，实现税收收入39.17亿元，占比92.49%，收入质量高。同期，全区累计完成一般公共预算支出26.10亿元，同比增长8.57%。财政自给率为162.26%，较上年有所下降，但财政自给能力仍强。2018年，港闸区完成政府性基金预算收入57.85亿元，占地方可控财力的比重最大，同比增长35.26%，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7.55亿元，主要由一般性转移支付和专项转移支付收入构成。截至2018年底，港闸区地方政府债务余额86.90亿元，同比增长5.55%，均为直接债务；地方政府债务率为85.12%，较上年下降3.17个百分点，地方政府债务负担仍较重。

跟踪期内，港闸区政府继续给予了公司在资本金注入、股权划转和基础设施建设项目补助方面的支持。

2018年，公司收到股东增资款2.50亿元，据此实收资本增加至3.00亿元。

跟踪期内，根据港闸国资〔2018〕29号文件，港闸区国资办同意公司协议受让南通市保障房建设投资有限公司（以下简称“保障房公司”）持有的南通唐闸古镇保护开发有限公司（以下简称“唐闸公司”）100%股权，同时抵销保障房公司与港闸区国资办的2.00亿元往来款。

根据港闸国资〔2018〕26号文件，港闸区国资办将南京市港闸区人民政府持有的南通港诚投资发展有限公司（以下简称“港诚公司”）和南通新家园农业投资发展有限公司（以下简称“新家园农业”）100%股权无偿划转至公司。同期，公司收到港闸区财政局投资款1930.50万元，计入“资本公积-其他资本公积”科目。

2018年，公司及子公司收到与日常经营活动相关的政府补助款项合计923.60万元，计入“其他收益”和“营业外收入”科目。

3. 人员素质

跟踪期内，公司任免部分董事会及监事会成员，高管人员未发生变动，对公司日常经营无重大影响。

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》（自主查询版，机构信用代码：G1032061100078140Z），截至2019年5月27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，按照银监会要求，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。公司另有一笔欠息记录（结清日期为2010年9月25日），系中国银行港闸支行因系统升级未自动扣款，同时节假日银行不办理对公业务未成功划款所致，非公司恶意欠息行为。总体看，公司过往债务履约情况良好。

截至2019年5月29日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司仍执行原有管理制度，管理体制和治理结构未发生重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

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，新增建设管理、工程建设等业务板块，对公司收入形成一定补充。受结算安置房规模下降影响，公司主营业务收入快速下降。

2018年，公司实现主营业务收入23.77亿元，同比快速下降41.27%，主要来自安置房销售收入的大幅减少。受合并范围变动影响，2018年，公司新增建材销售、建设管理、工程建设、苗木销售、物业管理等业务板块，收入规模均较小，对公司主营业务收入形成一定补充。同期，安置房销售收入占比较上年下降至75.53%，但仍为主营业务收入的主要来源。2018年，公司主营业务毛利率同比大幅提升22.88个百分点至27.53%，主要系安置房销售业务毛利率大幅增长所致。

表3　2017~2018年公司主营业务收入构成情况

（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建管理费	1.26	3.12	100.00	1.14	4.80	100.00
安置房销售	39.21	96.88	1.58	18.00	75.73	21.39
建材销售	--	--	--	0.78	3.28	-1.33
建设管理	--	--	--	1.44	6.06	98.65
工程建设	--	--	--	1.43	6.02	10.96
苗木销售	--	--	--	0.23	0.97	-25.80
物业费	--	--	--	0.48	2.02	1.29
其他	--	--	--	0.27	1.14	17.20
合 计	**40.47**	**100.00**	**4.65**	**23.77**	**100.00**	**27.53**

资料来源：公司审计报告

2. 业务经营分析

（1）基础设施代建业务

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。目前，公司尚未结算的零星工程较多、投入规模较大，对公司资金占用较为严重。

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”。

2018年，公司完成代建基础设施建设项目投资19.93亿元，以6%的加成比例确认代建管理费收入1.14亿元（扣除税费569.32万元），较2017年下降9.52%，主要来自新华三村北、大生路东地块、地铁一号线工程、宝龙湖项目和通吕运河绿廊等项目结算。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%。

截至2018年底，公司尚未结算的基础设施代建和土地一级开发项目较多，均为零星工程投入，项目数量多且单个项目金额小，其他流动资产-代垫工程款余额122.06亿元，规模较大，对公司资金占用较为严重。同期，公司拟建项目主要有东竖河综合整治、新港闸路中段拆迁、四院改扩建工程、铁路沿线环境整治等及其他零星项目，计划总投资合计约14.7亿元，均计划于2019年开工建设。

（2）安置房业务

跟踪期内，公司存量安置房项目结算规模减少，安置房销售收入大幅下降。

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。

2018年，公司主要完工的保障房项目5个，建筑面积合计约100万平方米，总投资和实际已投资金额合计均为31亿元。截至2018年底，公司主要在建及拟建安置房项目见表4，总投资合计75.32亿元，已完成投资35.20亿元，未来尚需投资40.12亿元。2018年公司完成安置户数为3051户，在港闸区政府规划下，2019年公司安置房计划安置目标为1600户。

表4　截至2018年底公司主要在建及拟建安置房项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资额	已完成投资额	未来尚需投资

爱国花苑 15018	81200	60317	20883
曙光三期 18003	23000	16381	6619
曙光三期 18004	22000	15367	6633
龙潭八期 B18018	52000	27243	24757
永泰佳园东	49202	39545	9657
新华景苑（唐闸六中西侧）	31442	22009	9433
R14066 幸福大道东、城北大道南 1 号	108500	83500	25000
R15010 幸福大道东、城北大道南 2 号	58205	53205	5000
R14053 幸福大道东、城北大道南 4 号	54443	34443	20000
疏航桥新村北侧地块（新华北苑北侧、龙潭九期）	81400	--	81400
陈桥一号地块（集慧路北、天生路东）、陈桥六号地块（集美路北、树西路西）	102000	--	102000
永怡路北、江通路东	89800	--	89800
合计	**753192**	**352010**	**401182**

资料来源：公司提供

2018 年，公司安置房业务（包括配套商业销售）实现收入 18.00 亿元，同比下降 54.09%，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，2018 年同比有所回落所致。同期，公司安置房销售业务毛利率为 21.39%，较上年大幅提升 19.81 个百分点，主要系当年结算毛利率较高的配套商业较多，同时当年确认收入的安置房项目成本已于之前年度确认[2]所致。公司目前存量待结算的安置房项目较多，均体现在“存货-开发产品”科目，截至 2018 年底余额为 60.17 亿元。

（3）其他业务

受合并范围新增新家园农业影响，公司新增建设管理、工程建设、建材销售、苗木销售和物业管理等业务板块，对主营业务收入形成一定补充。

1) 建设管理业务

公司的建设管理收入主要来源为新家园农业的万顷良田项目，建设内容主要包括拆迁安置、土地平整及复垦、河道整治、绿化及配电工程等，以拆迁安置工程为主。新家园农业与南通市港闸区财政局签订委托建设管理合同，按照项目进度先行垫资建设，南通市港闸区财政局以每年投资额扣除已回购部分的 2~3%结算管理费，工程完工验收后，根据实际项目情况调整结算金额；自验收起下一个年度，按投资金额结算建设工程款项并同时移交项目，其中前六年每年按工程总额 15%，第七年按 10%的进度进行移交并支付款项。万顷良田项目于 2012 年开工建设，计划于 2018 年完工，计划总投资 100 亿元，分三期实施。其中一期工程已于 2014 年起开始移交，截至 2018 年底，项目已累计投资 94.96 亿元，累计移交金额 22.50 亿元。2018 年，公司实现建设管理业务收入 1.44 亿元，毛利率为 98.65%。随着万顷良田项目的逐步完工，公司将不再产生建设管理收入。未来公司将在万顷良田范围内由新家园农业子公司南通市港闸区都市现代农业发展有限公司（以下简称“都市农业”）负责森林公园项目的建设和运营，都市农业出资建设，完成后由淹城野生动物园负责运营，以门票分成来获取收益；同时公司将投入建设标准化大棚，后与规模较大的农业公司进行合作，以出租固定资产收取租金形式获得收入。

2) 工程建设

公司的工程建设业务主要由新家园农业子公司南通市北新城水利建设投资有限公司（以下简称“新城水利”）负责，主要涉及港闸区内的河道整治、水利施工等项目。水利基础设施建设工程项目主要采取委托建设模式，由新城水利与委托方签订《委托建设和回购协议》，在工程竣工验收后，由委托方按年度对已完工项目进行分批回购，回购价以实际竣工结算成本加成 15%的比例确定最终回购结算价。新城水利和委托方约定对已完工项目进行分批回购并签订《工程项目移交

