跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1581 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持如东县开泰城建投资有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“16如东棚改项目债”AA^{+}的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十五日

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

2016年江苏省如东县2013-2017年棚户区改造项目（一期）项目收益债券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA	评级展望：稳定
上次评级结果：AA	评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16如东棚改项目债	12亿元	2016/01/08-2023/01/08	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2016年7月25日

财务数据

项　目	2013年	2014年	2015年
现金类资产(亿元)	3.92	10.01	5.96
资产总额(亿元)	103.59	130.92	175.05
所有者权益(亿元)	48.55	52.64	53.34
长期债务(亿元)	25.59	8.40	9.71
全部债务(亿元)	39.63	50.91	94.94
营业收入(亿元)	0.70	1.46	1.50
利润总额 (亿元)	0.16	1.17	1.06
EBITDA(亿元)	0.31	1.37	1.07
经营性净现金流(亿元)	-0.29	6.63	24.86
营业利润率(%)	90.03	94.36	63.12
净资产收益率(%)	0.32	2.27	1.51
资产负债率(%)	50.34	59.79	69.53
全部债务资本化比率(%)	43.51	49.16	64.03
流动比率(%)	46.40	54.82	65.17
全部债务/EBITDA(倍)	129.93	37.19	88.54
经营现金流动负债比(%)	-0.61	9.49	22.19

注：1.长期应付款及其他应付款中有息部分已计入有息债务；
2. 现金类资产已扣除受限资金。

分析师

章 演　张 宁

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

跟踪期内，如东县区域经济持续增长，财政实力稳步增强，为如东县开泰城建投资有限公司（以下简称“公司”或“开泰城建”）提供了良好的发展环境。公司作为如东县主要的城市基础设施投资建设主体，在业务区域垄断以及土地资源储备等方面持续具有优势。同时，联合资信也关注到，公司整体盈利能力弱、债务规模大幅上升以及短期支付压力大等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

近年如东县经济发展迅速，地方综合财力不断加强，公司市政工程建设业务有望保持稳定发展；随着国家棚户区改造任务逐步推进，公司作为如东县棚改工程的主要参与主体，未来公司业务规模预计将快速提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“16如东棚改项目债”由江苏省信用再担保有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了其到期偿还的安全性。

综上所述，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“16如东棚改项目债”的信用等级为AA^+。

优势

1. 近年来，如东县经济快速发展，地方财政实力不断加强，为公司提供了良好的外部发展环境。
2. 公司业务具备一定区域垄断优势，项目储备充足，且具有丰富的优质土地资源。
3. “16如东棚改项目债”由江苏省信用再担保有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，提升了其到期偿还的安全性。
4. 跟踪期内，经营活动现金流入量和经营活动流量流量净额对单年最高偿还本金覆盖程度较高。

关注

1. 公司资产结构以土地使用权和在建工程为主，土地资产抵押率高，受限资金规模相对较大、存货变现能力弱、其他应收款对公司资金形成一定占用，整体看，资产流动性弱，资产质量一般。
2. 公司存在工程竣工移交后核减资本公积的情况，在建工程未来处理方式尚不确定，对于公司权益稳定性或产生不利影响。
3. 跟踪期内，公司债务规模快速上升，面临较大的短期支付压力。
4. 跟踪期内，公司担保规模大幅增长，公司担保比率很高，存在或有负债风险。

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）与如东县开泰城建投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与如东县开泰城建投资有限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。

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，未因如东县开泰城建投资有限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、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由如东县开泰城建投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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关于如东县开泰城建投资有限公司主体长期信用及存续期内“16如东棚改项目债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

如东县开泰城建投资有限公司（以下简称“公司”或“开泰城建”），于2003年4月4日，经南通市如东工商行政管理局核准设立，由如东县投资管理办公室（以下简称“如东投资办”）和如东县建设投资公司（以下简称“如东建投”）共同出资组建，注册资本9931.20万元，其中如东投资办出资6024.20万元（货币出资3819.20万元，实物出资2205万元），占60.66%；如东建投出资3907万元（土地使用权出资3907万元），占39.34%。2009年3月26日，如东投资办和如东建投分别与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”）签订股权无偿划转协议，将其持有的公司股权全部无偿划转给东泰发投。2010年8月3日，东泰发投通过债转股对公司增资24067.80万元，增资后公司注册资本变为33999.00万元。截至2015年底，公司注册资本33999.00万元，实际控制人为如东投资办。

公司经营范围包括：房地产开发经营；为城市基础建设投资、开发、服务；建材销售；水利工程投资；水利基础设施建设；水利工程施工。（依法须批准的项目，经相关部分批准后方可开展经营活动）

截至2015年底，公司设置总经理办公室、财务管理部、经营管理部及投融资部共4个职能部门；拥有7家子公司。

截至2015年底，公司合并资产总额175.05亿元，所有者权益合计53.34亿元，少数股东权益6.62亿元。2015年，公司合并口径实现营业收入1.50亿元，利润总额1.06亿元。

公司注册地址：如东县掘港镇泰山路东侧长江路北侧；法定代表人：周晓锋。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，我国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示我国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，我国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，我国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明我国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，我国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，我国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；我国消费与人均收入情况大致相同，我国居民人均可支配收入

全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，我国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。我国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016 年是我国“十三五”开局之年，我国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域环境

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，全国各地区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。

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，规范融资行为。2012 年 2 月 21 日，银监发【2012】12 号“中国银行业监督管理委员关于加强 2012 年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见”对政

府融资平台的监管提出新的要求；2012 年 11 月 5 日，国土资发【2012】162 号“国土资源部、财政部、中国人民银行、中国银行业监督管理委员会关于加强土地储备与融资管理的通知”对土地储备融资行为进行规范；2012 年 12 月 18 日，发改办财金【2012】3451 号“国家发展改革委办公厅关于进一步强化企业债券风险防范管理有关问题的通知”对企业债发行的主体资产质量、信用等级、募投项目、募资用途和担保、重组和资产注入、以及主承销商的监管提出相应要求；2012 年 12 月 24 日，财预【2012】463 号财政部、国家发改委、中国人民银行中国银行业监督管理委员会“关于制止地方政府违法违规融资行为的通知”对地方政府融资方式、政府回购行为、土地融资行为、担保行为做出严格的规范。2013 年 4 月，银监会内部下发《关于加强 2013 年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》（讨论稿）（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。

