信用等级公告

联合[2018] 1195 号

联合资信评估有限公司通过对如东县开泰城建投资有限公司及其相关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。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十二日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

如东县开泰城建投资有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA

上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	担保方级别	跟踪评级结果	上次评级结果
16 如东棚改项目债	11.40 亿元	2023/01/08	AAA	AAA	AAA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 6 月 22 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	36.60	51.15	31.34
资产总额(亿元)	175.05	217.77	209.80
所有者权益(亿元)	53.34	83.49	83.92
短期债务(亿元)	85.23	37.49	19.80
长期债务(亿元)	9.71	56.31	62.93
全部债务(亿元)	94.94	93.80	82.73
营业收入(亿元)	1.50	1.05	4.78
利润总额(亿元)	1.06	1.38	1.66
EBITDA(亿元)	1.07	1.92	2.26
经营性净现金流(亿元)	24.86	19.37	4.33
营业利润率(%)	63.12	62.15	44.11
净资产收益率(%)	1.51	1.34	1.42
资产负债率(%)	69.53	61.66	60.00
全部债务资本化比率(%)	64.03	52.91	49.64
流动比率(%)	65.17	181.62	304.57
经营现金流动负债比（%）	22.19	26.53	7.48
全部债务/EBITDA(倍)	88.54	48.89	36.59

注：其他应付款和长期应付款中有息债务已纳入有息债务核算。

分析师

何光美　李海宸

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

如东县开泰城建投资有限公司（以下简称“公司”或“开泰城建”）作为如东县重要的城市基础设施投资建设主体，跟踪期内，公司在区域内市政工程业务以及土地资源储备等方面继续保持优势，同时公司的债务结构持续优化，营业收入大幅增长。联合资信也关注到，公司资产流动性弱、未来投资规模较大、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，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”设置了本金分期还款安排，有效降低了“16如东棚改项目债”的集中偿付压力；同时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”）为“16如东棚改项目债”提供了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，担保实力极强，显著提升了“16如东棚改项目债”本息偿还的安全性。

综合评估，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。

优势

1. 跟踪期内，如东县经济稳步发展，为公司提供了较好的外部发展环境。
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”由江苏再担保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. 跟踪期内，公司货币资金受限规模相对较大，存货中土地和投资性房地产抵押比率均较高，资产流动性弱。
2. 跟踪期内，公司在建和拟建项目后续投资规模较大，具有一定对外筹资压力。
3. 跟踪期内，公司对外担保规模大，公司担保比率高，存在一定或有负债风险。
4. “16如东棚改项目债”募投项目进度晚于预期，后续募投项目收益实现存在不确定性。

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。

如东县开泰城建投资有限公司跟踪评级报告

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（以下简称“公司”或“开泰城建”）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

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为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”）。截至 2017 年底，公司注册和实收资本均为 10.00 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化。公司作为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建设以及保障房、安置房建设任务。

截至2017年底，公司资产总额209.80亿元，所有者权益83.92亿元（含少数股东权益5.59亿元）；2017年公司实现营业收入4.78亿元，利润总额1.66亿元。

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

跟踪期内，“16如东棚改项目债”已按期支付债券本金6000.00万元及利息5484.00万元。截至跟踪日，“16如东棚改项目债”债券余额11.40亿元。

表1　跟踪评级债券基本信息

（单位：亿元、%）

债券简称	债券余额	到期兑付日	票面利率
16 如东棚改项目债	11.40	2023/1/8	4.57

资料来源：联合资信整理

“16如东棚改项目债”募集资金12亿元，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”）。募投项目总投资23.66亿元，截至2017年底，该项目已完成投资17.25亿元（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；棚户区拆迁工程除肠衣厂周边地块涉及诉讼未办理土地出让手续外，其他地块均完成拆迁工作；部分安置房已封顶。目前募投项目仍处于在建状态，预计于2018年12月完工。