[2] 公司安置房项目成本和收入的确认存在较大时间差，一般在安置户购买后即确认成本，但收入确认需要经历较长时间的审计决算，导致各年毛利率波动较大。

确认书》，双方约定委托方应当于《工程项目移交确认书》签订后一定期限内将回购价款支付给新城水利。截至 2018 年底，公司已完成的水利工程项目包括江曹河、九十亩口河、芦建二河和永兴中心河河道整治工程等，计划总投资金额 4.26 亿元，已确认收入 2.95 亿元，已收到回款 2.40 亿元。同期，在建的水利工程项目为长岸竖河项目和其他零星工程，计划总投资合计 1364.35 万元，已投资 1307.28 万元；拟建项目包括新幸西界河、幸福水系和公新界河 3 个项目，计划总投资金额 1625.00 万元，规模很小。2018 年，公司实现工程建设业务收入 1.43 亿元，毛利率为 10.96%。

3) 建材销售

公司建材销售业务主要为钢材销售，由新家园农业子公司南通创程贸易有限责任公司、南通北城开发建设有限公司和南通云地实业股份有限公司负责运营。公司钢材业务销售对象主要为港闸区内的平台企业，用于保障房建设。公司根据客户的钢材需求量确定钢材采购量，并以接近成本的价格销售给区内的平台企业。2018 年，公司钢材销售量为 2.90 万吨，平均销售价格为 2674.91 元/吨。同期，公司实现钢材销售收入 0.78 亿元，毛利率为-1.33%，主要系钢材采购成本高于销售价格所致。

4) 苗木销售

公司的苗木销售业务主要由新家园农业子公司都市农业负责运营。都市农业所销售苗木来源主要为万顷良田范围内的自有苗木和苗圃拆迁时收购的苗木；通过区平台发布的信息，销售至港闸区内平台企业，用于安置小区和市政道路等的绿化工程。2018 年销售各类苗木 36 万株，涉及苗木资产 1500 万元。同期，公司实现苗木销售收入 0.23 亿元；受苗木养护成本较高影响，该业务毛利率为-25.80%。

3. 未来发展

依据南通市和港闸区的城市规划以及港闸区“十三五”规划，未来一段时期港闸区将按照“规模化、高端化、集聚化、协调化、生态化”的要求，进一步调整优化城市布局，加速推进北翼新城核心区建设任务。公司将通过打造一批亮点重点城建项目、推动房地产业务的深化发展、加大储备力度并有序推进土地开发整理，同时盘活存量资产、实现资本运作的良性循环。

截至 2018 年底，公司基础设施建设主要投资规划为南通市港闸区内道路工程、绿化提升工程等其他工程，计划总投资金额 18.01 亿元，正在办理相关手续；主要拟建安置房项目 4 个，为疏航桥新村北侧地块、程桥一号地块、幸余路南、江通路东和永怡路北、江通路东安置房项目，预计总投资 57.35 亿元；考虑公司目前在建及拟建安置房项目未来共需投资 80.89 亿元，金额较大，公司存在较大对外融资需求。

八、财务分析

公司提供了 2018 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。

2018 年，公司通过股权划转形式新增唐闸公司、港诚公司和新家园农业 3 家一级子公司，上述子公司具备一定规模，对合并报表各财务科目变动影响较大，公司财务数据可比性弱。

1. 资产质量

跟踪期内，受合并范围变动影响，公司资产规模快速增长；应收类款项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。

截至 2018 年底，公司资产总额 573.95 亿元，同比增长 21.39%，主要系合并范围变动导致非流动资产快速增长所致。从构成来看，公司非流动资产占比大幅提升，但仍以流动资产为主，占比 83.66%。

表5　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	98.68	21.45	72.10	12.56
应收账款	4.81	1.04	14.59	2.54
预付账款	16.31	3.54	8.57	1.49
其他应收款	138.29	30.06	115.89	20.19
存货	132.39	28.77	143.15	24.94
其他流动资产	69.63	15.13	125.82	21.92
流动资产	**460.10**	**97.31**	**480.14**	**83.66**
可供出售金融资产	2.62	20.58	4.78	0.83
长期股权投资	4.88	38.40	1.53	0.24
投资性房地产	2.19	17.25	3.97	0.69
在建工程	--	--	68.36	11.91
非流动资产	**12.71**	**2.69**	**93.81**	**16.34**
资产总额	**472.81**	**100.00**	**573.95**	**100.00**

注：应收账款不含应收票据，其他应收款不含应收利息和应收股利
资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司流动资产合计 480.14 亿元，同比增长 4.36%。其中货币资金 72.10 亿元，同比减少 26.58 亿元，主要系当期偿还借款且融资规模下降所致，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 14.59 亿元，其中应收港闸区财政局款项 13.42 亿元，账龄在 2 年以内，规模较大。预付款项 8.57 亿元，同比减少 7.74 亿元，主要系项目结算调整预付与应付款项所致。其他应收款 115.89 亿元，同比下降 16.20%，主要系公司收回与保障房公司等当地国有企业往来款所致，主要应收方为南通港闸经济开发区管委会（35.19 亿元，占 29.30%）、天生产业新城南通有限公司（13.28 亿元，占 11.06%）和保障房公司（11.16 亿元，占 9.29%）；公司按账龄组合计提坏账准备的其他应收款余额 4.72 亿元，账龄在一年以内的占 60.47%，共计提坏账准备 1.40 亿元。存货 143.15 亿元，同比增长 8.12%，其中开发成本 82.92 亿元，较上年底变动不大，主要为在建安置房项目和子公司工程项目投入成本；开发产品 60.17 亿元，为已达到可使用状态并正在销售的安置房项目；公司存货中有 39.98 亿元土地使用权用于抵押担保，为受限资产，占资产总额的比重为 6.97%。其他流动资产 125.82 亿元，同比增长 80.71%，主要系合并范围变动及代垫工程款（代建基础设施建设项目投入）增加所致。

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 93.81 亿元，同比增加 81.10 亿元，主要来自在建工程的增加。其中，可供出售金融资产 4.78 亿元，同比增长 82.63%，投资性房地产 3.97 亿元，同比增长 81.00%，均系合并范围变动所致。在建工程 68.36 亿元，主要系合并新家园农业自建项目所致；其中万顷良田项目规模较大，账面余额为 64.88 亿元。其他非流动资产 7.57 亿元，为完工待移交的万顷良田项目成本。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 41.05 亿元，为用于抵押的存货、固定资产和无形资产，占资产总额的比重为 7.15%，规模较小。同期，公司应收类款项占资产总额的比重为 22.73%，较上年底下降 7.53 个百分点，但占比仍较高，应收类款项对公司资金占用较为严重。

2．资本结构

跟踪期内，公司所有者权益快速增长，结构仍以资本公积为主，质量较好。

截至 2018 年底，公司所有者权益 172.90 亿元，同比增长 54.52%，主要系股权划转导致资本公积大幅增长所致。其中，实收资本 3.00 亿元，较上年底增加 2.50 亿元，主要来自股东增资。资本公积 139.52 亿元，同比增长 59.88%，主要系政府无偿划转三家子公司股权所致。未分配利润 22.78 亿元，同比增长

35.97%，主要系合并范围新增子公司导致本年度利润增加所致。公司所有者权益结构较上年底变动不大，仍以资本公积为主，权益质量较好。

表 6　公司主要所有者权益构成情况

（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
实收资本	0.50	0.45	3.00	1.74
资本公积	87.26	77.99	139.52	80.69
未分配利润	16.76	14.98	22.78	13.18
所有者权益合计	**111.89**	**100.00**	**172.90**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

跟踪期内，公司有息债务规模快速增长，债务结构仍以长期债务为主，债务负担仍较重；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。

截至 2018 年底，公司负债总额为 401.05 亿元，同比增长 11.12%，主要来自非流动负债的增加。

表7　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.81	1.89	12.62	3.15
应付账款	18.45	5.11	16.31	4.07
预收款项	7.32	2.03	15.09	3.76
其他应付款	133.60	37.02	83.24	20.76
一年内到期的非流动负债	20.39	5.65	52.17	13.01
流动负债	**194.43**	**53.87**	**190.87**	**47.59**
长期借款	121.83	33.76	145.20	36.20
应付债券	44.49	12.33	54.69	13.64
长期应付款	0.00	0.00	9.14	2.28
非流动负债	**166.49**	**46.13**	**210.18**	**52.41**
负债总额	**360.92**	**100.00**	**401.05**	**100.00**

