信用评级公告

联合〔2022〕3964 号

联合资信评估股份有限公司通过对如东县开泰城建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，确定维持如东县开泰城建投资有限公司的主体长期信用等级为AA，“16如东棚改项目债”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

如东县开泰城建投资有限公司
2022 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
如东县开泰城建投资有限公司	AA	稳定	AA	稳定
如东县开泰城建投资有限公司：16 如东棚改项目债	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 如东棚改项目债	12.00 亿元	2.40 亿元	2023/01/08

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

评级时间：2022 年 6 月 28 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

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	3
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	4
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
外部支持				1

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

评级观点

如东县开泰城建投资有限公司（以下简称“公司”）是江苏省南通市如东县重要的城市基础设施投资建设主体。跟踪期内，如东县经济持续发展，地方一般公共预算收入稳步增长，公司债务负担有所减轻，并继续获得政府在资金注入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”）也关注到公司资产流动性较弱、对外担保规模大等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

“16 如东棚改项目债”由江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保公司”）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，江苏再担保公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其担保显著提升了“16 如东棚改项目债”的偿还安全性。“16 如东棚改项目债”设置了本金分期还款安排，可有效降低“16 如东棚改项目债”的集中偿付压力。

随着国家棚户区改造和城镇化的持续推进，公司作为如东县基建项目的主要参与主体，未来业务规模有望保持稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“16 如东棚改项目债”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **经营环境良好。**跟踪期内，如东县经济持续发展，地方一般公共预算收入稳步增长。2021 年如东县地区生产总值和一般公共预算收入分别为 1272.24 亿元和 68.50 亿元，分别同比增长 8.9%和 14.1%。
2. **持续得到外部支持。**公司作为如东县重要的城市基础设施投资建设主体，跟踪期内，持续在资金注入和财政补贴方面获得外部支持。
3. **外部担保有效提升债券的偿付安全性。**“16 如东棚改项目债”由江苏再担保公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了其到期偿还本息的安全性。

分析师：张丽　黄杨宇宸　李晓晓
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

关注

1. **资产流动性较弱。**2021 年底，公司资产中应收类款项、存货和投资性房地产合计占比达 86.83%，往来款对公司资金占用明显，基础设施建设工程变现受政府结算进度影响大，土地变现受土地市场行情等影响大，资产受限规模较大，公司整体资产流动性较弱，资产质量一般。

2. **公司对外担保规模大，存在或有负债风险。**截至 2021 年底，公司对外担保余额 92.99 亿元，担保比率为 37.03%。

3. **受项目建设投入和往来支出规模增加影响，2021 年公司经营活动现金流量净额大额净流出，为-53.07 亿元。**

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产(亿元)	42.80	58.88	44.80
资产总额(亿元)	341.74	478.04	494.29
所有者权益(亿元)	126.31	219.05	251.10
短期债务(亿元)	37.91	51.66	43.13
长期债务(亿元)	69.92	78.86	70.94
全部债务(亿元)	107.83	130.51	114.07
营业总收入(亿元)	11.88	27.67	18.30
利润总额(亿元)	8.01	2.05	2.86
EBITDA(亿元)	8.19	2.91	3.43
经营性净现金流(亿元)	4.64	2.32	-53.07
营业利润率(%)	9.59	4.89	8.15
净资产收益率(%)	4.88	0.75	0.95
资产负债率(%)	63.04	54.18	49.20
全部债务资本化比率(%)	46.05	37.34	31.24
流动比率(%)	191.06	214.55	241.09
经营现金流动负债比（%）	3.66	1.48	-35.00
现金短期债务比(倍)	1.13	1.14	1.04
EBITDA 利息倍数(倍)	1.26	0.44	0.82
全部债务/EBITDA(倍)	13.16	44.89	33.30
公司本部（母公司）			
项　目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额(亿元)	232.32	229.89	246.21
所有者权益(亿元)	84.69	94.25	109.56
全部债务(亿元)	46.23	40.70	34.30
营业总收入(亿元)	3.03	2.32	2.41
利润总额(亿元)	7.87	1.03	1.33
资产负债率(%)	63.55	59.00	55.50
全部债务资本化比率(%)	35.31	30.16	23.84
流动比率(%)	166.32	166.29	178.20
经营现金流动负债比(%)	1.73	2.45	-24.92

注：1. 长期应付款中有息部分调整至长期债务核算；2. 尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司提供审计报告整理

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16 如东棚改项目债	AAA	AA	稳定	2021/06/25	张丽 黄杨宇宸	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	阅读全文
16 如东棚改项目债	AAA	AA	稳定	2017/07/17	李海宸 何光美	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
16 如东棚改项目债	AA+	AA	稳定	2015/12/28	叶青 张宁	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文

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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受如东县开泰城建投资有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

如东县开泰城建投资有限公司
2022 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”）关于如东县开泰城建投资有限公司（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，公司注册资本、股权结构以及经营范围未发生变化。截至 2021 年底，公司注册资本和实收资本均为 10.00 亿元，如东县东泰社会发展投资有限责任公司（以下简称“东泰发投”）持有公司 100%股权，如东县投资管理办公室（以下简称“如东县投资办”）持有东泰发投 100%股权。

截至 2021 年底，公司资产总额 494.29 亿元，所有者权益 251.10 亿元（少数股东权益 46.36 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 18.30 亿元，利润总额 2.86 亿元。

公司注册地址：如东县掘港镇泰山路东侧长江路北侧；2022 年 2 月 16 日，公司法定代表人变更为张东锋。

三、跟踪债券概况及募集资金使用情况

截至2022年5月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，跟踪期内，公司已按时足额支付“16如东棚改项目债”当期应付本金及利息。

表 1　跟踪评级债券基本信息

（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
16 如东棚改项目债	12.00	2.40	2016/01/08	7 年