募投项目自身收入是“16如东棚改项目债”主要的还款来源，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，其次为财政补贴、中央和省级棚改专项补助资金。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分

别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其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以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。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。特别是随着《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

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，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）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，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。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深

化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等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以支持城投企业的转型升级。

表 2　2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

（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 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 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。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、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将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 区域经济环境

如东县县域经济基本竞争力连续十五年跻身全国百强县（市）行列，2017年位列第47名，比上年前移4位，位列全国中小城市综合实力百强榜第46位、全国投资潜力百强榜第58位、全国创新创业（双创）百强榜第31位、全国新型城镇化质量百强榜第79位。

根据《2017年如东县国民经济和社会发展统计公报》，2017年如东县全县实现地区生产总值852.50亿元，按可比价格计算，比上年增长7.9%。按常住人口计算，人均GDP达到86897元，增长8.0%。全县实现第一产业增加值71.37亿元，增长3.1%；第二产业增加值391.21亿元，增长7.9%；第三产业增加值389.92亿元，增长8.8%。全县三次产业结构演进为8.4：45.9：45.7。

2017年如东县完成固定资产投资额563.33亿元，比上年增长9.1%，其中，产业投资461.2亿元，占固定资产投资的比重达81.9%；工业投资329.92亿元，增长6.9%，其中，技改投资217.2亿元，占工业投资的比重达到65.8%，工业设备投资235.8亿元，占工业完成投资的71.5%；全县服务业投资达到233.41亿元，增长13.9%；民间投资446.82亿元，增长20.1%。

2017年底如东县拥有房地产开发企业26家。全年房地产开发投资24.86亿元，增长11.8%。商品房施工面积198.44万平方米，下降5.9%，其中，住宅施工面积156.8万平方米，下降4.4%。全县商品房竣工面积41.33万平方米，增长453.5%，其中，住宅竣工面积32.2万平方米，增长439.7%。商品房销售面积63.86万平方米，增长60.5%，其中住宅39.3万平方米，增长7.4%。

2017 年如东县实现一般公共预算收入 55.56 亿元，同口径增长 7.0%，一般公共预算收入占地区生产总值的比重达 6.5%。其中税收收入 45.87 亿元，税收占比达到 82.6%；2017 年全县政府性基金收入 44.03 亿元，比上年下降 5.3%。2017 年如东县地方政府债务限额 144 亿元，截至 2017 年底，地方政府债务余额 131.3 亿元，其中一般债务余额 92 亿元，专项债务余额 39.3 亿元，未突破限额数。

总体看，跟踪期内，如东县经济稳步发展，为公司发展提供了较好的外部环境。

六、基础素质分析

公司作为如东县重要的城市基础设施投资建设主体，在市政工程业务区域垄断以及土地资源储备（均为招拍挂土地，土地用途为“商住”或“批、住、商、其、城”）等方面具有优势。

根据企业信用报告（机构信用代码为：G1032062300005670K），截至2018年5月14日，公司有8笔已结清借款被列入关注类，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。

七、管理分析

跟踪期内，公司在高管人员、法人治理结构和管理体制等方面无重大变动。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司收入结构发生变化。2017 年公司新增转让土地收入，促使当年营业收入大幅增长；其次，项目管理业务收入稳步增长，主要系市政工程项目当年新增投资额增加所致。此外，公司租赁业务收入也较上年大幅增长，系店面房（计入“投资性房地产”科目，2016 年由“无形资产”转入）出租所产生的收入。2017 年公司保障房和安置房未对外销售，未实现房地产销售收入。受以上因素影响，2017 年公司实现营业收入 4.78 亿元，同比增长 355.51%。

毛利率方面，2017 年公司转让土地业务毛利率为 51.11%，毛利率水平较高，主要是转让的土地系公司 2012 年“招拍挂”的土地，当年拿地价格较低，而土地转让按 2017 年市场价出售，故土地转让毛利率较高；租赁业务毛利率同比大幅下降，主要系物业修缮费用增加所致；综合毛利率为 63.22%，较上年降幅较大但仍处于较高水平。