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，以下简称《意见》），该《意见》是对《43 号文》及《351 号文》关于融资平台公司在建工程后续融资问题解决的细化文件。此次《意见》的发布，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，《意见》中新增了在建项目存量贷款可展期、银行贷款重点支持领域、国库库款可用于在建项目资金周转等内容。

综合来看，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。2015 年以来，从地方政府债券系列政策的推出，到融资平台公司在建项目后续融资政策落地及 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。

2. 区域经济

目前公司经营与投资的项目主要集中在如东县，公司的发展直接受如东县经济增长、财政收支状况和城市建设的影响，并与该地区未来规划密切相关。

（1）区域经济概况

如东县地处江苏省东南部，南通市北部长江三角洲北翼。南部与通州市为邻，西北与如皋市接壤，西北与海安县毗连，东面和北面濒临黄海。县境西起袁庄镇曹家庄西端，东止如东盐场东堤，长达68公里，南起掘港镇朱家园南河，北止栟茶新垦区，宽达46公里。全境总面积1872平方公里(不包括海域)，其中陆地面积为1702平方公里，水面面积为170平方公里。全县辖14个镇、47个居民委员会、214个村民委员会。截至2013年底，全县常住人口98.36万人，户籍人口104.38万人，城镇化率51.14%。

如东县着力实施“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”、“全国科技进步先进县”、“全国绿色能源示范县”、“全国生态示范县”、“江苏省文明城市”、“长三角地区最具投资价值县（市）”等称号，县域经济基本竞争力连续13年跻身全国百强县行列。

目前，如东县拥有中国东部沿海地区少有的天然深水海港——洋口港，可布置建设5-30万吨级泊位160多个。黄海大桥、阳光岛、管线桥、10万吨级LNG专用码头、万吨级重件码头等一批重大基础设施已建成；以铁路、高速、运河为核心的港口集疏运体系日趋完善；中石油LNG接收站已竣工投产，台湾中石化、法国爱森公司等一批国内外知名企业投资的特大型项目相继落户。

另外，如东县拥有丰富的风能、太阳能、生物质等各类自然资源，是发展绿色能源的理想之地。围绕打造亚洲规模最大的风电场，规划沿海及海上风电的装机容量已超过500万千瓦。目前，已经并网发电的风机498台，装机容量达到85万千瓦，累计并网发电超过65亿千瓦时。同时，非晶硅薄膜电池生产线、秸秆发电和垃圾发电项目均已建成并投入运营。

园区建设方面，如东县拥有六大经营园区：洋口港经济开发区、如东经济开发区、沿海经济开发区、循环经济产业园、南通外向型农业综合开发区和如东高新技术产业开发区，目前部分园区已经建成。

2015年，如东县全年实现地区生产总值672.69亿元，按可比价计算，比上年增长10.0%。其中，第一产业增加值64.97亿元，比上年增长3.4%；第二产业增加值314.83亿元，比上年增长10.3%；第三产业增加值292.90亿元，比上年增长11.3%。按户籍人口计算人均地区生 产总值64581元，比上年增长10.3%；按常住人口计算人均地区生产总值68506元，比上年增长10.1%。三次产业增加值比例为 9.7:46.8:43.5。实现公共财政预算收入58.54亿元,比上年增长17.1%。

2015年，如东县固定资产投资完成额486.98亿元，比上年增长13.8%。在投资完成额中，工业投资303.25亿元，比上年增长8.3%。全年共实施千万元以上项目 281个，项目完成额303.25亿元，比上年增长8.3%。服务业投资增势强劲,全年投资183.24亿元，比上年增长24.3%。房地产开发仍处于调整期，其中房地产开发投资25.60亿元，比上年下降18.7%；房屋施工面积182.6万平方米，比上年下降12.8%；商品房销售面积24.8万平方米，比上年下降14.8%；商品房销售额14.64亿元,比上年下降22.9%。

2015年，如东县全年实现工业增加值262.62亿元，比上年增长10.8%。规模以上工业企业实现工业总产值1902.55亿元，比上年增长10.2%，其中规模以上高新技术产业产值818.25亿元，增长14.5%，占规模以上工业总产值43.0%，比上年提高1.2个百分点；新能源、新材料、生物技术和新医药、智能装备、智能传感、节能环保等六大新兴产业产值463.25亿元，

比上年增长12.8%，占规模以上工业总产值24.3%，比上年提高1.0个百分点。主营业务收入1828.77亿元，比上年增长9.4%；实现利税238.12亿元，比上年增长11.1%,其中利润总额143.76亿元，比上年增长8.7%； 规模以上工业万元产值能耗同比下降11.8%。规模以上工业企业652家，其中年销售收入1亿元以上的工业企业380家，比上年增加28家。在主要工业产 品产量中：服装17308万件，比上年增长6.0%；家具22.70万件，比上年增长7.8%；电力电缆2.34亿米，比上年增长1.5%；光缆 7980178芯千米，比上年增长6.4%；化学农药原药(折有效成分100%)2.47万吨，比上年下降0.2%；涂料6.47万吨，比上年增长 25.4%；水泥189.44万吨，比上年增长5.0%；精制食用植物油14.40万吨，比上年增长18.4%；饲料26.92万吨，比上年增长34.3%；纱8.54万吨，比上年增长2.1%；布10.44亿米，比上年增长0.7%；风力发电量17.92亿千瓦时，比上年下降6.3%。

财政支出方面，全县2015年实现公共财政预算支出93.79亿元，同比增长18.4%，其中，用于社会保障和就业支出7.64亿元，增长35.3%；教育支出20.65亿元，增长3.3%；医疗卫生支出6.88亿元，增长13.8%。

（2）财政实力及政府负债

2015年如东县地方综合财力145.08亿元，一般预算收入占40.35%、转移支付和税收返还收入占22.52%、国有土地使用权出让收入占29.88%、预算外收入占7.25%，财力结构较为稳定。

