信用等级公告

联合〔2019〕1765号

联合资信评估有限公司通过对“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”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持“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

二〇一九年六月二十八日

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
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

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	9.60 亿元	2023/01/08	AAA	AAA	AAA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 6 月 28 日

财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	51.15	32.26	35.18
资产总额(亿元)	217.77	243.31	259.12
所有者权益(亿元)	83.49	102.24	102.35
短期债务(亿元)	37.49	8.79	26.56
长期债务(亿元)	56.31	63.43	61.60
全部债务(亿元)	93.80	72.22	88.15
营业收入(亿元)	1.05	4.78	10.16
利润总额(亿元)	1.38	1.66	2.04
EBITDA(亿元)	1.92	2.25	2.31
经营性净现金流(亿元)	19.37	5.16	15.34
营业利润率(%)	62.15	42.93	26.14
净资产收益率(%)	1.34	1.14	1.71
资产负债率(%)	61.66	57.98	60.50
全部债务资本化比率(%)	52.91	41.40	46.27
流动比率(%)	181.62	254.57	223.17
经营现金流动负债比(%)	26.53	7.10	17.41
全部债务/EBITDA(倍)	48.89	32.08	38.08

注：1.其他应付款和长期应付款中有息债务已纳入有息债务计算； 2.2017 年数据采用 2018 年追溯调整后的期初数

分析师：赵起锋 刘沛伦

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，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（简称“16 如东棚改项目债”）募投项目已取得销售收入和政府补助款。同时联合资信也关注到，募投项目建设周期晚于预期，未来收益可能会受到项目销售进度情况影响存在一定不确定性。

偿债主体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，公司继续在区域地位和外部支持方面保持优势。随着公司保障房安置房项目推进以及土地转让规模的增加，公司营业收入大幅增长。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信用水平带来的不利影响。

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，未来业务规模有望持续增长，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. 跟踪期内，如东县区域经济持续发展，地方一般预算收入稳步增长，为公司提供了较好的外部发展环境。
2. 公司基建业务和保障性住房业务具备一定区域优势。跟踪期内，公司在财政拨款、资产注入和项目补贴等方面获得政府有力支持。
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，显著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。

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

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（以下简称“联合资信”）关于2016年江苏省如东县2013—2017年棚户区改造项目（一期）项目收益债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、偿债主体概况

跟踪期内，公司股权结构以及经营范围未发生变化。截至2018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”）仍为公司股东。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》，公司实际控制人变更为如东锦恒城市投资集团有限公司（以下简称“锦恒集团”）。

截至2018年底，公司资产总额259.12亿元，所有者权益102.35亿元（其中少数股东权益9.26亿元）；2018年，公司实现营业收入10.16亿元，利润总额2.04亿元。

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：潘瑜。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券为“16如东棚改项目债”，余额9.60亿元。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	债券余额	到期兑付日	票面利率
16如东棚改项目债	9.60	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12.00亿元，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”）。募投项目总投资23.66亿元，截至2018年底，该项目已完成投资19.22亿元（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。截至2018年底，8个拆迁片区已全部拆迁完毕，预计2019年底棚改项目全部完工。2018年，募投项目实现销售收入2.73亿元（含政府按面积拨付的补助2.07亿元）。

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，

工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5

个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业与区域经济

1. 城市基础设施建设行业

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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008 年后，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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，《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》”）颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

行业政策

根据 2014 年《43 号文》，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清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以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，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。2015 年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018 年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018 年 7 月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018 年 10 月，国办发〔2018〕101 号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018 年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 2　2018 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
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 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 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险””
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10 号）	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资源来源：联合资信整理

行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资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。

2. 区域经济环境

如东县经济概况

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，2018 年底全县常住人口 97.85 万人，城镇化率 58.81%。

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，县域经济基本竞争力连续16年跻身中国百强县行列，2018年位列第43名，比上年前移4位。在2018年中小城市评选中，如东县列全国中小城市综合实力百强县市第45位、全国绿色发展百强县市第41位、全国投资潜力百强县市第48位、全国科技创新百强县市第30位、全国新型城镇化质量百强县市第65位。

近年来，如东县经济持续发展。根据《2018年如东县国民经济和社会发展统计公报》，2018年如东县实现地区生产总值952.29亿元，按可比价计算，同比增速为7.5%。2018年，如东县第一产业增加值75.22亿元，增长2.9%；第二产业增加值439.13亿元，增长7.2%；第三产业增加值437.94亿元，增长8.6%。三次产业增加值比例由2016年的9.1:45.6:45.3调整为7.9：46.1：46.0，产业结构不断优化。按常住人口计算，2018年如东县人均GDP 97232元，增长7.6%。