资料来源：联合资信整理

“16 如东棚改项目债”由江苏省信用再担保集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

“16 如东棚改项目债”募集资金 12.00 亿元，用于江苏省如东县 2013－2017 年棚户区改造项目（一期）（以下简称“募投项目”）。募投项目计划总投资 23.66 亿元，截至 2021 年底，该项目已完成投资 22.50 亿元（计入“存货－开发成本”），已使用募集资金 12.00 亿元。募投项目计划建设期是 2014－2017 年，实际上于 2016 年正式实施，建设进度有所滞后，募投项目已于 2020 年底完工。2021 年，募投项目实现销售收入 1.80 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回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速[1]（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，

[1]为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2　2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款

和企业债券净融资较上年同期分别多增4258亿元和4050亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022年一季度，全国一般公共预算收入6.20万亿元，同比增长8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入5.25万亿元，同比增长7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域环境分析

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。

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，但城投企业债务风险也随之快速上升。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并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范转型。

（2）行业监管与政策

2021 年以来，政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势，延续了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，城投企业融资政策整体收紧。

根据 2014 年《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号），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 年开始，国内经济下行压力加大，2020 年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，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。

2021 年，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全年重要工作，全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，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，城投企业融资政策整体收紧。2021 年 4 月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021 年 7 月，银保监发〔2021〕15 号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐债主体认定标准，承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022 年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022 年 4 月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。2022 年 5 月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时，政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022 年 5 月，财政部通报 8 个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例，再次强调了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

（3）行业发展

在“稳增长”背景下，城投企业作为地方政府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。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

目前，中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、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中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，中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，在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下，城投企业融资区域性分化仍将持续，政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022 年城投债兑付压力不减，部分地区城投债集中到期压力较大，需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

2. 区域经济环境

2021年，如东县经济持续发展，一般预算收入持续增长，公司面临良好的外部环境。

如东县隶属于南通市，地处江苏省东南部，南通市北部，长江三角洲北翼，总面积 1872 平方公里，海域面积 4758 平方公里。如东县下辖长沙镇、曹埠镇等 12 个镇和 3 个街道办事处。根据《2021 年如东县国民经济和社会发展统计公报》，截至 2021 年底，如东县常住人口 87.95 万人，较 2020 年底下降 0.08%，其中，城镇人口 51.86 万人，增长 1.23%，城镇化率 58.96%，比 2020 年底提高 0.76 个百分点。

如东县依托天然深水海港资源以及丰富的风能、太阳能等自然资源，着力实施“港口引领、创新驱动、城乡一体、可持续发展”四大战略，经济社会发展步入持续加速期，先后荣获“全国百家明星县”等称号，全县县域经济基本竞争力连续十八年跻身全国百强县（市）行列。根据 2021 年中国中小城市发展指数研究课题组发布的全国综合实力百强县市榜单，如东县排名第 40 名。

根据《2021 年如东县国民经济和社会发展统计公报》，2021 年，如东县地区生产总值（GDP）为 1272.24 亿元，按可比价格计算，较 2020 年增长 8.9%。2021 年，如东县第一产业增加值 96.04 亿元，增长 4.5%；第二产业增加值 632.78 亿元，增长 9.6%；第三产业增加值 543.42 亿元，增长 8.8%。三次产业结构为 7.5：49.7：42.7（尾差系四舍五入所致），产业结构有所优化。按常住人口计算，人均地区生产总值 144597 元，增长 10.5%。

2021 年，如东县固定资产投资同比增速为 6.4%。2021 年，如东县高新技术产业投资增长 28.5%，项目投资增长 5.0%。2021 年，如东县全年房地产开发投资 51.47 亿元，增长 20.4%；商品房施工面积 297.46 万平方米，下降 1.1%；商品房竣工面积 20.59 万平方米，下降 53.8%。

根据《如东县 2021 年财政预算执行情况和 2022 年财政预算（草案）的报告》，2021 年如东县一般公共预算收入为 68.50 亿元，较 2020 年增长 14.1%。其中，税收收入 56.40 亿元，增长 11.6%，占一般公共预算收入的比重为 82.3%。2021 年，如东县一般公共预算支出为 146.37 亿元，较 2020 年增长 8.6%；如东县财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%）为 46.80%。2021 年，如东县政府性基金收入为 147.26 亿元，同比增长 16.40%。2021 年底，如东县地方政府债务余额为 193.92 亿元。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化，为东泰发投的全资子公司。

2. 企业规模及竞争力

公司是如东县重要的城市基础设施投资建设主体，定位明确。如东县基础设施建设主体较多，公司资产规模在区域发债平台中处于中游水平。

如东县基础设施建设主体众多。如东县政

府国有资产监督管理办公室（以下简称“如东县国资办”）下属的基础设施建设主体主要包括如东锦恒城市投资集团有限公司（以下简称“锦恒集团”）、江苏东和投资集团有限公司（以下简称“东和集团”）和南通开元投资开发集团有限公司（以下简称“开元投资”）。根据如东县委办公室及如东县政府办公室印发的《关于加快全县国有企业转型发展的意见》（东办发〔2018〕46号文件）和《如东县住建局与县锦恒集团国有企业交接单》，原隶属于住建、交通、水务等部门的39家国有企业归入锦恒集团管理，东和集团主要负责国有资产管理和文旅卫生项目，开元投资主要负责如东经济开发区的基础设施建设、保障房建设运营等。东和集团的全资子公司如东县新天地投资发展有限公司（以下简称“如东新天地”）主要从事江苏省如东沿海经济开发区的基础设施建设和供水业务。

