

# 信用评级公告

联合〔2021〕3977号

联合资信评估股份有限公司通过对南通兴川国有资产运营有限公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持南通兴川国有资产运营有限公司主体长期信用等级为AA，“16港闸棚改项目债/PR通港债”的信用等级为AA<sup>+</sup>，“20港闸国资MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司  
二〇二一年六月二十二日



# 南通兴川国有资产运营有限公司 2021 年跟踪评级报告

## 评级结果：

项目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
担保方主体	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
16 港闸棚改项目债 /PR 通港债	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
20 港闸国资 MTN001	AA	稳定	AA	稳定

## 跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 港闸棚改项目债/PR 通港债	15.00 亿元	6.00 亿元	2021/9/6
20 港闸国资 MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2023/1/10

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2021 年 6 月 22 日

## 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

## 评级观点

南通兴川国有资产运营有限公司（以下简称“公司”）是崇川区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之一，业务涉及基础设施代建、安置房项目建设等。跟踪期内，南通市经济持续增长，财政实力不断增强；随着崇川区和港闸区两区合并，新崇川区经济和财政实力显著增强，公司持续得到当地政府在资产划转和财政补贴方面的支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产质量一般、未来将面临一定的资金筹措压力、债务负担较重以及存在一定的或有负债风险等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

公司存续债券“16港闸棚改项目债/PR通港债”由南通市崇川城市建设投资有限公司（以下简称“崇川城建”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，崇川城建主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定，其担保有效提升了“16港闸棚改项目债/PR通港债”本息偿付的安全性。

随着港闸区和崇川区合并，公司外部发展环境进一步优化，公司资产和收入有望保持增长，综合实力有望进一步提升，联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，“16港闸棚改项目债/PR通港债”的信用等级为AA<sup>+</sup>、“20港闸国资MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

## 优势

1. 经营环境良好。跟踪期内，南通市经济持续增长，财政实力不断增强；随着崇川区和港闸区两区合并，新崇川区经济和财政实力显著增强。2020年，新崇川区地区生产总值1482.60亿元，实现一般公共预算收入120.5亿元。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构		3
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
外部支持				3

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：薛琳霞 章进

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

2. 持续获得外部支持。公司作为崇川区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之一，跟踪期内在资本金注入、资产划拨和财政补助等方面得到政府的大力支持。
3. 崇川城建对“16 港闸棚改项目债/PR 通港债”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，其担保有效提升了“16 港闸棚改项目债/PR 通港债”本息偿付的安全性。

关注

1. 公司整体资产质量一般。公司资产中应收类款项、存货和其他流动资产占比较大，对公司资金形成较大占用，资产流动性偏弱，整体资产质量一般。
2. 未来公司将面临一定的资金筹措压力。截至 2020 年底，公司在建及拟建项目待投资额为 23.85 亿元，规模较大，未来公司将面临一定的资金筹措压力。
3. 债务负担较重，存在短期偿债压力。2021 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 68.82% 和 62.23%。2020 年底和 2021 年 3 月底，公司现金短期债务比分别为 0.64 倍和 0.57 倍。
4. 公司存在一定的或有负债风险。截至 2021 年 3 月底，公司对外担保余额为 96.75 亿元，担保比率为 50.52%。公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

主要财务数据：

项目	合并口径			
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	72.10	56.06	66.02	48.46
资产总额(亿元)	573.95	590.44	613.74	614.13
所有者权益(亿元)	172.90	188.75	191.35	191.52
短期债务(亿元)	64.79	81.06	102.52	85.68
长期债务(亿元)	207.36	191.58	212.71	220.32
全部债务(亿元)	272.15	272.65	315.23	305.99
营业收入(亿元)	24.57	22.91	23.90	2.36
利润总额(亿元)	3.55	3.48	4.25	0.35
EBITDA(亿元)	7.77	7.25	7.50	--

经营性净现金流(亿元)	-37.65	-10.75	-5.52	-2.59
营业利润率(%)	26.40	25.00	28.48	38.08
净资产收益率(%)	1.55	1.38	1.44	--
资产负债率(%)	69.88	68.03	68.82	68.81
全部债务资本化比率(%)	61.15	59.09	62.23	61.50
流动比率(%)	251.55	238.80	236.66	244.95
经营现金流动负债比(%)	-19.72	-5.20	-2.68	--
现金短期债务比(倍)	1.11	0.69	0.64	0.57
全部债务/EBITDA(倍)	35.03	37.61	42.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.66	0.47	0.48	--

公司本部(母公司)

项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额(亿元)	231.08	245.55	281.64	286.81
所有者权益(亿元)	122.92	133.34	135.38	135.66
全部债务(亿元)	54.88	59.33	76.84	82.56
营业收入(亿元)	1.22	0.79	2.78	0.44
利润总额(亿元)	1.52	1.00	3.41	0.38
资产负债率(%)	46.81	45.70	51.93	52.70
全部债务资本化比率(%)	30.87	30.79	36.21	37.83
流动比率(%)	225.94	250.78	182.23	190.82
经营现金流动负债比(%)	-25.08	-18.50	-9.26	--

注: 1. 公司 2021 年一季报未经审计; 2. 长期应付款中有息部分纳入长期债务计算

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16 港闸棚改项目债/PR 通港债 20 港闸国资 MTN001	AA+	AA	稳定	2020/8/27	霍正泽 王默璇	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表) V3.0.201907	<a href="#">阅读全文</a>
20 港闸国资 MTN001	AA	AA	稳定	2019/7/12/	霍正泽 辛纯璐	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2018年) 城投行业企业主体信用评级模型(2016年)	<a href="#">阅读全文</a>
16 港闸棚改项目债/PR 通港债	AA	AA	稳定	2016/06/06	常楚笛 黄海伦	城投行业企业主体信用评级模型(2016年)	<a href="#">阅读全文</a>

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

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由南通兴川国有资产运营有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 南通兴川国有资产运营有限公司 2021 年跟踪评级报告

## 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于南通兴川国有资产运营有限公司（以下简称“公司”）及相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

## 二、企业基本情况

跟踪期内，公司的股权结构以及名称发生变更。2020年7月，根据江苏省人民政府《省政府关于调整南通市部分行政区划的通知》（苏政发〔2020〕60号），经国务院批准，撤销南通市崇川区、港闸区，设立新的南通市崇川区，以原崇川区、港闸区的行政区域为新的崇川区行政区域；2021年2月，公司名称变更为“南通兴川国有资产运营有限公司”，股东变更为南通市崇川区人民政府（授权南通市崇川区政府国有资产监督管理办公室履行出资人职权）（以下简称“崇川区政府”），截至2021年3月底，公司注册资本及实收资本均为12.00亿元，公司股东和实际控制人均为崇川区政府。

跟踪期内，经营范围未发生变化。

截至2021年3月底，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5家一级子公司。

截至2020年底，公司资产总额613.74亿元，所有者权益191.35亿元（含少数股东权益4.79亿元）；2020年，公司实现营业收入23.90亿元，利润总额4.25亿元。

截至2021年3月底，公司资产总额614.13亿元，所有者权益191.52亿元（含少数股东权益4.79亿元）；2021年1—3月，公司实现营业收入2.36亿元，利润总额0.35亿元。

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：蒋轶群。

## 三、存续债券及其募集资金使用情况

截至2021年3月底，公司由联合资信评级的存续债券包括“16港闸棚改项目债/PR通港债”和“20港闸国资MTN001”，债券余额合计11.00亿元。跟踪期内，公司已按时足额支付“16港闸棚改项目债/PR通港债”和“20港闸国资MTN001”存续债券利息，并按计划分期偿还“16港闸棚改项目债/PR通港债”本金4.50亿元。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债项简称	余额	起息日	期限	票面利率
16港闸棚改项目债/PR通港债	6.00	2016/9/6	5	3.80
20港闸国资MTN001	5.00	2020/1/10	3	4.07
合计	11.00	--	--	--

资料来源：联合资信整理

截至2021年3月底，“16港闸棚改项目债/PR通港债”募投项目R11021地块棚户区改造安置房项目（以下简称“R11021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）。

截至2021年3月底，“20港闸国资MTN001”募投项目幸福怡居和龙潭八期保障性住房建设项目已基本完工，募集资金已使用5.00亿元。募投项目通过保障房配套商业及车位销售覆盖前期投入，2020年实现1.09亿元。

## 四、宏观经济和政策环境分析

### 1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，

2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

**经济修复有所放缓。**2021年一季度，我国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后

置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表2 2017—2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP(万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP增速(%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30(5.00)
规模以上工业增加值增速(%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50(6.80)
固定资产投资增速(%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60(2.90)
社会消费品零售总额增速(%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90(4.20)
出口增速(%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速(%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI增幅(%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI增幅(%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率(%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速(%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70(4.50)
公共财政收入增速(%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速(%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数  
资料来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

**消费对GDP的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创2007年以来新高。**从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对GDP增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额9.60万亿元，同比增长

25.60%，两年平均增长2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对GDP增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差7592.90亿元，较上年同期扩大690.60%，净出口对GDP增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到2007年以来的最高水平。一季度三大需求对GDP增长的拉动情况反映出经济

内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿

元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协



调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

## 五、行业及区域经济环境

### 1. 城市基础设施建设行业

#### (1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，

城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

#### (2) 行业监管与政策

**2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。**

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台

一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020年4月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020年6月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020年7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个等。

资金方面，2020年4月，中共中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债3.75万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各

省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为2021年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020年12月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021年3月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021年4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表3 2020年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020年4月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020年4月	国家发改委	2020年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020年6月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了4大领域17项建设任务。公布了120个新型城镇化示范县
2020年7月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020年8月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级

			预算”
2020年12月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度,实施城市更新行动,推进城镇老旧小区改造,建设现代物流体系,高度重视保障性租赁住房建设等;抓实化解地方政府隐性债务风险工作,处理好恢复经济和防范风险的关系
2021年4月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性,坚守底线思维,把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司,剥离其政府融资职能,对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算,健全市场化、法治化的债务违约处置机制,坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源:联合资信整理

### (3) 行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体,仍有一定发展空间,评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能,城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响,部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险,非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前,我国的基础设施建设尚不完善,城镇化率仍处于较低水平,城镇化发展面临东西部发展不平衡问题,基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间,我国将统筹推进基础设施建设,构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来,我国将进一步完善新型城镇化战略,全面实施乡村振兴战略,持续推进“两新一重”项目建设等,城投企业仍有一定发展空间,评级展望为稳定。

同时,在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下,城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化,部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险,对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

## 2. 区域经济环境

跟踪期内,南通市经济持续增长,财政实力不断增强;随着崇川区和港闸区两区合并,新崇川区经济和财政实力显著增强,为公司创造了良好的外部环境。

### 南通市

南通市位于江苏省东南部,处于沿海经济

带和长江经济带T型结构交汇点处,南与上海、苏州隔江相望。苏通长江大桥建成以后,南通市已进入上海1小时经济圈内。

根据南通市统计局公布的《南通市国民经济和社会发展统计公报》,2020年,南通市实现生产总值10036.3亿元,增速为4.7%。其中,2020年,南通市第一产业增加值458.7亿元,增长2.6%;第二产业增加值4765.8亿元,增长4.5%;第三产业增加值4811.8亿元,增长5.1%。

2020年,南通市固定资产投资增速为5.8%。2020年,分产业看,第一产业投资比上年增长197.3%,第二产业投资增长6.9%,第三产业投资增长4.6%。分类型看,项目投资比上年下降4.3%;房地产开发投资增长37.5%。全年商品房销售面积1999.6万平方米,增长14.6%。其中住宅销售面积1714.9万平方米,增长9.1%。

根据南通市财政局官网数据,2020年,南通市实现一般公共预算收入639.3亿元。其中,2020年,税收收入523.2亿元,同比增长3.1%;一般公共预算支出1080.5亿元,同比增长11.1%,财政自给率59.17%,自给能力偏弱。

根据南通市统计局公布的《2021年1—3月主要指标完成情况》,2021年一季度,南通市地区生产总值2516.10亿元,同比增长19.2%;固定资产投资额同比增长17.9%。同期,南通市实现一般公共预算收入206.33亿元,同比增长23.4%。

### 崇川区

崇川区为南通市主城区,区域总面积234平方公里,人口120万,下辖15个街道、2个省级经济开发区、1个省级高新区,是南通市人口最密集,生产要素最集中,城市化水平最高的区域。

2020年7月，根据江苏省人民政府《省政府关于调整南通市部分行政区划的通知》（苏政发〔2020〕60号），经国务院批准，撤销南通市崇川区、港闸区，设立新的南通市崇川区，以原崇川区、港闸区的行政区域为新的崇川区行政区域，崇川区人民政府驻虹桥街道桃坞路44号。

根据《2020年12月统计月报（主要经济指标）》，2020年，崇川区地区生产总值<sup>1</sup>为1482.60亿元，增速为3.2%；全社会固定资产投资同比增长为2.0%，其中2020年崇川区第三产业投资增长4.1%，房地产投资增长13.7%。

