

信用等级公告

联合[2016] 217 号

联合资信评估有限公司通过对 2016 年南通市港闸区棚户区改造项目收益债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

2016 年南通市港闸区棚户区改造项目
收益债券的信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年六月六日



2016 年南通市港闸区棚户区改造 项目收益债券信用评级报告

评级结果:

本期债券信用等级: AA

评级时间: 2016 年 6 月 6 日

项目收益债概要

项目收益债名称	2016 年南通市港闸区棚户区改造项目收益债券
募集资金规模	15 亿元
发行期限	5 年
还本付息方式	每年付息一次, 并同时设置本金提前偿还条款, 在本期债券存续期的第 3、4、5 年年末, 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, 最后三年利息随本金的兑付一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息, 本金自兑付日起不另计利息。
信用增级	南通市崇川城市建设投资有限公司作为本期债券的差额补偿人, 当本期债券募投项目收入无法覆盖债券本息时, 将由其承担差额补足义务。
发行人	南通市港闸区国有资产经营总公司
项目实施主体	南通市城镇房地产开发公司

分析师

常楚笛 黄海伦

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对 “2016 年南通市港闸区棚户区改造项目收益债券” (以下简称 “本期债券”) 的评级, 反映了募投项目对当地发展的支持, 同时本期债券募集资金封闭管理, 项目收益流入流出均有严格监管, 信息披露要求严格, 可有效防范本期债券的操作风险。但联合资信也关注到, 本期债券募投项目目前仍处于建设前期, 预期收益可能会受到项目建设或实际销售情况波动影响; 且在项目建设阶段, 项目实施主体自身并不产生收益, 利息偿还对外部支持依赖程度较高。

本期债券偿债来源主要为募投项目自身收益, 根据预测, 本期债券存续期内的项目收益现金流入量对债券本息偿还覆盖程度较高。同时, 本期债券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本期债券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。

优势

1. 本期债券设置了差额补偿机制, 差额补偿人崇川城建对本期债券的偿还承担连带责任。
2. 本期债券募集资金封闭管理, 项目收益流入流出均有严格监管, 信息披露要求严格, 可有效防范本期债券的操作风险。

关注

1. 募投项目建设过程中的施工进度、建设资金的筹措等因素对项目如期完工影响较大。

2. 在项目建设阶段，项目实施主体自身并不产生收益，利息偿还对外部支持依赖程度较高。
3. 本期债券发行规模较大，且条款设置可能存在支付压力。现金流预测与债券偿还具有一定不匹配性。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与南通市港闸区国有资产经营总公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与南通市港闸区国有资产经营总公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评估人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因南通市港闸区国有资产经营总公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本评级报告引用的相关的资料主要由南通市港闸区国有资产经营总公司相关当事方提供，联合资信不保证所引用资料的真实性和完整性。

六、“2016 年南通市港闸区棚户区改造项目收益债券”信用等级自本债券成立之日起至到期日有效；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。

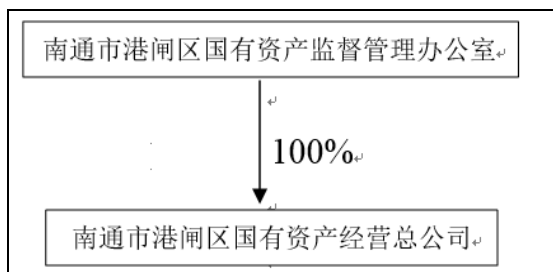
一、本期债券概况

1. 基本概况

南通市港闸区国有资产经营总公司（以下简称“公司”或“南通港闸”）为本期债券发行人，南通市城镇房地产开发公司（以下简称“项目实施主体”或“南通城镇房开”）负责 R11021 地块棚户区改造安置房项目建设。2016 年南通市港闸区棚户区改造项目收益债券（以下简称“本期债券”），募集资金 15 亿元，发行期限为 5 年，募集资金全部用于 R11021 地块棚户区改造安置房项目（以下简称“募投项目”或“棚改项目”）建设。

本期债券还本付息方式为每年付息一次，并同时设置本金提前偿还条款，在本期债券存续期的第 3、4、5 年年末，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，最后三年利息随本金的兑付一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。

图 1 南通港闸股权结构图



资料来源：南通港闸提供

本期债券设置了差额补偿机制，在差额补偿协议正常履行的情况下差额补偿责任包括崇川城建为本期债券的差额补偿人，为南通港闸的项目建设期间提供财务支持，并对本期债券的差额补偿承担连带责任；当债券存续期内每期偿债资金专户内账户余额不足以支付本期债券当期本息时；当南通港闸预计履行受让义务存在困难，并向崇川城建发出差额补偿的申请时，差额补偿人按《2015 年南通市港闸区棚户区改造项目收益债券本息偿还差额补偿协议》（以下简称“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。