注：应付账款不含应付票据，其他应付款不含应付利息和应收股利

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司流动负债 190.87 亿元，同比下降 1.83%。其中短期借款 12.62 亿元，主要为保证借款 12.12 亿元。预收款项 15.09 亿元，同比增加 7.76 亿元，主要系预收安置房款增加所致。其他应付款 83.24 亿元，同比下降 37.70%，主要系合并范围变动、公司与政府部门及相关单位往来款减少和支付代建基础设施项目工程款等综合因素影响所致；主要应付方包括保障房公司（32.53 亿元）、南通深南开发建设公司（23.35 亿元）和天生产业新城南通有限公司（11.56 亿元），合计应付金额占比 92.42%，集中度高；从账龄来看，一年以内的占 74.50%、1~2 年的占 11.79%，公司其他应付款整体账龄较短。一年内到期的非流动负债 52.17 亿元，较上年底增加 31.78 亿元，主要系新增一年内到期的长期借款和应付债券所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债 210.18 亿元，同比增长 26.24%。其中长期借款 145.20 亿元，较 2017 年底增加 23.37 亿元，构成为质押借款 15.30 亿元（占 10.54%）、抵押借款 24.45 亿元（占 16.84%）、保证借款 96.25 亿元（占 66.29%）和信用借款 9.20 亿元（占 6.34%）。应付债券 54.69 亿元，同比增长 22.91%，主要系合并新家园农业 16.00 亿元非公开发行公司债券所致。长期应付款 9.14 亿元，主要由上级拨入资金和公司借入招商证券资产管理有限公司、新华信托股份有限公司款项构成，考虑到该部分款项为有息性质借款，将其调整至长期债务核算。

截至 2018 年底，公司全部债务 264.68 亿元，同比增长 36.42%，其中短期债务占比较上年底小幅上升至 23.81%，公司债务结构仍以长期债务为主。受益于资产和权益规模的扩大，2018 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均较上年底有所下降，分别为 69.88%、60.49%和 53.62%。考虑到将长期应付款中的有息借款调整至长期债务核算，2018 年底，公司调整后全部债务和调整后长期债务分别为 272.15 亿元和 207.36 亿元，调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 61.15%和 54.53%。2018 年受合并范围变动影

响，公司债务负担有所下降，但仍较重。从债务期限结构来看，公司将于2019~2022年分别偿还64.79亿元、55.54亿元、41.80亿元和55.68亿元到期债务本金，分别占公司调整后全部债务的23.81%、20.41%、15.36%和20.46%。整体来看，公司集中偿付压力一般。

3．盈利能力

跟踪期内，公司营业收入快速下降，营业利润率大幅提升；期间费用快速增长；受安置房业务毛利率大幅提升影响，公司利润总额快速增长，但目前公司经营和投资业务仍主要由政府指定，整体盈利能力弱。

跟踪期内，受安置房销售收入减少影响，公司营业收入快速下降，2018年为24.57亿元，同比下降39.74%。同期，公司发生营业成本17.59亿元，同比下降54.47%。同期，公司营业利润率为26.40%，较上年大幅提升23.54个百分点。

从期间费用来看，2018年公司期间费用为3.34亿元，同比增加2.33亿元，主要系合并范围变化和借款规模增加借款利息支出大幅增加所致。同期，公司期间费用率13.59%，较上年提升11.12个百分点。公司期间费用控制能力有所下降。

2018年，公司收到计入“其他收益”的各项政府补助资金882.00万元和计入“营业外收入”的政府补助款项41.60万元，对利润总额的贡献程度大幅下降，2018年公司实现利润总额3.55亿元。

从盈利指标看，2018年公司总资本收益率和净资产收益率分别为1.44%和1.55%，均较2017年有所提升，但目前公司经营和投资业务仍主要由政府指定，整体盈利能力仍弱。

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，筹资活动现金净流量由正转负，面临一定融资压力。

2018年，公司销售商品提供劳务收到的现金同比变动不大，为36.91亿元；同期，公司收到其他与经营活动有关的现金大幅减少为137.97亿元，主要系公司与政府及其相关单位往来款大幅减少所致。2018年，购买商品、接受劳务支付的现金有所增长，为50.64亿元；支付其他与经营活动有关的现金大幅减少152.24亿元，为160.46亿元，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。2018年，公司经营活动产生的现金流量净额为-37.65亿元，缺口较2017年进一步扩大。2018年公司现金收入比为150.25%，较2017年提升57.95个百分点，收入实现质量明显改善。

2018年，公司投资活动现金流入规模小，投资活动现金流出主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金3.33亿元，主要为自建项目投入，投资活动现金流量净额-3.47亿元。

2018年，公司筹资规模较上年有所下降，筹资活动现金流入为59.41亿元，同比下降39.78%；同期，公司筹资活动现金流出仍保持较大规模，为63.46亿元。2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额由正转负为-4.05亿元，公司面临一定融资压力。

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；长期偿债能力有所增强。同时，考虑到公司业务能获得持续的外部支持，公司整体偿债风险较小。

2018年底，公司流动比率和速动比率均有所提升，分别为251.55%和176.55%；2018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。2018年底，公

司现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 1.11 倍。公司现金类资产较为充足，短期偿债能力较好。

2018 年，公司 EBITDA 大幅增加 5.97 亿元至 7.77 亿元，主要来自利润总额的增加。受此影响，公司调整后全部债务/EBITDA 大幅下降至 35.03 倍。公司长期偿债能力有所增强。

截至 2018 年底，公司获得银行授信总额 166.64 亿元，已使用额度 144.70 亿元，公司间接融资亟待拓宽。

截至 2018 年底，公司对外担保金额为 111.86 亿元；担保比率为 64.70%，较上年大幅下降 23.02 个百分点。对外担保情况见表 8，被担保公司主要为南通市港闸区政府相关单位，目前经营情况良好。公司对外担保规模大，存在较大或有负债风险。

表 8　截至 2018 年底被担保企业明细

（单位：万元）

被担保单位	担保金额
南通北鼎实业有限公司	5000.00
南通北启实业有限公司	20000.00
南通创北工贸有限公司	48870.00
南通创和实业股份有限公司	47400.00
南通大韵开发建设有限公司	91000.00
南通港信工贸有限公司	15000.00
南通荣北工贸有限公司	15000.00
南通深南开发建设有限公司	114000.00
南通市崇川城市建设投资有限公司	150000.00
南通市港闸区保障房建设投资有限公司	310400.00
南通市港闸区市政建设养护工程有限公司	10000.00
南通市市北新城开发建设有限公司	110250.00
南通市耀北贸易有限公司	10000.00
南通思勤工贸有限公司	15000.00
南通天生水利建设有限公司	104640.00
南通五水置业有限公司	20000.00
南通智北实业有限公司	10000.00
天生产业新城南通有限公司	22000.00
合计	**1118560.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

6．母公司财务概况

母公司财务方面，截至 2018 年底，母公司资产总额 231.08 亿元，同比增长 20.21%。其中流动资产占 58.80%、非流动资产占 41.20%，资产构成以流动资产为主。母公司资产总额占合并报表资产总额的 40.26%，占比一般。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 122.92 亿元，同比增长 17.34；主要由资本公积（占 83.19%）和未分配利润（占 12.86%）构成，占合并报表所有者权益的 71.09%，占比较高。

截至 2018 年底，母公司负债总额 108.16 亿元，同比增长 23.64%。其中流动负债占 55.60%、非流动负债占 44.40%，母公司负债结构以流动负债为主。母公司负债总额占合并报表负债总额的 26.97%，占比较小。

2018 年，母公司实现营业收入 1.22 亿元，同比下降 7.33%，占合并报表营业收入的比重为 4.97%，占比很小；母公司利润总额为 1.52 亿元，同比增长 39.36%，占合并报表利润总额的比重为 42.82%。

母公司经营活动现金流主要为收到和支付其他与经营活动有关的现金，2018 年经营活动现金净流量为-15.08 亿元；投资活动现金流规模很小；筹资活动现金流入、流出规模较大，2018 年母公司筹资活动现金流量净额为 7.71 亿元。