2020年，崇川区实现一般公共预算收入120.5亿元；其中税收收入为103.0亿元，税收收入占一般公共预算收入比重为85.48%。同期，崇川区一般公共预算支出为77.46亿元，财政自给率为155.56%，财政自给率高。2020年，崇川区实现政府性基金收入为130.65亿元。2020年底，崇川区地方政府债务余额为151.56亿元。

根据崇川区政府官网公布的《2021年3月统计月报（主要经济指标）》，2021年一季度，崇川区地区生产总值379.33亿元，同比增长19.8%，固定资产投资同比增长50.7%；崇川区实现一般公共预算收入34.79亿元，同比增长17.7%。

## 六、基础素质分析

**公司作为崇川区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之一，业务涉及基础设施代建、安置房项目建设等。跟踪期内，公司持续在资本金注入、资产划拨和财政补助等方面得到政府的支持。**

公司作为崇川区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之一，业务涉及基础设施代建、安置房项目建设等。崇川区内其他平台包括南通市崇川城市建设投资有

限公司（以下简称“崇川城建”）、南通市市北新城开发建设有限公司（以下简称“市北新城”）、天生产业新城南通有限公司（以下简称“天生新城”）等，崇川城建为原崇川区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，港闸区和崇川区合并之后，公司与崇川城建业务可能会有部分重叠；市北新城主要负责原港闸区内市北新城的土地整理、棚改、建材销售等业务，天生新城主要负责原港闸区内资产运营、土地整理、棚改等。总体看，未来公司业务与崇川城建可能有一定重叠，与市北新城和天生新城业务重叠不大，公司业务具有一定的区域专营性。

表4 南通市崇川区平台公司2020年主要财务数据

（单位：亿元）

公司名称	资产	权益	营业收入	利润总额	全部债务
公司	613.74	191.35	23.90	4.25	315.23
崇川城建	471.06	169.18	15.37	3.23	235.38
市北新城	164.65	85.87	4.16	1.25	64.10
天生新城	132.62	50.69	7.25	1.76	77.42

资料来源：根据公开数据整理

政府支持方面，2020年，根据《关于无偿划转原多服公司和原畜禽检疫站房产给区国资公司的通知》，政府将崇川区青年路20号1栋101室及原南通市畜禽检疫站楼资产无偿划拨到公司，增加公司资本公积0.03亿元。2020年及2021年一季度，公司及子公司收到与日常经营活动相关的政府补助款项0.17亿元和0.23亿元，计入“其他收益”或“营业外收入”科目。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（自主查询版，中证码：3204010000691789），截至2021年5月13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

<sup>1</sup> 2020年经济和财政数据为崇川区和港闸区合并之后的新崇川区统计口径

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。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（自主查询版，统一社会信用代码：913206007876599911），截至2021年5月13日，新家园农业无未结清和已结清关注及不良信贷信息记录，过往信用记录良好。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（自主查询版，统一社会信用代码：91320611138529521Y），截至2021年6月3日，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”）无未结清和已结清关注及不良信贷信息记录，过往信用记录良好。

截至2021年6月1日，未发现公司本部、新家园农业和城镇房地产公司被列入全国失信被执行人名单。

## 七、管理分析

跟踪期内，根据南通市崇川区人民政府决定，免去王铮然、蒋鹏、杨坚公司董事职务，委派蒋轶群、吴永鑫任公司董事，蒋轶群任董事长，两名职工董事朱晖和王忻由职工代表大会选举产生。同时，免去王金萍、朱晖、席涓公司监事职务，委派徐吴锋、冯伟、刘佳任公司监事，徐吴锋任监事会主席，两名职工监事杨丽、钱玉娟由职工代表大会选举产生。

根据公司董事会决议，免去王铮然总经理

职务，免去徐吴锋副总经理职务，免去蒋鹏难财务总监职务，委派蒋轶群任公司总经理。

蒋轶群先生，1983年11月生，硕士学历，历任崇川开发区党工委委员、南通综合电子商务产业园主任、崇川商务局副局长，现任公司董事长兼总经理。

上述人事调整对公司经营管理的影响不大，除上述变动外，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

**公司主要负责崇川区的基础设施代建和安置房业务，跟踪期内，公司的主营业务收入和毛利率均有所增长。**

2020年，公司主营业务收入为22.97亿元，主要来自工程及建设管理费和安置房销售收入，合计占比为83.67%。2020年，公司工程及建设管理费收入有所下降，系结算比例变动所致；受销售进度影响，公司安置房销售收入有所增长。2020年，公司新增资金占用费2.34亿元，系根据最新代建协议约定将公司实际垫资5%确认为资金占用费。公司其他业务收入主要包括租金收入、酒店收入及垃圾清运费收入等，规模较小。

从毛利率来看，2020年，公司主营业务毛利率为28.70%，同期，工程及建设管理费毛利率水平较高，2020年新增资金占用费毛利率均为100.00%。

2021年1—3月，公司实现主营业务收入2.07亿元，占2020年全年的9.01%；综合毛利率为41.64%，较2020年增加12.94个百分点。

表 5 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类型	2019 年			2020 年			2021 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程及建设管理费	3.63	16.54	60.29	2.94	12.82	56.90	0.58	27.95	50.09

其中：代建管理费	0.64	2.92	100.00	--	--	--	--	--	--
建设管理	1.41	6.43	100.00	--	--	--	--	--	--
工程建设	1.58	7.19	8.62	--	--	--	--	--	--
安置房销售	12.04	54.77	25.71	16.27	70.85	13.87	0.75	36.09	12.92
贸易	4.90	22.28	0.44	0.31	1.36	26.40	0.01	0.65	26.45
资金占用费	0.00	0.00	--	2.34	10.18	100.00	0.43	20.97	100.00
其他	1.33	6.04	17.52	1.10	4.79	21.87	0.30	14.33	12.79
<b>合计</b>	<b>21.98</b>	<b>100.00</b>	<b>25.17</b>	<b>22.97</b>	<b>100.00</b>	<b>28.70</b>	<b>2.07</b>	<b>100.00</b>	<b>41.64</b>

注：2020年和2021年一季度，工程及建设管理费未按照代建管理费、建设管理和工程建设三项进行拆分；贸易收入包括钢材销售、苗木销售和白沙糖销售收入；其他业务收入主要包括租金收入、酒店收入及垃圾清运费收入等

资料来源：公司提供

## 2. 业务经营分析

### (1) 基础设施代建业务

崇川区政府委托公司进行区域内基础设施代建任务，按照项目建设成本一定比例确认代建管理费收入。跟踪期内，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，在建及拟建项目待投资额规模较大，未来公司将面临一定的资金筹措压力。

2020年之前，原南通市港闸区政府授予公司本部和子公司开发区城建公司在原港闸区及原港闸经济开发区内基础设施建设和土地一级开发职能，开发区城建公司承担原港闸开发区内的基础设施建设和土地一级开发工作，公司本部承担除开发区以外原港闸区所有基础设施建设和土地一级开发工作。公司在南通市原港闸区城市及园区基础设施建设方面具有一定区域专营地位。

业务模式方面，公司及开发区城建公司通过成立城建指挥部，来统筹协调全区基础设施投资建设工作，并通过收取建设项目管理费获得收入。同时，基础设施所涉及的土地拆迁也是由公司及开发区城建公司完成。在成本核算时，基础设施代建投资额包括涉及土地的拆迁成本以及基础设施建设成本。原港闸区政府按照工程进度拨付工程款，每年给予公司及开发区城建公司新增投资额5~10%作为代建收益，并确认为营业收入。土地一级开发的前期资金全部由公司承担，拆迁平整完成后交付南通市土地储备中心；同时，原港闸区政府按照成本

加成模式返还公司土地一级开发的投入成本和收益，收益确认方式同基础设施代建业务。

2020年之后，南通市崇川区财政局与公司签订《整体开发合作协议》，将崇川区内土地开发整理、基础设施建设和公益设施投资建设委托由公司实施，项目建设资金由公司先期筹措，按照财建〔2016〕504号文件规定，委托建设费收益按审核结果2%确定代建管理费收入，资金占用费按5%计提，并按照公司实际垫付资金以年度计算。每年崇川区财政局审核公司实际垫付的项目资金，以此为基数确定代建管理费收入和资金占用费收入，每年结算一次，结算后由崇川区财政局向公司支付款项。

会计处理方面，代建项目投资过程中，公司按实际工程成本及银行融资利息计入“其他流动资产-代垫工程款”科目，待项目竣工验收后，将工程成本从“其他流动资产”转入“其他应收款”。待原港闸区财政局回款后，公司冲减“其他应收款”。公司根据工程付款单支付工程建设款，计入“支付其他与经营活动有关的现金”项目；在收到代建工程款时，计入“收到其他与经营活动有关的现金”项目。两区合并之后，代建工程款均由新崇川区支付。

截至2020年底，公司主要已完工基础设施代建项目包括204国道、马驹路与通宁高速间规划路、幸福镇区中心路、荣盛路南侧规划路和外环北路快速化改造工程等，2020年公司确认工程及建设管理费（包含代建管理费、建

设管理和工程建设) 2.94 亿元、确认资金占用费 2.34 亿元。公司的代建管理费和资金占用费毛利率均维持在 100.00%。

截至2020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, 体现在其他流动资产-代垫工程款余额为 85.78亿元, 规模较大, 对公司资金占用较为

严重。截至2021年3月底, 公司主要在建基础设施建设项目为八圩竖河整治工程等, 总投资金额0.45亿元, 已完成投资0.26亿元; 公司拟建项目主要包括港闸经济开发区道路改扩建工程、绿化提升工程及其他零星项目等, 计划总投资额23.66亿元。公司在建及拟建项目待投资额规模较大, 未来公司将面临一定的资金筹措压力。

表 6 截至 2021 年 3 月底公司主要在建基础设施建设项目概况 (单位: 万元)

项目	建设周期	总投资金额	截至 2021 年 3 月底已投资金额	2021 年 4-12 月拟投资金额
八圩竖河整治工程	2018.12-2021.05	1316.00	789.60	816.00
兴港路(海螺路-九圩港)工程	2019.09-2021.07	1071.91	643.09	464.72
八圩竖河景观绿化工程	2019.10-2021.10	948.04	436.50	704.04
经四路(纬八路-兴港路)	2020.03-2021.05	1155.98	690.60	1040.38
合计	--	4491.93	2559.79	3025.14

资料来源: 公司提供

## (2) 保障房/安置房建设业务

**跟踪期内, 公司安置房销售收入有所增长, 但毛利率有所下降; 该业务持续性较好, 但面临一定的资金支出压力。**

保障房/安置房业务主要为保障性住房等的建设及销售, 由一级子公司城镇房地产公司和二级子公司南通天生置业有限公司(以下简称“天生置业公司”)负责。其中天生置业公司是南通港闸经济开发区内的保障性住房建设的唯一实施主体, 城镇房地产公司是除港闸经济开发区以外港闸区其他区域保障房建设的最主要实施主体。

业务模式方面, 由当地行政审批局根据保障性住房建设计划进行立项, 立项后由城镇房地产公司和天生置业公司进行开发建设。在项目实施过程中, 由城镇房地产公司和天生置业公司到政府指定区域通过公开“招拍挂”程序, 使用自有资金出资拿地, 聘请施工企业进行建设。项目完工后, 公司依据政府制定的安置任务和约定价格进行销售和分配。保障房购买者/拆迁安置户使用拆迁补偿款或自有资金, 按照其购买资格选购

特定区域内的保障性住房。

资金平衡方面, 项目资金由公司自筹解决, 2017年以来保障房销售定价由政府限定转为实行“一地一价, 以成本定价, 保本微利”原则, 公司能够基本实现保障性住房项目资金的平衡。另外, 保障房项目中配套了一定的商铺建设, 商铺建成后进行市场化销售, 销售收入全部归公司所有。

会计处理方面, 公司将前期建设投入计入“存货-开发成本”, 将已达到可使用状态并正在销售的安置房项目成本计入“存货-开发产品”。

截至2021年3月底, 公司在售主要房产项目共15个, 总可售面积249.67万平方米, 已售面积202.69万平方米, 已收房款35.52亿元。

截至2021年3月底, 公司主要在建安置房项目见下表, 其中在建项目总投资额合计 56.43亿元, 已完成投资37.69亿元, 尚需投资 18.74亿元; 公司暂无拟建安置房项目。公司安置房业务持续性较好, 但面临一定的资金支出压力。

表 7 截至 2021 年 3 月底公司主要在售房地产项目情况 (单位: 万元、万平方米)

