跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1525 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”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年七月十七日

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

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	AAA	AAA

跟踪评级时间：2017年7月17日

财务数据

项 目	2014年	2015年	2016年
现金类资产(亿元)	19.12	36.60	51.15
资产总额(亿元)	130.92	175.05	217.77
所有者权益(亿元)	52.64	53.34	83.49
短期债务(亿元)	32.26	40.83	14.57
长期债务(亿元)	8.40	9.71	52.11
全部债务(亿元)	40.66	50.54	66.68
调整后全部债务(亿元)	50.91	94.94	93.80
营业收入(亿元)	1.46	1.50	1.05
利润总额(亿元)	1.17	1.06	1.38
EBITDA(亿元)	1.37	1.07	1.92
经营性净现金流(亿元)	6.63	24.86	19.37
营业利润率(%)	94.36	63.12	62.15
净资产收益率(%)	2.27	1.51	1.34
资产负债率(%)	59.79	69.53	61.66
全部债务资本化比率(%)	43.58	48.65	44.40
调整后全部债务资本化比率(%)	49.16	64.03	52.91
流动比率(%)	54.82	65.17	181.62
经营现金流动负债比（%）	9.49	22.19	26.53
全部债务/EBITDA(倍)	29.71	47.14	34.75
调整后全部债务/EBITDA(倍)	37.19	88.54	48.89

注：调整后全部债务=全部债务+其他应付款中有息债务+长期应付款。

分析师

李海宸　何光美

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，如东县区域经济稳步发展，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”）提供了较好的发展环境。公司作为如东县重要的城市基础设施投资建设主体，跟踪期内得到政府在资本金注入、财政补贴等方面的持续支持，债务结构有所优化。同时，联合资信也关注到，公司资产流动性弱、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。

跟踪期内，如东县经济稳步发展，地方综合财力小幅下滑，公司市政工程、保障房及安置房建设业务稳步发展，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，未来业务规模有望快速提升。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AAA。

优势

1. 跟踪期内，如东县政府在资金本注入、财政补贴等方面给予公司持续支持。
2. 公司市政工程业务具备一定区域垄断优势，土地储备充足。
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。

关注

1. 公司货币资金受限规模相对较大，存货抵押比率很高，资产流动性弱，整体资产质

量一般。

2. 公司存在工程竣工移交后核减资本公积的情况，未来在建工程处理方式尚不确定，对于公司权益稳定性或将产生不利影响。
3. 公司营业收入规模小，偿债能力很大程度上依赖外部支持。
4. 跟踪期内，公司对外担保规模大，公司担保比率高，存在较大或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由如东县开泰城建投资有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

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

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。2016年12月5日，东泰发投以货币形式对公司增资66001.00万元，截至2016年底，公司注册资本100000.00万元，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2016年底，公司内设总经理办公室、财务管理部、经营管理部及投融资部4个职能部门，共7家子公司纳入合并范围。

截至2016年底，公司合并资产总额217.77亿元，所有者权益合计83.49亿元（少数股东权益6.38亿元）。2016年公司合并口径实现营业收入1.05亿元，利润总额1.38亿元。

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、存续债券概况及募集资金使用情况

“16如东棚改项目债”于2016年1月发行，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%，募集资金用于江苏省如东县2013-2017年棚户区改造项目（一期）（以下简称“募投项目”）。募投项目总投资23.66亿元，截至2016年底，该项目已完成投资16.00亿元（计入“存货-开发成本”），已使用募集资金8.20亿元。募投项目计划建设期是2014年至2017年，实际上该项目于2016年才正式实施，建设期进度有所滞后，主要系棚户区征拆推进速度较慢所致。

公司募投项目的经营性收入（拆迁户超面积安置部分的销售收入、配套商业用房销售收入及地下车库销售收入）是存续债券本息偿付的主要资金来源，另外募投项目自有资金部分也可用于支付存续债券前期利息。2017年公司募投项目预计将产生1.00亿元的经营性收入。公司将于2018年1月开始偿还本金6000.00万元，并支付利息5000.00万元左右，募投项目自身的经营性收入基本可以覆盖存续债券的本息偿付额度。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年下降 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进

程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

1. 行业分析

（1）行业概况

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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

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，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。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政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，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，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所

增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文”），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