九、存续债券偿还能力分析及保障措施

截至 2018 年底，公司存续债券余额 61.59 亿元；存续债券的短期偿债压力较小，未来偿债压力集中度较高。

截至2018年底，公司一年内到期的债券余额6.90亿元；2019~2020年“13通港闸债/PR通港闸”每年需偿还本金2.40亿元（2019年1月已偿还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3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47.90亿元。

2018年底，公司现金类资产72.10亿元；2018年，公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为174.88亿元和7.77亿元，对公司存续债券保障情况如表9。公司存续债券的短期偿债压力较小，未来偿债压力集中度较高。

表9　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项　目	2018 年
一年内到期债券余额	6.90
未来待偿债券本金峰值	47.90
现金类资产/一年内到期债券余额	10.45
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	3.65
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.16

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。2018年4月2日，南通市人民政府发布《市政府关于城建集团与国投公司实施资产重组事项的批复》（通政复〔2018〕28号），同意南通城市建设集团有限公司（以下简称“城建集团”）和南通国资依法实施资产重组，将南通市国资委持有的南通国资全部权益（不含兴东机场权益，以审计结果为准）授权城建集团经营。股权结构变更后，南通国资成为城建公司的子公司，控股股东由南通市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“南通市国资委”）变更为城建公司。相关工商变更手续已于2018年7月20日完成。截至2018年底，公司注册资本与实收资本均为25.00亿元，实际控制人仍为南通市国资委。

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、担保及港口类业务等。南通市政府每年给予南通国资一定的资金补贴。2018年，南通国资获得公交经营、担保经营、自来水经营等各类补贴收入合计3.62亿元。

截至2018年底，南通国资（合并）资产总额384.83亿元，所有者权益为192.26亿元（其中含少数股东权益11.16亿元）；2018年，南通国资实现营业收入18.29亿元，利润总额2.66亿元。

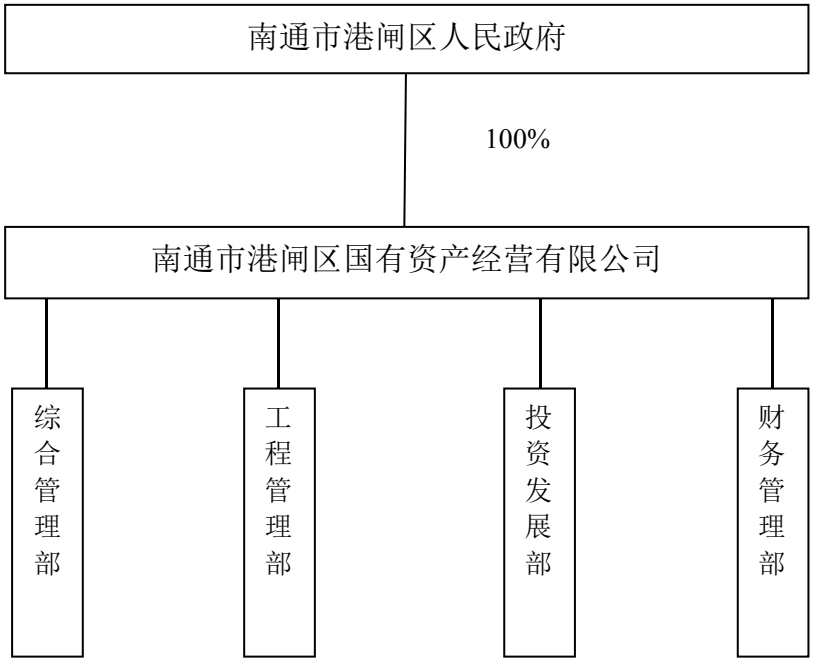
近年，南通市地方经济和财政收入保持增长。南通国资经营稳健，自营业务板块成长性好，并能够得到政府的大力支持，具有可持续发展能力。经联合资信评定，南通国资主体长期信用等级为AA^{+}_{pi}，评级展望为稳定。南通国资为“13通港闸债/PR通港闸”提供连带责任保证担保，增强了“13通港闸债/PR通港闸”本息偿还的安全性。

“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”）对其偿还承担连带责任。根据联合资信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由AA调整为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，维持“13 通港闸债/PR 通港闸”的信用等级为 AA^{+}，将“16 港闸棚改项目债/16 通港闸”信用等级由 AA 调整为 AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1 截至 2018 年底公司股权结构图与组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	91.11	98.68	72.10
资产总额(亿元)	387.18	472.81	573.95
所有者权益(亿元)	113.54	111.89	172.90
短期债务(亿元)	48.98	27.70	64.79
长期债务(亿元)	111.85	166.32	199.89
调整后长期债务(亿元)	111.85	166.32	207.36
全部债务(亿元)	160.83	194.02	264.68
调整后全部债务(亿元)	160.83	194.02	272.15
营业收入(亿元)	27.40	40.77	24.57
利润总额(亿元)	0.97	0.65	3.55
EBITDA(亿元)	2.88	1.80	7.77
经营性净现金流(亿元)	-14.52	-29.39	-37.65
财务指标			
销售债权周转次数(次)	28.68	14.15	2.53
存货周转次数(次)	0.19	0.28	0.13
总资产周转次数(次)	0.07	0.09	0.05
现金收入比(%)	107.86	90.50	150.25
应收类款项/资产总额(%)	18.27	30.26	22.73
营业利润率(%)	-5.16	2.86	26.40
总资本收益率(%)	0.88	0.53	1.44
净资产收益率(%)	0.60	0.49	1.55
长期债务资本化比率(%)	49.62	59.78	53.62
调整后长期债务资本化比率(%)	49.62	59.78	54.53
全部债务资本化比率(%)	58.62	63.42	60.49
调整后全部债务资本化比率(%)	58.62	63.42	61.15
资产负债率(%)	70.67	76.34	69.88
流动比率(%)	231.61	236.64	251.55
速动比率(%)	141.29	168.55	176.55
经营现金流动负债比(%)	-9.03	-15.12	-19.72
全部债务/EBITDA(倍)	55.92	108.09	34.07
调整后全部债务/EBITDA(倍)	55.92	108.09	35.03

注：调整后长期债务=长期债务+长期应付款中的有息借款；调整后全部债务=短期债务+调整后长期债务

附件 3　南通市崇川城市建设投资有限公司跟踪评级报告

附件 4　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%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×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　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 5-4　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

信用等级公告

联合〔2019〕1593 号

联合资信评估有限公司通过对南通市崇川城市建设投资有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定将南通市崇川城市建设投资有限公司主体长期信用等级由 AA 调整为 AA^+，将“17 崇川住房项目债/17 崇川债”的信用等级由 AA 调整为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十日

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

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	AApi	AA+	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 20 日

财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	46.15	65.21	44.66
资产总额(亿元)	320.33	337.63	377.55
所有者权益(亿元)	101.16	123.70	135.94
短期债务(亿元)	40.15	25.24	48.36
长期债务(亿元)	84.88	93.80	109.60
全部债务(亿元)	125.03	119.04	157.96
营业收入(亿元)	24.18	28.19	23.97
利润总额(亿元)	2.31	2.49	2.39
EBITDA(亿元)	2.61	3.11	3.80
经营性净现金流(亿元)	0.17	13.29	-40.21
营业利润率(%)	4.39	4.22	5.96
应收类款项/资产总额(%)	25.81	22.63	23.04
净资产收益率(%)	1.92	1.69	1.52
资产负债率(%)	68.42	63.36	63.99
全部债务资本化比率(%)	55.28	49.04	53.75
流动比率(%)	197.63	217.84	216.86
经营现金流动负债比(%)	0.13	11.11	-30.61
全部债务/EBITDA(倍)	47.92	38.33	41.57

分析师：黄海伦　吕泽峰

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，公司所在区域经济稳定发展，公司外部环境良好；崇川区政府对公司持续注资，有效提高了公司的资本实力；此外，公司应收崇川区财政局款项已明确回款安排，有利于提升公司整体偿债能力。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较高等因素对公司整体信用水平带来的不利影响。随着公司土地整理和保障房业务的不断推进，公司收入水平有望保持平稳。

“17 崇川住房项目债/17 崇川债”（以下简称“本期债券”）除自身收益覆盖外，公司还承担了本息偿还责任。同时，南通新家园农业投资发展有限公司（以下简称“新家园农业投资”）作为差额补偿人，为本期债券本息的偿还承担差额补偿责任。经联合资信公开评级，新家园农业投资主体长期信用等级为 AApi，评级展望为稳定。上述保障措施进一步提升了本期债券本息偿付的安全性。