2015年如东县一般预算收入58.54亿元，较上年增长17.06%。其中税收收入49.34亿元，同比增长18.81%；非税收入9.20亿元，同比增长8.49%。2015年如东县转移支付和税收返还收入32.67亿元，其中一般性转移支付收入19.52亿元，专项转移支付收入10.58亿元；国有土地使用权出让收入43.35亿元，同比增长9.45%。

表 1　如东县地方政府债务余额及综合财力统计表（单位：万元、%）

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	630869.34	（一）地方一般预算收入	585447
1、外国政府贷款	11952	1、税收收入	493402
2、国际金融组织贷款		2、非税收入	92045
（1）世界银行贷款		（二）转移支付和税收返还收入	326674
（2）亚洲开发银行贷款		1、一般性转移支付收入	195173
（3）国际农业发展基金会贷款		2、专项转移支付收入	105790
（4）其他国际金融组织贷款		3、税收返还收入	25711
3、国债转贷资金	1874.64	（三）国有土地使用权出让收入	433483
4、农业综合开发借款		1、国有土地使用权出让金	423000
5、解决地方金融风险专项借款		2、国有土地收益基金	1641
6、国内金融机构借款	61842.7	3、农业土地开发资金	1327
（1）政府直接贷款		4、新增建设用地有偿使用费	7515
（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	61842.7	（四）预算外财政专户收入	105217
7、债券融资	555200		
（1）中央代发地方政府债券	555200		
（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款			
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	384000		
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	384000		
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%	822869.34	**地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）**	1450821
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）*100%	**56.72%**		

资料来源：如东县财政局

地方政府债务方面，截至 2015 年底，如东县本级政府直接债务余额 63.09 亿元，担保债务余额 38.40 亿元，如东县政府全部债务余额 82.29 亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率为 56.72%，如东县地方本级政府债务总体水平适中。

总体看，如东县经济快速发展，财政实力不断加强，目前地方政府债务负担适中，整体上为公司提供了良好的外部发展环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司是国有独资企业，如东县东泰社会发展投资有限责任公司为其唯一股东。公司实际控制人为如东县投资管理办公室。

2. 企业规模

公司是如东县城市基础设施建设重要投融资主体，同时兼备水利工程投资及开发建设职能。近年来在政府不断支持下，公司通过招拍挂获取了优质的土地资源，截至 2015 年底，公司拥有土地合计 5344.49 亩。

业务经营方面，公司承接着如东县住房和城乡建设局（以下简称“住建局”）所有市政工程项目，为公司提供充足的项目储备；同时，公司还是如东县保障房及安置房主要的建设主体。

3. 政府支持

公司是如东县城市基础设施投资建设主体，在资本金注入及财政补贴等方面获得了政府的大力支持。

政府资本金注入

自公司成立以来，为支持公司获取优质土地资源以及大力推动市政工程建设，政府通过注入资本金给予了公司资金方面支持。2012～2013 年，公司分别获得政府性资本金 35.58 亿元和 4.11 亿元，计入公司资本公积。在资金使用上，一方面公司利用该资金通过招拍挂获得土地；另一方面，用于支持承建的市政工程（于“在建工程”中核算）建设。需要注意的是，2011 年以前，市政工程竣工移交后直接核减“资本公积”，2012 年以后完工的市政工程处置方式并不明确，暂做挂账处理，若未来仍核减“资本公积”，公司权益稳定性或受负面影响。

截至 2015 年底，公司拥有土地 5344.49 亩，账面价值合计 54.23 亿元，计入公司无形资产；其中用于抵押的土地价值 51.50 亿元。根据公司目前土地抵押借款情况，公司土地抵押折扣率一般在 50%左右，与同行业企业相比，土地折扣率偏高。

表2 公司拥有土地情况

土地证号年份	地块宗数	土地面积（亩）	入账价值（万元）	土地用途
2007 年	2	387.15	18067.13	商住
2008 年	6	983.81	48699.11	商住
2009 年	2	619.35	65364.95	批、住、商、其、城
2011 年	1	4.63	1430.59	批、住、商、其、街
2012 年	18	4.6	284815.31	批、住、商、其
2013 年	3	2147.56	18565.47	批、住、商、其、城
2014 年	7	69.92	61548.83	批、住、商、其、城
2015 年	6	680.1	43763.56	批、住、商、其、城
合计	**40**	**5344.49**	**542254.95**	

资料来源：公司提供

资金补贴

为充分实现公司投资建设主体职能，加大城市基础设施建设力度，如东县政府每年对公司拨付融资补贴资金。2012～2013 年，公司收到融资补助分别为 2001.04 万元和 10.80 万元，计入营业外收入。

按照如东县人民政府出具的《县政府关于下达对江苏省如东县 2013-2017 年棚户区改造项目（一期）给予财政资金补贴的通知》（东政发[2015]7 号），如东县人民政府将于 2019~2021 年分期给予公司财政补贴资金合计 11.53 亿元。

跟踪期内，公司虽未获得如东县政府在资本金注入的财政补贴等方面的支持，但未来可获得政府在财政补贴方面的支持，总体看，未来公司综合实力和竞争力将稳步增强。

六、管理分析

跟踪期内，公司在高级管理人员、法人治理结构和管理体制上无重大变动。

七、经营分析

近年来，公司主要承担如东县市政工程建设及保障房建设任务，营业收入中体现为项目管理业务。

2015 年，公司营业收入规模较小，为 1.50 亿元。从收入构成看，项目管理业务为近年公司收入主要来源，占比保持在 90%以上，此外公司还通过工程施工、租赁业务、监理业务、拆迁服务等实现少额的工程施工收入、租赁收入和其他业务收入，占营业收入比重较小。根据如东县财政局东财基【2006】213 号文件和东财基【2012】18 号文件，对于公司承建的市政工程项目，公司按照年度工程新增投资额计提项目管理费，进而将其确认为当期项目管理业务收入。由于项目管理业务成本无法匹配，故近年该项业务毛利率为 100%。2015 年公司新增工程施工收入 46.44 万元，毛利率为-42.17%，该收入主要为主要是开泰的子公司进行的绿化维护、路灯亮化维护等项目，由于此部分的工程收入是非盈利性的，所以毛利率为负。