表3　近两年公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
项目管理业务	9977.85	95.10	100.00	11353.30	23.75	100.00
租赁业务	345.22	3.29	97.72	1664.18	3.48	66.42
房产销售业务	167.79	1.60	100.00	--	--	--
转让土地	--	--	--	34544.18	72.28	51.11
其他	1.65	0.02	100.00	232.77	0.49	44.20
合 计	**10492.50**	**100.00**	**99.93**	**47794.42**	**100.00**	**63.22**

资料来源：公司审计报告

注：其他业务为物业管理、停车场收入、苗圃收入等。

2. 业务经营分析

项目管理业务

公司负责如东县住房和城乡建设局所有市政工程项目建设，业务模式未发生变化。公司按照当年工程新增投资额计提 15%项目管理费，仅将项目管理费确认为当期项目管理收入，故该业务毛利率为 100%。2017 年公司市政工程项目新增投资额 7.57 亿元，当年确认项目管理收入 1.14 亿元，较上年稳步增长。

房地产销售业务

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。对于安置房建设，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，差额部分政府会给予一定补贴。

公司已完工保障房项目——阳光家园保障房，政府于 2016 年开始回购。截至 2017 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收入。2017 年公司未实现房地产销售收入。新光安置小区已于 2017 年第 4 季度完工并交付，待安置户落户后陆续确

认收入。

表4 截至2017年底公司主要在建项目情况 （单位：万元）

项目名称	总投资	截至2017年底累计投资额	2018年计划投资额
在建项目			
悍业路、范堤路等道路建设	18450.00	13050.00	500.00
掘港小学西侧、广隆广场南侧等停车场建设	2100.00	1500.00	600.00
郊野公园	20000.00	2000.00	18000.00
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	5600.00	10900.00
江苏省如东县2013-2017年棚户区改造项目（一期）	236600.00	172500.00	64100.00
合计	**293650.00**	**194650.00**	**94100.00**

资料来源：公司提供

表5 截至2017年底公司主要拟建项目情况 （单位：万元）

拟建项目	总投资	2018年计划投资额
三河六岸”整治工程	45800.00	12000.00
三号街区保护性改造工程	15000.00	5000.00
城镇污水处理设施及管网工程	30000.00	10000.00
青年公园	8000.00	2000.00
长江路洋口运河桥及接线	12000.00	5000.00
合计	**110800.00**	**34000.00**

资料来源：公司提供

从在建及拟建项目情况看，截至2017年底，公司规模以上在建项目计划总投资29.37亿元，累计已完成投资19.47亿元，拟建项目计划总投资11.08亿元，在建和拟建项目2018年计划投资额合计为12.81亿元。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将有所上升。

转让土地

2017年公司新增土地转让收入，系将2012年通过“招拍挂”取得的两宗商住用地转让给如东县民泰城乡建设工程有限公司，面积分别为73126.9平方米和33333.65平方米；两宗土地转让收入按实际买卖合同价格（市场价）确认，成本系当年“招拍挂”的拿地价格，2017年确认转让土地收入3.45亿元。2018年公司暂无土地转让计划，收入可持续性存在不确定性。

未来发展

未来几年，公司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，随着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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017年财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2017年底，公司纳入合并范围的一级子公司仅1家，合并范围无变动，可比性强。

截至2017年底，公司资产总额209.80亿元，所有者权益83.92亿元（含少数股东权益5.59亿元）；2017年公司实现营业收入4.78亿元，利润总额1.66亿元。