项目名称	开工时间	竣工时间	建筑面积	可售面积	已售面积	已收房款
新华景苑	2018.06.29	2020.07.24	6.73	5.86	4.28	0.79
幸福一号	2015.11.26	2018.09.05	40.75	39.81	25.31	4.31
幸福二号	2015.11.27	2018.08.03	13.31	12.82	10.51	1.78
幸福四号	2015.08.19	2018.07.25	13.73	13.31	10.85	1.84
永泰佳苑	2015.08.04	2019.10.25	22.76	20.51	17.12	3.29
新华福里	2015.04.02	2017.03.30	25.65	23.88	19.69	3.48
永怡东苑一	2016.04.28	2019.06.25	10.53	8.90	6.40	1.23
永怡东苑二	2016.05.04	2019.08.06	10.51	10.00	8.90	1.69
江海东苑	2016.04.15	2019.04.10	12.56	11.66	7.05	1.34
景和一	2015.11.23	2017.06	16.69	16.25	14.17	2.40
景和二	2016.01.18	2017.06	15.62	14.32	12.10	2.07
黄海路北、港闸河东、规划路南、新龙潭小学西 (R14052)	2015.06	2018.07	8.95	7.90	7.38	1.20
港闸区黄海路南、幸余路东、山神路西、规划路北 (R15018)	2017.02	2019.04	20.10	18.38	15.57	2.64
港闸区长平路西、新华路北 (R15031)	2016.04	2018.08	17.6	17.08	16.13	2.76
港闸区长平路东、新华路北、总渠路西、幸余路南 (福民景苑) (R15038)	2016.07	2019.08	34.65	28.99	27.23	4.70
<b>合计</b>	--	--	<b>270.14</b>	<b>249.67</b>	<b>202.69</b>	<b>35.52</b>

资料来源: 公司提供

表 8 截至 2021 年 3 月底公司主要在建安置房项目情况 (单位: 亿元、万平方米)

项目名称	建筑面积	建设期间	总投资金额	截至 2021 年 3 月底已投资金额
R19005	11.67	2019.12-2021.12	6.00	4.73
R19019	10.51	2019.12-2022.12	9.00	5.76
R19018	2.80	2019.12-2022.12	2.50	1.72
港闸区新华路北、大生路东	7.80	2018.06-2021.06	4.68	4.31
港闸区大生路西、广生路北	16.48	2019.08-2022.08	8.14	5.31
天生路东、集慧路北	13.54	2019.11-2022.11	6.93	2.96
港闸区集美路北、树西路西	20.87	2019.12-2021.12	10.2	6.45
永怡路北、江通路东	13.97	2019.11-2021.11	8.98	6.45
<b>合计</b>	<b>97.64</b>	--	<b>56.43</b>	<b>37.69</b>

资料来源: 公司提供

2020年, 公司安置房业务 (包括配套商业销售) 实现收入 16.27 亿元; 毛利率为 13.87%。2021 年一季度, 公司实现安置房销售收入 0.75 亿元, 相当于 2020 年全年收入的 4.61%, 毛利率为 12.92%, 较 2020 年变化不大。

### (3) 其他业务

公司建设管理、工程建设、贸易等业务板块, 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原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, 南通市原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。同时，自验收起下一个年度，公司与原港闸区政府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，计划总投资100.00亿元，截至2020年底已完成投资100.00亿元；该项目分三期实施，其中一期工程已于2014年起开始移交；第二期已于2018年完成竣工验收，并于2020年开始移交；第三期项目预计于2020年竣工验收，将于2021年开始移交。截至2020年底，项目已完工移交36.74亿元，已实现回款金额22.50亿元。

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。森林公园项目总投资4.80亿元，截至2021年3月底投资已基本完成。

## 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一定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2020年底，公司已完成的水利工程项目包括九十亩口河、芦建二河和永兴中心河河道整治工

程等，公司主要在建的水利工程项目规模较小。

## 3) 贸易业务

公司贸易业务主要由子公司南通天生开发建设有限公司（以下简称“天生建设”）、南通天生实业有限公司（以下简称“天生实业”）及南通永兴五水城实业有限公司（以下简称“永兴五水城”）负责运营，主要贸易产品为纺织品、白砂糖、铝锭等。公司根据客户的需求量确定采购量，并以接近成本的价格进行销售，毛利率很低。2020年和2021年1—3月，公司分别实现贸易业务收入0.31亿元和0.01亿元，毛利率分别为26.40%和26.45%。公司主要销售客户为南通市保障房建设投资有限公司、南通欣达房地产开发有限公司等，前五大销售客户销售金额合计10.29亿元，销售占比64.84%。

## 3. 未来发展

公司在原港闸区基础设施代建、土地一级开发和安置房建设业务方面具备较强竞争优势，随着原南通市崇川区、港闸区合并设立新的南通市崇川区之后，公司将在区内业务发展良好的基础，积极开拓南通市相关业务市场，参与到南通市的保障房建设等项目，提升了公司的整体实力。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2020年度财务报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2021年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2020年，公司合并范围内新设立1家子公司南通市崇川区智慧城市运营管理服务有限公司以及开发区城建公司划转至公司；2021年1—3月，公司合并范围无变化。整体看，公司财务数据可比性较强。

截至2020年底，公司资产总额613.74亿元，所有者权益191.35亿元（含少数股东权益4.79亿元）；2020年，公司实现营业收入23.90亿元，利润总额4.25亿元。

截至2021年3月底，公司资产总额614.13亿元，所有者权益191.52亿元（含少数股东权益4.79亿元）；2021年1—3月，公司实现营业收入2.36亿元，利润总额0.35亿元。

## 2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产结构以流动资产为主，其中应收类款项、存货和其他流动资产占资产比重较大，对公司自有资金形成较大占用。总体看，公司的资产流动性偏弱，资产质量一般。

2020年底，公司资产总额613.74亿元，较上年底增长3.95%，资产构成仍以流动资产为主，其中流动资产占比79.38%。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019年		2020年		2021年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	56.06	9.49	66.02	10.76	48.46	7.89
应收账款	17.91	3.03	14.81	2.41	15.47	2.52
其他应收款	125.54	21.26	179.15	29.19	184.22	30.00
存货	157.19	26.62	134.29	21.88	142.26	23.16
其他流动资产	127.91	21.66	89.66	14.61	91.97	14.98
<b>流动资产</b>	<b>493.30</b>	<b>83.55</b>	<b>487.20</b>	<b>79.38</b>	<b>486.25</b>	<b>79.18</b>
长期应收款	0.00	0.00	28.63	4.66	28.63	4.66
投资性房地产	12.18	2.06	14.73	2.40	14.73	2.40
在建工程	63.59	10.77	61.16	9.97	62.27	10.14
<b>非流动资产</b>	<b>97.13</b>	<b>16.45</b>	<b>126.54</b>	<b>20.62</b>	<b>127.88</b>	<b>20.82</b>
<b>资产总额</b>	<b>590.44</b>	<b>100.00</b>	<b>613.74</b>	<b>100.00</b>	<b>614.13</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2021年一季报整理

2020年底，公司流动资产487.20亿元，较上年底下降1.24%，主要来自于存货和其他流动资产的减少；从构成来看，公司流动资产主要由其他应收款、存货和其他流动资产构成。

2020年底，公司货币资金66.02亿元，较上年底增长17.76%，主要构成为银行存款和其他货币资金，其中16.18亿元质押借款及保证金受限。

2020年底，公司应收账款14.81亿元，较上年底下降17.31%，主要为应收代建工程款及保障房销售款；公司主要应收方为崇川区财政局12.85亿元，账龄多在4年以内，占应收账款余额的96.65%。

表10 截至2020年底应收账款前五名（单位：万元、%）

单位名称	金额	账龄	占比
南通市崇川区财政局	128548.13	4年以内	85.64
天生产业新城南通有限公司	14667.95	1年以内	9.77
南通森林野生动物园有限公司	1150.68	1年以内	0.77
江苏飞悦农业发展有限公司	400.00	1年以内	0.27
南通市市北新城开发建设有限公司	299.36	1年以内	0.20
<b>合计</b>	<b>145066.12</b>	<b>--</b>	<b>96.65</b>

资料来源：公司审计报告

2020年底，公司其他应收款179.15亿元，较上年底增长42.71%，主要为结算后的代建项目投入及往来款等。从账龄看，公司按账龄组

合计提坏账准备的其他应收款余额 7.23 亿元，账龄在一年以内的占 54.65%，共计提坏账准备 1.88 亿元。从集中度来看，公司其他应收款前五名共计 164.64 亿元，占比 89.30%，集中度较高。

表 11 截至 2020 年底其他应收款前五名  
(单位：万元、%)

单位名称	金额	账龄	占比
南通市崇川区财政局	717450.17	1—5 年	38.91
江苏省南通港闸经济开发区财政局	542625.18	--	29.43
天生产业新城南通有限公司	194971.99	1—3 年	10.58
南通深南开发建设有限公司	101020.80	1—3 年	5.48
江苏省南通港闸经济开发区管理委员会	90286.82	1—5 年	4.90
<b>合计</b>	<b>1646354.96</b>	<b>--</b>	<b>89.30</b>

资料来源：公司审计报告

2020 年底，公司存货 134.29 亿元，较上年底下降 14.57%；其中开发成本 78.98 亿元，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 55.28 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 34.41 亿元土地使用权用于抵押借款及抵押担保，为受限资产，占资产总额的比重为 5.61%。

2020 年底，公司其他流动资产 89.66 亿元，较上年底大幅下降 29.90%，主要系代垫工程款减少所致；其他流动资产构成主要为代垫工程款（占 95.67%）和待抵扣进项税（占 3.62%）。

2020 年底，公司非流动资产 126.54 亿元，较上年底增长 30.28%，主要来自长期应收款的增长；从构成看，公司非流动资产主要由长期应收款、投资性房地产和在建工程构成。

2020 年底，公司新增长期应收款 28.63 亿元，为应收南通市崇川区财政局款项，系之前工程项目垫付金。

2020 年底，公司投资性房地产 14.73 亿元，较上年底增长 20.96%，主要为存货、固定资产、在建工程等科目转入 1.34 亿元和公允价值变动 1.15 亿元所致。

2020 年底，公司在建工程 61.16 亿元，较上年底下降 3.83%，主要为万顷良田项目和森林公园修缮工程；其中万顷良田为代建项目，达到完工可移交状态时转入其他非流动资产科目核算。

2021 年 3 月底，公司资产总额 614.13 亿元，较上年底变动不大；其中公司货币资金 48.46 亿元，较上年底下降 26.60%，主要用于偿还到期债务。

2020 年底，公司受限资产合计 58.78 亿元，占总资产 9.58%，受限资产规模一般。

表 12 截至 2020 年底受限资产情况  
(单位：亿元、%)

科目名称	受限金额	明细
货币资金	16.18	质押定期存单、保证金
存货	34.41	质押借款及质押担保
可供出售金融资产	1.67	质押担保
固定资产	0.38	抵押借款及抵押担保
投资性房地产	6.14	抵押担保
<b>合计</b>	<b>58.78</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供

### 3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，资本公积占比大，权益稳定性一般；公司有息债务规模有所增长，债务结构以长期债务为主，整体债务负担较重。

#### 所有者权益

2020 年底，公司所有者权益合计 191.35 亿元，较上年底增长 1.37%，主要来自于未分配利润的增长。

2020 年底，公司实收资本较上年底无变化，为 12.00 亿元。2020 年底，公司资本公积 139.41 亿元，较上年底增长 0.02%，主要系政府将崇川区青年路 20 号 1 栋 101 室及原南通市畜禽检疫站楼资产无偿划拨到公司。2020 年底，公司未分配利润 27.37 亿元，较上年底增长 7.11%。

2021 年 3 月底，公司所有者权益合计 191.52 亿元，较上年底变动不大。

## 负债

2020 年底，公司流动负债 205.86 亿元，较上年底变动不大，主要由短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债等构成。

2020 年底，公司短期借款 53.58 亿元，较上年底增长 20.74%，由 45.10 亿元信用借款、5.67 亿元质押借款和 2.81 亿元抵押借款构成。

2020 年底，公司应付账款 15.87 亿元，较上年底下降 11.84%，从账龄看，1 年以内占比 33.04%，账龄偏长。从集中度看，应付账款前五名合计占比 64.84%，集中度较高。

2020 年底，公司预收款项 5.57 亿元，较上年底大幅下降 62.09%，主要系预收安置房款确认收入所致。

2020 年底，公司其他应付款 70.71 亿元，较上年底下降 14.95%，主要系与当地政府部门及国有企业往来款减少所致，集中度高。

表 13 截至 2020 年底其他应付款前五名

(单位：万元、%)

单位名称	金额	账龄	占比
南通市崇川区财政局	482408.81	1 年以内 /1-3 年	70.69
江苏省南通港闸经济开发区财政局	51795.13	1 年以内 /1-3 年/3	7.59
南通航睿企业服务有限公司	27089.90	1 年以内 /1-2 年	3.97
南通天和国有资产控股有限公司	17000.00	1 年以内/ 1-3 年/3	2.49
南通市民发担保中心	10000.00	1-2 年/3 年以上	1.47
<b>合计</b>	<b>588293.84</b>	<b>--</b>	<b>86.21</b>

资料来源：公司审计报告

2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 48.89 亿元，较上年底增长 33.28%，包括一年内到期的长期借款 40.30 亿元、应付债券 7.09 亿元和长期应付款 1.50 亿元。