表3 近三年公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工	--	--	--	--	--	--	46.44	0.31	-42.17
项目管理业务	6456.52	92.02	100.00	13553.37	93.09	100.0	14944.22	99.62	100.00
租赁业务	50.76	0.72	100.00	--	--	--	0.64	0.00	100.00
其他	508.84	7.25	38.02	1006.13	6.91	93.69	10.46	0.07	100
合 计	**7016.12**	**100.00**	**95.51**	**14559.49**	**100.00**	**99.56**	**15001.76**	**100.00**	99.56

资料来源：公司审计报告

注：其他业务包括监理费、下脚料销售、拆迁服务费及资金占用收入。

市政工程建设

公司作为如东县城市基础设施投资建设主体，近年来市政工程建设业务主要围绕道路建设及改造和污水管网等工程展开，建设资金来源主要为政府投入的资本金及外部融资借款。

根据如东县财政局《关于对承担基础设施建设的投资公司结算工程项目管理费的通知》（东财基【2006】213 号），对于公司承建的市政工程项目，公司按照年度工程新增投资额计提 15%项目管理费，进而将其确认为当期项目管理业务收入；2012 年根据财政局东财基【2012】18 号文件，自 2012 年起项目管理费计提比例提升至 20%；考虑到未来基建业务可持续发展，公司遵循谨慎性原则将 2013 年项目管理费计提比例回调至 15%。账务核算方面，公司市政工程建设成本计入在建工程和现金流购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金科目；待项目竣工移交后，2011 年以前，直接将在建工程核减资本公积（截至 2011 年底公司在建工程累计核减资本公积 11.82 亿元），2012 年以后，对于完工项目处理方式尚未确定，在建工程移交较少，资本公积核减较少（ 2013 年结转在建工程 0.38 亿元， 2014 和 2015 年均未结转在建工程）。截至 2015 年底，公司资产中在建工程总额 44.55 亿元，由于部分工程已完工但尚未结算移交，故暂做挂账处理，其中 2015 年新增在建工程 10.44 亿元（其中子公司的项目 0.51 亿元不在项目管理费确认范围内），共确认项目管理费收入 1.49 亿元。

近年来，公司承建的市政工程业务量大，但工程投资金额相对较小，2015 年，增加了亮化、绿化、管网等配套工程的投入。完工的市政工程项目主要包括青园南路改造、珠江路广场、海花路、东二环如泰河大桥、东二环如泰河北匝道、长江路掘苴河桥、长江路（钟山路—西郊公墓）、砖瓦厂地块道路、武夷山路、金沙江路、渭河路、淮河路东延、富春江路西延、通湖路、太行山路、井冈山路、新规划展览馆、珠江路西延、朝阳路、海花路（桥）、解放路东延、爱民路、人民路改造、友谊路改造项目。2015 年公司共完成市政工程 15 个，完成投资额 10.44 亿元。

表4　近年公司市政工程完成情况（单位：个、万元）

年份	完工数量	完成投资额
2012 年	15	77688.26
2013 年	12	43043.58
2014 年	19	72652.29
2015 年	15	104405
合计	**61**	**297789.13**

资料来源：公司提供

房地产开发建设

公司房地产开发建设主体为下属 4 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”）。鑫源房地产自成立以来，经营业务一直围绕如东县保障房及安置房建设开展，相继承接了阳光家园保障房、新光二期安置房工程建设和江苏省如东县 2013-2017 年棚户区改造项目（一期）项目。其中保障房房源分为公租、廉租和经济适用，经济适用房将按政策要求对外出售。

除江苏省如东县 2013-2017 年棚户区改造项目（一期）项目外，对于保障房建设，根据委托代建协议，公租及廉租住房部分，在开发建设成本内给予 3%的建设单位管理费，作为公司代建报酬；经适房部分，在开发建设成本内给予 3%的建设单位管理费，同时按开发建设成本（扣除建设单位管理费）3%的比例计提开发利润，建设单位管理费及开发利润一同作为公司代建报酬。资金回流方面，待项目竣工验收交付后，委托单位按照财政及审计部门确认的成本价回购廉租和公租住房（回购资金与前期拨付资金对冲结算）；经适房由公司按照《如东县保障性住房管理办法》相关规定出售。对于安置房建设，待项目竣工后，由被安置对象按照如东县相关拆迁安置政策直接认购房屋，从而实现公司建设资金回流。

财务核算方面，公司保障房及安置房开发成本支出计入存货和现金流中购买商品、接受

劳务支付的现金科目，未来待回购或交房使用后，存货结转成本并确认收入。

阳光家园保障房工程总建筑面积 8.50 万平方米，住房 936 套，占地 56 亩，计划总投资额 2.50 亿元，其中廉租房、公租房及经适房面积占比分别为6.78%、72.78%和20.44%；截至2015年底，该项目已完成累计投资额 2.60 亿元，工程建设已完工，政府于 2016 年开始回购，截至目前已收到回购款 0.70 亿元。

新光二期安置房工程总建筑面积 17 万平方米，占地 114 亩，计划总投资额 4.70 亿元，该项目共分 3 期施工，截至 2015 年底，已完成累计投资额合计 2.85 亿元，其中 1 期工程 3 万平方米已竣工并通过验收；2 期工程 6 万平方米于 2015 年底封顶；3 期工程目前尚处于施工图纸审查阶段，3 期工程目前已在工程前期打桩阶段，预计 2017 年 7 月封顶。

江苏省如东县 2013-2017 年棚户区改造项目（一期）项目总投资 23.66 亿元，资金来源为自筹，未来资金平衡模式为项目自身收益和一部分政府补贴。该项目总建筑面积 57.2 万平方米，其中地上建筑面积 51.0 万平方米，地下建筑面积 6.2 万平方米。截至 2015 年底已完成投资 4.50 亿元，并在“存货-开发成本”中反映。