（3）行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

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。

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。

根据《2016年如东县国民经济和社会发展统计公报》，2016年如东县实现地区生产总值746.69亿元，按可比价格计算，比上年增长9.2%。按常住人口计算，人均GDP达到76046元，增长9.3%。全县实现第一产业增加值67.87亿元，增长1.7%；第二产业增加值340.57亿元，增长9.3%；第三产业增加值338.25亿元，增长10.9%。全县三次产业结构演进为9.1:45.6:45.3。

2016年末，如东县拥有规模以上工业企业671家，其中年销售收入1亿元以上的工业企业398家，比上年增加29家。全县规模以上工业总产值1972.03亿元，增长3.0%，其中，轻重工业分别增长5.6%和1.2%。分经济类型看，国有企业增长5.4%，股份制企业增长3.0%，外商及港澳台投资企业增长3.1%。

2016年，全县规模以上工业企业主营业务收入1898.63亿元，比上年增长3.1%；实现利税230.57亿元，下降3.8%，其中利润总额147.33亿元，比上年增长0.6%。

2016年，如东县完成固定资产投资额545.42亿元，比上年增长12.0%，其中，产业投资439.6亿元，占固定资产投资的比重达80.6%；工业投资329.24亿元，增长8.6%，其中技改投资227.92亿元，占工业投资的比重达到69.2%，工业设备投资222.9亿元，占工业完成投资的67.7%；全县服务业投资达到213.64亿元，增长16.6%；民间投资389.50亿元，比上年下降1.2%。

财政支出方面，如东县2016年一般公共预算支出102.07亿元，增长8.8%。公共财政支出继续向民生倾斜，全年民生支出80.45亿元，占一般公共预算支出的比重达到79.1%，比上年增长12.0%，其中，社会保障和就业支出10.44亿元，增长35.3%；教育支出22.54亿元，增长9.2%；医疗卫生支出8.85亿元，增长27.2%。

（2）财政实力及政府负债

2016年如东县地方综合财力144.38亿元，同比下降0.48%，主要系一般预算收入减少所致。其中一般预算收入占37.68%，转移支付和税收返还收入占23.77%，国有土地使用权出让收入占32.46%，预算外收入占6.09%，财力结构较为稳定。

2016年如东县一般预算收入54.41亿元，较上年下降7.07%。其中税收收入44.44亿元，同

比下降9.92%；非税收入9.96亿元，同比增长8.25%。2016年如东县转移支付和税收返还收入34.32亿元，同比增长5.06%。2016年如东县国有土地使用权出让收入46.86亿元，同比增长8.11%。

表 1　2014~2016 年如东县地方政府综合财力统计表（单位：万元）

科目	2014 年	2015 年	2016 年
（一）地方一般预算收入	**500127**	**585447**	**544084**
1、税收收入	415304	493402	444443
2、非税收入	84823	92045	99641
（二）转移支付和税收返还收入	**293646**	**326674**	**343214**
1、一般性转移支付收入	160550	195173	216474
2、专项转移支付收入	106912	105790	100300
3、税收返还收入	26184	25711	26440
（三）国有土地使用权出让收入	**395021**	**433483**	**468640**
1、国有土地使用权出让金	384184	423000	460880
2、国有土地收益基金	0	1641	2251
3、农业土地开发资金	1253	1327	831
4、新增建设用地有偿使用费	9584	7515	4678
（四）预算外财政专户收入	**99336**	**105217**	**87906**
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	**1288130**	**1450821**	**1443844**

资料来源：如东县财政局提供

地方政府债务方面，截至 2016 年底，如东县地方政府直接债务余额为 90.92 亿元，担保债务余额为 33.80 亿元，如东县地方政府全部债务余额为 107.82 亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%），债务率为 74.86%，如东县地方政府债务负担适中。

总体看，跟踪期内，受一般预算收入减少影响，如东县地方综合财力略有下降，地方政府债务负担适中，为公司发展提供了较好的外部环境。

六、基础素质分析

1. 产权状况

公司是国有独资企业，东泰发投为其唯一股东。公司实际控制人为如东投资办。

2. 企业规模

公司是如东县城市基础设施建设重要的投融资主体，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 2016 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，公司项目储备充足；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。

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，大力推动市政工程建设，政府通过注入资本金给予公司资金方面支持。2016 年股东东泰发投对公司以货币形式增资 6.60 亿元。2016 年公司获得政府注入资本金 7.71 亿元，计