2020 年底，公司非流动负债 216.55 亿元，较上年底增长 10.98%，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。

2020 年底，公司长期借款 122.39 亿元，较上年底变动不大，主要由 14.37 亿元质押借款、27.46 亿元抵押借款、68.84 亿元抵押借款和

14.72 亿元信用借款构成，公司长期借款利率区间为 4.07%~7.80%。

2020 年底，公司应付债券 86.82 亿元，较上年底增长 35.08%，主要系公司当期发行的“20 苏港闸国资 ZR001 债权融资”、“20 港闸 01”、“20 港闸 02”、“20 家园 01”、“20 家园 02”、“20 家园 05”和“20 家园 06”。

2020 年底，公司长期应付款 3.93 亿元，较上年底下降 20.26%，系公司应付招商证券资产管理有限公司借款转入一年内到期所致；公司长期应付款中 3.50 亿元为借入招商证券资产管理有限公司款项上述款项为有息性质借款，纳入长期债务核算。

2021 年 3 月底，公司负债总额为 422.61 亿元，较上年底变动不大。2021 年 3 月底，公司短期借款 34.45 亿元，较上年底下降 35.70%，主要系公司偿还部分信用借款及保证借款所致；应付债券 92.84 亿元，较上年底增长 6.94%，系当期发行的“21 兴川 01”。

2020 年底，公司全部债务 315.23 亿元，较上年底增长 15.62%；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.82%、62.23%和 52.64%，分别较上年底上升 0.79 个、3.14 个和 2.27 个百分点。

表 14 公司有息债务及指标情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期债务	64.79	81.06	102.52	85.68
长期债务	207.36	191.58	212.71	220.32
全部债务	272.15	272.65	315.23	305.99
资产负债率	69.88	68.03	68.82	68.81
全部债务资本化比率	61.15	59.09	62.23	61.50
长期债务资本化比率	54.53	50.37	52.64	53.50

资料来源：根据公司审计报告及 2021 年一季度整理

从债务期限结构来看，公司将于 2021 年 4—12 月、2022 年和 2023 年分别偿还 73.67 亿元、71.49 亿元和 42.95 亿元到期债务本金。整体来看，公司债务主要集中在 2021 年及 2022 年，公司面临一定的集中偿付压力。

#### 4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所增长，政府补贴对利润总额的贡献程度有所下降。

2020年，公司营业收入23.90亿元，同比增长4.30%；同期，公司营业成本16.74亿元，同比下降0.79%；公司营业利润率有所增长，2020年为28.48%。

表 15 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

科目	2018年	2019年	2020年	2021年 1—3月
营业收入	24.57	22.91	23.90	2.36
营业成本	17.59	16.88	16.74	1.42
期间费用	3.34	3.43	3.38	0.80
其中：管理费用	0.68	0.84	1.11	0.34
财务费用	2.56	2.43	2.23	0.45
其他收益	0.08	1.23	0.17	0.23
利润总额	3.55	3.48	4.25	0.35
营业利润率	26.40	25.00	28.48	38.08
总资本收益率	1.42	1.25	1.05	--
净资产收益率	1.55	1.38	1.44	--

资料来源：根据公司审计报告及2021年一季度报整理

从期间费用来看，2020年，公司期间费用3.38亿元，同比变动不大，期间费用率为14.16%，公司对期间费用的控制能力有所下降。

非经常性损益方面，2020年及2021年一季度，公司及子公司收到与日常经营活动相关的政府补助款项分别为0.17亿元和0.23亿元，计入“其他收益”或“营业外收入”科目；同期，公司利润总额分别为4.25亿元和0.35亿元，政府补贴对利润总额的贡献程度有所下降。

从盈利指标看，公司总资本收益率有所下降，净资产收益率波动下降，2020年分别为1.05%和1.44%。

2021年1—3月，公司实现营业收入2.36亿元，为2020年全年的9.87%；利润总额为0.35亿元。

#### 5. 现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流和投资活动现金流均持续净流出；考虑到公司项目建设

需求及有息债务规模，未来公司将面临较大的筹资压力。

经营活动方面，2020年，公司经营活动现金流入量为242.55亿元，主要为主营业务收入回款，其中销售商品、提供劳务收到的现金为8.44亿元，现金收入比35.31%，收入获现能力有所下降。同期，公司经营活动现金流出量为248.07亿元，主要为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，由于公司频繁的往来资金支出规模较大，导致公司经营现金保持净流出状态，但流出规模逐步收窄。2020年，公司经营活动现金流量净额为-5.52亿元。

表 16 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年 1—3月
经营活动现金流入量	294.11	242.55	17.67
经营活动现金流出量	304.86	248.07	20.26
经营活动现金流量净额	-10.75	-5.52	-2.59
投资活动现金流量净额	-4.43	-2.60	-1.17
筹资活动现金流量净额	-5.35	6.39	-13.81
现金收入比	73.15	35.31	128.87

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2021年一季度报整理

投资活动方面，2020年，公司投资活动现金流入规模较小，公司投资活动现金流入主要为公司基础设施建设及保障房建设项目投入。2020年，公司投资活动现金流量净额为-2.60亿元。

筹资活动方面，2020年，公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金；同期，公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金。2020年，公司筹资活动现金流量净额由负转正，为6.39亿元。

2021年1—3月，公司经营活动、投资活动和筹资活动现金流量净额分别为-2.59亿元、-1.17亿元和-13.81亿元，现金收入比为128.87%。

#### 6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标较弱，长期偿债能

力指标一般，存在一定的或有负债风险，考虑到公司融资渠道较为畅通、在崇川区基础设施建设中的地位以及持续获得的外部支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2020年，公司流动比率有所下降，速动比率有所上升，2020年底分别为236.66%和171.43%；同期，公司经营现金流流动负债比为-2.68%，公司经营现金流对流动负债无保障能力；公司现金短期债务比为0.64倍，2021年3月底为0.57倍。整体看，公司短期偿债能力指标较弱。

表 17 公司偿债能力指标情况（单位：%、倍）

指标名称		2019年	2020年	2021年1—3月
短期偿债能力指标	流动比率	238.80	236.66	244.95
	速动比率	162.71	171.43	173.28
	现金短期债务比	0.69	0.64	0.57
长期偿债能力指标	EBITDA 利息倍数	0.47	0.48	--
	全部债务/EBITDA	37.61	42.06	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2021年一季度整理

从长期偿债能力指标看，2020年，公司EBITDA为7.50亿元，EBITDA利息倍数为0.48倍，全部债务/EBITDA为42.06倍，EBITDA对债务本息的覆盖程度一般。整体看，公司长期债务偿债能力指标一般。

截至2021年3月底，公司获得银行授信总额220.67亿元，未使用额度64.91亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至2021年3月底，公司对外担保余额为96.75亿元，担保比率为50.52%，对外担保明细详见表3-1，被担保公司全部为南通市港闸区国有企业，目前经营情况良好。公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

## 7. 母公司财务分析

母公司资产及负债总额占合并口径比重较低，所有者权益较为稳定，整体债务负担一般。

2020年底，母公司资产总额281.64亿元，相当于合并报表资产总额的45.89%，占比较低。

母公司资产结构主要以应收类款项、其他流动资产及长期股权投资为主。

2020年底，母公司所有者权益合计135.38亿元，占合并报表所有者权益的70.75%。母公司所有者权益主要由资本公积构成，稳定性较好。

2020年底，母公司负债合计146.25亿元，占合并报表负债总额的34.62%，公司负债主要集中在下属子公司。母公司负债主要由其他应付款和应付债券构成。2020年底，母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为51.93%和36.21%，债务负担一般。

2020年，母公司实现营业收入2.78亿元，占合并报表营业收入的11.63%，公司合并口径的营业收入主要来自于下属子公司；母公司的利润总额为3.41亿元。

2021年3月底，母公司资产总额286.81亿元，所有者权益135.66亿元；2021年1—3月，母公司实现营业收入0.44亿元，利润总额0.38亿元。

## 十、存续债券偿还能力分析

截至2021年3月底，公司存续债券余额92.84亿元，一年内到期债券总计8.50亿元，未来待偿债券本金峰值为37.00亿元。2020年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为242.55亿元、-5.52亿元和7.50亿元，为公司存续债券待偿还本金峰值的6.56倍、-0.15倍和0.20倍。

表 18 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	指标值
一年内到期债券余额	8.50
未来待偿债券本金峰值	37.00
现金类资产/一年内到期债券余额	5.70
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	6.56
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.15
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.20

注：假设公司在“2019年第二期债权融资计划”、“19家园01”、“19家园02”和“20家园01”的第一个赎回日选择赎回上述债券

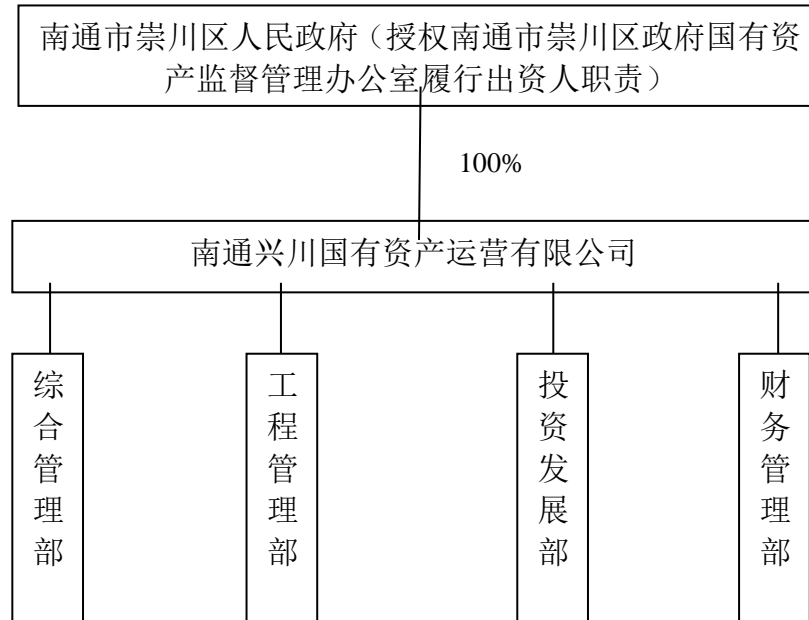
资料来源：联合资信整理

南通市崇川城市建设投资有限公司（以下简称“崇川城建”）对“16港闸棚改项目债/PR通港债”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保。根据联合资信出具的《南通市崇川城市建设投资有限公司2021年跟踪评级报告》，崇川城建主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，担保实力很强，其担保有效提升了“16港闸棚改项目债/PR通港债”本息偿还的安全性。

## 十一、结论

综合评估，联合资信确定维持南通兴川国有资产运营有限公司主体长期信用等级为AA，“16港闸棚改项目债/PR通港债”的信用等级为AA<sup>+</sup>、“20港闸国资MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

### 附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图与组织结构图



资料来源：公司提供

### 附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司一级子公司情况

序号	子公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	
			直接	间接
1	南通市城镇房地产开发有限公司	610000.00	100.00	--
2	南通港诚投资发展有限公司	50000.00	100.00	--
3	南通唐闸古镇保护开发有限公司	20000.00	100.00	--
4	南通新家园农业投资发展有限公司	150000.00	100.00	--
5	江苏南通港闸经济开发区城市建设发展有限公司	65000.00	100.00	--
6	南通市崇川区智慧城市运营管理服务有限公司	5000.00	100.00	--