2. 本期债券基本要素

本期债券参与各方如下表所示：

表 1 本期债券基本要素

	名 称	内 容
1	项目收益债名称	2016 年南通市港闸区棚户区改造项目收益债券
2	发行主体	南通市港闸区国有资产经营总公司
3	募投项目	R11021 地块棚户区改造安置房项目
4	募集规模	15 亿元
5	期限	5 年
6	还本付息方式	每年付息一次，并同时设置本金提前偿还条款，在本期债券存续期的第 3、4、5 年年末，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，最后三年利息随本金的兑付一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。
7	信用增级	南通市崇川城市建设投资有限公司作为本期债券的差额补偿人，当本期债券募投项目收入无法覆盖债券本息时，将由其承担差额补足义务
8	流动性支持	本期债券存续期内，当发行人对本期债券本息偿付发生临时资金流动性不足时，在不违反国内法律、法规和内部信贷政策等规章制度允许的前提下，经评审合格并报有权审批机构审批同意后，中信银行南通分行承诺在发行人提出申请后的 10 个工作日内给予发行人不超过 15 亿元人民币的流动性支持贷款，上述流动性支持贷款最晚不晚于付息日或者兑付日 3 个工作日前。
9	主承销商/债权人代理人	东北证券股份有限公司
10	托管人	中央国债登记结算有限责任公司、中国证券登记结算有限责任公司上海分公司
11	监管人	中信银行股份有限公司南通分行
12	项目可行性研究报告编制单位	南通市市政工程设计院有限责任公司
13	法律顾问	北京市大成（南通）律师事务所
14	信用评级	联合资信评估有限公司

资料来源：联合资信整理

3. 本期债券概况

（1）募集资金现金流

本期债券以簿记建档、集中配售的方式，通过承销团成员设置的发行网点向机构投资者（国家法律、法规另有规定的除外）公开发售。本期债券的募集资金将划入南通港闸开立的募集资金使用专户，该账户由监管银行监

管，资金划出必须依照《南通市港闸区棚户区改造项目收益债券募集说明书》（以下简称“募集说明书”）约定用途，即用于南通市港闸区R11021地块棚户区改造项目的投资建设。

（2）偿债资金现金流

本期债券还本付息的首要资金来源是港闸区R11021地块棚户区改造项目的运营收入，项目的运营收入将全部划入项目收益归集专户，该账户由监管银行监管。南通港闸应将全部项目收入从归集专户向偿债资金专户划转，作为债券偿债准备金。偿债准备金以待偿付的全部本息为限，划转次数和具体时点可由发行人、债权人代理人及监管银行根据项目收益实现特点约定，原则上每个计息年度不少于两次。

崇川城建是本期债券的差额补偿人，本期债券存续期内，若在债券每一年付息日/兑付日前第20个工作日，偿债资金专户中的余额不足以支付当年应付本金及利息，监管银行应通知差额补偿人，差额补偿人应在付息日/兑付日15个工作日前补足偿债资金专户余额与本期债券当期本息的差额部分。

二、行业及区域环境分析

1. 中国城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要物质基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地城建资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

地方政府基础设施建设融资平台被明确为代表国家或地方政府专业从事基础设施投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数融资平台已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的融资平台面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

（2）行业政策

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012年12月24日四部委联合下发了财预【2012】463号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政

府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号，以下简称《351

号文》），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发【2015】40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2015 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年 43 号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济概况

南通作为中国首批对外开放的沿海港口城市，近年来南通的经济建设和社会发展取得

了长足发展。

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

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

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

（2）港闸区

区域概况

港闸区位于长江入海口北岸，南通市区中部。南枕长江，与上海、苏州隔江相望，北临广袤的苏北平原，是南通市集先进制造业、现代服务业、新兴产业为一体的重要城市组团。总面积134.23平方公里，拥有10公里长江岸线，天生港港区是南通港的上游重要组成港区。现辖一个省级经济开发区（港闸经济开发区），唐闸镇街道、秦灶街道、幸福街道、陈桥街道和共60个村（社区），常住人口27.8万元，其中户籍人口19.04万人。

港闸区地理位置优越，交通快捷。现已形成以高等级公路和铁路为主骨架，水、陆、空、铁四位一体，内敛外延，四通八达的交通网络。设有宁通、通启、沿海高速公路入口处三个；已投入运营的新长铁路在港闸区设站而过，北与素有“欧亚大陆桥”之称的陇海铁路大动脉

紧密相连；开通国内主要大中城市航线的民航南通机场傍区而设。区内形成“三横五纵”道路框架，近年来港闸充分利用交通资源，打造火车站北物流园，发展现代城市物流基地。

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

区域经济

2013~2015年，港闸区地区生产总值持续稳定增长。2015年港闸区完成地区生产总值308.03亿元，同比增长9.7%。从产业结构来看，港闸区产业结构以第二产业和第三产业为主。2015年港闸区第一产业实现增加值1.92亿元，同比下降7.1%；第二产业实现增加值178.01亿元，同比增长9.8%；其中工业增加值148.99亿元，同比增长9.3%；第三产业实现增加值128.10亿元，同比增长9.8%。第一、二、三产业结构比为0.6:57.8:41.6。