如东县投资办下属的基础设施建设主体主要包括东泰发投、如东县金鑫交通工程建设投资有限公司（以下简称“金鑫交投”）、如东县通泰投资集团有限公司（以下简称“通泰投资”）和如东金海岸投资开发集团有限公司（以下简称“金海岸投资”）。东泰发投下属的主要基础设施建设主体包括公司和江苏洋口港建设发展集团有限公司（以下简称“洋口港集团”）。

上述相关企业的定位和财务概况见下表：

表 3　截至 2021 年底如东县发债平台情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	主要职能	资产总额	所有者权益	营业总收入	全部债务	全部债务资本化比率（%）
东泰发投	如东县投资办	如东县土地整理开发、工程施工、项目管理、供水和港口业务	1200.24	542.94	58.05	487.84	47.33
公司	**东泰发投**	**主要从事如东县市政工程、水利基础设施及保障房建设**	**494.29**	**251.10**	**18.30**	**114.07**	**31.24**
洋口港集团	东泰发投	主要负责洋口港经济开发区的基础设施建设及运营	502.65	242.99	39.69	184.80	43.20
金鑫交投	如东县投资办	如东县交通基础设施建设、土地开发整理等	549.52	307.76	17.82	217.31	41.39
通泰投资	如东县投资办	如东高新区基础设施建设、安置房建设和园区开发	188.34	69.18	8.37	98.35	58.71
金海岸投资	如东县投资办	如东县外向型农业综合开发区范围内土地整理开发、工程施工、项目管理、港口经营、农业种植、水产养殖等业务	70.22	53.06	3.31	15.82	22.96
开元投资	如东县国资办	如东经济开发区基础设施建设、拆迁和保障房建设	145.77	67.28	7.59	70.35	51.11
如东新天地	东和集团	如东沿海经济开发区基础设施建设、供水和公租房运营	196.75	98.68	9.45	77.49	43.99

资料来源：联合资信根据公开资料整理

公司是如东县重要的城市基础设施投资建设主体，主要承担如东县市政工程、水利基础设施项目和保障性住房开发业务，职能定位明确，资产规模在区域发债平台中处于中游水平，债务负担适中。

3. 企业信用记录

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（统一社会信用代码：91320623748199611 2），截至 2022 年 4 月 22 日，公司（本部）无未结清不良及关注类信贷信息记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2022 年 5 月 27 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，公司董事长变更为张东锋。公司治理结构、管理体制和管理制度等方面无重大变化。

2022 年 4 月 8 日，公司发布《如东县开泰城建投资有限公司董事长发生变动的公告》（以下简称“公告”）。公告称，由于工作变动原因，

根据公司股东决定，免去潘瑜先生公司董事长兼法定代表人职务，委派张东锋先生为公司董事长兼法定代表人。

张东锋先生，中共党员，曾任如东县农机校副校长、栟茶镇副镇长、党委副书记、丰利镇党委副书记，2018 年起任锦恒集团党委委员、董事、副总经理，2021 年 12 月起至今任锦恒集团党委副书记、董事、总经理。现兼任公司董事长、法定代表人。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司收入来源仍以工程施工、房产销售和木材销售业务为主。2021年，毛利率水平低的木材销售收入规模下降，带动公司营业总收入有所下降，但综合毛利率明显上升。

2021年，公司营业总收入同比下降33.86%，主要系木材销售业务收入大幅下降所致；2021年，公司工程施工、土地开发整理、房产销售业务收入均小幅增加。

毛利率方面，2021年，公司综合毛利率同比上升4.14个百分点，主要系毛利率低的木材销售业务收入占比大幅下降所致。公司工程施工、土地开发整理及房产销售业务毛利率同比变化均不大。

表 4　2020－2021 年公司营业收入及毛利率情况

业务板块	2020 年			2021 年		
	收入（万元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（万元）	占比（%）	毛利率（%）
工程施工	51973.34	18.79	14.17	56058.24	30.63	15.00
土地开发整理	12546.13	4.53	20.87	12996.65	7.10	19.89
房产销售	65465.63	23.66	11.39	65481.58	35.78	11.82
其他业务	146688.95	53.02	0.32	48455.07	26.48	1.41
合计	**276674.04**	**100.00**	**6.47**	**182991.53**	**100.00**	**10.61**

注：1. 其他业务包括木材销售、租赁、绿化工程等；2. 尾差系数据四舍五入所致
资料来源：公司审计报告

2. 业务经营分析

（1）基础设施建设

跟踪期内，公司基础设施建设业务收入规模保持增长，回款效率较低；公司基础设施建设项目已投入规模较大，未来收入确认受委托方结算进度影响大；在建及拟建基础设施项目投资压力不大。

公司基础设施建设业务主要由公司本部负责开展，涉及道路建设及改造、污水管网等工程。公司受如东县新益交通建设投资有限公司[2]（以下简称“新益交通”）委托签署代建框架合同。根据委托代建合同，公司负责办理项目建设审批手续，筹集资金开展项目建设，项目完工后进行竣工结算，结算金额为工程总款项加成一定比例（20.00%），委托方分期支付工程款。

2021 年，公司实现工程施工收入 5.61 亿元，收入主要来源于洋兴线、223 线北延、人民路北延（泰山路）等项目，当期项目回款 0.95 亿元，回款效率较低。

截至 2021 年底，公司存货中的“合同履约成本”185.45 亿元，基本为基础设施建设投入，为未来基础设施建设收入形成一定支撑，但受委托方结算进度影响大。截至 2021 年底，公司主要在建项目计划总投资 8.33 亿元，累计已完成投资 3.32 亿元，尚需投资 5.01 亿元；拟建项目计划总投资 5.00 亿元。未来公司在/拟建项目投资压力不大。