入资本公积。在资金使用上，公司一方面利用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建设。截至 2016 年底，公司拥有土地 5344.49 亩，账面价值合计 52.97 亿元，原计入无形资产，2016 年公司将非闲置用地计入“存货”科目，对外出租的土地计入“投资性房地产”科目。其中用于抵押的土地账面价值为 51.10 亿元，抵押比率为 96.47%。

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	2800.00	284815.31	批、住、商、其
2013 年	3	3.53	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	**45**	**5548.49**	**542254.95**	--
截至 2016 年底	**40**	**5344.49**	**529700.00**	--

资料来源：公司提供

注:截至2016年底，公司部分土地已被政府收回或者转让给其他公司。

财政补贴

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。2016 年公司收到融资补助 8032.00 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。

总体看，跟踪期内，公司获得如东县政府在资本金注入、财政补贴等方面的持续支持，未来公司综合实力和竞争力有望稳步增强。

七、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。

八、经营分析

近年来，公司主要承担如东县市政工程建设以及保障房、安置房建设任务，营业收入主要体现为项目管理收入。

2016 年公司营业收入规模较小，为 1.05 亿元。从收入构成看，项目管理业务为公司营业收入主要来源，占比在 95%以上。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，该项业务毛利率为 100%。2016 年公司租赁业务收入为 345.22 万元，系店面房（计入“投资性房地产”科目）出租所产生的收入。2016 年公司新增房产销售收入 167.79 万元，系公司收购其他安置房开发商的几套房屋，再将其销售给安置户所形成的收入，由于公司尚未支付安置房收购款，故成本在当年没有结转，致使房产销售业务毛利率为 100.00%，收入和成本不匹配，不符合权责发生制原则。

表3 近三年公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 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	13553.37	93.09	100.00	14944.22	99.62	100.00	9977.85	95.10	100.00
租赁业务	--	--	--	0.64	0.00	100.00	345.22	3.29	97.72
房产销售业务	--	--	--	--	--	--	167.79	1.60	100.00
其他	1006.13	6.91	93.69	10.46	0.07	100.00	1.65	0.02	100.00
合 计	**14559.49**	**100.00**	**99.56**	**15001.76**	**100.00**	**99.56**	**10492.50**	**100.00**	**99.93**

资料来源：公司审计报告

注：2014年、2015年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，2016年其他业务为物业管理。

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，负责住建局所有市政工程项目建设。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。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，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，2014~2016 年均未结转在建工程）。截至 2016 年底，公司资产中在建工程余额为 51.35 亿元，其中部分工程已完工（约 40 亿元）但尚未移交，故暂做挂账处理。2016 年公司新增在建工程 6.80 亿元（其中 0.15 亿元为保障房、安置房的前期征拆投入，不属于市政工程项目投资），共确认项目管理业务收入 9977.85 万元。

近年来，公司承建的市政工程业务数量较多，但工程投资金额相对较小，2016 年增加了亮化、绿化、管网等配套工程的投入，完成了牡丹江路东延（泰山路-东环路）、焊业路（江海路-嘉陵江路）、电大路（东环路-东二环）、东环路北延、通海路示范路创建等项目。2016 年公司共完成市政工程 12 个，完成投资额 6.65 亿元。

表4 2015~2016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
2015 年	15	104401.88
2016 年	12	66519.00
合计	**27**	**170920.88**

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。

对于保障房（包括公租、廉租和经济适用房）建设，根据如东县住房改革发展保障办公

室（以下简称“住改办”）与公司子公司鑫源房地产签订的《委托实施政府保障性住房集中建设项目协议书》，公司自筹保障房建设资金，项目整体竣工验收交付后，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（回购资金与前期拨付资金对冲结算，多退少补），经济适用房由公司按照《如东县保障性住房管理办法》相关规定出售。公租、廉租房部分，住改办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；经济适用房部分，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。

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，若被安置对象认购款低于安置房建设成本，差额部分政府会给予一定补贴。

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，确认收入并结转存货中成本。

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、公租房及经济适用房面积占比分别为 6.78%、72.78%和 20.44%。截至 2016 年底，该项目累计已完成投资额 2.50 亿元，已完工，政府于 2016 年开始回购。截至 2016 年底，公司已收到回购款 1.80 亿元，计入“预收款项”，待项目审计决算后结转至“营业收入”。