2. 资产质量

2017 年底，公司资产总额 209.80 亿元，同比下降 3.66%，主要系货币资金减少所致，仍以流动资产为主。

表 6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	51.15	23.49	31.34	14.94
存货	67.35	30.93	125.36	59.75
流动资产	**132.59**	**60.89**	**176.44**	**84.10**
投资性房地产	30.20	13.87	30.44	14.51
在建工程	51.35	23.58	0.10	0.05
非流动资产	**85.17**	**39.11**	**33.37**	**15.90**
资产	**217.77**	**100.00**	**209.80**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年底，公司流动资产 176.44 亿元，同比增长 33.06%，主要系代建项目由在建工程转入存货所致。公司货币资金 31.34 亿元，同比下降 38.73%，主要系支付工程款及往来借款所致，货币资金中有 6.95 亿元使用受限资金，系质押的定期存单和汇票保证金；存货 125.36 亿元，同比增长 86.13%，系代建项目由“在建工程”转入所致，其中土地资产 40.80 亿元，已有 24.22 亿元用于抵押，土地抵押比率 59.36%。2017 年底，公司非流动资产 33.37 亿元，较 2016 年底下降 60.83%，主要系在建工程中代建项目转让存货所致。公司投资性房地产 30.44 亿元，同比增长 0.80%，主要为土地使用权，其中 19.26 亿元土地使用权已用于抵押。

跟踪期内，公司资产构成以货币资金、存货和投资性房地产为主；货币资金受限规模较大，投资性房地产抵押比率较高。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

跟踪期内，公司所有者权益规模与结构保持稳定。2017年底公司所有者权益83.92亿元，其中其他综合收益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；少数股东权益5.59亿元，同比下降12.41%，主要系纳入合并范围的部分子公司营业收入少，财务费用高，经营亏损所致。公司权益结构稳定性较好。

2017 年底，公司负债总额 125.88 亿元，同比下降 6.25%，系应付票据和其他应付款减少所致。其中非流动负债占比上升至 53.98%。

2017 年底，公司流动负债 57.93 亿元，同比下降 20.65%。公司应付票据 2.20 亿元，系银行承兑汇票，同比下降 82.29%，主要系商业和银行承兑汇票到期兑付所致；其他应付款 43.70 亿元，较 2016 年底下降 14.39%，主要是往来款、拆迁补偿款、借款等减少所致，其中 11.94 亿元借款已纳入有息债务核算。

2017 年底，公司非流动负债 67.95 亿元，同比增长 10.90%，主要系长期应付款增长所致。长期应付款 9.70 亿元，同比增长 130.95%，主要系应付江苏省城乡建设投资有限公司的危旧房改造基金的利息所致。长期应付款全部纳入有息债务核算。

有息债务方面，跟踪期内公司短期债务同比大幅下降，长期债务规模略有上升，全部债务有所下降，2017年底公司全部债务82.73亿元，以长期债务为主。从全部债务的偿还期限分布看，公司2018至2020年需偿还有息债务本金分别为19.80亿元、22.73亿元和22.27亿元。

表7 公司债务负担情况

（单位：亿元、%）

项 目	2016 年	2017 年
短期债务	37.49	19.80
长期债务	56.31	62.93
全部债务	93.80	82.73
长期债务资本化比率	40.28	42.85
全部债务资本化比率	52.91	49.64
资产负债率	61.66	60.00

资料来源：根据公司审计报告整理

受债务结构调整、优化影响，公司长期债务资本化比率上升至 42.85%，资产负债率和全部

债务资本化比率同比均有所下降，分别为60.00%和49.64%，整体债务负担有所下降。

总体看，跟踪期内，公司债务结构有所优化，全部债务规模有所下降，整体债务负担适中。

4. 盈利能力

2017年公司实现营业收入4.78亿元，同比增长355.51%，系新增土地转让收入所致。同期，公司营业成本同步增长；营业利润率44.11%，较上年下降18.04个百分点。

公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2017年期间费用0.58亿元，同比大幅增长，主要系利息收入大幅减少，财务费用大幅增长所致。2017年公司期间费用率有所上升，为12.19%。