[2]如东县投资办持有如东县新益交通建设投资有限公司 100%的股权，是其实际控制人。

表5　截至2021年底公司主要在建及拟建项目情况

在建项目名称	总投资（亿元）	截至 2021 年底累计投资额（亿元）	计划工期	业务模式
住建局规划市政工程	2.06	0.60	2021 年-2024 年	代建
东环路北延	5.00	1.80	2021 年-2024 年	代建
牡丹江路东延	1.27	0.92	2021 年-2022 年	代建
小计	**8.33**	**3.32**	-	-
拟建项目名称	**总投资（亿元）**	**业务模式**		
窑堤河水系调整	1.20	代建		
滨北河水系调整	0.80	代建		
闽江路	0.80	代建		
锦城路	2.20	代建		
合计	**5.00**	--		

注：尾差系四舍五入导致
资料来源：公司提供

（2）房产销售

跟踪期内，公司房产销售业务收入规模保持稳定，未来保障房建设投资压力不大。

公司房地产开发建设主体为二级子公司如东县鑫源城投房地产开发有限公司（以下简称“鑫源房地产”）。对于公司建设的保障房项目，在其整体竣工验收交付后，如东县住房改革发展保障办公室（以下简称“住改办”）按财政、审计部门确认的成本价回购公租及廉租住房，经济适用房由公司按照相关规定出售，住改办在开发成本的基础上给予公司一定比例管理费，作为公司代建报酬。对于公司建设的安置房项目，待项目竣工后，由被安置对象直接认购房屋，若被安置对象认购款低于安置房建设成本，政府会针对差额部分给予一定补贴。

2021 年，公司确认经适房和安置房销售收入 6.55 亿元，主要来自润馨园、锦瑞花苑安置房和阳光家园保障房项目。

截至 2021 年底，公司主要在建保障房项目为润馨园和瑞馨园项目，业务模式为定向销售及自主销售，两项目计划总投资 20.71 亿元，累计已完成投资 13.72 亿元，未来尚需投资 6.99 亿元。公司暂无保障房拟建项目，公司未来保障房建设投资压力不大。

（3）土地开发整理

2021 年，公司土地开发整理业务收入规模同比变化不大，公司尚有较丰富的土地资产，后续开发或转让受区域市场影响大。

公司土地开发整理业务由二级子公司如东县鑫源土地开发有限公司（以下简称“鑫源开发”）负责，鑫源开发受如东县住房建设服务中心（以下简称“县住建局”）委托自 2015 年开始对如东县范围内部分土地进行土地开发整理。截至 2021 年底，鑫源开发实施的三河六岸项目、锦瑞花苑一期项目均已完成全部工作要求并通过验收，2021 年确认土地开发整理收入 1.30 亿元。

截至 2021 年底，公司存货中开发成本 69.36 亿元，主要是土地资产；投资性房地产 115.67 亿元，均为土地使用权。公司账面土地资产较丰富，但后续开发或转让受区域土地市场影响大。

（4）其他业务

公司其他业务包括木材销售、租赁、绿化工程等，2021 年木材销售业务收入规模下降，2022 年将不再经营该业务；租赁和绿化工程等业务规模较小。

公司木材销售业务由二级子公司如东县鑫源建材贸易有限公司和如东县鑫泰建材科技有限公司负责。木材销售业务范围以国内市场为主，销售的木材主要为辐射松原木，在确定下游购买方的购买需求后按需采购。经协商与询价

后，公司分别和上游供应商和下游客户签订采购、销售合同，结算方式以现款现货为主。2021年，公司实现木材销售收入4.60亿元，毛利率仅为0.04%。因业务调整，2022年公司将不再经营木材销售业务。

公司租赁业务主要运营主体为鑫源房地产，出租的资产主要为公司及鑫源房地产名下商铺和公租房。2021年公司实现租赁业务收入较2020年增长76.50%，但由于当期租金成本的上涨，毛利率同比下降25.11个百分点。

绿化工程业务系公司2020年新增业务，运营主体为如东县鑫源城投绿化有限公司（以下简称“鑫源绿化”）。2021年公司实现绿化工程业务收入较2020年大幅增长232.42%，但由于上游成本及人力成本的增加，毛利率较2020年下降15.80个百分点。

3. 未来发展

继续推进主业，同时拓展水利基础设施建设和土地开发。

未来，公司主营业务将继续以市政工程建设及保障房、安置房建设为主，同时开展水利基础设施建设。目前，公司在手土地资产较为丰富，公司未来将视具体发展情况对部分土地进行二级开发。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2021年，公司纳入合并范围的子公司共9家，合并范围较2020年底减少1家子公司，为如东恒鑫置业有限公司（以下简称“恒鑫置业”）。恒鑫置业成立于2020年7月，规模较小，对公司财务数据可比性影响不大。

截至2021年底，公司资产总额494.29亿元，所有者权益251.10亿元（少数股东权益46.36亿元）；2021年，公司实现营业总收入18.30亿元，利润总额2.86亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模小幅增长，结构仍以流动资产为主，资产中存货和投资性房地产占比高，往来款对公司资金占用明显，且资产受限比例较高，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2021年底，公司资产总额较2020年底增长3.40%，以流动资产为主，资产结构较2020年底变化不大。

表6　2020－2021年底公司资产主要构成

科目	2020年底		2021年底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	**335.39**	**70.16**	**365.57**	**73.96**
货币资金	56.58	11.84	43.77	8.86
应收账款	0.43	0.09	5.04	1.02
预付款项	14.47	3.03	6.63	1.34
其他应收款	47.43	9.92	43.80	8.86
存货	201.70	42.19	264.71	53.55
非流动资产	**142.65**	**29.84**	**128.72**	**26.04**
投资性房地产	122.27	25.58	115.67	23.40
资产总额	**478.04**	**100.00**	**494.29**	**100.00**

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

2021年底，公司流动资产较2020年底增长9.00%，主要系存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