未来发展

表5　截至2015年底公司规模以上在建工程情况　（单位：万元）

项目名称	总投资	截至 2015 年底累计投资额	2016 年计划投资额
在建项目			
东二环路	72000	90304	--
西环路	73000	71616	--
污水截流工程	32000	33504	--
长江路东延及西延工程	25000	34580	5000
阳光家园保障房	25000	24000	500
嘉陵江路	55000	22985	21000
新光安置小区	47000	28000	5000
东环路北延（周园路-洋口大道）	31000	29546	
小计	**395000**	**334535**	**31500**
拟建项目			
东环路北延（东环路-洋口大道）	36800	--	16000
“六城联创”县城 25 平方公里内小区改造	34402	--	15163
黄海路北延（江海路-爱民路）	9500	--	9500
焊业路（江海路-嘉陵江路）	9000	--	5000
郊野公园	16000	--	5000
县城恒发污水处理厂扩建	12000	--	11600
牡丹江路东延（泰山路-东环路）	15000	--	8000
如泰河南北两侧风光带	15000	--	9000
尾水达标排海管道工程	23000	--	5000
小计	**170702**	**--**	**84263**
合计	**565702**	**334535**	**115763**

注：公司提供

未来几年，公司将继续延续目前经营业务情况，主营业务依然以市政工程建设及保障房、安置房建设为主。随着如东县经济不断发展，城市建设投入不断加大，同时考虑到棚户区改造工程快速推进，公司资产规模及收入水平有望得到提升。

储备土地未来开发方面，目前公司权属土地主要集中在如东县城中心、东安园区、小洋口沿海经济开发区等地带，未来随着城区发展，同时考虑到洋口港已于 2014 年 8 月被国务院列为一类口岸，以及东安园区整体规划推进，公司储备土地升值空间较大。在开发利用方面，目前洋口港及东安园区落户企业逐年增多，配套设施建设需求较大，公司未来就具体发展情况将进行部

分土地的二级开发。

从在建及拟建项目情况看，截至 2015 年底，公司在建及拟建项目计划总投资额 56.57 亿元，在建项目累计投资额 33.45 亿元，2016 年计划投资额合计 11.58 亿元。另外，考虑到棚户区改造项目逐步推进，公司未来对外融资压力预计将不断上升。

八、募集资金使用情况

“16如东棚改项目债”发行额度12亿元，项目用于江苏省如东县2013-2017年棚户区改造项目（一期）。该项目总投资23.66亿元，截至2016年6月底，该项目已完成投资12.68亿元，并在“存货-开发成本”中反映，其中募集资金已于2016年1月到账，截至2016年6月底已使用8.18亿元。从建设进度来看，征收拆迁方面，已完成对爱民路周边地块（南侧）的征收拆迁，三号街区地块进入征收前期工作；安置方面建设方面，已完成爱民路南侧1、2、4号地块、肠衣厂周边1、2、3号地块的安置房建设。项目原拟定建设期为四年，由于实际前期拆迁征收方面有些滞后，预计建设期将会有所滞后。总体来看，募投项目资金使用情况良好。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2015 年度财务报表已经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

从合并范围来看，2015 年合并范围新增如东县鑫泰建材科技有限公司，同时，如东县鑫鑫水务设施建设有限公司不再纳入合并报表范围。截至 2015 年底，公司财务报表合并范围共有子公司 7 家，分别为如东方圆城建投资有限公司、如东县鑫源投资发展集团有限公司、如东县鑫源城投房地产开发有限公司、如东县鑫源建材贸易有限公司、东县鑫泰建材科技有限公司、如东县鑫源土地开发有限公司和如东县鑫源城投绿化有限公司。总体来看，公司合并范围变动较小，财务数据可比性较强。

截至2015年底，公司合并资产总额175.05亿元，所有者权益合计53.34亿元，少数股东权益6.62亿元。2015年，公司合并口径实现营业收入1.50亿元，利润总额1.06亿元。

2. 盈利能力

2015年，公司营业收入1.50亿元，同比小幅增加3.04%。从收入构成来看，以项目管理业务为主。2015年，项目管理收入1.49亿元。受营业税金及附加增加影响，2015年公司营业利润率63.12%，同比下降31.24个百分点。2015年公司营业税金及附加为0.55亿元，较2014年增加0.47亿元，主要是因为公司于2015年预交部分营业税所致。

2015年公司期间费用为-0.44亿元，主要以管理费用为主，2015年期间费用为负主要系利息收入较多导致财务费用为负所致；公司期间费用率分别为-2.40%。2015年，公司营业利润为1.07亿元。

2015年，公司营业外收入7.77万元，主要为非流动资产处置利得。2015年公司利润总额为1.06亿元，同比变化不大。

从主要盈利指标看，2015年公司总资本收益率和净资产收益分别为0.54%和1.51%，同比分别下降0.80个百分点和0.76个百分点。

整体看，跟踪期内，受业务性质影响公司自身盈利能力弱，项目管理业务对营收贡献较大。未来，随着棚户区改造以及保障房建设的逐步推进，公司营业收入有望提高。

3. 现金流

经营活动方面，2015 年公司销售商品、提供劳务收到的现金 1.49 亿元，以项目管理费资金流入为主；收到的其他与经营活动有关的现金主要由公司间往来款、代为垫付的工程款和收到的保证金押金构成，2015 年为 40.66 亿元，同比

大幅增加 71.43%，主要是由于公司间往来增加导致。2015 年，受往来款增加影响，公司经营活动流入为 42.15 亿元。2015 年，公司现金收入比为 99.49%，收入实现质量尚可。2015 年，购买商品、接受劳务支付现金 5.45 亿元，主要为保障房及安置房建设支出；支付的其他与经营活动有关的现金为 11.26 亿元，主要为往来款。2015 年，公司经营活动现金流出为 17.29 亿元。2015 年，公司经营活动现金净流量 24.86 亿元。跟踪期内，公司经营活动现金流量受往来款影响大。

投资活动方面，2015 年公司投资活动产生的现金流为-9.15 亿元，表现为净流出，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金。2015 年，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金为 7.65 亿元，主要系公司市政工程建设支出。