从盈利指标看，2017年公司总资本收益率和净资产收益率分别为1.02%和1.42%，较2016年分别上升0.15个和0.08个百分点。

表8 2016~2017年公司盈利情况（单位：亿元）

项 目	2016年	2017年
营业收入	1.05	4.78
营业成本	0.00	1.76
营业利润	0.46	1.66
营业外收入	0.92	0.00
利润总额	1.38	1.66
净利润	1.12	1.19
营业利润率（%）	62.15	44.11
总资本收益率（%）	0.87	1.02
净资产收益率（%）	1.34	1.42

资料来源：审计报告

总体看，跟踪期内，公司转让土地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。

5. 现金流

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、与关联方和政府相关部门的往来款等。2017年公司经营活动现金流入28.93亿元，同比下降32.92%，主要系往来款减少所致；同期，由于公司当年代建项目投入规模较大，经营活动现金流出较上年进一步增长。2017年公司经营活动现金流量净额4.33亿元，同比大幅下降。公司现金收入比由2016年的299.11%下降至115.12%，但收入实现质量仍然较好。

表9 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2016年	2017年
经营活动现金流入小计	43.13	28.93
经营活动现金流出小计	23.76	24.60
经营活动产生的现金流量净额	19.37	4.33
投资活动产生的现金流量净额	-3.25	1.27
筹资活动产生的现金流量净额	13.15	-16.44
现金收入比（%）	299.11	115.12

资料来源：审计报告

2017年公司投资活动较少，投资活动现金流量净额1.27亿元，主要系处置房屋及建筑物收回的现金。

2017年公司通过银行借款、发行债券和非经营性往来款共获得筹资活动现金流入31.88亿元；公司筹资活动现金流出48.32亿元，主要是偿还当年借款本息，以及与其他公司之间的借款。公司筹资活动现金流量净额-16.44亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动受往来款收支情况影响大，投资活动较少，筹资活动体现为净流出。

6. 偿债能力

2017年底，公司流动比率和速动比率均有所下降，分别为304.57%和88.17%。2017年公司经营现金流动负债比为7.48%，经营性净现金流对流动负债的保障能力尚可。2017年底公司现金类资产31.34亿元，对短期债务覆盖倍数为1.58倍，公司对短期债务保障能力较强。

2017年公司EBITDA为2.26亿元；全部债务/EBITDA为36.59倍，长期偿债能力较弱。考虑到充足的储备土地，公司整体偿债能力很强。

截至 2017 年底，公司获得银行授信总额 50.47 亿元，已使用额度 44.47 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2017 年底，公司对外担保余额 55.21 亿元，担保比率为 65.79%，较 2016 年底有所下降。被担保企业主要是当地国有企业和公司关联方，均为如东县投资管理办公室下属平台公司，其中对外担保余额最大的 2 家企业分别为如东县鑫鑫水务设施建设有限公司（以下简称“鑫鑫水务公司”）、如东县方泰城乡建设工程有限公司（以下简称“方泰城建公司”）。鑫鑫水务公司主要从事水务业务，2017 年底资产总额 19.37 亿元，所有者权益 8.15 亿元，2017 年营业收入 5.62 亿元，利润总额 0.47 亿元，经营情况正常；方泰城建公司主要从事环保基础设施投资建设，2017 年底资产总额 20.51 亿元，所有者权益 6.81 亿元，2017 年营业收入 4.62 亿元，利润总额 0.50 亿元，经营情况正常。总体看，公司对外担保企业虽系政府平台公司，但对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。