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由AA调整为AA+，将“17崇川住房项目债/17崇川债”信用等级由AA调整为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，崇川区政府持续对公司注资，并确定于 2019 年下半年继续到位 10.00 亿元资本金，公司资本实力进一步增强。
3. 跟踪期内，公司应收崇川区财政局款项已明确回款安排，有利于提升公司整体偿债能力。

4. 跟踪期内，本期债券募投项目如期实现销售收入，专项补贴到位情况良好，是未来债券偿付资金的重要来源；同时新家园农业投资作为本期债券差额补偿人进一步保障了本期债券本息偿付的安全性。

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，资产流动性较弱。
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大。
3. 公司对外担保金额大，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、企业基本情况

跟踪期内，公司股东和实际控制人未发生变化。股东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”）。2018 年 12 月 19 日，根据公司股东会决议，崇川区财政局决定对公司增资 15 亿元，公司注册资本由 20.82 亿元增至 35.82 亿元。截至 2018 年底，公司注册资本为 35.82 亿元，实收资本为 25.82 亿元，未缴部分将于 2019 年底前到位，崇川区财政局仍为公司实际控制人，持股比例为 99.74%。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。截至 2018 年底，公司内设计划财务部、投资发展部、工程管理部等共 5 个职能部门。截至 2018 年底，公司合并范围内子公司 31 家，其中一级子公司仍为 7 家。

截至2018年底，公司资产总额377.55亿元，所有者权益135.94亿元（含少数股东权益0.95亿元）；2018年，公司实现营业收入23.97亿元，利润总额2.39亿元。

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2019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。跟踪期内公司已按时偿还利息。

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》，本期债券募集资金15亿元，拟全部用于南通市崇川区R15007地块建设项目和R15008地块建设项目。上述项目总投资估算为22.90亿元，其中，R15007地块总投资为10.70亿元，R15008地块总投资为12.20亿元。截至2019年3月底，上述项目已完工。

根据《2017年南通市崇川区保障性住房建设项目收益债券2018年度发行人债券履约情况及偿债能力分析报告》，截至2018年12月31日，募集资金已提取完毕，募集资金使用专户余额为0亿元。跟踪期内，公司严格按照募集说明书承诺的投向和投资金额安排使用募集资金。

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2019年5月底，募投项目实际共产生销售收入合计6.69亿元，收到政府补贴6.71亿元。总体看，募投项目实际进度基本按照计划执行，联合资信将继续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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

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

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支

持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10 号	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信综合整理

3. 行业发展

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

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

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。

2018 年，南通市和崇川区经济持续增长，产业结构不断优化，为公司发展创造了良好的外部环境。

2018 年，南通市全市实现生产总值 8427 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.2%。其中：第一产业增加值 397.77 亿元，增长 2.2%；第二产业增加值 3947.88 亿元，增长 6.5%；第三产业增加值 4081.35 亿元，增长 8.4%。人均 GDP 达到 115320 元，增长 7.1%。按 2018 年平均汇率计算，人均 GDP 为 17427 美元。

2018年，崇川区GDP为819.50亿元，增速为6.12%；第一产业增加值0.06亿元，同比下降27.2%；第二产业增加值195.26亿元，同比增长4.7%，其中，工业增加值130.89亿元，同比增长4.3%；第三产业增加值624.19亿元，同比增长7.3%。三次产业结构为0.0∶23.8∶76.2。同期，崇川区完成固定资产投资额同比增长8.2%。固定资产投资中，工业投资同比增长8.4%，占全部投资的比重为10.1%；服务业投资同比增长8.1%，其中，房地产业投资同比增长2.7%。

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，截至 2018 年底，公司注册资本为人民币 35.82 亿元，实收资本为 25.82 亿元，南通市崇川区财政局仍为公司实际控制人，持股比例为 99.74%。

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. 外部支持

跟踪期内，公司在资金注入和财政补贴等方面得到政府的大力支持。

2018 年，南通市一般公共预算收入保持平稳，为 606.2 亿元；同期一般公共预算支出持续增长，为 877.12 亿元；南通市财政自给率分为 69.11%，财政自给率一般。

2018 年，受国家政策性减税降费、土地增值税清算退税、征地拆迁等因素影响，南通市崇川区一般公共预算收入略有减少，为 70.0 亿元。其中，税收收入 59.5 亿元，同比增长 1.9%，税占比为 85%。同期一般公共预算支出 39.54 亿元，同比增长 3.6%。崇川区财政自给率为 177.04%，崇川区财政自给能力很强。

资金注入

2018 年，股东南通市崇川区财政局向公司增加注册资本 15 亿元，增资方式为货币增资。截至 2018 年底，公司注册资本为人民币 35.82 亿元，实收资本为 25.82 亿元，其中 2018 年公司收到资金 5 亿元。

2018 年，股东向公司无偿拨付资金 4.60 亿元，计入资本公积。

此外，2018 年尚未到位的增资 10 亿元将于 2019 年下半年到位，崇川区财政局对此已出具相关资金安排文件。

应收账款和其他应收款的回款安排

公司应收崇川区财政局收入款项已明确回款安排，政府拟在未来 5 年内共回款 61.86 亿元，每年回款金额 10 亿元以上，上述回款有利于提升公司整体偿债能力。

财政补贴

跟踪期内，公司获得政府财政补贴 1.97 亿元。

5. 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。

根据公司提供的企业信用报告（自主查询版），截至2019年6月19日，公司无未结清和已结清的不良信贷记录。公司跟踪期内债务履约情况良好。

截至2019年6月17日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单

六、管理分析

跟踪期内，公司高层管理人员、法人治理结构、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司主营业务收入有所下降，收入结构变动不大，以毛利率较低的安置房销售收入为主；毛利较高的土地出让收入占比有所增长，受此影响，主营业务毛利率略有上升。

2018 年，公司实现主营业务收入 23.94 亿元，同比下降 15.02%，主要系安置房销售收入下降所致。主营收入构成变动不大，其中土地整理收入和安置房销售收入合计仍占比约 95%。受毛利较高的土地整理收入占比增长影响，综合毛利率略有上升。

表 4　2017~2018 年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

主营业务类项	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理	62898.76	22.33	16.94	64890.13	27.10	16.94
安置房销售收入	207075.43	73.52	2.46	162528.84	67.88	1.83
房屋出租收入	9493.28	3.37	63.19	9450.42	3.95	49.65
物业管理	846.93	0.30	-104.24	1057.96	0.44	-37.21
代建费	360.04	0.13	100.00	206.46	0.09	100.00
水电转售收入	976.31	0.35	-0.44	1274.94	0.53	10.94
医疗废物清运委托处置收入	5.10	0.00	-13.73	14.05	0.01	47.57
合 计	**281655.85**	**100.00**	**7.53**	**239422.80**	**100.0**	**7.78**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司土地整理（拆迁项目）业务收入略有上升，毛利率保持稳定。考虑到2018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发生变更，公司根据当年政府认定的拆迁进度，按项目成本加 15%收益确认收入，确认收入后政府每半年与公司进行一次结算回款。

在新的征地拆迁工程运营协议签订前开工的项目，仍按照旧协议约定进行收入结算（旧协议业务模式：公司将达到出让条件的土地进行出让，土地出让金按南通市和崇川区两级政府约定的比例分成，2018 年崇川区分成比例由 55%上升至 65%。崇川区财政局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）。

表 5　截至 2018 年底公司征地拆迁项目情况

（单位：亿元）

项目分类	2018 年发生额	2018 年底累计额
城建工程土地整理	18.93	100.80

低价位商品房土地整理	2.23	67.50
土地储备整理	4.70	64.62
代建项目土地整理	4.00	27.89
公益项目土地整理	0.53	8.23
合计	**30.39**	**269.04**

资料来源：公司提供

2018 年，公司支付土地整理相关拆迁款合计 30.39 亿元，其中主要支付城建工程土地整理拆迁款 18.93 亿元。截至 2018 年底，公司累计支付拆迁款 269.04 亿元。

2018 年，崇川区共出让土地 24.99 万平方米，同比减少 21.51 万平方米，但崇川区土地价格大幅上涨，使崇川区土地出让分成金额增长至 29.81 亿元。公司收到政府土地出让款 22.30 亿元，截至 2018 年底，公司累计收到土地出让返款 51.45 亿元。2018 年，公司实现土地整理收入 6.49 亿元，同比上升 3.02%，毛利率保持稳定。

表6　公司2017~2018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）
2017 年	8	46.50	24.31
2018 年	6	24.99	29.81