表2 港闸区2013~2015年区域经济发展情况

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

资料来源：港闸区统计局网站 www.ntgz.gov.cn

财政实力

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

伴随着港闸区经济的快速发展，其财政实力也快速增强。2013~2015年全区可控财力快

速增长。2015年港闸区可控财力108.76亿元，同比增长18.63%，主要系一般预算收入及基金收入增长所致。

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

港闸区基金收入主要为土地出让金，2013~2015年，港闸区基金收入快速增长，年

均复合增幅33.63%；2015年基金收入为51.00亿元，同比增长23.85%。

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

表3 2013~2015年港闸区财力情况表（单位：亿元）

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

资料来源：港闸区财政局

地方政府债务

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

截至2015年底，港闸区地方政府债务率37.28%，债务水平适宜。

表4 港闸区地方政府债务余额及综合财力统计表（单位：亿元、%）

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

(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	12.00		
8、粮食企业亏损挂账			
9、向单位、个人借款			
10、拖欠工资和工程款			
11、其他			
(二) 担保债务余额			
1、政府担保的外国政府贷款			
2、政府担保的国际金融组织贷款			
3、政府担保的国内金融机构借款			
4、政府担保的融资平台债券融资			
5、政府担保向单位、个人借款			
6、其他			
地方政府债务余额= (一) + (二) *50%	40.55	地方综合财力= (一) + (二) + (三) + (四)	108.76
债务率= (地方政府债务余额 ÷ 地方综合财力) *100%	37.28		

资料来源：港闸区财政局

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

三、本期债券项目情况

1. 项目发行人、实施主体

本项目实施主体为南通市城镇房地产开发公司，系南通市港闸区国有资产经营总公司全资子公司。南通港闸前身为南通市港闸区城市建设开发总公司，系依据南通市港闸区政府“港闸政[2002]60号”文由南通市港闸区国有资产管理局（现南通市港闸区国有资产监督管理办公室）出资设立的国有独资公司。2011年5月，公司名称更为现名。截至2015年底，公司注册资本5000万元，南通市港闸区人民政府为公司实际控制人。

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

目前南通港闸设有综合管理部、产权管理部、审计监管部、投资发展部、财务管理部5个职能部门，下辖3家二级子公司。

截至2015年底，公司资产总额318.05

亿元，所有者权益合计113.15亿元。2015年公司实现营业收入18.95亿元，利润总额1.36亿元。

南通港闸注册地址：南通市城港路18号；法定代表人：孙磊磊。

2. 项目概况

本期债券的募投项目为R11021地块棚户区改造安置房项目。

R11021地块位于港闸区永和路南侧、江通路西侧，主要建设内容包括住宅及地下工程。该地块土地使用权面积139485平方米，预计建成后总建筑面积360800平方米，住宅约334178平方米。商业配套用房18600平方米，公共服务配套设施建筑面积约8022平方米（包括幼儿园4000平方米、文化活动站600平方米、社区服务中心500平方米、居委会600平方米、物业管理用房2182平方米、公厕60平方米、治安联防站（含门卫）80平方米）。地下室面积184322平方米（包括普通157022平方米、人防27300平方米）。

3. 项目建设风险

项目必要性

棚户区改造是重大的民生工程和发展工程。为进一步加大棚户区改造力度，让更多困难群众的住房条件早日得到改善，同时，有效拉动投资、消费需求，带动相关产业发展，推

进以人为核心的新型城镇化建设,发挥助推经济实现持续健康发展和民生不断改善的积极效应,国务院于2013年发布了《国务院关于加强棚户区改造工作的意见》,提出2013年至2017年改造各类棚户区1000万户的目标,使居民住房条件明显改善,基础设施和公共服务设施建设水平不断提高。

a.推进棚户区改造是全面建设小康社会的客观要求

经过20多年的改革开放,中国人民生活总体上达到小康水平,但中国的小康是低水平的、不平衡的、不全面的。住房制度改革以来,房地产开发发展迅速,人民群众的居住环境和条件不断改善。但是棚户区居民绝大多数都是低收入困难群体,他们面临着就业、住房等多重困难,尤其是改善居住条件的愿望十分强烈。加快实施棚户区改造,能够帮助困难群众改善住房条件,从而增强社会凝聚力,促进社会和谐稳定,全面建设小康社会的目标才能够如期实现。

b.棚户区改造是推进城市化进程的必然选择

中国已进入城市建设新的发展阶段,工业化和城市化进程加快,消费结构、产业结构全面升级。棚户区都是平房,土地利用率很低,通过棚户区改造可大大提高建筑容积率,提高了土地使用价值,不仅可以盘活存量土地,为城市开发建设提供空间载体,还能提高土地利用率,节约土地资源。同时,棚户区改造不仅改善了居民居住环境,而且改善了城市基础设施条件,完善了城市功能,提升了城市的形象和品位,加快城市化进程。改造棚户区空间,促进工业化与城市化互动发展格局形成,对带动各功能片区有机协调发展十分有利。棚户区改造还能够拉动投资、消费需求,带动相关产业发展,推进以人为核心的新型城市化建设,破解城市二元结构,提高城市化质量。