表10　截至2017年底公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保单位	担保余额
如东县鑫鑫水务设施建设有限公司	130300.00
如东县方泰城乡建设工程有限公司	130000.00
如东县新天地供水服务有限公司	65000.00
如东三益鸿生污水处理有限公司	52000.00
如东县新天和资产管理有限公司	30000.00
如东县自来水公司	30000.00
如东滨城供水有限公司	27500.00
如东县民泰城乡建设工程有限公司	20000.00
如东港城区域供水有限公司	15000.00
如东县南黄海开发建设有限公司	15000.00
如东县新天地投资发展有限公司	12250.01
如东县鼎盛文化投资有限公司	10000.00
如东县苏港建设工程有限公司	8000.00
如东县强盛体育投资有限公司	7000.00
合计	**552050.01**

资料来源：公司提供

十、存续期内债券偿债能力

截至跟踪日，公司存续债券“16 如东棚改项目债”的剩余本金为 11.40 亿元。2017 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”剩余本金保护倍数分别为 0.20 倍、2.54 倍和 0.38 倍，2017 年公司经营活动现金流入量对“16 如东棚改项目债”剩余本金的覆盖程度高。

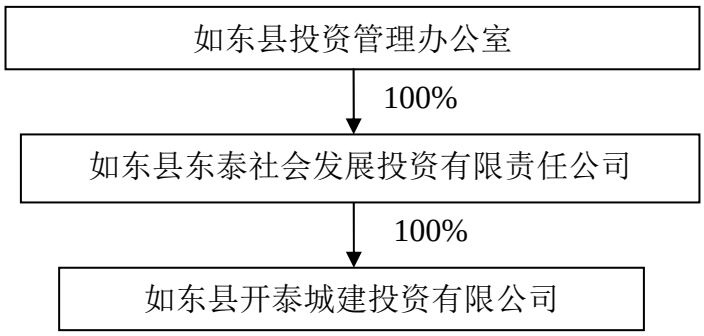
江苏省如东县 2013-2017 棚户区改造项目（存续期内债券募投项目）收入及地方政府补贴现金流入合计金额扣除运营成本及相关税费后，净现金流为 26.81 亿元，为“16 如东棚改项目债”全部本金的 2.23 倍。总体看，募投项目收益对存续期内债券覆盖能力较强，但募投项目实际进展晚于预期，后续如期实现收入情况具有不确定性。

“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。

十一、结论

综合考虑，联合资信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 2017 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2017 年底纳入合并范围的一级子公司情况

序号	企业名称	直接持股比例(%)	注册资本（万元）	业务性质
1	如东方圆城建投资有限公司	70.00	10000.00	城市基础建设投资、开发

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	36.60	51.15	31.34
资产总额(亿元)	175.05	217.77	209.80
所有者权益(亿元)	53.34	83.49	83.92
短期债务(亿元)	85.23	37.49	19.80
长期债务(亿元)	9.71	56.31	62.93
全部债务(亿元)	94.94	93.80	82.73
营业收入(亿元)	1.50	1.05	4.78
利润总额(亿元)	1.06	1.38	1.66
EBITDA(亿元)	1.07	1.92	2.26
经营性净现金流(亿元)	24.86	19.37	4.33
财务指标			
销售债权周转次数(次)	33.74	24.13	130.09
存货周转次数(次)	0.00	0.00	0.02
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.02
现金收入比(%)	99.49	299.11	115.12
营业利润率(%)	63.12	62.15	44.11
总资本收益率(%)	0.55	0.87	1.02
净资产收益率(%)	1.51	1.34	1.42
长期债务资本化比率(%)	15.40	40.28	42.85
全部债务资本化比率(%)	64.03	52.91	49.64
资产负债率(%)	69.53	61.66	60.00
流动比率(%)	65.17	181.62	304.57
速动比率(%)	51.11	89.37	88.17
经营现金流动负债比(%)	22.19	26.53	7.48
EBITDA 利息倍数(倍)	--	0.46	0.75
全部债务/EBITDA(倍)	88.54	48.89	36.59

注：其他应付款和长期应付款中有息债务已分别纳入短期和长期债务核算；2015 年未提供资本化利息支出。

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。