2021年底，公司货币资金较2020年底下降22.64%，主要系偿还债务和项目投入所致。货币资金中有18.59亿元受限资金，受限比例为42.46%，主要为用于质押借款、质押开票的定

期存单、保证金。

2021年底，公司应收账款账面价值较2020年底增长1069.08%，主要系当期应收工程款大幅增加所致。公司累计计提坏账准备3.64万元，计提比例为0.01%；应收账款前三大欠款方合计占比为99.83%，集中度很高。公司应收账款主要债务单位为政府部门及地方国企，回款风险可控。

表 7　2021 年底公司应收账款余额前三名情况

债务人名称	期末余额（亿元）	占比（%）
如东县新益交通建设投资有限公司	4.82	95.52
如东县财政局	0.21	4.14
如东县城市管理局	0.01	0.17
合计	**5.04**	**99.83**

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2021年底，公司其他应收款较2020年底下降7.66%。公司累计计提其他应收款坏账准备1.01亿元，计提比例2.26%；其他应收款前五大欠款方合计占比为63.66％，集中度一般。公司其他应收款主要债务单位为如东县国有企事业单位，均为往来款，款项回收风险较可控，但对公司资金占用明显。

表 8　2021 年底公司其他应收款余额前五名情况

（单位：亿元）

单位名称	账面余额	账龄	占比（%）
如东县住房建设服务中心	9.58	1 年以内，1-2 年	21.39
如东县东泰社会发展投资有限责任公司	5.98	1-2 年	13.36
江苏省如东经济开发区经济发展总公司	5.50	1 年以内	12.27
如东县投资管理办公室	5.38	1 年以内，1-2 年，2-3 年	12.00
如东县海启高速公路服务指挥部	2.08	1-2 年	4.64
合计	**28.53**	--	**63.66**

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2021年底，公司预付款项较2020年底下降54.18%，主要系当年结算较多所致。

2021年底，公司存货较2020年底增长31.24%，主要系公司当期通过招拍挂及土地置换取得的土地资产较多所致。存货中合同履约成本占比70.06%，开发成本占比26.20%，开发产品占比3.74%。其中，合同履约成本主要为基础设施建设工程，开发成本主要为土地资产，开发产品主要为保障房项目。

2021年底，公司其他流动资产较2020年下降95.37%，主要系公司自2021年1月1日适用新金融工具准则，将原计入其他流动资产的结构性存款、基金及其他理财产品重分类至交易性金融资产9.42亿元（2021年期间大部分已处置）、其他非流动金融资产2.86亿元所致。

（2）非流动资产

2021年底，公司非流动资产较2020年底下降9.77%，主要由投资性房地产构成。

2021年底，公司投资性房地产较2020年底下降5.40%，构成均为土地使用权。2021年，公司处置投资性房地产16.07亿元，处置净额计入“资本公积”科目；当期由存货等科目转入投资性房地产8.94亿元。

2021年底，公司固定资产较2020年底下降63.94%，主要系当期公司将原计入固定资产的9.98亿元道路施工工程重分类至存货中的合同履约成本中所致；在建工程较2020年底增长55.05%，主要系当期增加的对洋口运河贯通工程和水系工程的项目投入。

2021年底，公司无形资产较2020年底下降97.25%，主要系当期公司处置土地使用权2.88亿元，重分类至存货的开发成本1.73亿元所致。

2021年底，公司所有权受到限制的资产69.07亿元，占资产总额比重为13.97%，资产受限比例较2020年底有所下降，但规模仍较大。

表 9　截至 2021 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例（%）	受限原因
货币资金	18.59	3.76	存单质押、汇票保证金
应收票据	1.00	0.20	质押
存货	16.74	3.39	抵押
投资性房地产	32.75	6.63	抵押
合计	**69.07**	**13.97**	--

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供，联合资信整理

3. 资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，权益稳定性一般。

2021年底，公司所有者权益251.10亿元，较2020年底增长14.63%，主要系资本公积增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为81.54%，少数股东权益占比为18.46%。所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占3.98%、51.85%、18.25%和6.90%，权益稳定性一般。

2021年底，公司资本公积130.19亿元，较2020年底增加29.00亿元，其中7.76亿元系收到财政拨入的扶持资金，21.24亿元系土地置换收到的补偿款；其他综合收益45.83亿元，较2020年底下降12.65%，主要系当期公司处置部分投资性房地产，将相应前期所确认的其他综合收益转出所致；未分配利润17.32亿元，较2020年底增长14.18%。

（2）负债

跟踪期内，公司负债结构变化不大；有息债务规模有所下降，整体债务负担一般，但2022年集中偿付压力较大。

2021年底，公司负债总额243.19亿元，较2020年底下降6.10%。其中，流动负债占62.35%，非流动负债占37.65%。公司负债以流动负债为主，负债结构较2020年底变化不大。

2021年底，公司流动负债151.63亿元，较2020年底下降3.00%。公司流动负债主要由应付票据、其他应付款、一年内到期的非流动负债、合同负债构成。

2021年底，公司短期借款5.96亿元，较2020年底下降54.96%，主要系公司当期偿还较多质押借款、保证+抵押借款所致。

2021年底，公司应付票据14.93亿元，较2020年底下降42.12%，主要系银行承兑汇票减少所致。2021年底，公司新增商业承兑汇票4.90亿元，其中4.00亿元汇票承兑人为鑫源建材，0.90亿元汇票承兑人为如东县鑫源投资发展集团有限公司（以下简称“鑫源投资”）。鑫源建材与鑫源投资均为公司实际控制企业。

2021年底，公司其他应付款66.96亿元，较2020年底下降9.31%，主要为往来款，账龄集中在2年以内。

2021年底，公司一年内到期的非流动负债22.24亿元，较2020年底增长76.22%，主要系一年内到期的应付债券和一年内到期的长期应付款增加所致。

公司自2021年1月1日起执行新收入准则，将预收款项重分类至合同负债科目，截至2021年底，公司合同负债35.74亿元，包括14.98亿元的预收房款和20.75亿元的预收项目经费。