c.棚户区改造是落实宏观经济调控的有效途径

棚户区改造除解决了棚户区居民的住房环境外,还增加了土地和住宅供给,缓解了房价上涨压力。另外,棚户区改造还能带动建筑业、建材业等相关产业发展,为调整产业结构、扩大内需也做出了积极的贡献。随着城区配套设施配套逐渐完整,投资环境不断改善,为其进一步发展提供了良好的发展条件。招商引资的加快,工业区发展迅速,从而刺激了整个居住、办公及商务业态等的发展。大规模实施棚户区改造,可以接续形成新的经济增长点,能够同步发挥助推经济实现持续健康发展和民生不断改善的积极效应。

项目合规性

本募投项目项目已完成必要的审批程序,具体审核情况如下表所示:

项目批文及相关证件	批准文号及编号	发证机关
市发改委关于南通市城镇房地产开发公司 R11021 地块建设项目的核准通知	通发改投资[2011]241 号	南通市发展和改革委员会
关于《南通市城镇房地产开发公司 R11021 地块居住(棚户区改造安置房)项目环境影响报告书》的批复	通环管[2011]101 号	南通市环保局
关于南通市城镇房地产开发公司 R11021、R11085 及 R11031 地块的情况说明	-----	南通市住房保障和房产管理局
土地使用证	苏通国用(2011)第 0208053 号	南通市国土资源局
建设用地规划许可证	地字第 320600201110105 号	南通市规划局
建设工程规划许可证	NTF2012 0010 号	南通市规划局
	NTF2012 0060 号	
建设工程施工许可证	320600020120116 号	南通市城乡建设局
	320600020120056 号	

四、本期债券收益预测

1. 项目收益预测

本项目收益债收益预测依据2015年7月南通新天会计师事务所有限公司出具的关于对南通市港闸区R11021号地块棚户区改造项目预期经济效益及现金流的测算分析报告》(以下简称“测算报告”)。

本项目工程建设期2年,总投资24亿元。

总营业收入构成

本募投项目的收入主要由销售收入和财政专项补贴资金构成。

项目销售收入主要由棚户区改造安置住宅销售收入、配套商品房销售收入、商业配套用房销售收入以及车位销售收入组成。根据《市政府关于贯彻实施〈国有土地上房屋征收与补偿条例〉的若干意见》（通政发[2011]71号）的规定，被征收人自愿选择低价位商品房进行产权调换，其补偿标准及程序按《市政府印发关于市区低价位普通住宅商品房管理的若干规定的通知》（通政发[2004]5号）、《市政府关于加快市区拆迁安置房建设的意见》（通政发[2008]75号）和《南通市低价位普通住宅商品房价格管理规范》等文件执行，经南通市物价局与市住房保障和房产管理局及港闸区政府会商，对安置房按照限定价1700元/m²出售，相近面积套型超出合法拆迁面积在规定范围内的核定价格为2500元/m²。根据居民拆迁与安置情况，本次募投项目安置房销售收入可分为两部分：一部分为拆迁户等面积住宅置换部分，另一部分为超面积住宅销售部分，分别按照1700元/m²和2500元/m²出售，可获得安置房销售总收入46845.60万元；募投项目（R11021地块）除包括有214888.0平方米的棚户区改造安置住宅，还配有117932.32平方米的商品住宅，按照项目所在地的普通商品房销售价格6500元/平方米估算，扣除安置房销售收

入后，将实现商品房销售收入76656万元；募投项目共有18600平方米的商业配套用房，按照本地区商业用房10600元/平方米的价格进行保守计算，将实现销售收入19716万元；募投项目共建设地上车位484个，计划出售242个；地下车位3152个，计划出售约1576个。参考本地区车位成交均价，按照地上车位40000元/个、地下车位60000元/个的单价估算，共将实现车位销售收入10424万元。综合考虑以上棚户区改造安置住宅销售收入、配套商品房销售收入、商业配套用房销售收入和车位销售收入，募投项目共可产生153641.6万元的销售收入。

为了保障本棚户区改造安居工程的顺利实施，根据港闸区财政局的实际补助情况，预计本项目还将获得财政补贴资金15亿元。

现金流预测

募投项目按销售收入的5.5%计提营业税金及附加，增值税按住宅部分2%、商业部分4%的比例计提，棚改项目政府补贴资金可全额用于还本付息。项目销售期间，按照销售收入的0.1%估算经营成本，其中包括项目的物业销售、财务管理等费用。根据测算报告，项目在债券存续期内的现金流和本息保障情况详见下表，扣除项目建设投资、各项税费及运营成本后，剩余净现金流量为51779.0万元，项目回款足以覆盖项目建设总成本，项目内部报酬率为8.24%。