资料来源：公司提供



## 附件 1-3 截至 2021 年 3 月底公司对外担保情况

被担保单位	担保余额（万元）	担保期限
南通欣达房地产开发有限公司	26000.00	2019/06/27-2023/07/31
南通欣达房地产开发有限公司	49000.00	2019/06/27-2023/07/31
南通市港闸区保障房建设投资有限公司	45400.00	2016/11/15-2024/11/14
天生产业新城南通有限公司	30000.00	2020/02/24-2023/02/24
南通市市北新城开发建设有限公司	40000.00	2020/02/17-2023/02/17
南通大韵开发建设有限公司	28000.00	2017/01/01-2025/06/17
南通大韵开发建设有限公司	8000.00	2016/06/23-2028/12/17
南通天生水利建设有限公司	20500.00	2017/03/24-2026/03/22
南通创和实业股份有限公司	19500.00	2020/10/27-2021/10/26
市北新城开发建设有限公司	15000.00	2021/01/04-2024/01/04
南通智北实业有限公司	15000.00	2019/12/20-2028/12/17
南通市港闸区保障房建设投资有限公司	15000.00	2020/06/23-2021/06/22
南通荣北工贸有限公司	14900.00	2019/04/19-2023/04/09
南通北启实业有限公司	14900.00	2019/04/28-2025/04/02
南通思勤工贸有限公司	14900.00	2019/04/18-2024/04/15
南通港信工贸有限公司	14900.00	2019/04/28-2027/04/06
南通大韵开发建设有限公司	14900.00	2019/04/19-2023/04/13
南通创北工贸有限公司	14800.00	2020/11/30-2021/08/29
市北新城开发建设有限公司	12750.00	2017/06/01-2025/05/18
市北新城开发建设有限公司	10000.00	2020/12/11-2028/11/20
市北新城开发建设有限公司	10000.00	2019/06/24-2021/06/24
市北新城开发建设有限公司	9600.00	2020/06/18-2026/11/20
天生产业新城南通有限公司	9500.00	2016/08/01-2021/06/20
天生产业新城南通有限公司	8160.00	2019/08/21-2021/08/21
市北新城开发建设有限公司	6950.00	2019/11/12-2028/11/20
市北新城开发建设有限公司	17700.00	2019/10/31-2022/04/29
南通大韵开发建设有限公司	6000.00	2016/07/14-2026/12/17
南通大韵开发建设有限公司	6000.00	2016/07/14-2027/06/17
南通大韵开发建设有限公司	6000.00	2016/07/14-2026/06/17
南通大韵开发建设有限公司	6000.00	2016/07/14-2027/12/17
南通大韵开发建设有限公司	4000.00	2016/07/14-2028/06/17
南通大韵开发建设有限公司	2000.00	2016/07/14-2025/06/17
南通大韵开发建设有限公司	2000.00	2016/06/23-2028/06/17
南通智北实业有限公司	6000.00	2020/12/16-2021/12/15
南通深南开发建设有限公司	4700.00	2016/03/23-2022/02/01
南通深南开发建设有限公司	4700.00	2016/03/23-2023/02/01

南通深南开发建设有限公司	4700.00	2016/03/23-2023/08/01
南通深南开发建设有限公司	4700.00	2016/04/14-2024/08/01
南通深南开发建设有限公司	4100.00	2016/03/23-2024/02/01
南通深南开发建设有限公司	2694.00	2016/04/14-2025/02/01
南通深南开发建设有限公司	2006.00	2016/04/14-2025/08/01
南通深南开发建设有限公司	600.00	2016/04/14-2024/08/01
南通深南开发建设有限公司	3500.00	2016/02/04-2025/06/20
南通深南开发建设有限公司	3500.00	2016/02/04-2025/12/20
南通深南开发建设有限公司	3500.00	2016/01/08-2023/12/21
南通深南开发建设有限公司	3500.00	2016/01/08-2022/12/21
南通深南开发建设有限公司	3500.00	2016/01/08-2022/06/21
南通深南开发建设有限公司	3500.00	2016/01/08-2021/06/21
南通深南开发建设有限公司	2200.00	2016/02/04-2024/06/21
南通深南开发建设有限公司	1300.00	2016/01/08-2024/06/21
南通天生水利建设有限公司	2330.00	2016/03/18-2023/09/10
天生产业新城南通有限公司	10000.00	2020/09/11-2021/09/10
南通北启实业有限公司	8000.00	2021/03/25-2022/03/24
天生产业新城南通有限公司	4500.00	2020/06/17-2021/06/17
南通深南开发建设有限公司	19000.00	2020/11/11-2021/11/10
南通深南开发建设有限公司	20000.00	2020/12/11-2023/12/11
南通天生水利建设有限公司	2500.00	2017/01/13-2022/01/13
南通天生水利建设有限公司	2500.00	2017/02/27-2021/12/21
南通五水置业有限公司	17600.00	2017/12/20-2027/12/28
市北新城开发建设有限公司	9000.00	2020/04/28-2021/03/16
南通市港闸区保障房建设投资有限公司	40500.00	2018/12/29-2023/12/22
南通市港闸区保障房建设投资有限公司	73500.00	2018/12/29-2028/06/16
南通市保障房建设投资有限公司	100000.00	2016/05/26-2041/05/25
南通航睿企业服务有限公司	6000.00	2021/01/08-2021/12/30
天生产业新城南通有限公司	76000.00	2019/01/10-2028/06/16
<b>合计</b>	<b>967490.00</b>	--

资料来源：公司提供

## 附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	72.10	56.06	66.02	48.46
资产总额(亿元)	573.95	590.44	613.74	614.13
所有者权益(亿元)	172.90	188.75	191.35	191.52
短期债务(亿元)	64.79	81.06	102.52	85.68
长期债务(亿元)	207.36	191.58	212.71	220.32
全部债务(亿元)	272.15	272.65	315.23	305.99
营业收入(亿元)	24.57	22.91	23.90	2.36
利润总额(亿元)	3.55	3.48	4.25	0.35
EBITDA(亿元)	7.77	7.25	7.50	--
经营性净现金流(亿元)	-37.65	-10.75	-5.52	-2.59
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	2.53	1.41	1.46	--
存货周转次数(次)	0.13	0.11	0.11	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.04	0.04	--
现金收入比(%)	150.25	73.15	35.31	128.87
营业利润率(%)	26.40	25.00	28.48	38.08
总资本收益率(%)	1.42	1.25	1.05	--
净资产收益率(%)	1.55	1.38	1.44	--
长期债务资本化比率(%)	54.53	50.37	52.64	53.50
全部债务资本化比率(%)	61.15	59.09	62.23	61.50
资产负债率(%)	69.88	68.03	68.82	68.81
流动比率(%)	251.55	238.80	236.66	244.95
速动比率(%)	176.55	162.71	171.43	173.28
经营现金流动负债比(%)	-19.72	-5.20	-2.68	--
现金短期债务比(倍)	1.11	0.69	0.64	0.57
全部债务/EBITDA(倍)	35.03	37.61	42.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.66	0.47	0.48	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计；长期应付款中有息部分纳入长期债务计算

## 附件3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	10.97	9.48	14.98	12.01
资产总额(亿元)	231.08	245.55	281.64	286.81
所有者权益(亿元)	122.92	133.34	135.38	135.66
短期债务(亿元)	6.90	7.30	16.79	16.49
长期债务(亿元)	47.98	52.03	60.06	66.08
全部债务(亿元)	54.88	59.33	76.84	82.56
营业收入(亿元)	1.22	0.79	2.78	0.44
利润总额(亿元)	1.52	1.00	3.41	0.38
EBITDA(亿元)	1.57	1.00	3.45	--
经营性净现金流(亿元)	-15.08	-10.99	-7.90	-7.81
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	0.64	0.28	0.92	--
存货周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.00	0.01	--
现金收入比(%)	7.23	13.02	5.49	0.00
营业利润率(%)	93.63	86.34	97.44	98.65
总资本收益率(%)	0.65	0.40	1.24	--
净资产收益率(%)	0.94	0.57	1.92	--
长期债务资本化比率(%)	28.07	28.07	30.73	32.75
全部债务资本化比率(%)	30.87	30.79	36.21	37.83
资产负债率(%)	46.81	45.70	51.93	52.70
流动比率(%)	225.94	250.78	182.23	190.82
速动比率(%)	193.30	217.43	159.02	167.29
经营现金流流动负债比(%)	-25.08	-18.50	-9.26	--
现金短期债务比(倍)	1.59	1.30	0.89	0.73
全部债务/EBITDA(倍)	34.97	59.08	22.30	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.57	0.23	1.01	--

注：2021年一季度财务数据未经审计

## 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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 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

## 权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

# 信用评级公告

联合〔2021〕4625号

联合资信评估股份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存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持南通市崇川城市建设投资有限公司主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，“17崇川住房项目债/PR崇川01”的信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司  
二〇二一年六月二十二日





# 南通市崇川城市建设投资有限公司

## 2021 年跟踪评级报告

### 评级结果

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人	AA+	稳定	AA+	稳定
17 崇川住房项目 债/PR 崇川 01	AA+	稳定	AA+	稳定

### 跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17 崇川住房 项目债/PR 崇川 01	15 亿元	10.5 亿 元	2022/07/21

注：1. 本期债券存续期第三年起，即 2020 年起至 2022 年，逐年分别按照债券发行总额的 30%、30%、40% 的比例偿还债券的本金；2. 上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 22 日

### 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.20190 7
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.20190 7

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

### 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。跟踪期内，随着崇川区和港闸区两区合并，新崇川区经济和财政实力大幅增强；公司区域专营性强，持续获得有力的外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产质量一般、债务规模持续增长、经营活动现金流持续净流出等因素对公司整体信用水平可能带来的不利影响。

“17 崇川住房项目债/PR 崇川 01”（以下简称“本期债券”）除募投项目自身收益覆盖外，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 AA<sub>pi</sub>，评级展望为稳定。上述措施进一步保障了“17 崇川住房项目债/PR 崇川 01”本息偿付的安全性。

随着港闸区和崇川区合并，公司外部发展环境进一步优化，且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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，维持“17 崇川住房项目债/PR 崇川 01”的信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

### 优势

1. 外部环境良好。跟踪期内，随着崇川区和港闸区两区合并，新崇川区经济和财政实力大幅增强。2020 年，崇川区地区生产总值 1482.60 亿元，实现一般公共预算收入 120.5 亿元。
2. 区域专营性强。跟踪期内，公司作为南通市崇川区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，区域专营性强。
3. 持续获得外部的有力支持。跟踪期内，公司持续获得崇川区政府的有力支持；2020 年，公司获得资产

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa-	评级结果			AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2	
			行业风险	3	
		自身竞争力	基础素质	2	
			企业管理	2	
			经营分析	2	
财务风险	F3	现金流	资产质量	4	
			盈利能力	3	
			现金流量	2	
		资本结构	3		
		偿债能力	3		
调整因素和理由				调整子级	
外部支持				2	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：薛琳霞 章进

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

划拨 16.19 亿元，获得政府财政补贴 2.33 亿元。

关注

1. **资产质量一般。**跟踪期内，公司资产中应收类款项和存货规模大，对资金形成较大占用，公司资产质量一般。
2. **债务规模持续增长，债务负担较重，短期偿债压力显著上升。**跟踪期内，公司债务规模持续增长；截至2020年底，公司全部债务235.38亿元，较上年底增长5.94%。2020年底，公司全部债务资本化比率58.18%，债务负担仍较重。2021年公司需偿还债务规模63.71亿元。
3. **经营活动现金流持续净流出。**2019—2020年，公司经营活动现金流持续净流出，分别-39.35亿元和-11.36亿元；公司经营支出规模大，对外部融资依赖较高。
4. **对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。**截至2020年底，公司对外担保余额46.82亿元，担保比率27.68%；公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。

主要财务数据：

项目	合并口径		
	2018年	2019年	2020年
现金类资产(亿元)	44.66	63.49	41.00
资产总额(亿元)	377.55	448.25	471.06
所有者权益(亿元)	135.94	150.29	169.18
短期债务(亿元)	48.36	38.26	63.71
长期债务(亿元)	109.60	183.93	171.67
全部债务(亿元)	157.96	222.18	235.38
营业收入(亿元)	23.97	12.35	15.37
利润总额(亿元)	2.39	2.91	3.23
EBITDA(亿元)	3.80	4.32	5.07
经营性净现金流(亿元)	-40.21	-39.35	-11.36
营业利润率(%)	5.96	12.70	6.06
净资产收益率(%)	1.52	1.64	1.59
资产负债率(%)	63.99	66.47	64.09
全部债务资本化比率(%)	53.75	59.65	58.18
流动比率(%)	216.86	310.08	281.94
现金短期债务比(倍)	0.92	1.66	0.64
经营现金流动负债比(%)	-30.61	-34.60	-8.76
EBITDA 利息倍数(倍)	0.62	0.37	0.28
全部债务/EBITDA(倍)	41.57	51.40	46.46
公司本部（母公司）			
项目	2018年	2019年	2020年
资产总额(亿元)	218.46	264.13	301.48
所有者权益(亿元)	126.84	139.07	141.80
全部债务(亿元)	68.96	98.56	119.47
营业收入(亿元)	6.49	6.81	7.15
利润总额(亿元)	1.69	1.10	1.38
资产负债率(%)	41.94	47.35	52.97

全部债务资本化比率(%)	35.22	41.48	45.73
流动比率(%)	323.84	561.46	267.26
经营现金流动负债比(%)	-48.43	-72.84	-4.36

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
17 崇川住房项目债/17 崇川债	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2020/6/19	竺文彬 吕泽峰	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907) 城市基础设施投资企业主体信用评级模型(打分表)(V3.0.201907)	<a href="#">阅读全文</a>
17 崇川住房项目债/17 崇川债	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2019/6/20	黄海伦 吕泽峰	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2018年)城投行业企业主体信用评级模型(2016年)	<a href="#">阅读全文</a>
17 崇川住房项目债/17 崇川债	AA	AA	稳定	2017/6/28	常楚笛 葛亮	基础设施建设投资企业信用评级分析要点(2015年)	<a href="#">阅读全文</a>

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

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由南通市崇川城市建设投资有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，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