2021年底，公司非流动负债91.56亿元，较2020年底下降10.83%，主要系长期借款减少所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和递延所得税负债构成。

2021年底，公司长期借款53.79亿元，较2020年底下降17.88%，主要系部分重分类至一年内到期的非流动负债所致。

2021年底，公司应付债券10.05亿元，较2020年底下降7.14%。主要系部分重分类至一年内到期的非流动负债所致。

2021年底，公司长期应付款9.11亿元，较2020年底增长97.31%，构成为2.01亿元的安置房建设经费，3.60亿元的国联信托·江苏银行单一资金事务管理类信托计划（JS20），0.5亿元的五矿证券甬江1号单一资产管理计划，3.00亿元的信托借款。长期应付款中有息部分已调整至长期债务核算。

表 10　公司债务负担情况（单位：亿元）

项 目	2020 年	2021 年
短期债务	51.66	43.13
长期债务	78.86	70.94
全部债务	130.51	114.07
长期债务资本化比率（%）	26.47	22.03
全部债务资本化比率（%）	37.34	31.24
资产负债率（%）	54.18	49.20

资料来源：根据公司审计报告整理

有息债务方面，2021年底，公司全部债务较

2020年底下降12.59%。债务结构方面，短期债务占37.81%，长期债务占62.19%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至2021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较2020年底分别下降4.98个百分点、下降6.10个百分点和下降4.44个百分点。

从全部债务的偿还期限分布看，公司2022年需偿还有息债务规模较大，有一定集中偿付压力。

表 11　截至 2021 年底公司有息债务期限分布情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年及以后	合计
偿还金额（亿元）	43.13	11.43	14.67	46.85	116.08
占比（%）	37.15	9.84	12.64	40.37	100.00

注：部分债务包含利息，故合计数与报告中全部债务存在差异
资料来源：尾差系四舍五入导致。

4. 盈利能力

跟踪期内，受木材销售业务收入下降影响，公司收入规模同比下降明显，利润总额对政府补助依赖较大。

2021年，公司营业总收入同比下降33.86%，主要系木材销售收入下降所致；营业成本同比下降36.79%，降幅略高于收入降幅；营业利润率同比上升3.26个百分点。

2021年，公司费用总额为0.88亿元，同比增长7.60%，公司期间费用率为4.81%，同比上升1.85个百分点。公司费用规模不大，对整体利润侵蚀程度一般。

2021年，公司利润总额2.86亿元，同比增长39.77%。其中，其他收益1.10亿元，主要为政府对公司的基础设施专项补助，其他收益占利润总额比重为38.40%，对利润总额影响较大。

表 12　公司盈利能力变化情况

项目	2020 年	2021 年
营业总收入（亿元）	27.67	18.30
营业成本（亿元）	25.88	16.36
其他收益（亿元）	0.08	1.10
利润总额（亿元）	2.05	2.86
营业利润率（%）	4.89	8.15
总资本收益率（%）	0.54	0.77
净资产收益率（%）	0.75	0.95

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2021 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比分别上升 0.23 个百分点、上升 0.20 个百分点。

5. 现金流

跟踪期内，公司收入实现质量下降，项目投入及往来款项支出规模增大，经营活动现金流转为净流出，且净流出规模较大；公司投资支出大幅下降，当期处置较多长期资产，投资活动现金净流入规模较大，外部融资需求有所减弱。

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入同比增长19.52%，主要系往来款项收到的现金增加所致；经营活动现金流出116.91亿元，同比增长128.80%，主要系项目建设投入和往来款项支付的现金规模增加所致。2021年，公司经营活动现金净流量大额净流出，为-53.07亿元。2021年，公司现金收入比同比下降17.59个百分点，收入实现质量较差。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入47.31亿元，同比增长744.74%，主要系当期公司赎回部分到期理财，处置部分土地等长期资产收回的现金较多所致；投资活动现金流出规模同比大幅缩减，仅为0.14亿元。2021年，公司投资活动现金流量净额同比净流出转为净流入。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入59.38亿元，同比下降29.49%，主要系当期公司借款规模下降所致；筹资活动现金流出55.57亿元，同比下降22.13%，主要系偿还债务支付的现金减少所致。2021年，公司筹资活动现金流量净额同比下降70.37%。

表 13　公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年
经营活动现金流入小计	53.42	63.84
经营活动现金流出小计	51.10	116.91
经营活动产生的现金流量净额	2.32	-53.07
投资活动产生的现金流量净额	-2.54	47.17

筹资活动产生的现金流量净额	12.85	3.81
现金收入比（%）	77.46	59.87

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

6. 偿债指标

跟踪期内，公司短期偿债能力指标一般，长期偿债能力指标较弱。公司剩余可用银行授信额度一般，间接融资渠道有待拓宽；对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。

表 14 公司偿债能力指标

项目	项目	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率（%）	214.55	241.09
	速动比率（%）	85.52	66.51
	经营现金流动负债比（%）	1.48	-35.00
	经营现金/短期债务（倍）	0.04	-1.23
	现金短期债务比（倍）	1.14	1.04
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	2.91	3.43
	全部债务/EBITDA（倍）	44.89	33.30
	经营现金/全部债务（倍）	0.02	-0.47
	EBITDA 利息倍数（倍）	0.44	0.82
	经营现金/利息支出（倍）	0.35	-12.77

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，2021 年底，公司流动比率与速动比率较 2020 年底分别上升 26.54 个百分点和下降 19.01 个百分点，流动资产对流动负债的保障程度一般。2021 年公司经营性净现金流为负，经营活动现金流量净额对流动负债无保障能力。2021 年底，公司现金短期债务比降至 1.04 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较好。整体看，公司短期偿债能力指标一般。