表5 本期募投项目现金流量预测表（单位：万元）

项目	合计	建设期		销售期		
		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
项目收入						
现金流入	303641.6	-	-	102951.2	102951.2	97739.2
销售收入	153641.6	-	-	52951.2	52951.2	47739.2
其中：安置房	46845.6	-	-	15615.2	15615.2	15615.2
配套商品房	76656.0	-	-	25552.0	25552.0	25552.0
商业配套用房	19716.0	-	-	6572.0	6572.0	6572.0
车位	10424.0	-	-	5212.0	5212.0	-
专项补贴	150000.0	-	-	50000.0	50000.0	50000.0
现金流出（万元）	251862.6	120000.0	120000.0	4051.5	4051.5	3759.6
建设投资	240000.0	120000.0	120000.0	-	-	-
营业税金及附加	8450.3	-	-	2912.3	2912.3	2625.7
增值税	3258.7	-	-	1086.2	1086.2	1086.2
经营成本	153.6	-	-	53.0	53.0	47.7

净现金流量(万元)	51779.0	-120000.0	-120000.0	98899.7	98899.7	93979.6
-----------	---------	-----------	-----------	---------	---------	---------

资料来源：联合资信根据《关于对南通市港闸区R11021号地块棚户区改造项目预期经济效益及现金流的测算分析报告》整理

注：项目销售期产生现金流时间与偿还本息时间存在不匹配性。

2.项目收益对本期债券偿还能力

本期债券还本付息的资金来源主要是募投项目的运营收入，根据可研报告，建设期为2016年~2017年，2017年底募投项目将建成，届时能够为南通港闸带来稳定的现金流。

本期债券发行期限为5年，若于2016年发行，应2017年开始偿还利息，2019~2021年还本，以票面利率8%来测算，本期债券需偿还的本息合计为19.92亿元。

(1) 存续期内现金流总额保障分析

根据可研报告测算，本期债券发行期间项目累计经营现金流入量和合计现金流量净额分别是30.36亿元和5.18亿元，对本期债券本息合计偿还倍数分别是1.52倍和0.26倍，本期债券存续期内经营活动现金流入量对本期债券本息偿还覆盖程度尚可，对外部的差额补偿有一定的依赖。

(2) 存续期内现金流分期保障分析

根据测算报告，2018年本期募投项目建成，2018至2020年现金流入量分别为10.30亿元、10.30亿元和9.77亿元，净现金流量分别为9.89亿元、9.89亿元和9.40亿元。按票面利率8%测算，2017至2021年应偿还利息或本息金额分别为1.20亿元、1.20亿元、5.70亿元、5.34亿元和6.48亿元，2018至2020年现金流入量对当年应偿还利息或本息金额保障倍数分别为8.58倍、1.81倍和1.83倍；净现金流量对当年应偿还利息或本息金额保障倍数为8.24倍、1.74倍和1.76倍。整体看，现金流入量和净现金流量对当年应偿还的利息或本息金额保障程度较高。由于项目产生现金流时间与偿还本息时间存在不匹配性，对2021年的本息偿还可能需要依靠差额补偿人提供财务支持。

另外，在差额补偿协议履行的情况下，崇川城建对本期债券偿还承担连带责任。本期债券设置了项目收入归集专户和偿债资金专户，

且该项目收入归集账户为本期债券的唯一项目收入归集账户。项目收入归集账户是用于接收项目运营期间收入的专项账户，并按照约定向偿债资金账户划转当年应付本息金额和偿债准备金。项目当年收入扣除当年还本付息资金后仍有剩余的，应向偿债资金账户划转偿债准备金。偿债准备金的金额上限为待偿付本息金额之和，在偿债备用金未突破上限时，收入归集账户内的募投项目形成的收入只能用于向偿债资金账户划转形成偿债备用金。以上措施能第一时间保障本期债券的本息偿还。

项目建设期间，项目实施主体自身并不产生收益，利息偿还对外部支持依赖程度较高。2016、2017年本期募投项目尚在建设期，2017年需偿付利息1.20亿元，根据《2015年南通市港闸区棚户区改造项目收益债券本息偿还差额补偿协议》的约定，南通市崇川城市建设投资有限公司为本期债券的差额补偿人，为南通港闸的项目建设期间提供财务支持，并对本期债券的差额补偿承担连带责任。2015年崇川城建主营业务收入、经营现金流入量分别为32.20亿元、92.85亿元，分别是2017年需偿付利息的77.38倍。崇川城建收入主要来源于安置房销售及拆迁项目分成等业务，其主要负责南通市崇川区的基础设施建设业务，未来收入有望持续增长，对2017年应付利息的偿还能力较强。

总体看，预计本期募投项目内部收益率较高，未来现金流入量对本期债券本息偿还保障能力较好。但联合资信关注到，建设投资及未来收入实现情况等因素的变化对项目收益的影响较大；同时建设期内，项目自身无现金流入，对建设期利息保证程度低。