表5　截至2016年底公司规模以上在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	截至 2016 年底累计投资额	2017 年计划投资额
在建项目			
东二环路（大部分已完工）	72000.00	98388.58	1100.00
长江路东延及西延工程	45000.00	41352.73	5000.00
嘉陵江路	55000.00	28000.00	7500.00
新光安置小区	47000.00	32000.00	10000.00
东环路北延（周园路-洋口大道）	36800.00	31800.00	5000.00
江苏省如东县 2013-2017 年棚户区改造项目（一期）	236600.00	160000.00	15000.00
小计	**492400.00**	**391541.31**	**43600.00**
拟建项目	**总投资**	**截至 2016 年底累计投资额**	**2017 年计划投资额**
东环路北延、牡丹江路东延、江海中路、海花路南延道路及管道等建设	68800.00	0.00	12800.00
“六城联创”县城 25 平方公里内小区改造	34402.00	0.00	34402.00
华庭路、黄海路北延、至善路、嘉陵江路、鸭绿江路、湘江路、电大路道路及管道建设	16500.00	1950.00	14550.00
悍业路、范堤路、富民路、龙腾路、紫琅路、淮河路、江海西路道路及管道等建设	18450.00	0.00	18450.00
郊野公园	20000.00	0.00	10000.00
"三河六岸"提升项目	45800.00	0.00	16030.00
泰山路、掘兵路大修	8000.00	0.00	5000.00
尾水达标排海管道工程	23000.00	0.00	5000.00
长江路洋口运河桥及接线	12000.00	0.00	5000.00
中心公园	4000.00	0.00	4000.00
芳泉路、日晖路污水收集管网配套工程	5000.00	0.00	4900.00
合计	**255952.00**	**1950.00**	**130132.00**

资料来源：公司提供

注：部分项目投资额已超出概算。

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 2016 年底，已累计投资 3.20 亿元，其中 1 期工程 3 万平方米已竣

工并通过验收，预计 2017 年下半年开始认购；2 期工程 6 万平方米已于 2016 年底封顶；3 期工程目前正处于实施阶段，预计 2018 年完工。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（主要包括拆迁户超面积安置部分的销售收入、配套商业用房销售收入及地下车库销售收入）和部分政府补贴。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 2016 年底已完成投资 16.00 亿元，在“存货-开发成本”中反映。

未来发展

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 2016 年底，公司规模以上在建项目总投资额为 49.24 亿元，累计已完成投资 39.15 亿元，拟建项目总投资额为 25.60 亿元，已投资 0.20 亿元，在建和拟建项目 2017 年计划投资额合计为 17.37 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有所上升。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2016 年度合并财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

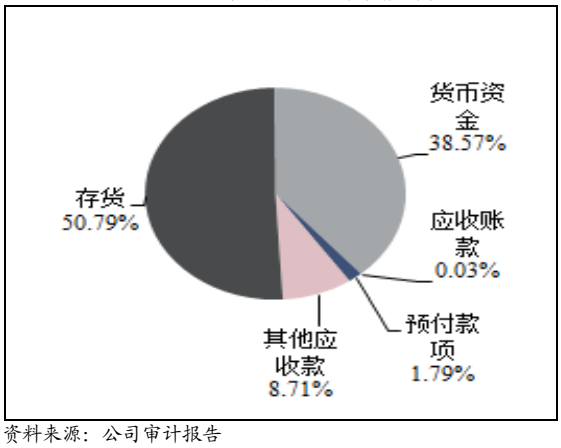
公司 2016 年合并范围较 2015 年无变化，财务数据可比性强。

截至2016年底，公司合并资产总额217.77亿元，所有者权益合计83.49亿元（含少数股东权益6.38亿元）。2016年公司合并口径实现营业收入1.05亿元，利润总额1.38亿元。

2. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额为 217.77 亿元，同比增长 24.40%，主要来自于货币资金、存货和投资性房地产的增加。从构成看，2016 年底公司资产总额中流动资产占 60.89%，非流动资产占 39.11%，以流动资产为主。

图 1　2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司流动资产为 132.59 亿元，同比增长 81.68%，主要系货币资金和存货增长所致。从构成看，2016 年底公司流动资产主要由货币资金（占 38.57%）、其他应收款（占 8.71%）和存货（占 50.79%）构成。

截至 2016 年底，公司货币资金为 51.15 亿元，同比增长 39.76%，主要为银行存款（33.39

亿元）、其他货币资金（17.76 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2016年底，公司其他应收款为11.54亿元，同比下降38.12%，主要系与政府部门或政府融资平台之间的往来款减少所致。截至2016年底，按账龄组合计提坏账准备的其他应收款为1.40亿元，共计提坏账准备0.31亿元。截至2016年底，公司其他应收款前五名金额合计8.70亿元，占其他应收款账面余额的73.43%，主要为对如东县方泰城乡建设工程有限公司、如东县苏港建设工程有限公司的借款和往来款，回收风险不大。