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

跟踪期内，公司安置房建设业务收入受销售节点影响有所下降，毛利率持续保持较低水平。在建项目剩余投资规模一般，存在一定融资需求，未来收入持续性较好。

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。

2018 年，公司实现安置房销售收入 16.25 亿元，其中主要包括临江安置小区销售收入 3.51 亿元、惠泽苑（R11006 地块）销售收入 3.25 亿元、外滩北苑二期销售收入 3.09 亿元、江景苑销售收入 3.72 亿元等。公司安置房销售收入较 2017 年减少 4.46 亿元，主要系当年结转项目相对较少所致。安置房业务毛利率保持在较低水平主要受政府销售指导价偏低所致。

表7　公司2017~2018年安置房建设和销售的总体情况

（单位：亿元、万平方米）

项目	2017 年度	2018 年度
在建面积	73.65	39.02
竣工面积	120.90	43.95
销售面积	102.80	67.68
销售收入	20.71	16.25

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司主要在建保障房项目 9 个，预计总投资 82.28 亿元，累计已投资 61.96 亿元，2018 年已投资 13.05 亿元，未来尚需投资 20.33 亿元。截至 2018 年底，公司拟建安置房项目共三个，分别为机关加油站项目、天字味精项目和荣耀玻璃项目，总投资 28.50 亿元。总体看，公司安置房建设业务存在一定融资需求，未来收入持续性较好。

表 8　2018 年底公司安置房在建项目情况

（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	2018 年已投资	累计已投资	尚需投资

新城新苑	6.20	0.15	4.97	1.23
锦城苑（蔬菜批发市场）	4.50	0.17	3.67	0.83
南川园三期	13.00	1.95	12.80	0.20
南川园四期	12.10	1.16	12.08	0.02
临江家园	10.70	0.65	8.24	2.46
外滩花苑	12.20	1.43	10.85	1.35
陆洪闸老镇改造地块一	1.92	0.22	1.16	0.76
陆洪闸老镇改造地块三	1.86	0.20	1.07	0.79
啬园安置点	19.80	7.12	7.12	12.69
合计	82.28	13.05	61.96	20.33

资料来源：公司提供

跟踪期内公司持续推进自建项目进展，投资规模较小，项目完工后出租及出售收入将对公司的收入形成良好补充。

截至 2018 年底，公司自建项目主要包括学田科创中心项目、标准厂房项目（医疗产业园二期）和南通大学城项目。计划总投资规模 16.20 亿元，已完成投资 10.30 亿元，尚需投资 5.66 亿元，项目建设资金全部来源于贷款及自筹。

表 9　截至 2018 年底公司主要自建项目情况　（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资	资金来源
学田科创中心项目	1.50	0.59	0.27	自筹
标准厂房项目（医疗产业园二期）	10.20	6.51	3.69	贷款及自筹
南通大学城项目	4.50	3.20	1.70	自筹、贷款
合计	16.20	10.30	5.66	--

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。2018 年房屋出租实现收入 9450.42 万元，同比变动不大；房屋出租收入毛利率 49.65%，较 2017 年有所下降主要系 2018 年出租房屋及建筑物增加（自用房产转入），导致折旧摊销等成本增加。同期，公司实现物业费管理收入 1057.96 万元，较 2017 小幅增长，主要系物业管理范围有所扩张所致；该业务亏损有明显的收缩，主要系有较多物业管理合同进入合同第四年（合同年限为 5 年，最后两年服务价格上浮），根据合同调升服务价格所致。

未来，公司将继续专注于原有业务的基础上，同时开拓新的业务板块，不断丰富公司的收入结构。

公司将继续专注于土地整理和安置房建设业务。土地整理业务方面，公司根据区政府城建计划，对主城区、开发区、狼山风景区范围内进行征地拆迁及土地平整等前期工作。按协议约定预计每年可确认收益约 3 亿元。安置房建设业务方面，将继续由公司的子公司天一和天泰负责承接和实施业务；目前公司拟建安置房项目共三个，分别为机关加油站项目、天字味精项目和荣耀玻璃项目，总投资 28.50 亿元，后续将为公司带来较好的安置房收入。

除原有业务外，公司计划开展环保业务、地产业务、劳务外派业务和医疗美容业务等，进一步丰富公司收入构成，逐步把公司打造

成资产优良、业务布局合理、管理科学规范的现代化企业。

八、财务分析

公司提供了 2018 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。

跟踪期内，公司合并范围新增 5 个子公司，新纳入合并范围子公司规模较小，对财务数据可比性影响较小，截至 2018 年底公司合并范围内子公司合计 31 家，其中一级子公司仍为 7 家。

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。

截至 2018 年底，公司资产总额 377.55 亿元，同比增长 11.83%，主要系存货增长所致。公司资产以流动资产为主。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	65.14	19.29	44.25	11.72
应收账款	30.92	9.16	27.80	7.36
预付款项	10.42	3.09	8.04	2.13
其他应收款	45.50	13.48	59.21	15.68
存货	107.06	31.71	142.89	37.85
流动资产	**260.54**	**77.17**	**284.88**	**75.45**
投资性房地产	21.29	6.31	25.07	6.64
在建工程	0.71	0.21	6.44	1.71
其他非流动资产	36.37	10.77	36.37	9.63
非流动资产	**77.08**	**22.83**	**92.68**	**24.55**
资产总额	**337.63**	**100.00**	**377.55**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司流动资产 284.88 亿元，同比增长 9.34%。公司货币资金 44.25 亿元，同比下降 32.07%，货币资金中受限资金 3.32 亿元，系承兑汇票保证金和存单质押。应收账款 27.80 亿元（2018 年会计处理上与应付款、其他应付款有所对冲），同比下降 10.09%，主要是应收崇川区财政局拆迁分成款 27.28 亿元（占比 98.13%），集中度高，应收账款中计提坏账账龄组合规模小，账龄以一年以内为主，公司累计计提坏账准备 0.02 亿元。预付款项 8.04 亿元，同比下降 22.89%，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 59.21 亿元，同比上升 30.12%，主要系与南通市土地储备中心往来款大幅增加所致；其中与财政局往来款 34.32 亿元，占比 57.24%，与南通市土地储备中心往来款 8.00 亿元，占比 13.34%；其他应收款中计提坏账账龄组合账龄较短，1 年以内占比 61.99%，1~2 年占比 16.54%，公司累计计提坏账准备 0.74 亿元。存货 142.89 亿元，同比上升 9.82%，主要系土地整理业务相关的拆迁项目成本和安置房开发成本增加所致，公司存货中库存商品 25.09 亿元（已完工未出售的安置房）、拆迁项目成本 45.53 亿元和开发成本 70.75 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。

截至 2018 年底，公司非流动资产 92.68 亿元，同比增长 20.23%，主要系在建工程和投资性房地产增长较快所致。公司投资性房地产 25.07 亿元，同比上升 17.75%，主要系部分原存货中自用房产转入所致。在建工程 6.44 亿元，较 2017 年底增加 5.73 亿元，主要系大学城项目和标准厂房项目等开始动工投入所致。其他非流动资产仍为 36.37 亿元，系土地使用权，较上年底保持不变。

截至 2018 年底，公司受限资产 28.62 亿元，主要因质押借款或抵押借款受限。其中货币资金 3.32 亿元、无形资产 2.19 元、固定资产 6.60 亿元、存货 5.84 亿元和投资性房地产 10.67 亿元。受限资产占总资产的 7.58%，受限比率较低。

2. 资本结构

跟踪期内，政府连续对公司注资，有效增强了公司资本实力，所有者权益较快增长；随着部分注资将于2019年到位，公司资本实力有望进一步增强。

截至2018年底，公司所有者权益135.94亿元，同比增长9.90%，以实收资本、资本公积和未分配利润为主，占比分别为19.00%、66.13%和12.37%。

截至2018年底，公司实收资本25.82亿元，资本公积89.89亿元，同比分别增加5.00亿元和4.60亿元，均系当年崇川区财政局对公司增资所致。

跟踪期内，公司有息债务较快上升，债务结构仍以长期债务为主，但短期债务增长较快，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，2019年公司存有较大集中兑付压力。