## 2021年跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（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”）及其相关债券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，公司法定代表人、股东和实际控制人发生变化。2020年12月，公司法定代表人由范越锋变更为蒋轶群。2021年3月，根据南通市人民政府《关于崇川城投等9家公司国有股权划转、名称变更等事项的通知》，南通市崇川区财政局将持有公司的35.73亿元股权（持股比例99.74%）无偿划转至南通市崇川区人民政府（授权南通市崇川区政府国有资产监督管理办公室（以下简称“崇川区国资办”）履行出资人职责），变更后，公司实收资本35.82亿元，其中南通市崇川区人民政府（授权崇川区国资办履行出资人职责）出资35.73亿元（占99.74%）、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”）出资944.00万元（占0.26%），公司实际控制人为崇川区人民政府。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。

截至2020年底，公司本部内设计划财务部、投资发展部、工程管理部、资金运营部和综合部共5个职能部门。截至2020年底，公司合并范围内一级子公司为6家。

截至2020年底，公司资产总额471.06亿元，所有者权益169.18亿元（含少数股东权益0.90亿元）；2020年，公司实现营业收入15.37亿元，利润总额3.23亿元。

公司注册地址：南通市跃龙南路36号。法定代表人：蒋轶群。

### 三、债券概况与募集资金使用情况

截至2020年底，公司由联合资信所评存续债券详见表1。跟踪期内，“17崇川住房项目债/PR崇川01”已按时付息，并分期偿还债券本金4.50亿元。

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》（2021年第1期），“17崇川住房项目债/PR崇川01”募集资金已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2021年3月底，上述项目已完工。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
17崇川住房项目债/PR崇川01	15.00	10.500	2017/07/21	5年

资料来源：联合资信整理

总体看，募投项目实际进度基本按照计划执行，联合资信将持续关注项目进展和收益情况。

### 四、宏观经济和政策环境

#### 1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长

2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后

置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

**消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。**从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常

水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

**居民消费价格指数运行平稳，生产者价格**

**指数结构性上涨。**2021年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

**社融存量增速下降。**截至2021年一季度末，社融存量同比增速为12.30%，较上年末下降1个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

**一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。**2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿

元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

**就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。**2021年1—3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1—2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。**

**稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。**2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫

苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长**；**固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

## 五、行业及区域经济环境

### 1. 城市基础设施建设行业

#### (1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来

的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

#### (2) 行业监管与政策

**2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。**

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施



项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020年4月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020年6月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020年7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个等。

资金方面，2020年4月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债3.75万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在20%的基础上可适当

上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为2021年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020年12月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021年3月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021年4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表3 2020年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020年4月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020年4月	国家发改委	2020年新型城镇化和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020年6月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了4大领域17项建设任务。公布了120个新型城镇化示范县
2020年7月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020年8月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”

2020年12月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度,实施城市更新行动,推进城镇老旧小区改造,建设现代物流体系,高度重视保障性租赁住房建设等;抓实化解地方政府隐性债务风险工作,处理好恢复经济和防范风险的关系
2021年4月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性,坚守底线思维,把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司,剥离其政府融资职能,对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算,健全市场化、法治化的债务违约处置机制,坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源:联合资信整理

### (3) 行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体,仍有一定发展空间,评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能,城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响,部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险,非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前,我国的基础设施建设尚不完善,城镇化率仍处于较低水平,城镇化发展面临东西部发展不平衡问题,基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间,我国将统筹推进基础设施建设,构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来,我国将进一步完善新型城镇化战略,全面实施乡村振兴战略,持续推进“两新一重”项目建设等,城投企业仍有一定发展空间,评级展望为稳定。

同时,在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下,城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化,部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险,对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

## 2. 区域经济情况

跟踪期内,南通市经济持续增长,财政实力不断增强;随着崇川区和港闸区两区合并,新崇川区经济和财政实力大幅增强,为公司创造了良好的外部环境。

### 南通市

南通市位于江苏省东南部,处于沿海经济带和长江经济带T型结构交汇点处,南与上海、

苏州隔江相望。苏通长江大桥建成以后,南通市已进入上海1小时经济圈内。

根据南通市统计局公布的《南通市国民经济和社会发展统计公报》,2020年,南通市实现生产总值10036.3亿元,增速为4.7%。其中,2020年,南通市第一产业增加值458.7亿元,增长2.6%;第二产业增加值4765.8亿元,增长4.5%;第三产业增加值4811.8亿元,增长5.1%。

2020年,南通市固定资产投资增速为5.8%。2020年,分产业看,第一产业投资比上年增长197.3%,第二产业投资增长6.9%,第三产业投资增长4.6%。分类型看,项目投资比上年下降4.3%;房地产开发投资增长37.5%。全年商品房销售面积1999.6万平方米,增长14.6%。其中住宅销售面积1714.9万平方米,增长9.1%。

根据南通市财政局官网数据,2020年,南通市实现一般公共预算收入639.3亿元。其中,2020年,税收收入523.2亿元,同比增长3.1%;一般公共预算支出1080.5亿元,同比增长11.1%,财政自给率59.17%,自给率一般。

根据南通市统计局公布的《2021年1—3月主要指标完成情况》,2021年一季度,南通市地区生产总值2516.10亿元,同比增长19.2%;固定资产投资额同比增长17.9%。同期,南通市实现一般公共预算收入206.33亿元,同比增长23.4%。

### 崇川区

崇川区为南通市主城区,区域总面积234平方公里,人口120万,下辖15个街道、2个省级经济开发区、1个省级高新区,是南通市人口最密集,生产要素最集中,城市化水平最高的区域。

2020年7月,根据江苏省人民政府《省政府

关于调整南通市部分行政区划的通知》（苏政发〔2020〕60号），经国务院批准，撤销南通市崇川区、港闸区，设立新的南通市崇川区，以原崇川区、港闸区的行政区域为新的崇川区行政区域，崇川区人民政府驻虹桥街道桃坞路44号。

根据《2020年12月统计月报（主要经济指标）》，2020年，崇川区地区生产总值<sup>1</sup>为1482.60亿元，增速为3.2%；全社会固定资产投资同比增长为2.0%，其中2020年崇川区第三产业投资增长4.1%，房地产投资增长13.7%。

2020年，崇川区实现一般公共预算收入120.5亿元；其中税收收入为103.0亿元，税收收入占一般公共预算收入比重为85.48%。同期，崇川区一般公共预算支出为77.46亿元，财政自给率为155.56%，财政自给率高。2020年，崇川区实现政府性基金收入为130.65亿元。2020年底，崇川区地方政府债务余额为151.56亿元。

根据崇川区政府官网公布的《2021年3月统计月报（主要经济指标）》，2021年一季度，崇川区地区生产总值379.33亿元，同比增长19.8%，固定资产投资同比增长50.7%；崇川区实现一般公共预算收入34.79亿元，同比增长17.7%。

## 六、基础素质分析

跟踪期，公司实际控制人变更为崇川区人民政府，公司定位为崇川区重要的基础设施建设主体，跟踪期内在资产划拨和财政补贴方面得到政府的有力支持。

### 1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和实际控制人发生变化，股东为崇川区人民政府和狼山开发公司，实际控制人为崇川区人民政府。

### 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，承担了原崇川区绝大部分的拆迁安置开发建设任务。崇川区其他平台包括南通兴川国有资产运营有限公司（以下简称“兴川国资”）、南通市市北新城开发建设有限公司（以下简称“市北新城”）、天生产业新城南通有限公司（以下简称“天生新城”）等，兴川国资是崇川区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之一，主要负责原港闸区的基础设施建设、土地开发业务；市北新城主要负责原港闸区内市北新城的土地整理、棚改、建材销售等业务；天生新城主要负责原港闸区内资产运营、土地整理、棚改等。总体看，未来公司业务与兴川国资可能有一定重叠，与市北新城和天生新城业务重叠不大，公司业务具有一定的区域专营性。

表4 南通市崇川区平台公司2020年主要财务数据

（单位：亿元、%）

公司名称	资产	权益	营业收入	利润总额	资产负债率
公司	471.06	169.18	15.37	3.23	64.09
兴川国资	613.74	191.35	23.90	4.25	68.82
市北新城	164.65	85.87	4.16	1.25	47.85
天生新城	132.62	50.69	7.25	1.76	61.78

资料来源：根据公开数据整理

### 3. 外部支持

#### 资产划拨

跟踪期内，崇川区财政局无偿划拨南通众和融资担保集团有限公司5000.00万元股权、南通威望实业有限公司11998.00万元股权及144943.85万元实物资产至公司，计入公司“资本公积”。

<sup>1</sup> 2020年经济和财政数据为崇川区和港闸区合并之后的新崇川区统计口径

### 财政补贴

跟踪期内，公司获得政府财政补贴 2.33 亿元，计入“其他收益”。

### 4. 企业信用记录

根据公司提供的企业信用报告（自主查询版，统一社会信用代码：91320600771507686F），截至2021年5月13日，公司已结清贷款中有6笔关注类贷款，原因是当时公司为政府融资平台，按照银行信贷管理要求列为“关注类”贷款，无未结清不良或关注类贷款。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司股东会决议，免去范越峰、姚宇、沈鹏公司原董事职务，选举蒋轶群、徐吴峰、吴宇涵为公司董事，另有一名董事由职工代表大会民主选举产生。免去吴宇涵、沈靓公司原监事职务，选举沈瑶光、钱海芹为公司监事，另有一名监事由职工代表大会选举产生。

根据董事会决议，免去范越峰董事长兼总经理职务，选举蒋轶群为董事长兼总经理。

根据公司监事会决议，免去吴宇涵监事会主席职务，选举葛帅为监事会主席。

根据公司职工大会决议，免去季良刚职工

代表董事职务，选举陆晓波为职工代表董事。免去袁源职工代表监事职务，选举葛帅为职工代表监事。

蒋轶群先生，1983年生，大学本科学历，硕士学位，历任崇川开发区党工委委员、南通综合电子商务产业园主任、崇川商务局局长，现任公司董事长、总经理。

上述人员变动情况为公司生产经营中正常的人事调整，不会对公司日常管理、生产经营及偿债能力产生不利影响。

跟踪期内，公司管理制度和法人治理结构未发生重大变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务收入有所增长，收入来源仍以土地整理业务和安置房销售业务为主；受毛利较低的安置房销售收入占比上升影响，主营业务毛利率有所下降。

2020年，公司实现主营业务收入 15.37 亿元，同比增长 24.96%，主要系土地整理和安置房销售收入增长所致。主营收入来源仍以土地整理收入和安置房销售收入为主，合计占比 85%以上。受毛利较低的安置房销售收入占比增加影响，主营业务毛利率有所下降。

表 5 公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

主营业务类项	2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理	68134.63	55.39	16.94	71541.36	46.56	16.67
安置房销售收入	38178.24	31.04	2.23	64186.97	41.77	0.74
房屋出租收入	13510.62	10.98	54.04	14891.89	9.69	65.91
物业管理	941.02	0.77	-26.23	870.02	0.57	-37.67
项目建设管理	526.96	0.43	100.00	398.73	0.26	100.00
其他	1715.33	1.39	2.96	1769.48	1.15	5.33
合计	123006.81	100.00	16.28	153658.45	100.00	14.54

资料来源：公司提供

## 2. 业务经营分析

### (1) 土地整理业务

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。考虑到公司持续较大规模资金的投入，土地整理业务未来收入持续性较好。

公司负责原崇川区征地拆迁和平整工作，跟踪期内，公司土地整理业务模式未发生变化。公司受南通市崇川区房屋征收管理办公室委托，参与征地拆迁项目前期手续办理、进行项目过程控制、负责项目资金拨付等与工程相关的管理工作；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（具体加成比例根据每年政府结算金额可能有所调整），确认收入后政府每半年与公司进行一次结算回款。

表 6 截至 2020 年底公司征地拆迁项目情况  
(单位: 亿元)

项目分类	2020 年投资额	2020 年底累计投资额
城建工程土地整理	3.42	104.70
低价位商品房土地整理	0.95	68.45
土地储备整理	0.35	65.94
代建项目土地整理	2.38	39.96
公益项目土地整理	1.47	13.41
<b>合计</b>	<b>8.58</b>	<b>292.46</b>

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司累计支付拆迁款 292.46 亿元。其中，2020 年，公司支付土地整理相关拆迁款合计 8.58 亿元，其中主要支付城建工程土地整理拆迁款 3.42 亿元。

2020 年，公司确认土地整理收入 7.15 亿元，较上年略有增长；同期，毛利率保持平稳，为 16.67%。回款方面，2020 年，公司收到土地整理业务回款 7.15 亿元。

截至 2020 年底，公司主要在建土地整理项目 10 个，总投资 37.55 亿元，已投资 26.88

亿元；计划新开工项目 6 个，预计总投资 15.40 亿元。

### (2) 安置房销售业务

跟踪期内，公司安置房销售业务收入增长较快，毛利率进一步下降。公司在建和拟建安置房项目投资规模较大，存在一定的融资需求，未来收入持续性较好。联合资信将持续关注公司安置房的销售进展。