表6　截至2016年底公司其他应收款前五名明细

（单位：万元）

单位	金额	性质
如东县方泰城乡建设工程有限公司	45499.99	借款，往来款
如东县苏港建设工程有限公司	31433.49	借款、往来款
润通置业如东有限公司	5076.97	往来款
金鑫交通工程建设公司	3000.00	往来款
如东县财政局	2000.00	往来款
合计	87010.45	--

资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司存货为67.35亿元，其中开发成本占比超过99.99%，主要包括待开发的土地（账面价值为45.30亿元，抵押比率超过90%，由无形资产转入）、保障房和安置房建设成本，以及拆迁补偿款。

截至2016年底，公司非流动资产为85.17亿元，同比下降16.55%，主要系无形资产减少所致。从构成看，2016年底公司非流动资产主要由投资性房地产（占35.46%）和在建工程（占60.29%）构成。

截至2016年底，公司投资性房地产为30.20亿元，主要系由无形资产转入的土地使用权，以公允价值（根据评估值并结合当地市场情况而确定）计量。

受工程投入持续增长影响，2016年公司在建工程同比增长15.27%。截至2016年底，公司在建工程为51.35亿元，主要为东二环路、西环路（已完工）以及污水截流工程（已完工）等工程。

截至2016年底，公司无形资产为0.60亿元，同比下降98.90%，主要系土地使用权转出所致。

跟踪期内，公司资产规模增长较快，以货币资金、存货和在建工程为主。公司货币资金受限规模相对较大；存货以待开发的土地为主，用于抵押的土地比例高；在建工程主要为已完工和在建的市政工程项目。整体看，公司资产流动性弱，整体资产质量一般。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 83.49 亿元，同比增长 56.52%，其中归属于母公司权益合计 77.11 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 12.97%、59.82%和 19.29%。

截至 2016 年底，公司实收资本为 10.00 亿元，同比增长 194.13%，系股东增资所致；资本公积为 46.13 亿元，同比增长 20.06%，系政府注入资本金所致；其他综合收益 14.88 亿元，系转入投资性房地产的土地使用权公允价值与账面价值的差额。

总体看，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。

负债

截至 2016 年底，公司负债为 134.28 亿元，同比增长 10.33%，主要系长期借款和应付债券增加所致。从构成看，2016 年底公司负债总额中流动负债占比 54.37%，非流动负债占比 45.63%。

截至 2016 年底，公司流动负债为 73.01 亿元，同比下降 34.81%，主要是系短期借款、应

付票据、其他应付款和一年内到期的非流动负债减少所致。从构成看，2016 年底公司流动负债主要由应付票据（占 17.01%）、应付账款（占 4.56%）和其他应付款（占 69.92%）构成。

截至 2016 年底，公司短期借款为 0.95 亿元，全部为抵押借款，同比下降 91.04%，主要系偿还了短期借款所致。

截至2016年底，公司应付票据12.42亿元，同比下降 42.66%，主要系银行承兑汇票大幅减少所致。从构成看，银行承兑汇票 9.02 亿元，商业承兑汇票 3.40 亿元。

截至 2016 年底，公司应付账款为 3.33 亿元，同比增长 9.92%。从账龄看，账龄在一年以内的占 51.16%，1~2 年的占 4.44%，2~3 年占 2.26%，3 年以上占 42.14%。截至 2016 年底，公司应付账款前五名金额合计为 1.62 亿元，占应付账款的比例为 48.73%，主要为应付南通市东路工程养护有限公司、南通大通建设工程有限公司等公司的工程款。

截至 2016 年底，公司其他应付款为 51.04 亿元，同比下降 24.35%，主要系公司与其他公司之间的拆借款减少所致。从账龄看，1 年以内占 16.85%，1~2 年占 68.02%，2~3 年占 6.95%，3 年以上占 8.18%。截至 2016 年底，公司其他应付款前五名金额合计为 12.10 亿元，占其他应付款的比例为 23.71%，主要为与如东县财政局、如东县住房与城乡建设局、如东县鼎能能源投资有限公司等单位的往来款和借款。2016 年底公司其他应付款中属于有息债务的金额为 22.92 亿元，已在短期债务及相关指标中反映。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债为 1.20 亿元，同比减少 86.00%，全部为一年内到期的长期借款。