筹资活动方面，2015 年公司筹资活动现金流入为 33.08 亿元，主要由取得借款收到的现金构成。2015 年，公司取得借款收到的现金为 31.48 亿元，同比增长 104.79%，主要由与其他公司的委托贷款（在“其他应付款”中反映）和长短期借款构成。2015 年，公司收到的其他与筹资活动有关的现金为 1.60 亿元，主要为由于鑫鑫水务的股权剥离收到的购买款。2015 年，公司筹资活动现金流出为 52.83 亿元，同比增加 84.02%，主要是因为偿还债务支付的现金增加所致。2015 年支付其他与筹资活动有关的现金 20.53 亿元，同比增加 5.13%，主要是因为需归还与其他公司间的借款增加所致。2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-19.75 亿元。

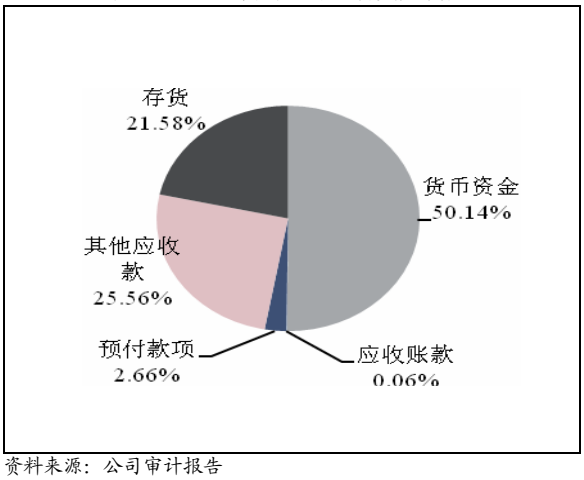
总体看，跟踪期内，公司经营活动获现能力尚可，但受往来款收支情况影响大；随着工程推进以及公司支付购地款，投资活动现金流体现为净流出；公司对债务融资等外部资金依赖程度较大。未来随着项目建设支出的进一步扩大，公司外部融资压力趋于上升。

4. 资产质量

截至 2015 年底，公司资产总额 175.05 亿元，同比增长 33.70%，主要来自于货币资金、其他应收款、存货和在建工程的增加；其中流动资产占 41.69%，非流动资产占 58.31%，资产结构以非流动资产为主。

截至 2015 年底，公司货币资金、其他应收款和存货增长较快，带动流动资产年均复合增长 90.48%，截至 2015 年底公司流动资产为 72.98 亿元，其中货币资金占 50.14%、其他应收款占 25.56%、存货占 21.58%，其他为少量应收账款和预付账款。

图 1　2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司货币资金为 36.60 亿元，同比增长 91.45%，主要为银行存款（5.96 亿元）、其他货币资金（30.64 亿元，为定期存单和银行承兑汇票保证金，全部为受限资金）和少量现金。

截至2015年底，公司其他应收款为18.66亿元，同比增长151.24%，主要由于公司往来款增加所致。从账龄看，截至2015年底，按账龄组合计提坏账准备的其他应收款1.07亿元，共计提坏账准备0.22亿元。截至2015年底，公司其他应收款前五名金额合计14.26亿元，占其他应收款总额的76.42%，主要为对如东县民泰城乡建设工程有限公司、如东县方泰城乡建设工程有限公司的往来款和借款，回收风险不大。

表6 截至2015年底公司其他应收款前五名明细

（单位：万元）

单位	金额	性质
如东县民泰城乡建设工程有限公司	57079.07	往来款
如东县方泰城乡建设工程有限公司	25999.99	往来款
南通东元建筑安装工程有限公司	24250.00	往来款
如东县苏港建设工程有限公司	19174.47	往来款
润通置业如东有限公司	16109.10	往来款
合计	**142612.63**	--

资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司预付账款1.94亿元，规模均较小，主要为公司预付工程款和预付购房款等。

截至2015年底，公司存货15.75亿元，其中开发成本占99.99%，主要包括保障房和安置房建设成本，以及拆迁补偿款；其余为少量低值易耗品。

截至2015年底，公司非流动资产为102.07亿元，同比增长10.21%，主要由在建工程（占43.65%）和无形资产（占53.13%）构成。

截至2015年底，公司新增可供出售金融资产1.50亿元，全部为对恒梦钱包投资1.50亿元。截至2015年底，公司长期股权投资0.08亿元，同比变化不大，且投资规模较小，全部为对如东大众燃气有限公司的投资。

2015年，受工程投入增加影响，公司在建工程同比增长30.61%。截至2015年底，公司在建工程44.55亿元，主要为东二环路、西环路在建工程以及污水节流工程、掘苴河污水管网等工程。

截至2015年底，公司无形资产54.23亿元，土地使用权占99.99%；土地资产中用于抵押的土地价值51.50亿元，土地资产抵押率高。

整体看，跟踪期内，公司资产规模增长较快；资产结构仍以土地使用权和在建工程为主。公司资产中，货币受限资金规模相对较大、存货变现能力弱及其他应收款对公司资金形成一定占用，公司资产流动性弱，整体资产质量一般。

5. 负债及所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益合计53.34亿元，同比变化不大，其中归属于母公司权益合计46.72亿元。从权益结构来看，实收资本、资本公积、未分配利润在归属于母公司权益中分别占比7.28%、82.23%和9.64%。

截至2015年底，公司资本公积为38.42亿元，同比减少2.77%；主要是合并范围的变化造成资本公积的核减所致。整体看，跟踪期内，公司权益结构中实收资本和资本公积占比较高，但由于之前年度存在工程竣工移交后核减资本公积的情况，在建的工程未来处理方式尚不明确，若未来继续核减资本公积，或对公司权益稳定性产生不利影响。

截至2015年底，公司负债为121.71亿元，同比增长55.47%，主要是由于应付票据和其他应付款的增加所致。其中流动负债占比92.02%，非流动负债占比7.98%，公司负债以流动负债为主。

截至2015年底，公司流动负债为112.00亿元，同比增长60.26%，主要是由于应付票据和其他应付款的增加所致。从其构成来看，主要由应付票据（占比19.34%）、其他应付款（占比60.24%）、短期借款（9.47%）和一年内到期的非流动负债（占7.75%）构成。

截至2015年底，公司短期借款10.60亿元，同比增长16.07%，主要受质押借款增加影响。其中，质押借款8.08亿元，抵押借款1.90亿元，保证借款0.12亿元和信用借款0.50亿元。