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。

2020 年，公司实现安置房销售收入 6.42 亿元，销售项目主要包括园林佳苑、红星路北、跃龙路西和惠泽苑等。公司安置房销售收入较 2019 年增加 2.60 亿元，主要系当年销售项目相对较多所致。2020 年，公司安置房业务毛利率 0.74%，毛利率很低主要系政府销售指导价偏低所致。

截至 2020 年底，公司已完工安置房合计 39928 套，面积 410.59 万平方米；已销售 38636 套（397.45 万平方米），待销售 1292.00 套（13.14 万平方米）。

截至 2020 年底，公司主要在建保障房项目 6 个，预计总投资 67.37 亿元，累计已投资 55.80 亿元，未来尚需投资 11.57 亿元。截至 2020 年底，公司拟建安置房项目共 5 个，分别为五一职工苑西、建筑中专地块、薄荷厂地块、飞越百度地块和永泰锅炉地块等，总投资 38.59 亿元。公司在建和拟建项目投资规模较大，存在一定的融资需求。

表 7 截至 2020 年底公司安置房在建项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	开工日期	预计总投资	累计已投资	尚需投资
园林嘉苑 (R18011)	2018.08	19.80	17.36	2.44
光明嘉苑 (R18012)	2018.08	14.10	12.69	1.41
红星嘉苑 (R16011)	2018.06	11.90	10.53	1.37
山芝庄新苑 (R18024)	2019.02	6.40	5.23	1.17
百花馨苑 (R18025)	2019.01	8.57	6.01	2.56
航海机械厂 (CR20008)	2020.01	6.60	3.98	2.62
合计	--	67.37	55.80	11.57

资料来源: 公司提供

### (3) 其他业务

公司其他业务占比较小, 以房屋出租收入为主; 未来随着公司自建项目的逐步完工, 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、项目建设管理等, 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。2020 年房屋出租实现收入 1.49 亿元, 同比有所增长; 房屋出租收入毛利率 65.91%, 较 2019 年上升 11.87 个百分点。同期, 公司实现物业费管理

收入 870.02 万元, 较 2019 年略有下降; 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。

截至 2020 年底, 公司自建项目主要包括学田邻里中心项目、标准厂房项目和大学城项目等。计划总投资规模 14.84 亿元, 已完成投资 11.46 亿元, 尚需投资 4.58 亿元, 项目建设资金全部来源于贷款及自筹, 项目建成后将用于出租及出售。

表 8 截至 2020 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
大学城	4.90	4.46	0.44	自筹
标准厂房	3.20	2.66	0.54	贷款及自筹
学田邻里中心项目	1.50	2.59	--	自筹、贷款
海港新村危房改造	0.86	0.97	--	自有
中江国际广场	0.40	0.27	0.13	自有
信创园建设	0.72	0.36	0.36	自有
三网融合产品标准厂房 (二期)	3.26	0.15	3.11	自有
合计	14.84	11.46	4.58	--

资料来源: 公司提供

### 3. 未来发展

未来, 公司将继续专注于土地整理和安置房建设业务。除原有业务外, 公司计划开展环保业务、地产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。

## 九、财务分析

公司提供了2020年财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

跟踪期内，公司合并范围内一级子公司无变化，财务数据可比性强。截至2020年底，公司纳入合并范围的子公司共6家。

### 1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，以流

动资产为主；应收类款和存货占比较大，对公司资金形成较大占用。总体来看，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

2020年底，公司资产总额471.06亿元，较上年底增长5.09%，其中，流动资产占77.62%，非流动资产占22.38%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

主要构成	2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	62.70	13.99	40.77	8.65
应收账款	26.70	5.96	26.23	5.57
其他应收款	74.94	16.72	59.62	12.66
存货	176.75	39.43	227.82	48.36
<b>流动资产</b>	<b>352.65</b>	<b>78.67</b>	<b>365.66</b>	<b>77.62</b>
投资性房地产	25.32	5.65	26.17	5.5
其他非流动资产	36.37	8.11	36.37	7.72
<b>非流动资产</b>	<b>95.60</b>	<b>21.33</b>	<b>105.40</b>	<b>22.38</b>
<b>资产总额</b>	<b>448.25</b>	<b>100.00</b>	<b>471.06</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司审计报告

2020年底，公司流动资产365.66亿元，较上年底增长3.69%，主要系存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。

2020年底，公司货币资金40.77亿元，较上年底下降34.99%，主要是由于2020年融资规模下降所致，主要由银行存款构成。其中受限货币资金9.21亿元，主要系票据保证金和存单质押。2020年底，公司应收账款26.23亿元，较上年底下降1.74%。公司应收账款账龄较短，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款账龄在一年以内的占32.23%，1~2年占2.21%，2年以上的占65.56%；应收崇川区财政局余额占应收账款总额的96.41%，集中度高。公司其他应收款主要系往来款，2020

年底，公司其他应收款5.62亿元，较上年底下降20.74%；公司其他应收款账龄较短，按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账龄在一年以内的占31.80%、1~2年占45.52%，2~3年占12.36%，3年以上占10.31%；按欠款方归集的期末余额前五名占其他应收款总额的81.98%，其中第一大欠款方为崇川区财政局，占59.50%，集中度高，第二欠款方为南通市崇川区保障房建设投资有限公司，占12.28%。2020年底，公司存货227.82亿元，较上年底增长28.89%，主要系土地整理业务相关的拆迁项目成本及安置房开发成本增加所致；公司存货主要由库存商品39.24亿元、拆迁项目成本96.45亿元、开发成本74.63亿元和工程施工成本17.32亿元构成，此外还包

含少量物资采购成本等。其中，库存商品为已完工的安置房项目，开发成本为安置房建

设支付的土地和工程成本，拆迁项目成本为土地整理业务支付的拆迁和工程成本。

2020年底，公司非流动资产合计105.40亿元，较上年底增长10.25%。2020年底，公司投资性房地产26.17亿元，较上年底增长3.35%，主要为用于出租的房屋及建筑物。

2020年底，公司其他非流动资产36.37亿元，主要系景区土地使用权，较上年底无变动。

2020年底，公司受限资产合计58.08亿元，其中货币资金9.21亿元、无形资产2.26亿元、固定资产7.56亿元、存货21.03亿元和投资性房地产18.03亿元，占资产总额12.33%，公司受限资产比例一般。

## 2. 资本结构

跟踪期内，政府持续对公司注资，有效增强了公司资本实力，所有者权益有所增长；公司所有者权益稳定较好。

2020年底，公司所有者权益169.18亿元，较上年底增长12.57%，主要系资本公积增长所致。

2020年底，公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，实收资本和资本公积占比较大，公司所有者权益稳定较好。其中，2020年底实收资本较上年底无变化；资本公积较上年底增加16.77亿元，系政府对公司的股权注入和资产划拨。

表10 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

主要构成	2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
实收资本	35.82	23.83	35.82	21.18
资本公积	91.77	61.06	107.94	63.81
未分配利润	19.25	12.81	21.87	12.93
少数股东权益	0.91	0.61	0.90	0.53
<b>所有者权益</b>	<b>150.29</b>	<b>100.00</b>	<b>169.18</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司债务规模有所增长，债务结构仍以长期债务为主，债务负担较重；2021年公司存在较大集中兑付压力。

2020年底，公司负债总额301.88亿元，较

上年底增长1.32%，负债规模较上年底变化不大。其中，流动负债占42.96%，非流动负债占57.04%。公司负债结构相对均衡，流动负债占比有所上升。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

主要构成	2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	25.39	8.52	25.49	8.44
应付账款	13.30	4.46	15.07	4.99
其他应付款	54.13	18.17	42.54	14.09
一年内到期的非流动负债	11.87	3.98	32.56	10.79
<b>流动负债</b>	<b>113.73</b>	<b>38.17</b>	<b>129.69</b>	<b>42.96</b>
长期借款	95.54	32.06	95.32	31.58
应付债券	88.39	29.67	76.35	25.29



非流动负债	184.23	61.83	172.19	57.04
负债总额	297.96	100.00	301.88	100.00

资料来源：公司审计报告

2020年底，公司流动负债129.69亿元，较上年底增长14.04%。2020年底，公司短期借款25.49亿元，较上年底增长0.39%，其中保证借款20.20亿元、质押借款2.59亿元、抵押借款2.70亿元。2020年底，公司其他应付款42.54亿元，较上年底下降21.40%，主要系与崇川区企事业单位的往来款。公司一年内到期的非流动负债32.56亿元，较上年底增长174.39%，包括一年内到期的长期借款14.41亿元和应付债券18.16亿元。

2020年底，公司非流动负债172.19亿元，较上年底下降6.54%，主要包括长期借款和应付债券。2020年底，公司长期借款95.32亿元，较上年底下降0.23%，其中保证借款20.64亿元、抵押借款38.44亿元、质押借款49.15亿元（质押主要为政府购买服务协议项下应收账款）。2020年底，公司应付债券76.35亿元，较上年底下降13.62%，主要系“20苏崇川城投ZR001”、“20崇川01”和“20崇川02”到期兑付所致。

2020年底，公司全部债务为235.38亿元，较上年底增长5.94%。同期，公司短期债务和长期债务分别占全部债务的27.07%和72.95%，债务结构以长期债务为主。2020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有所下降，分别为64.09%、58.18%和50.37%。总体来看，公司债务负担较重。从2020年底公司债务规模来看，2021年、2022年和2023年，公司分别需偿还债务规模分别为63.71亿元、28.76亿元和22.18亿元。

### 3. 盈利能力

**跟踪期内，公司营业收入有所增长；利润总额对非经常性损益依赖较大。**

2020年，公司实现营业收入15.37亿元，同比增长24.46%；同期，公司营业成本13.13亿元，较上年增长27.52%；同期公司营业利润

率较上年下降6.64个百分点，为6.06%。

2020年，公司期间费用1.95亿元，主要以管理费用为主，同比增长26.51%。公司期间费用/营业收入为12.72%，同比有所上升。

非经常性损益方面，2020年，公司投资收益1.43亿元，同比增长118.47%，主要系权益法核算的长期股权投资收益。同期，公司收到政府补助2.33亿元，计入“其他收益”。2020年，公司实现利润总额3.23亿元，利润总额对非经常性损益有较大依赖。

2020年，公司总资本收益率同比有所上升，净资产收益率同比有所下降，分别为0.87%和1.59%。

### 4. 现金流分析

**跟踪期内，由于往来支付金额有所减少，公司经营活动现金流量净流出规模有所下降。由于自营项目投资及收购股权，公司投资活动现金流量表现为净流出。考虑到公司未来土地整理业务和安置房项目的持续支出，公司筹资压力仍较大。**

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。2020年，公司经营活动现金流入45.01亿元，同比变化不大。同期，公司经营活动及往来款支出同比有所减少，经营活动现金流出56.37亿元。2020年，公司经营活动现金流量净额为-11.36亿元。现金收入比有所下降，由2019年的100.81%下降至73.43%。

2020年，公司投资活动现金流入4.15亿元，同比大幅增长，主要为取得投资收益收到的现金和收到其他与投资活动有关的现金；投资活动现金流出为9.60亿元，主要用于自营项目建设和收购其他公司的股权。公司投资活动现金流量净额为-5.45亿元。

2020年，公司融资规模有所下降，筹资活动现金流入金额为101.20亿元，主要为取得借

款收到的现金（公司发行债券收到的现金均计入此科目）；筹资活动现金流出109.00亿元，同比增长22.22%，主要是偿还债务本息。2020年，公司筹资活动现金净流出7.80亿元，同比净流入转为净流出。

#### 5. 偿债能力

**跟踪期内，公司长短期偿债能力指标较弱；公司对外担保规模较大，面临一定或有负债风险。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。**

从短期偿债指标看，2020年底，公司流动比率和速动比率均较上年底有所下降，分别为281.94%和106.28%。2020年，经营性现金流量净额为负，对公司流动负债无保障能力。2020年底，公司现金短期债务比为0.64倍，对短期债务覆盖程度较弱。

从长期偿债能力指标看，2020年，公司EBITDA为5.07亿元；公司全部债务/EBITDA为46.46倍；公司EBITDA利息倍数为0.28倍，公司长期偿债能力指标较弱。

2020年底，公司对外担保余额46.82亿元，担保比率27.68%，担保比率较高。被担保对象全部为当地国有企业，目前均正常经营。总体看，公司面临一定或有负债风险。

表 12 2020 年底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保人	担保余额	被担保企业性质
南通市天城建设投资有限公司	16.15	国有企业
南通市保障房建设投资有限公司	15.00	国有企业
江苏省城乡建设投资有限公司	8.72	国有企业
南通天山置业有限公司	3.45	国有企业
南通狼山风景名胜投资开发总公司	2.00	国有企业
南通市崇川区保障房建设投资有限公司	1.50	国有企业
合计	46.82	--