截至 2016 年底，公司非流动负债为 61.27 亿元，同比大幅增长，主要系长期借款和应付债券增加所致。

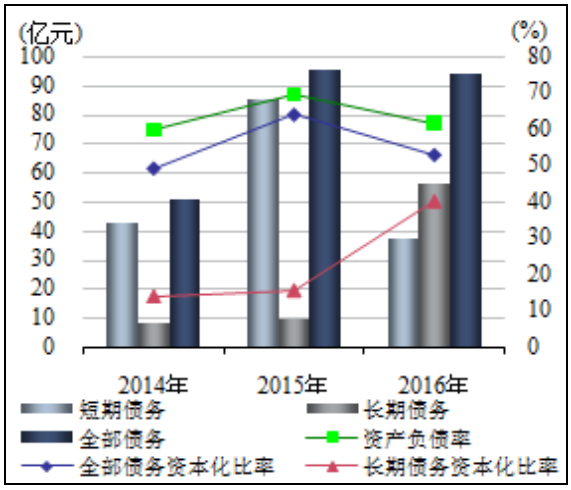
截至 2016 年底，公司长期借款为 40.22 亿元，同比增长 314.16%，其中抵押借款 37.24 亿元，保证借款 2.98 亿元。

截至 2016 年底，公司应付债券为 11.89 亿元，系“16 如东棚改项目债”。

截至 2016 年底，公司调整后全部债务为 93.80 亿元，同比下降 1.20%。公司调整后短期债务为 37.49 亿元，同比下降 56.01%，主要系其他应付款中的拆借款减少所致。公司调整后长期债务 56.31 亿元，同比大幅增长，主要系长期借款、应付债券和长期应付款增加所致。

从公司债务负担看，2016 年底公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率同比均略有下降，上述指标分别为 61.66%和 52.91%；调整后长期债务资本化比率为 40.28%，同比大幅上升。

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，公司债务规模略有下降，短期债务大幅下降，长期债务大幅增长，债务结构有所优化，整体债务负担适中。

4. 盈利能力

2016年公司营业收入为1.05亿元，同比下降30.06%，主要系当年市政工程新增投资额减少所致。从构成看，公司营业收入仍以项目管理业务收入为主，2016年项目管理业务收入为1.00亿元。2016年公司营业利润率为62.15%，同比下降0.98个百分点。

2016年公司期间费用为0.12亿元，主要以管

理费用为主，2016年财务费用为负主要系部分利息支出资本化所致。2016年公司期间费用率为11.12%，营业利润为0.46亿元。

2016年公司营业外收入0.92亿元，主要为政府补助。2016年公司利润总额为1.38亿元，同比增长29.83%，系政府补助增加所致。

从主要盈利指标看，2016年公司总资本收益率为0.87%，同比增长0.32个百分点；净资产收益率为1.34%，同比下降0.17个百分点。

总体看，跟踪期内，公司项目管理业务对营业收入贡献大，受业务性质影响公司自身盈利能力弱。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。

5. 现金流

经营活动方面，2016 年公司销售商品、提供劳务收到的现金 3.14 亿元，以项目管理费资金流入和预收的保障房回购款为主；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，2016 年为 39.99 亿元，同比小幅下降。受往来款增加影响，2016 年公司经营活动流入为 43.13 亿元。2016 年公司现金收入比为 299.11%，主要系预收款项大幅增长所致。2016 年公司购买商品、接受劳务支付现金 8.84 亿元，主要为保障房和安置房建设支出；支付其他与经营活动有关的现金为 14.20 亿元，主要为往来款。2016 年公司经营活动现金净流量为 19.37 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，2016 年公司投资活动产生的现金净流量为-3.25 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。2016 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 4.75 亿元，主要系公司市政工程建设支出。