截至2015年底，公司应付票据21.66亿元，同比大幅增长328.93%，主要是因为2015年度与关联公司的借款大幅增加对应按银行要求开具的全额保证金的银行承兑汇票也相应大幅增加。从其构成来看，银行承兑汇票20.86亿元，商业承兑汇票0.80亿元。

截至2015年底，公司应付账款3.03亿元，同比增长13.06%，由于近年新开工项目进入付款阶段，公司应付账款有所增加。从账龄来看，账龄在一年以内的占30.22%，1~2年的占

11.45%，2~3 年占 40.01%，3 年以上占 18.32%。截至 2015 年底，公司应付账款前五名金额 2.45 亿元，占应付款比例为 80.86%，主要为应付南通五建建设工程有限公司、砖瓦厂地块等公司的工程款。

截至 2015 年底，公司其他应付款 67.47 亿元，同比增长 105.34%，主要是因为公司与其他公司之间的委托借款增加。从其账龄来看，1 年以内占 52.83%，1~2 年占 34.21%，2~3 年占 7.83%，3 年以上占 5.13%，账龄较短。截至 2015 年底，公司其他应付款前五名金额为 30.88 亿元，占其他应付款比例为 45.77%。主要为如东县鑫鑫水务设施建设有限公司和如东县方泰城乡建设工程有限公司等单位的往来款与借款。其中与如东县方泰城乡建设工程有限公司和如东三益鸿生污水处理有限公司的有息债务 44.40 亿元，已调至短期债务及相关指标反映。

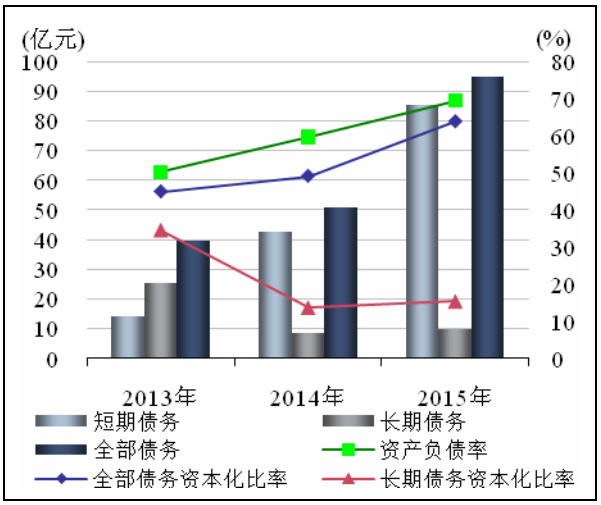
截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债 8.57 亿元，同比减少 52.60%，全部由一年内到期的长期借款构成。

截至 2015 年底，公司非流动负债 9.71 亿元，全部为长期借款。截至 2015 年底，公司长期借款 9.71 亿元，同比增长 15.61%，其中抵押借款 5.34 亿元，保证借款 0.97 亿元，抵押+保证借款 3.40 亿元。

截至2015年底，公司全部债务94.94亿元，同比大幅增长 86.51%。债务结构以短期债务为主（占 89.77%）；短期债务合计 85.23 亿元，同比大幅增长 100.52%，主要系其他应付款中的委托贷款增加所致。

从公司债务负担看，受 2015 年债务规模增加影响，公司资产负债率、全部债务资本化比率持续上升，上述指标分别为 69.53%、64.03%和 15.40%。

图 2　公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

总体看，跟踪期内，公司债务规模快速上升，债务结构以短期债务为主，公司面临较大的短期支付压力。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，受货币资金和存货持续增加带动流动资产规模上升影响，2015 年流动比率和速动比率持续上升，上述指标分别为65.17%和 51.11%。2015 年，受经营活动现金净流量增加影响，公司经营现金流动负债比同比有所上升为 22.19%。同时，考虑到公司与其他公司间委托借款大幅上升，公司存在较大短期支付压力。

从长期偿债指标看，2015 年，公司 EBITDA 为 1.07 亿元，公司全部债务/EBITDA 为 88.54 倍。整体看，公司自身偿债能力弱，但考虑到公司目前大部分债务均由自有土地作抵押，公司整体偿债能力一般。

截至 2015 年底，公司合并口径共获得银行授信 20.30 亿元，尚未使用授信额度 2.60 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。由于公司部分长短期债务不占银行授信额度，因此公司已使用的银行授信额度与公司有息债务匹配度不高。

截至2015年底，公司对外担保62.64亿元，比去年增加54.89亿元，主要是因为企业为获得

其他公司的委托贷款而提供的担保。公司担保比率为117.44%，被担保企业除南通大通建设有限公司和南通五建建设工程有限公司外，其余全部为国有企业，截至目前，被担保单位经营状况正常。总体看，公司对外担保金额大，或有负债风险大。

表7　截至2015年底公司对外担保情况

（单位：亿元）

被担保单位	担保余额
南通大通建设工程有限公司	4.60
南通鼎宏建筑材料有限公司	0.10
南通市东路工程养护有限公司	0.30
南通五建建设工程有限公司	8.10
如东滨城供水有限公司	4.60
如东港城区域供水有限公司	0.30
如东环通建材有限公司	0.60
如东三益鸿生污水处理有限公司	10.00
如东县滨城供水有限公司	1.90
如东县安泰水利建设有限公司	0.30
如东县方泰城乡建设工程有限公司	4.30
如东县港城区域供水有限公司	4.00
如东县民泰城乡建设工程有限公司	5.00
如东县民泰绿化工程有限公司	1.10
如东县南黄海开发建设有限公司	1.50
如东县苏港建设工程有限公司	0.10
如东县新马投资发展有限公司	0.18
如东县新天地供水服务有限公司	2.50
如东县鑫鑫水务设施建设有限公司	7.90
如东县鑫源投资发展集团有限公司	1.90
如东县自来水公司	3.18
合计	**62.46**

资料来源：公司审计报告

7. 过往债务履约情况

根据企业信用报告（银行版，机构信用代码为：G1032062300005670K），截至 2016 年 7 月 20 日，公司无未结清和已结清不良信贷信息记录，总体看，公司过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及如东县区域发展及财力水平的综合分析，并考虑到如东县政府在资本金注入方面给予公司支持的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