截至2018年底，公司负债总额241.61亿元，同比上升12.94%，主要系短期借款、其他应付款和长期借款上升所致。公司负债以流动负债为主。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.82	1.79	7.47	3.09
应付票据	3.50	1.64	3.22	1.33
应付账款	40.46	18.91	18.36	7.60
应交税费	4.22	1.97	4.28	1.77
其他应付款	47.02	21.98	56.63	23.44
一年内到期的非流动负债	17.92	8.38	37.67	15.59
流动负债合计	**119.60**	**55.91**	**131.36**	**54.37**
长期借款	45.26	21.15	58.65	24.27
应付债券	48.55	22.69	50.95	21.09
非流动负债合计	**94.33**	**44.09**	**110.25**	**45.63**
负债总额	**213.93**	**100.00**	**241.61**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至2018年底，公司流动负债131.36亿元，同比上升9.83%。公司短期借款7.47亿元，同比增加3.65亿元，主要系质押借款和抵押借款增加所致。应付账款18.36亿元，同比下降54.63%，主要系应付安置房建设暂估款大幅减少所致。其他应付款56.63亿元，同比上升20.42%，主要系与南通市崇川经济开发区财政分局往来款增长所致，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16.54亿元和应付南通市崇川经济开发区财政分局15.40亿元。一年内到期的非流动负债37.67亿元，同比增长110.22%，为一年内到期的长期借款20.19亿元和应付债务17.47亿元。截至2018年底，公司非流动负债110.25亿元，同比增长16.88%。公司长期借款58.65亿元，同比上升29.60%；其中保证借款27.91亿元、质押借款17.46亿元、抵押借款13.28亿元。应付债券50.95亿元，同比增加2.40亿元。

截至2018年底，公司全部债务157.96亿元，同比上升32.69%，以长期债务为主（占比由2017年底的78.80%下降至69.39%），短期债务增长较快。2019~2021年，公司到期需偿还债务分别为48.36亿元、19.43亿元和17.15亿元，2019年公司存有较大集中兑付压力。2018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上升，分别为63.99%、44.64%和53.74%。公司债务负担偏重。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所减少；期间费用控制能力有所下降，公司盈利能力仍弱，利润总额对财政补贴依赖大。

2018年，公司实现营业收入23.97亿元，同比下降14.99%；同期公司营业成本下降速度高于营业收入下降速度，故公司营业利润率由2017年的4.22%上升至5.96%。

公司期间费用以销售费用和管理费用为主，2018年期间费用1.59亿元，同比增加0.40亿元。其中管理费用和财务费用均有所增长，管理费用增加主要系资产折旧增加所致。公司

财务费用 0.24 亿元，同比有所增长但相对债务规模而言仍较少，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 2017 年的 4.23%上升至 6.64%%，公司期间费用控制能力有所下降。

2018 年，公司投资收益 0.68 亿元，较 2017 年有所增长；公司收到政府补助 1.97 亿元，较 2017 年增加 0.87 亿元；利润总额 2.39 亿元，较上年略有下降。公司利润对政府补助依赖性大。

2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率均小幅下滑，分别为 0.91%和 1.52%，公司整体盈利能力仍弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，由于土地整理业务支付金额较大，公司经营活动现金流量表现为大额净流出。投资活动现金流流出增长明显。融资规模有所下降，同时偿还债务本息金额较2017年有所减少，筹资活动现金流量净额快速增长。考虑到公司未来土地整理业务和安置房项目的持续支出，公司筹资压力较大。

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。2018年，公司经营活动现金流入83.94亿元，同比有所减少系购买商品、提供劳务收到的现金同比下降27.88%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和土地整理业务相关款项为主。购买商品、接受劳务支付的现金由2017年的24.53亿元快速上升至53.01亿元。2018年公司经营活动现金流量净额-40.21亿元，同比由正转负。现金收入比由2017的80.93%下降至2018年的68.65%，收入实现质量差。

2018 年，公司投资活动现金流入仍较少，购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金同比大幅增加，分别为 2.92 亿元和 3.14 亿元，公司投资活动现金流量净额-5.98 亿元。

2018年，公司融资规模有所减小，筹资活动现金流入金额为79.54亿元；筹资活动现金流出50.43亿元，同比减少21.25亿元，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7.62亿元和5.72亿元，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29.10亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司现金类资产大幅下滑，短期偿债能力有所减弱；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和较为畅通的间接融资渠道，公司整体偿债风险很低。

2018 年底，公司流动比率和速动比率均有所下降，分别为 216.86%和 108.09%，主要系流动负债增长速度较快所致。2018 年，公司经营现金流为大额净流出，对流动负债无覆盖能力。考虑到公司现金类资产快速下降（由 2017 年的 65.21 亿元下降到 2018 年的 44.66 亿元）同时短期债务快速上涨，公司短期偿债压力加大，短期偿债能力一般。

2018 年，公司 EBITDA 为 3.80 亿元，同比增长 22.35%；随着有息债务规模明显上升，公司全部债务/EBITDA 由 2017 年的 38.33 倍上升至 41.57 倍。公司整体偿债能力弱。

截至 2018 年底，公司获得银行授信总额 177.74 亿元，未使用额度 77.92 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至 2018 年底，公司对外担保余额为 43.22 亿元，较 2017 年底的 71.60 亿元大幅下降，担保比率 31.79%，担保比率较高。被担保对象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。

考虑到股东对公司的持续有力支持和较为畅通的间接融资渠道，公司整体偿债风险很低。

6. 母公司财务概况

截至 2018 年底，母公司资产总额 218.46 亿元，同比增长 20.50%，主要系其他应收款和长期股权投资增加所致。其中，流动资产占 59.89%，非流动资产占 40.11%，2018 年流动资产占比较 2017 年有所增长，其他应收款项增长较快。

截至 2018 年底，母公司所有者权益 126.84 亿元，同比增长 9.90%，主要系政府增资导致实收资本和资本公积增加所致。

截至 2018 年底，母公司负债总额 91.62 亿元，同比增长 39.06%，主要系一年内到期的非流动负债增长较快所致，为一年内到期的长期借款和应付债券。其中，流动负债占 25.79%，非流动负债占 74.21%，母公司近年来债务结构以长期负债为主，且长期负债占比有增长趋势。

截至 2018 年,底，母公司实现营业收入 6.49 亿元，收入规模小幅增长；期间费用比营业收入变动不大，其他收益较上年增加 0.64 亿元，母公司 2018 年利润总额为 1.69 亿元

九、存续债券偿债能力分析

截至2019年5月底，公司存续债券余额规模较大，2022年存在较大集中兑付压力。

截至2019年5月底，公司存续债券余额49.10亿元，“16崇川01”已于2019年1月份全额兑付本息。其中2019年需兑付债券14.70亿元（假定存续债券均于首次可行权日回售），存续债券待偿本金于2022年达到峰值30亿元（假定存续债券均于首次可行权日回售）。2018年底，公司剔除受限资产的现金类资产41.34亿元；2018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83.94亿元、-40.21亿元和3.80亿元，对公司存续债券保障情况如下表。总体看，公司剔除受限资产的现金类资产和经营活动现金流入量对2019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	2019 年 5 月
一年内到期债券余额	14.70
未来待偿债券本金峰值（若未提前）	30.00
除受限资产的现金类资产/一年内到期债券余额	2.81
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	2.80
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	--
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.13

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“新家园农业投资”）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农业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。

新家园农业投资

新家园农业投资成立于 2006 年 4 月，初始注册资本为 0.10 亿元。2018 年 6 月，公司经营范围新增资产管理、建筑材料销售和园林苗木种植销售。2018 年 7 月，新家园农业投资股东由南通市港闸区国有资产监督管理办公室变更为南通市港闸区国有资产经营有限公司（以下简称“港闸国资”），法定代表人由季丽洁变更为马亚骅。截至 2018 年月底新家园农业投资注册资本和实收资本均为 15.00 亿元，港闸国资持有 100%股份，实际控制人仍为港闸区人民政府。

截至 2018 年底，新家园农业投资合并资产总额 138.03 亿元，所有者权益合计 59.84 亿元（含少数股东权益 3.06 亿元），2018 年，新家园农业投资实现营业收入 4.42 亿元，利润总额 1.57 亿元。

新家园农业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，目前新家园农业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、森林公园修缮工程、钢材贸易、苗木销售和垃圾

清运等业务。2018 年新家园农业投资实现营收入 4.42 亿元，同比增长 30.38%。其中，主营业务收入 4.11 亿元，建设管理收入和工程建设收入分别占 34.96%和 34.75%。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。2018 年新家园农业投资营业收入的综合毛利率较上年下降 15.24 个百分点，主要系工程建设毛利下滑以及新增出现亏损的苗木销售业务所致。