筹资活动方面，2016 年公司筹资活动现金流入为 77.21 亿元，主要由取得借款收到的现金构成。2016 年公司取得借款收到的现金为 41.61 亿元，同比增长 32.18%，主要系长期借款大幅增长所致。2016 年公司收到其他与筹资活动有关的现金为 9.43 亿元，主要为非经营性往来款。2016 年公司筹资活动现金流出为 64.06 亿元，同比增加 21.26%，主要系非经营性往来款增加所致。2016 年公司支付其他与筹资活动有关的现金 38.81 亿元，同比增加 21.26%，主要是归还与其他公司间的借款增加所致。2016 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 13.15 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动受往来款收支情况影响大；随着市政工程项目的推进，投资活动现金流体现为净流出。未来随着保障房、安置房、棚户区改造等项目建设支出的进一步扩大，公司外部融资压力趋于上升。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，受货币资金增加和土地由无形资产转入存货影响，公司流动资产规模大幅上升，2016 年底公司流动比率和速动比率均持续上升，上述指标分别为 181.62%和 89.37%。2016 年公司经营现金流动负债比为 26.53%，同比有所上升。考虑到公司短期债务大幅下降，货币资金较为充足，总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标看，2016 年公司 EBITDA 为 1.92 亿元，调整后全部债务/EBITDA 为 48.89 倍。总体看，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以及政府持续的支持，公司整体偿债能力较强。

截至 2016 年底，公司合并口径共获得银行授信 77.16 亿元，尚未使用授信额度 10.00 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2016年底，公司对外担保余额为60.97亿元，担保比率为73.03%，被担保企业南通五建控股集团有限公司和如东环通建材有限公司为民营建筑类企业，系公司施工方，目前经营状况正常。其他被担保企业均为如东投资办直接或间接控制的企业，与公司属于同一控制人。公司

为兄弟单位担保的融资款部分归公司使用，已将其计入公司其他应付款，并纳入有息债务（金额为22.92亿元）核算，剩余担保余额多为互保。总体看，公司对外担保规模大，或有负债风险较大。

表7　截至2016年底公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保单位	担保余额
南通五建控股集团有限公司	54500.00
如东滨城供水有限公司	95473.12
如东港城区域供水有限公司	28000.00
如东环通建材有限公司	2500.00
如东三益鸿生污水处理有限公司	40000.00
如东县方泰城乡建设工程有限公司	127000.00
如东县金鑫交通工程建设投资有限公司	5275.30
如东县民泰城乡建设工程有限公司	20000.00
如东县南黄海开发建设有限公司	15000.00
如东县新天地供水服务有限公司	25000.00
如东县新天和资产管理有限公司	30000.00
如东县鑫鑫水务设施建设有限公司	148133.12
如东县自来水公司	18798.00
合计	**609679.54**

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 2017 年 7 月 7 日，公司有 8 笔借款被列入关注类，主要系中国银行如东支行将平台类公司借款列为关注类所致，以上 8 笔关注类借款均已按时还款；公司于 2006 年 6 月在中国农业发展银行有 1 笔 43.63 万元的欠息记录，系银行系统未自动扣款所致，现已结清；无其他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正常。

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、财政补贴等方面给予公司的持续支持，公司整体抗风险能力较强。

十、存续期内债券偿债能力

截至 2016 年底，公司存续期内债券为“16 如东棚改项目债”，发行金额为 12 亿元，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 2.40 亿元。

2016 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 0.16 倍、3.59 倍和 1.61 倍，对单年最高偿还本金的保护倍数分别为 0.80 倍、17.97 倍和 8.07 倍。2016 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。

江苏省如东县 2013-2017 棚户区改造项目（存续期内债券募投项目）收入及地方政府补贴现金流入合计金额扣除运营成本及相关税费后，净现金流为 26.81 亿元，为“16 如东棚改项目债”全部本金的 2.23 倍。总体看，募投项目收益对存续期内债券覆盖能力较强。

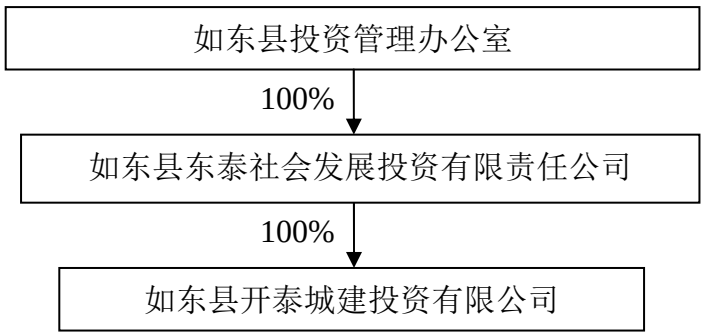
十一、担保方分析

“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AAA，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。