五、增信措施

为了保证按时偿还本期债券到期本金和

利息，崇川城建同意为本期债券到期本金和利息的偿还承担差额补偿责任。

1. 差额补偿协议

依据《中华人民共和国合同法》等法律、法规和规章制度的规定，经友好协商，就本期债券到期本金和利息的偿还以及受让投资者定向转让的债券所需资金差额补偿事宜达成《2015年南通市港闸区棚户区改造项目收益债券本息偿还差额补偿协议》，协议中明确约定崇川城建为本期债券的差额补偿人，为南通港闸的项目建设期间提供财务支持，并对本期债券的差额补偿承担连带责任，当南通港闸、崇川城建未按本协议约定的时间及方式完全履行本期债券的偿还责任及补偿责任时，债权人可以要求南通港闸、崇川城建中任一方或多方履行本期债券的偿还责任；当债券存续期内每期偿债资金专户内账户余额不足以支付本期债券当期本息时；当南通港闸预计履行受让义务存在困难，并向崇川城建发出差额补偿的申请时，差额补偿人按协议第四条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。

在差额补偿责任的履行方面，若在每期付息/兑付日前第20个工作日（T-20日），偿债资金专户余额不足以支付本期债券当期本息时；若在行权日前至少第20个工作日预计履行受让义务存在困难时，南通港闸应书面通知崇川城建，崇川城建应在差额补偿人应在付息日/兑付日15个工作日前补足偿债资金专户余额与本期债券当期本息的差额部分。

2. 差额补偿人

崇川城建概况

崇川城建系根据南通市崇川区人民政府“崇川政发[2005]17号”文批准，由南通市崇川区财政局（以下简称“崇川财政”）、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”）共同出资成立的国有公司，初始注册资本为11800万元，其中崇川财政出资10856万元，狼山开发公司出资944万元。2009年6月，经崇川城建股东会议决议通过，同意中融国际信托有限公司以信托资金阶段性对公司进行增资扩股，投入货币资金46449.61万元，出资期限为3年。2012年6月，根据中融国际信托有限公司与崇川财政签署的《股权转让协议》，崇川财政以46449.61万元的价格受让中融国际信托有限公司持有的崇川城建全部股权，并完成了工商登记变更。截至2015年底，公司注册资本为58249.61万元，崇川财政持有公司股权比例达到98.38%，实际出资额57305.61万元，狼山开发公司持股比例为1.62%，实际出资944万元。崇川城建实际控制人为崇川区人民政府。

崇川城建经营范围包括：房地产开发（凭资质证书经营）；城区开发建设，基础设施建设，公益事业投资；物业管理，国内交易（以上项目涉及国家专项审批的，需办理专线审批后方可经营）。

目前崇川城建设有资金运营部、投资发展部、工程管理部、计划财务部以及综合部5个职能部。2015年，因崇川城建对原合并范围内子公司南通天山置业有限公司及南通天乐资产管理有限公司持股比例减少，故不再纳入合并范围。截至2015年底，崇川城建下辖9家二级子公司，分别为南通天一置业有限公司（简称“天一置业”）、南通市天一水利建设有限公司（简称“天一水利”）、南通市阳光农业开发有限公司（简称“阳光农业”）、南通市崇信建设有限公司（简称“崇信建设”）、南通市崇川国有资产运营有限公司（简称“崇川国资”）、南通天泰置业有限公司（简称“天泰置业”）、南通市景天危房旧城改造有限公司（简称“景天危改公司”）、南通崇川经济开发区总公司（简称“崇川经开总公司”）、南通天锦色织印集团有限公司（简称“天锦织印集团”）。

截至2015年底，崇川城建资产总额

290.60 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）95.05 亿元。2015 年崇川城建实现主营业务收入 32.20 亿元，利润总额 1.40 亿元。

经联合资信评估有限公司评定，崇川城建主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定。

崇川城建对本期债券的偿还能力

2013~2015 年崇川城建经营活动现金流入量分别为 61.94 亿元、67.75 亿元和 92.85 亿元，分别是本期债券 15 亿元的 4.13 倍、4.52 倍和 6.19 倍，覆盖能力较强。

崇川城建作为本期债券的差额补偿人，当债券存续期内每期偿债资金专户内账户余额不足以支付本期债券当期本息时；当南通港闸预计履行受让义务存在困难，并向崇川城建发出差额补偿的申请时，差额补偿人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。

总体看，本期债券设置了差额补偿机制，差额补偿人对本期债券的偿还承担连带责任。

六、资金监管

1. 账户设置

为了明确本期债券募集资金账户的监管、资金的划转及具体划付程序并保证本期债券按时足额还本付息，南通港闸将在中信银行股份有限公司南通分行（以下简称“中信银行南通分行”）营业机构开立偿债资金账户、收入归集账户、募集资金账户；偿债资金账户用于本期债券偿债资金的本金兑付和支付债券利息，收入归集账户用于归集募投项目运营产生的收入，募集资金账户用于本期债券募集资金的接受、存储及划转。同时南通港闸与中信银行南通分行签署了《2015年南通市港闸区棚户区改造项目收益债券账户监管协议》（以下简称“《账户监管协议》”），委托监管人对上述账户进行监管。