资料来源：公司提供

2020年底，公司获得银行授信总额248.14亿元，未使用额度86.33亿元，公司间接融资渠道顺畅。

#### 6. 母公司财务分析

**跟踪期内，母公司资产总额有所增长，资产构成以流动资产为主；母公司负债规模有所增长，整体负债率较高。**

2020年底，母公司资产总额301.48亿元，较上年底增长14.14%；其中流动资产占66.05%，非流动资产占比33.95%。

截至2020年底，母公司所有者权益为141.80亿元，较上年底增长1.97%，所有者权益稳定性较好。其中，实收资本为35.82亿元（占25.26%）、资本公积84.80亿元（占59.80%）、未分配利润19.06亿元（占13.44%）。

2020年底，母公司负债总额159.68亿元，较上年底增长27.68%。其中，流动负债74.51亿元（占比46.66%），非流动负债85.17亿元（占比53.34%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（合计）（占58.93%）、一年内到期的非流动负债（占29.74%），非流动负债主要由长期借款（占10.36%）、应付债券（占89.64%）构成。母公司2020年底资产负债率为52.97%，较2019年提高5.62个百分点。

2020年，母公司实现营业收入7.15亿元，同期，母公司利润总额1.38亿元。

现金流方面，2020年底，母公司经营活动现金流由净流入转为净流出，为流出3.25亿元。母公司投资活动现金净流出2.80亿元；母公司筹资活动现金净流入4.85亿元。

#### 十、存续期内债券偿还能力分析

**截至本报告出具日，公司存续债券余额91.10亿元，一年内到期余额21.90亿元，未来存在一定的集中兑付压力。**

截至本报告出具日，公司存续债券余额91.10亿元，一年到期余额21.90亿元，未来债券偿还峰值为64.20亿元（发生在2022年）。截至

2020年底，公司现金类资产41.0亿元，为一年内到期债券余额的1.87倍，对一年内到期的债券保障能力尚可。同期，公司EBITDA、经营活动现金流净额分别为5.07亿元和-11.3亿元，分别对未来待偿债券本金峰值的保障倍数分别为0.08倍和-0.18倍。

表13 截至本报告出具日公司存续债券保障情况

(单位:亿元、倍)

项目	指标值
一年内到期债券余额	21.90
未来待偿债券本金峰值	64.20
2020年底现金类资产/一年内到期债券余额	1.87
2020年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.70
2020年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.18
2020年EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.08

注：1、考虑“17崇川01”于2021年行权；2、考虑“19崇川01”“19崇川02”“19崇川03”“19崇川04”“1崇川债”于2022年行权

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/PR崇川01”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。截至2020年底，新家园农业投资注册资本和实收资本均为15.00亿元，南通兴川国有资产运营有限公司（以下简称“兴川国资”）持有100%股份，2021年2月，兴川国资股东变更为南通市崇川区人民政府（授权崇川区国资办履行出资人职权），新家园农业投资实际控制人变更为崇川区人民政府。

新家园农业投资是崇川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崇川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。2020年，新家园农业投资实现主营业务收入3.21亿元，同比有所下降。主营业务收入主要由建设管理和工程建设业务构成，建设管理收入和工程建设收入分别占37.69%和43.40%。建设管理收入主要来自万顷良田项目结算管理费收入，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，较上年有所下降。2020年，新家园农业投资主营业务收入毛利率较上年变化不大。

表14 新家园农业投资主营业务收入情况 (单位:亿元、%)

业务类型	2019年			2020年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建设管理	1.41	37.70	100.00	1.21	37.69	100.00
工程建设	1.58	42.12	8.62	1.39	43.30	8.63
钢材销售	0.08	2.22	-10.04	--	--	--
苗木销售	0.39	10.50	7.45	0.31	0.10	25.81
垃圾清运收入	0.28	7.47	50.59	0.29	0.09	34.48
合计	3.75	100.00	45.67	3.21	100.00	47.35

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

2020 年底，新家园农业投资资产总额 157.41 亿元，较上年底增长 0.53%，流动资产和非流动资产占比接近。新家园农业投资资产中其他应收款和在建工程占比大，对其资金形成较大占用；2020 年底，其他应收款 57.63 亿元，主要系与南通市崇川区财政局的往来款；在建工程 61.16 亿元，主要为万顷良田项目。总体来看，新家园农业投资资产流动性较弱，资产质量一般。

2020 年底，公司所有者权益 63.62 亿元，较上年底变动不大。

2020 年底，新家园农业投资全部债务 85.25 亿元，较上年底增长 5.09%；以长期债务为主，与项目周期长相匹配，债务结构相对合理。新家园农业投资全部债务资本化比率 57.26%，债务负担较重。

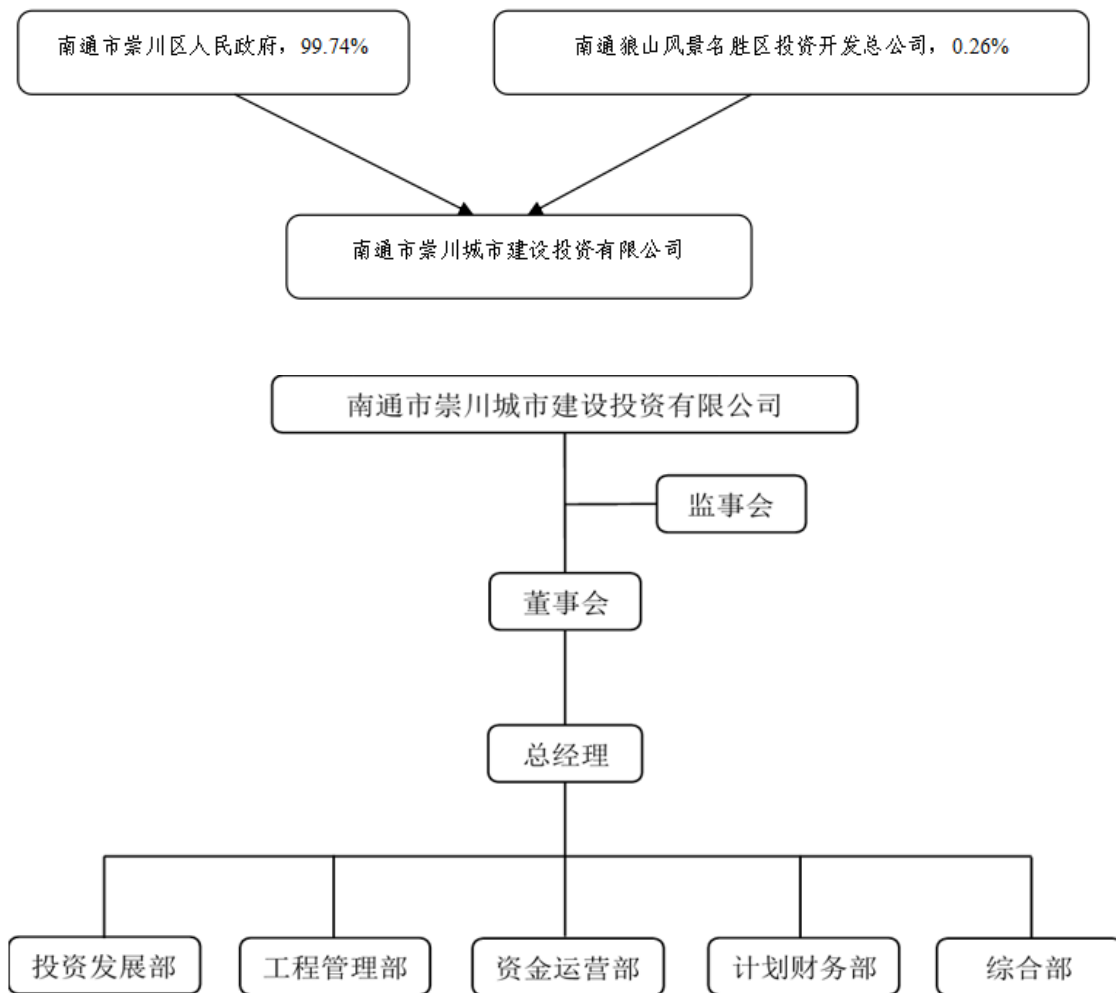
2020 年底，新家园农业投资现金类资产 13.18 亿元，经营活动现金流入量为 10.57 亿元，经营活动现金流净额为-8.57 亿元，对“17 崇川住房项目债/PR 崇川 01”债务本金覆盖倍数分别为 1.26 倍、1.01 倍和-0.82 倍。现金类资产及经营活动现金流入量对“17 崇川住房项目债/PR 崇川 01”债务本金保障能力尚可。

经联合资信评定，新家园农业投资主体长期信用等级为 AA<sub>pi</sub>，评级展望为稳定。新家园农业投资对“17 崇川住房项目债/PR 崇川 01”的差额补偿进一步保障了“17 崇川住房项目债/PR 崇川 01”本息偿付的安全性。

## 十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，维持“17 崇川住房项目债/PR 崇川 01”的信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至本报告出具日公司股权及组织结构图



资料来源：公司提供

## 附件 2 截至 2020 年底公司合并范围一级子公司情况

企业名称	主要经营地	业务性质	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	享有的 表决权 (%)
南通天一置业有限公司	南通	基础设施、市政工程建设等	225000.00	100	100
南通市天一水利建设有限公司	南通	水利工程、道路工程等	8000.00	100	100
南通市崇川国有资产运营有限公司	南通	资产经营管理及服务；房屋、车辆、设备租赁；实业投资；园区开发建设；物业管理；土地开发及服务；基础设施建设与管理；钢材、建材、纺织品、机电设备、机械设备、五金工具、装饰装潢材料的销售。	106000.00	100	100
南通市润川开发建设有限公司	南通	房地产开发经营；各类工程建设活动等	20000.00	100	100
南通崇川开发区经济发展有限公司	南通	开发建设、公益事业等	82000.00	100	100
南通天锦色织印染园有限公司	南通	色织印染园开发建设等	30000.00	80	80

资料来源：公司审计报告

**附件 3 主要财务数据及指标 (合并口径)**

项目	2018 年	2019 年	2020 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿元)	44.66	63.49	41.00
资产总额(亿元)	377.55	448.25	471.06
所有者权益(亿元)	135.94	150.29	169.18
短期债务(亿元)	48.36	38.26	63.71
长期债务(亿元)	109.60	183.93	171.67
全部债务(亿元)	157.96	222.18	235.38
营业收入(亿元)	23.97	12.35	15.37
利润总额(亿元)	2.39	2.91	3.23
EBITDA(亿元)	3.80	4.32	5.07
经营性净现金流(亿元)	-40.21	-39.35	-11.36
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	0.82	0.45	0.58
存货周转次数(次)	0.18	0.06	0.06
总资产周转次数(次)	0.07	0.03	0.03
现金收入比(%)	68.65	100.81	73.43
营业利润率(%)	5.96	12.70	6.06
总资本收益率(%)	0.91	0.80	0.87
净资产收益率(%)	1.52	1.64	1.59
长期债务资本化比率(%)	44.64	55.03	50.37
全部债务资本化比率(%)	53.75	59.65	58.18
资产负债率(%)	63.99	66.47	64.09
流动比率(%)	216.86	310.08	281.94
速动比率(%)	108.09	154.66	106.28
现金短期债务比(倍)	0.92	1.66	0.64
经营现金流动负债比(%)	-30.61	-34.60	-8.76
EBITDA 利息倍数(倍)	0.62	0.37	0.28
全部债务/EBITDA(倍)	41.57	51.40	46.46

## 附件 4 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿元)	7.89	6.54	5.34
资产总额(亿元)	218.46	264.13	301.48
所有者权益(亿元)	126.84	139.07	141.80
短期债务(亿元)	17.74	3.15	26.26
长期债务(亿元)	51.22	95.41	93.21
全部债务(亿元)	68.96	98.56	119.47
营业收入(亿元)	6.49	6.81	7.15
利润总额(亿元)	1.69	1.10	1.38
EBITDA(亿元)	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-19.57	-21.60	-3.25
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	0.21	0.22	0.22
存货周转次数(次)	0.23	0.15	0.13
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.03
现金收入比(%)	103.00	103.00	67.22
营业利润率(%)	15.84	15.68	15.44
总资本收益率(%)	0.73	0.35	0.40
净资产收益率(%)	1.13	0.59	0.73
长期债务资本化比率(%)	28.76	40.69	39.66
全部债务资本化比率(%)	35.22	41.48	45.73
资产负债率(%)	41.94	47.35	52.97
流动比率(%)	323.84	561.46	267.26
速动比率(%)	250.99	413.47	198.34
经营现金流动负债比(%)	-48.43	-72.84	-4.36
现金短期债务比(倍)	0.45	2.08	0.20
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--

注：公司未提供母公司现金流量表补充数据，故不计算 EBITDA 等相关数据



## 附件 5 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) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 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 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 6-3 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 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<sub>pi</sub>、AA<sub>pi</sub>、A<sub>pi</sub>、BBB<sub>pi</sub>、BB<sub>pi</sub>、B<sub>pi</sub>、CCC<sub>pi</sub>、CC<sub>pi</sub>、C<sub>pi</sub>。除AAA<sub>pi</sub>级，CCC<sub>pi</sub>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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	不能偿还债务

## 权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。