从长期偿债能力指标看，2021年，公司EBITDA同比增长17.82%，公司EBITDA利息倍数提高至0.82倍，但EBITDA对利息的覆盖程度仍偏弱；公司全部债务/EBITDA下降至33.30倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度亦偏弱。整体看，公司长期债务偿债能力较弱。

银行授信方面，截至2021年底，公司共计获得银行授信额度86.16亿元，尚未使用授信额度为17.41亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

对外担保方面，截至2021年底，公司对外担保余额92.99亿元，担保比率为37.03%，较2020年底大幅下降，被担保企业主要是当地国有企业和公司关联方，见附件2。总体看，公司对外担保对象虽主要系政府平台公司，但对外担保规模较大，仍存在一定或有负债风险。

未决诉讼方面，截至2021年底，公司无重大未决诉讼。

7. 公司本部（母公司）财务分析

母公司资产、负债、权益占合并口径比例均不高，母公司所有者权益稳定性一般，负债水平一般。

2021 年底，母公司资产总额 246.21 亿元，较 2020 年底增长 7.10%，占合并口径的 49.81%。其中，流动资产占比 77.77%，非流动资产占比 22.23%。从构成看，母公司资产主要由货币资金、其他应收款、存货、投资性房地产构成。

2021 年底，母公司所有者权益为 109.56 亿元，较 2020 年底增长 16.25%，占合并口径的 43.63%。在所有者权益中，实收资本占 9.13%、资本公积占 56.28%、未分配利润占 13.71%，所有者权益稳定性一般。

2021 年底，母公司负债总额 136.65 亿元，较 2020 年底增长 0.74%，占合并口径的 56.19%。其中，流动负债占比 78.63%，非流动负债占比 21.37%。从构成看，母公司负债主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券、递延所得税负债构成。母公司 2021 年底资产负债率为 55.50%，全部债务资本化比率 23.84%。

2021 年，母公司营业总收入为 2.41 亿元，利润总额为 1.33 亿元。

现金流方面，2021，母公司经营活动现金流净额为-26.78 亿元，投资活动现金流净额 26.77 亿元，筹资活动现金流净额 7.71 亿元。

十、外部支持

跟踪期内，公司在资金注入和财政补贴方面获得较大外部支持。

公司是如东县重要的城市基础设施投资建

设主体。跟踪期内，公司收到财政拨入的扶持资金7.76亿元，土地置换收到补偿款21.24亿元，均计入“资本公积”；公司收到基础设施专项补助1.10亿元，计入“其他收益”。

十一、跟踪债券偿还能力分析

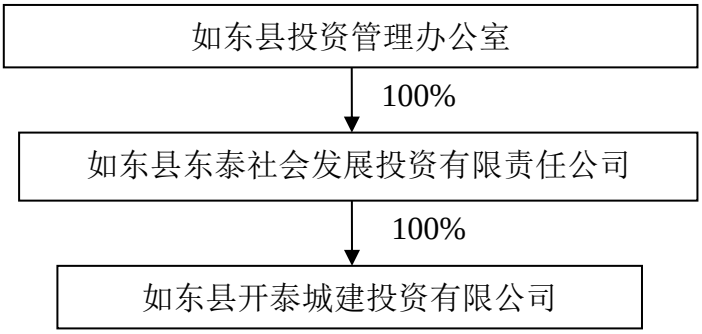
截至2022年5月底，联合资信评级的公司存续期担保债券为“16如东棚改项目债”，债券余额2.40亿元。

“16如东棚改项目债”设置了分期还款安排，可有效降低公司资金集中支付压力。此外，江苏省信用再担保集团有限公司为“16如东棚改项目债”提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。根据联合资信于2022年5月18日出具的《江苏省信用再担保集团有限公司2022年主体长期信用评级报告》，江苏省信用再担保集团有限公司主体长期信用等级为AAA，其担保实力极强，能有效增强“16如东棚改项目债”本息偿付的安全性。

十二、结论

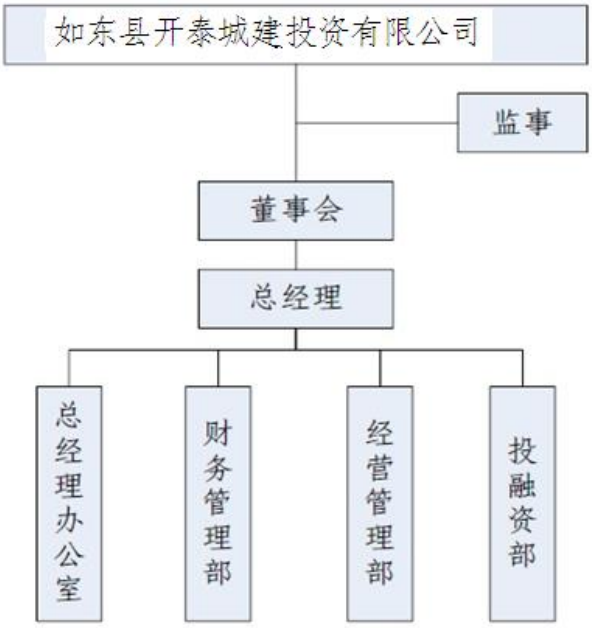
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“16如东棚改项目债”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2021 年底公司主要子公司情况