募集资金使用账户，专门用于存放南通港

闸发行本期债券所募集的资金，且南通港闸不得在募集资金账户设定任何权利限制。南通港闸在中信银行南通分行营业机构开设唯一的募集资金账户，且该募集资金账户为本期债券的唯一募集资金账户，中信银行南通分行负责监督南通港闸按照本期债券最终核准的用途进行使用；南通港闸依法已经履行募集资金用途变更手续者除外。

项目收入归集账户，专门用于接收本期债券募投项目形成的所有收入，收入归集账户内的资金专项用于向偿债资金账户划转偿债金形成偿债备用金，在偿债备用金总额没有超过待偿付债券本息之和时，收入归集账户资金只能用于向偿债资金账户划款形成偿债备用金。

偿债资金账户，为本期债券的唯一偿债资金账户，本期债券募集资金投资项目未来带来的收益及南通港闸日常经营所产生的收入、差额补偿人根据《2015年南通市港闸区棚户区改造项目收益债券本息偿还差额补偿协议》的约定补足的金额等按照《募集说明书》中应属于偿还本期债券的全部资金。偿债资金账户内的资金专项用于本期债券的本金兑付和支付债券利息。

根据《2015年南通市港闸区棚户区改造项目收益债券账户监管协议》，项目收入归集账户接收到本期债券募投项目所产生的收入后，南通港闸应在每个计息年度内分两次转入偿债资金账户形成偿债准备金，其中于本期债券还本付息日（T日）前第20个工作日（即T-20日）和本期债券还本付息日（T日）前6个月的工作日（若为休息日顺延至下一个工作日）分两次划转；偿债资金账户内的临时闲置的偿债资金，只能用于银行存款、国债、地方政府债、金融债、政府支持债券等流动性好、低风险保本性投资，并在付息或兑付日前5个工作日全部转化为活期存款，南通港闸保证前述投资的真实性并承担由此导致的一切责任，且应在本期债券发行之后三个月将偿债资金专户资金的投资情况告知债权代理人，此后每半年向债

权代理人告知投资情况。南通港闸不得在偿债资金账户设定任何权利限制。

上述账户的设立明确了项目资金流转的机制，为本期债券的还本付息提供了制度保障。

2. 监管责任

中信银行南通分行主要负责确保募集资金使用账户、项目收入归集账户和偿债资金专户中资金的独立和安全以及持续、有效的使用。

在本期债券还本付息日（T日）前20个工作日（即T-20日），如监管银行确认偿债资金账户的资金足够支付当期债券本息，则于当日向南通港闸报告。在T-20日，如偿债资金账户内没有足够的资金用于支付当期债券本息，监管银行应于当日通知南通港闸要求补足。在T-5日，如南通港闸仍未补足用于支付当期债券本息的资金，监管银行即在后3个工作日（T-2）再次通知南通港闸。当偿债资金专户不足以偿付本期债券当期本息的情形发生时，南通港闸应当立即或不得迟于知悉相关事件之日起20个工作日内以通讯、传真、公告或其他有效方式通知崇川城建，同时抄送通知中信银行南通分行。

中信银行南通分行对整个差额补偿过程负有监督义务。当南通港闸书面通知崇川城建需要履行差额补偿责任并抄送通知中信银行南通分行后，中信银行南通分行每隔2个工作日以通讯、传真、公告或其他有效方式通知崇川城建直到收到足额的差额补偿资金；收到每笔差额补偿资金后，中信银行南通分行有义务计算差额补偿金是否足额，根据到账资金情况，当日下班之前向南通港闸以通讯、传真、公告或其他有效方式发出通知；在每期付息/兑付日前第20个工作日（T-20日），中信银行南通分行有义务计算偿债账户资金是否能够满足本息偿付，差额部分以通讯、传真、公告或其他有效方式当日发出通知。

3. 资金监管人

中信银行股份有限公司（以下简称“中信银行”）成立于1987年，是国内主要的全国性股份制商业银行之一。2007年，中信银行引入战略投资者西班牙对外银行（以下简称“BBVA”）并实现在上海交易所和香港联合交易所同步上市。2011年，中信集团发起设立中信股份有限公司（以下简称“中信股份”），并将所持中信银行的股份转让注入中信股份。2013年10月，中信股份受让BBVA持有中信银行5.10%的股份。2014年，中信股份更名为中国中信有限公司。截至2014年末，中信银行股本总额为467.87亿元，前五大股东分别为中国中信有限公司、香港中央结算（代理人）有限公司、全国社会保障基金理事会转持三户、中国建设银行和中国中投证券有限责任公司客户信用交易担保证券账户。