表 12　2017~2018 年新家园农业投资主营业务收入变动情况　（单位：亿元、%）

业务类型	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建设管理	1.53	48.50	98.75	1.44	34.96	98.65
工程建设	1.25	39.70	15.00	1.43	34.75	10.96
钢材销售	0.37	11.79	-8.16	0.78	18.89	-0.56
苗木销售				0.23	5.63	-25.80
垃圾清运收入				0.24	5.77	15.80
合计	**3.15**	**100.00**	**52.89**	**4.11**	**100.00**	**37.65**

注：上述数据合计数不一致系四舍五入导致
资料来源：新家园农业投资审计报告

截至2018底，新家园农业投资资产总额138.03亿元，同比增长1.50%，主要系其他应收款及在建工程增长所致。资产构成以非流动资产为主，占资产总额的58.84%。截至2018年底，流动资产56.82亿元，同比增长6.11%。货币资金15.32亿元，同比下降22.08%，无受限的货币资金；其他应收款35.10亿元，同比增长22.13%，主要系应收南通港闸区财政局的往来款增加所致，占比97.73%，集中度高。非流动资产81.21亿元，较上年略有减少。其中在建工程68.36亿元，同比增长4.70%，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37.28%，为完工待移交的万顷良田项目投资支出。

总体看，新家园农业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。

截至 2018 年底，新家园农业投资有息债务规模较 2017 年底有所增长，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。

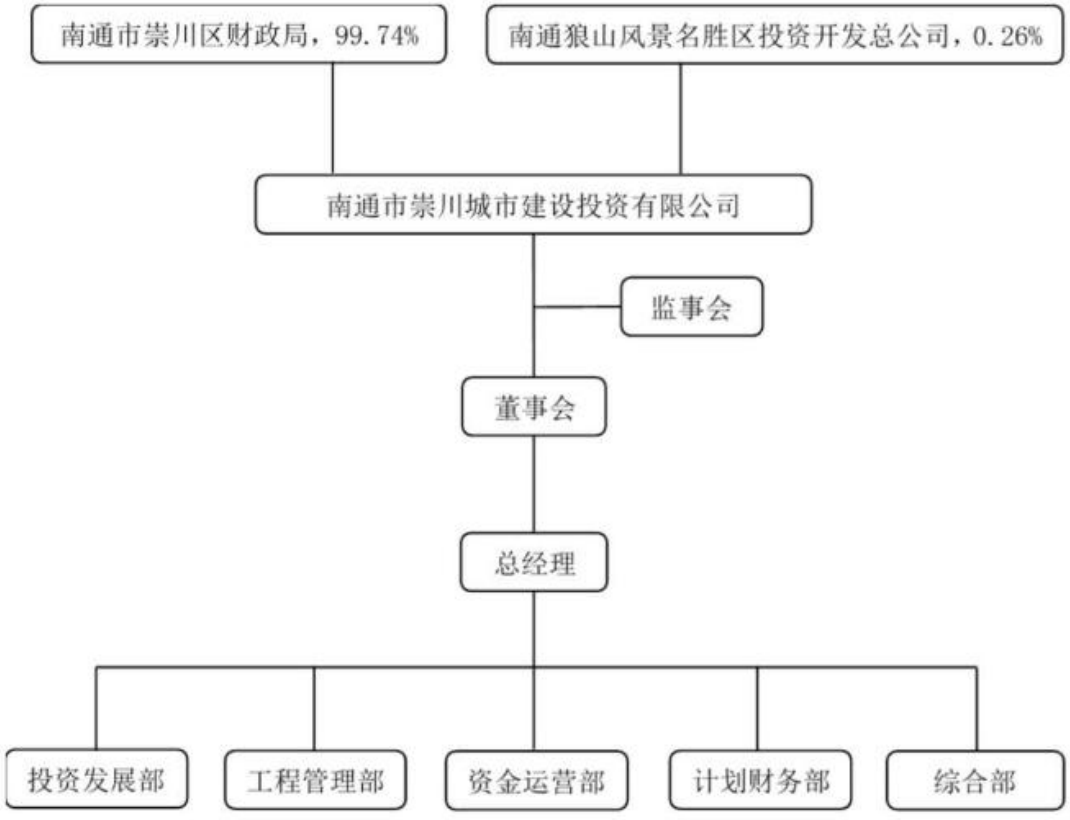
截至 2018 年底，新家园农业投资剔除受限资产的现金类资产 15.32 亿元，经营活动现金流入量为 6.32 亿元，经营活动现金流净额为-1.16 亿元，对“17 崇川住房项目债/17 崇川债”债务本金覆盖倍数分别为 1.02 倍，0.42 倍和-0.08 倍。剔除受限资产的现金类资产对“17 崇川住房项目债/17 崇川债”债务本金保障能力较强。

经联合资信公开评级，新家园农业投资主体长期信用等级为 AApi，评级展望为稳定。新家园农业投资对“17 崇川住房项目债/17 崇川债”的差额补偿可进一步加强其偿付安全性。

十、结论

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由AA调整为AA^+，将“17崇川住房项目债/17崇川债”信用等级由AA调整为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 2018 年底对外担保明细（单位：万元）

担保人	被担保人	担保余额	担保结清日期
南通市崇川城市建设投资有限公司	南通市保障房建设投资有限公司	150000.00	2041/5/25
南通市崇川城市建设投资有限公司	江苏省城乡建设投资有限公司	46263.98	2039/4/16
南通市崇川城市建设投资有限公司	江苏省城乡建设投资有限公司	42441.00	2039/10/26
南通市崇川城市建设投资有限公司	南通市天城建设投资有限公司	25744.44	2024/1/24
南通市崇川城市建设投资有限公司	南通市保障房建设投资有限公司	23000.00	2020/1/1
南通市崇川城市建设投资有限公司	南通市天城建设投资有限公司	20000.00	2019/11/22
南通市崇川城市建设投资有限公司	南通市天城建设投资有限公司	20000.00	2020/1/8
南通市崇川城市建设投资有限公司	南通天山置业有限公司	18900.00	2019/6/28
南通市崇川城市建设投资有限公司	南通天山置业有限公司	14000.00	2019/12/31
南通市崇川城市建设投资有限公司	南通天山置业有限公司	9600.00	2019/12/31
南通市崇川城市建设投资有限公司	南通近代一城投资开发有限公司	8000.00	2020/1/2
南通市崇川城市建设投资有限公司	南通市天城建设投资有限公司	6000.00	2019/8/29
南通市崇川城市建设投资有限公司	南通天山置业有限公司	4000.00	2019/2/21
南通市崇川城市建设投资有限公司	南通天山置业有限公司	2300.00	2019/12/21
南通市崇川国有资产运营有限公司	南通钟联投资有限公司	6000.00	2019/11/8
南通市崇川国有资产运营有限公司	南通市天城建设投资有限公司	5000.00	2019/11/9
南通市天一水利建设有限公司	南通狼山风景名胜区投资开发总公司	20000.00	2019/4/22
南通天一置业有限公司	南通华剧投资有限公司	6000.00	2019/11/30
南通天一置业有限公司	南通华剧投资有限公司	5000.00	2019/11/30
合计	--	432249.42	--

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	46.15	65.21	44.66
资产总额(亿元)	320.33	337.63	377.55
所有者权益 (亿元)	101.16	123.70	135.94
短期债务(亿元)	40.15	25.24	48.36
长期债务(亿元)	84.88	93.80	109.60
全部债务(亿元)	125.03	119.04	157.96
营业收入(亿元)	24.18	28.19	23.97
利润总额(亿元)	2.31	2.49	2.39
EBITDA(亿元)	2.61	3.11	3.80
经营性净现金流(亿元)	0.17	13.29	-40.21
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.72	0.87	0.82
存货周转次数(次)	0.19	0.23	0.18
总资产周转次数(次)	0.08	0.09	0.07
现金收入比(%)	108.96	80.93	68.65
应收类款项/资产总额(%)	25.81	22.63	23.04
营业利润率(%)	4.39	4.22	5.96
总资本收益率(%)	0.88	0.94	0.91
净资产收益率(%)	1.92	1.69	1.52
长期债务资本化比率(%)	45.62	43.13	44.64
全部债务资本化比率(%)	55.28	49.04	53.75
资产负债率(%)	68.42	63.36	63.99
流动比率(%)	197.63	217.84	216.86
速动比率(%)	108.92	128.33	108.09
经营现金流动负债比(%)	0.13	11.11	-30.61
全部债务/EBITDA(倍)	47.92	38.33	41.57

附件 4　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
应收类款项/资产总额(%)	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×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　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 5-4　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