十、存续期内债券偿债能力

截至 2015 年底，公司存续期内有公司债券“16 如东棚改项目债”，发行金额为 12 亿元，期限为 7 年，按年计息，从第 2 年起分别偿还本金的 5%、15%、20%、20%、20%、20%。每年最高偿还本金为 2.40 亿元

2015 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对“16 如东棚改项目债”全部本金保护倍数分别为 0.09 倍、3.51 倍和 2.07 倍，对单年最高偿还的本金 2.40 亿元保护倍数分别为 0.45 倍、17.56 倍和 10.36 倍。2015 年，公司经营活动现金流入量和经营活动流量净额对“16 如东棚改项目债”的单年最高偿还本金覆盖程度高。

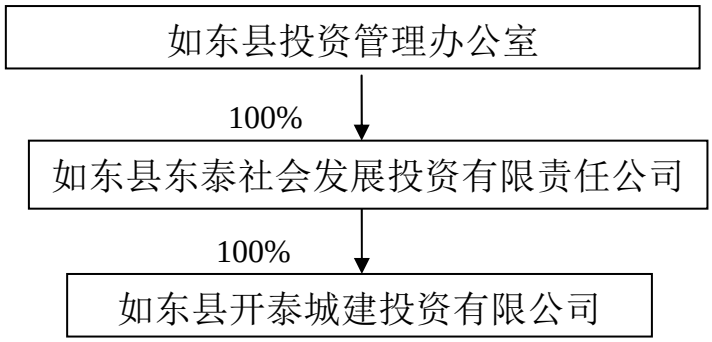
十一、担保方分析

“16如东棚改项目债”由江苏省信用再担保有限公司(以下简称“江苏再担保”)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，江苏再担保主体长期信用等级为AA^+，江苏再担保有助于提升“16如东棚改项目债”到期按时偿还安全性。

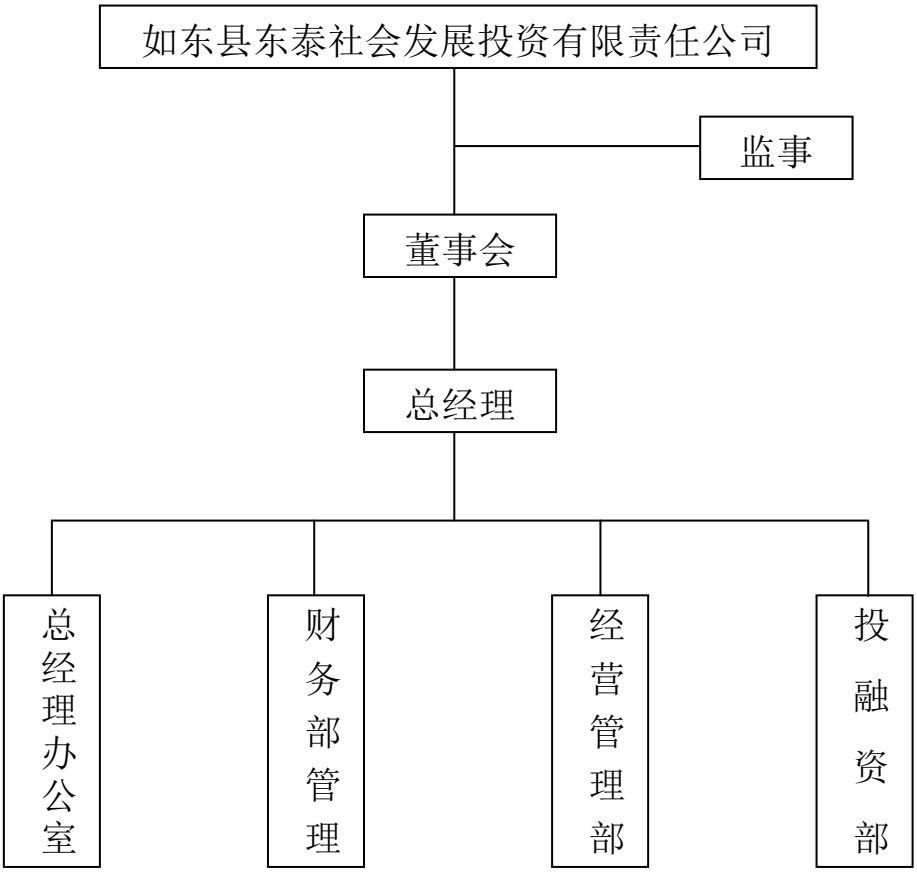
十二、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“16如东棚改项目债”的信用等级为AA^+。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构



附件 3　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	3.92	10.01	5.96
资产总额(亿元)	103.59	130.92	175.05
所有者权益(亿元)	48.55	52.64	53.34
短期债务(亿元)	14.04	42.51	85.23
长期债务(亿元)	25.59	8.40	9.71
全部债务(亿元)	39.63	50.91	94.94
主营业务收入(亿元)	0.70	1.46	1.50
利润总额(亿元)	0.16	1.17	1.06
EBITDA(亿元)	0.31	1.37	1.07
经营性净现金流(亿元)	-0.29	6.63	24.86
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.30	12.10	56.21
存货周转次数(次)	0.01	0.00	0.00
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.01
现金收入比(%)	185.96	156.34	99.49
营业利润率(%)	90.03	94.36	63.12
总资本收益率(%)	0.43	1.34	0.54
净资产收益率(%)	0.32	2.27	1.51
长期债务资本化比率(%)	33.22	13.76	15.40
全部债务资本化比率(%)	43.51	49.16	64.03
资产负债率(%)	50.34	59.79	69.53
流动比率(%)	46.40	54.82	65.17
速动比率(%)	34.48	39.41	51.11
经营现金流动负债比(%)	-0.61	9.49	22.19
全部债务/EBITDA(倍)	129.93	37.19	88.54

注：1.长期应付款及其他应付款中有息借款及融资租赁款已计入有息债务及相关指标；
2.现金类资产已扣除受限资金。

附件 4　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+少数股东损益）/（所有者权益+长期债务+短期债务+少数股东权益）×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
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（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

附件 5　中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2007年3月29日发布的“银发〔2007〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2007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。