中信银行业务经营范围：吸收公众存款；发放短期、中期和长期贷款；办理国内外结算；办理票据承兑与贴现；发行金融债券；代理发行、代理兑付、承销政府债券；买卖政府债券、金融债券；从事同业拆借；买卖、代理买卖外汇；从事银行卡业务；提供信用证服务及担保；代理收付款项；提供保管箱服务；结汇、售汇业务；代理开放式基金业务；办理黄金业务；开展证券投资基金、企业年金基金、保险资金、合格境外机构投资者托管业务；经国务院银行业监督管理机构批准的其他业务；保险兼业代理业务（有效期至2017年09月08日）。

截至2014年末，中信银行在境内121个大中城市共设立机构网点1230家，其中一级（直属）分行40家、二级分行76家，异地支行8家，其他营业网点1106家；拥有1家境内子公司-浙江临安中信村镇银行股份有限公司；2家境外子公司-中信国际金融控股有限公司和振华国际财务有限公司；在职员工5.07万余人。

截至2014年末，中信银行资产总额41388.15亿元，其中贷款净额21363.32亿元；

负债总额 38714.69 亿元，其中客户存款余额 28495.74 亿元；股东权益 2673.46 亿元；不良贷款率 1.30%，拨备覆盖率 181.26%；按照新的《商业银行资本管理办法（试行）》口径计算，资本充足率为 12.33%，一级资本充足率为 8.99%，核心一级资本充足率均为 8.93%；2014 年，中信银行实现营业收入 1247.16 亿元，净利润 414.54 亿元。

总体看，中信银行资产规模较大、内控制度水平高，作为资金监管人，本期债券的资金流转能得到有效的监管。

4. 信息披露机制

在出现应急事件时，南通港闸将主动与主承销商、评级机构、监管机构、媒体等方面及时沟通，并通过指定媒体披露该事件。应急事件发生时的信息披露工作包括：

（1）跟踪事态发展进程，协助主承销商发布有关声明；

（2）听取监管机构意见，按照监管机构要求做好有关信息披露工作；

（3）主动与评级机构互通情况，督促评级机构做好跟踪评级，并及时披露评级信息；

（4）适时与主承销商联系发布关于应急事件的处置方案，包括信用增级措施、提前偿还计划以及持有人会议决议等；

（5）适时与主承销商联系发布关于应急事件的其他有关声明。

总体看，本期债券募集资金封闭管理，项目收益流入流出均有严格监管，可有效防范本期债券的操作风险。

七、结论

本期债券募集资金封闭管理，项目收益流入流出均有严格监管，信息披露要求严格，可有效防范本期债券的操作风险。但联合资信也关注到，本期债券募投项目目前仍处于建设前期，预期收益可能会受项目建设或实际销售情况影响较大；且在项目建设阶段，项目实施主

体自身并不产生收益，利息偿还对外部支持依赖程度较高。

本期债券偿债来源主要为募投项目自身收益，本期债券存续期内的项目收益总额对债券本息偿还覆盖程度较高。同时，本期债券设置了差额补偿机制，南通港闸及差额补偿人（崇川城建）对本期债券的偿还承担连带责任。

总体看，本期债券到期不能偿还风险低。

附件 1 崇川城建财务概况

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	11.58	28.58	21.71
资产总额(亿元)	199.80	282.93	290.60
所有者权益（包含少数股东权益)(亿元)	92.30	93.63	95.05
短期债务(亿元)	15.29	56.88	61.55
长期债务(亿元)	22.35	21.19	50.59
全部债务(亿元)	37.63	78.07	112.13
主营业务收入(亿元)	24.69	20.50	32.20
利润总额(亿元)	1.33	1.54	1.40
EBITDA(亿元)	2.01	1.71	2.38
经营性净现金流(亿元)	0.41	0.51	0.11
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.01	0.76	1.04
存货周转次数(次)	0.37	0.20	0.27
总资产周转次数(次)	0.14	0.08	0.11
现金收入比(%)	88.47	83.96	88.00
主营业务利润率(%)	4.38	5.50	6.67
总资本收益率(%)	1.28	0.80	0.91
净资产收益率(%)	1.20	1.45	1.22
长期债务资本化比率(%)	19.49	18.46	34.73
全部债务资本化比率(%)	28.96	45.47	54.12
资产负债率(%)	53.80	66.91	67.29
流动比率(%)	184.09	141.08	167.04
速动比率(%)	96.32	77.76	93.34
经营现金流流动负债比(%)	0.48	0.30	0.07
全部债务/EBITDA(倍)	18.68	45.64	47.03

注：现金类资产中已剔除受限资金。

附件 2 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(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
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 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 3 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 2016 年南通市港闸区棚户区改造 项目收益债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

南通市港闸区国有资产经营总公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含公司及差额补偿人的相关资料）。南通市港闸区国有资产经营总公司或者差额补偿人如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，南通市港闸区国有资产经营总公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注南通市港闸区国有资产经营总公司和差额补偿人的经营管理状况及相关信息，如发现南通市港闸区国有资产经营总公司或差额补偿人出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如南通市港闸区国有资产经营总公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送重南通市港闸区国有资产经营总公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月六日