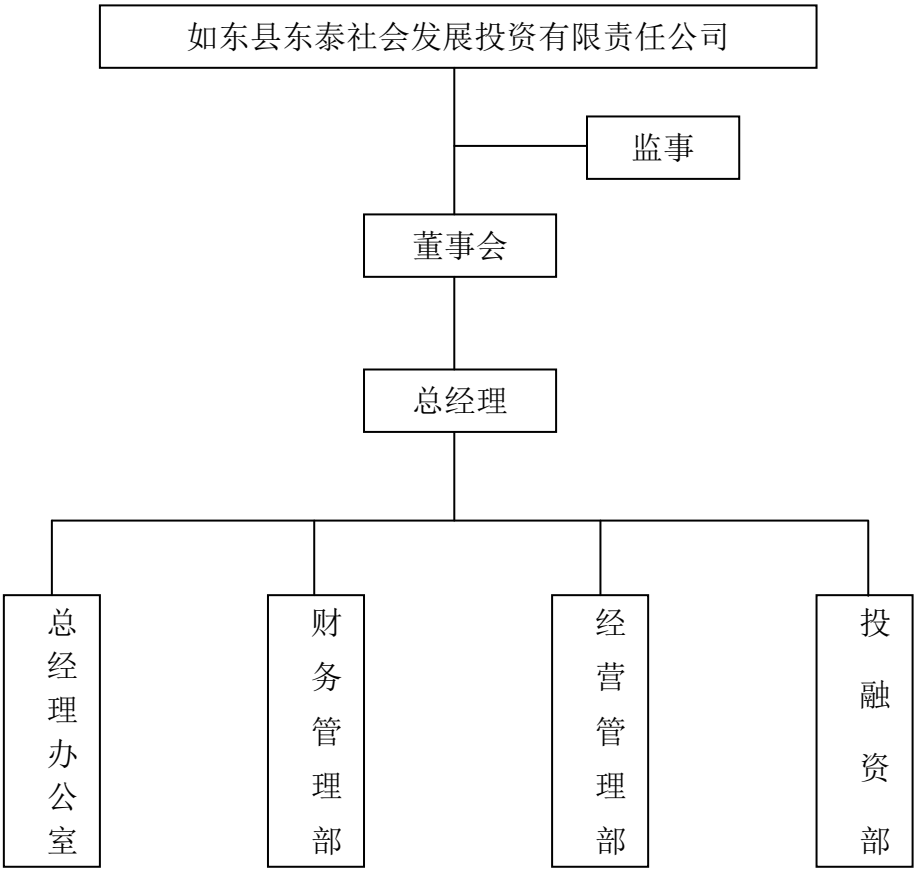
十二、结论

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AAA。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	19.12	36.60	51.15
资产总额(亿元)	130.92	175.05	217.77
所有者权益(亿元)	52.64	53.34	83.49
短期债务(亿元)	32.26	40.83	14.57
调整后短期债务(亿元)	42.51	85.23	37.49
长期债务(亿元)	8.40	9.71	52.11
调整后长期债务(亿元)	8.40	9.71	56.31
全部债务(亿元)	40.66	50.54	66.68
调整后全部债务(亿元)	50.91	94.94	93.80
营业收入(亿元)	1.46	1.50	1.05
利润总额(亿元)	1.17	1.06	1.38
EBITDA(亿元)	1.37	1.07	1.92
经营性净现金流(亿元)	6.63	24.86	19.37
财务指标			
销售债权周转次数(次)	163.44	56.21	24.13
存货周转次数(次)	0.00	0.00	0.00
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.01
现金收入比(%)	156.34	99.49	299.11
营业利润率(%)	94.36	63.12	62.15
总资本收益率(%)	1.34	0.55	0.87
净资产收益率(%)	2.27	1.51	1.34
长期债务资本化比率(%)	13.76	15.40	38.43
调整后长期债务资本化比率(%)	13.76	15.40	40.28
全部债务资本化比率(%)	43.58	48.65	44.40
调整后全部债务资本化比率(%)	49.16	64.03	52.91
资产负债率(%)	59.79	69.53	61.66
流动比率(%)	54.82	65.17	181.62
速动比率(%)	39.41	51.11	89.37
经营现金流动负债比(%)	9.49	22.19	26.53
EBITDA 利息倍数(倍)	7.06	111.44	0.46
全部债务/EBITDA(倍)	29.71	47.14	34.75
调整后全部债务/EBITDA(倍)	37.19	88.54	48.89

注：调整后全部债务=全部债务+其他应付款中有息债务+长期应付款。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
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 4-1　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 4-2　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 4-3　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。