序号	企业名称	直接持股比例（%）	间接持股比例（%）	注册资本（万元）	业务性质
1	如东方圆城建投资有限公司	100.00	--	10000.00	城市基础建设投资、开发
2	如东通海水务开发有限公司	100.00	--	5000.00	水利基础设施建设、开发
3	如东县鑫源投资发展集团有限公司	30.00	70.00	20000.00	城乡基础建设投资、开发、服务
4	如东县鑫源城投绿化有限公司	--	100.00	5000.00	苗木、花卉种植、销售;园林设计、绿化管护、
5	如东县鑫源城投房地产开发有限公司	--	100.00	62000.00	房地产开发经营（含拆迁安置房、经济适用房、廉租住房开发）
6	如东县鑫源建材贸易有限公司	--	100.00	5000.00	一般项目：建筑材料销售；五金产品批发
7	如东县鑫源土地开发有限公司	--	100.00	11000.00	土地开发；城市基础设施、水利基础设施投资建设
8	如东县兴东交通建设投资有限公司	--	50.95	561953.52	交通基础设施投资
9	如东县鑫泰建材科技有限公司	--	100.00	5000.00	新型建材研发

资料来源：公司 2021 年度审计报告

附件 2　截至 2021 年底公司对外担保企业情况

序号	被担保单位	担保余额
1	江苏天一农贸集团有限公司	15000.00
2	江苏洋口港港务有限公司	5000.00
3	南通瑞鑫绿化园林有限公司	39100.00
4	南通盛鑫交通设备有限公司	30500.00
5	如东滨城供水有限公司	32716.60
6	如东港城区域供水有限公司	15000.00
7	如东恒鑫置业有限公司	30000.00
8	如东三益鸿生污水处理有限公司	57285.29
9	如东县鼎清水利建设有限公司	800.00
10	如东县鼎盛文化投资有限公司	20000.00
11	如东县鼎泰城建开发有限公司	25929.00
12	如东县方泰城乡建设工程有限公司	120960.00
13	如东县丰清绿化园林有限公司	18600.00
14	如东县海川交通建设工程有限公司	20600.00
15	如东县黄海河道治理建设工程有限公司	18772.00
16	如东县金鑫交通工程建设投资有限公司	160010.00
17	如东县临海交通投资发展有限公司	7700.00
18	如东县民泰城乡建设工程有限公司	97193.69
19	如东县民泰绿化工程有限公司	4700.00
20	如东县强盛体育投资有限公司	22850.00
21	如东县三益鸿生污水处理有限公司	21899.27
22	如东县顺鑫交通工程养护有限公司	4500.00
23	如东县苏港建设工程有限公司	29860.00
24	如东县新天地供水服务有限公司	6628.07
25	如东县新天和资产管理有限公司	24000.00
26	如东县鑫鑫水务设施建设有限公司	64477.42
27	如东县信鑫贸易有限公司	3800.00
28	如东县沿海水务开发投资有限公司	32000.00
合计	--	**929881.34**

资料来源：公司 2021 年度审计报告

附件 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	42.80	58.88	44.80
资产总额（亿元）	341.74	478.04	494.29
所有者权益（亿元）	126.31	219.05	251.10
短期债务（亿元）	37.91	51.66	43.13
长期债务（亿元）	69.92	78.86	70.94
全部债务（亿元）	107.83	130.51	114.07
营业总收入（亿元）	11.88	27.67	18.30
利润总额（亿元）	8.01	2.05	2.86
EBITDA（亿元）	8.19	2.91	3.43
经营性净现金流（亿元）	4.64	2.32	-53.07
财务指标			
销售债权周转次数（次）	12.82	16.60	4.17
存货周转次数（次）	0.08	0.16	0.07
总资产周转次数（次）	0.04	0.07	0.04
现金收入比（%）	59.03	77.46	59.87
营业利润率（%）	9.59	4.89	8.15
总资本收益率（%）	2.65	0.54	0.77
净资产收益率（%）	4.88	0.75	0.95
长期债务资本化比率（%）	35.63	26.47	22.03
全部债务资本化比率（%）	46.05	37.34	31.24
资产负债率（%）	63.04	54.18	49.20
流动比率（%）	191.06	214.55	241.09
速动比率（%）	88.56	85.52	66.51
经营现金流动负债比（%）	3.66	1.48	-35.00
现金短期债务比（倍）	1.13	1.14	1.04
EBITDA 利息倍数（倍）	1.26	0.44	0.82
全部债务/EBITDA（倍）	13.16	44.89	33.30

注：已将长期应付款中有息部分调至长期债务

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	16.66	18.95	20.55
资产总额（亿元）	232.32	229.89	246.21
所有者权益（亿元）	84.69	94.25	109.56
短期债务（亿元）	14.65	15.16	13.44
长期债务（亿元）	31.58	25.54	20.85
全部债务（亿元）	46.23	40.70	34.30
营业总收入（亿元）	3.03	2.32	2.41
利润总额（亿元）	7.87	1.03	1.33
EBITDA（亿元）	7.99	1.09	1.34
经营性净现金流（亿元）	1.82	2.42	-26.78
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.80	1.40	2.87
存货周转次数（次）	0.03	0.02	0.02
总资产周转次数（次）	0.02	0.01	0.01
现金收入比（%）	2.16	1.33	41.90
营业利润率（%）	12.10	6.80	13.62
总资本收益率（%）	4.58	0.55	0.89
净资产收益率（%）	7.08	0.79	1.16
长期债务资本化比率（%）	27.16	21.32	15.99
全部债务资本化比率（%）	35.31	30.16	23.84
资产负债率（%）	63.55	59.00	55.50
流动比率（%）	166.32	166.29	178.20
速动比率（%）	84.59	64.63	73.83
经营现金流动负债比（%）	1.73	2.45	-24.92
现金短期债务比（倍）	1.14	1.25	1.53
EBITDA 利息倍数（倍）	1.24	0.37	0.48
全部债务/EBITDA（倍）	5.78	37.36	25.67

注：公司本部已将长期应付款中有息部分调至长期债务

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 4　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持