表3　2018年南通市及下辖区县（市）GDP及一般预算收入情况（单位：亿元）

区 域	GDP		一般公共预算收入	
	金额	增速	金额	增速
南通市	8427	7.2%	606.19	2.6%
通州区	1269	7.8%	69.01	-1.5%
海门市	1249	8.0%	71.01	-2.1%
如皋市	1120	7.3%	70.01	-1.8%
启东市	1063	7.4%	72.31	1.7%
海安县	993	8.1%	61.71	2.8%
如东县	952	7.5%	57.55	3.6%
崇川区	820	6.7%	70.00	-2.5%
开发区	579	5.2%	58.91	25.2%
港闸区	405	6.8%	42.04	4.9%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2018年，如东县规模以上工业总产值增长15.8%，其中，轻重工业分别增长15.3%和16.2%。分经济类型看，国有企业增长15.1%，股份制企业增长16.8%，外商及港澳台投资企业增长13.7%。全县规模以上高新技术产业产值增长17.0%，占规模以上工业总产值比重为43.61%，占比提高0.29个百分点。

2018年如东县固定资产投资比上年增长8.0%，其中，工业投资增长7.7%，服务业投资增长8.4%，高新技术产业投资增长19.7%，民间投资增长17.5%，项目投资增长6.5%。

如东县财政实力

如东县政府综合财力以一般公共预算收入、政府性基金收入为主。2018年如东县一般预算收入为57.55亿元，同比增长3.6%，在南通市下辖行政区域中增速排名第三位；从构成看，税收收入48.05亿元，同比增长4.8%，税收收入占比83.5%，一般预算收入质量较好。2018年，如东县政府性基金收入43.24亿元，较上年变化不大。

表4　如东县财力及债务情况（单位：亿元）

项目	2016年	2017年	2018年
一般公共预算收入	54.41	55.56	57.55
其中：税收收入	44.44	45.87	48.05
政府性基金收入	46.49	44.03	43.24
一般公共预算支出	102.07	108.02	119.18
政府性基金支出	51.84	52.58	50.28
债务限额	132.7	144	154
债务余额	128.6	131.3	138.04

资料来源：如东县财政预算执行情况和财政预算(草案)的报告

2018年如东市一般公共预算支出119.18亿元，同比增长10.3%，用于民生支出占一般预算支出超80%。2018年，如东县政府性基金支出50.28亿元，主要用于国有土地使用权出让。

如东县近三年政府债务余额均控制在限额内。2018年地方政府债务限额154亿元，其中一般债务104亿元，专项债务50亿元。2018年底如东县政府债务余额138.04亿元，其中一般债务91.23亿元，专项债务46.81亿元。

跟踪期内，如东县区域经济持续发展，地方一般预算收入稳步增强，为公司发展提供了良好的外部环境。

六、基础素质分析

2018年，如东县对县属国有企业进行整合，成立锦恒集团和江苏东和投资集团有限公司（以下简称“东和集团”）。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、代建等部门的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。原各企业人员、债权债务、资产以及投资的工程项目一并归入集团管理，各自原有业务范围不变。目前公司已归属锦恒集团进行管理，但股权结构未变更。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。

政府支持方面，跟踪期内，公司在财政拨款、资产注入和项目补贴等方面获得政府有力支持。2018年，财政拨付土地征收及拆迁安置款项增加资本公积1.70亿元，拨付被收储土地补偿款增加资本公积3014.60万元，划拨商铺房产资产增加资本公积483.92万元。同期，如东县政府将如东通海水务开发有限公司（以下简称“通海水务”）100%股权和如东县沿海水务开发投资有限公司（以下简称“沿海水务”）75%股权无偿划转至公司。2018年，针对保障房项目，公司按销售面积配比收到鑫城苑安置房政府补助2.07亿元，计入“营业收入”。

根据企业信用报告（机构信用代码为：G1032062300005670K），截止2019年5月21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

2019 年 3 月，公司董事长兼总经理变更为潘瑜先生。潘瑜先生，1984 年生，本科学历，先后任职于如东县建设工程质量监督站和锦恒集团。

2018 年如东县国有企业整合后，各子公司的资金、人事、资产、负债由集团统一管理协调。公司原有业务范围不变，国企整合对公司无重大不利影响。

跟踪期内，公司在法人治理结构等其他方面无重大变动。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司继续从事基础设施建设、土地整理和保障房建设业务。2018 年，公司实现营业收入 10.16 亿元，同比大幅增长，主要是由于当年经适房、安置房销售收入及土地转让收入规模较大。经适房、安置房销售收入增长主要系公司所建经适房、安置房项目达到销售条件；土地转让收入增长主要系用地需求增加。2018 年，公司未针对新增基建项目投资确认项目管理收入和工程施工收入，项目管理收入 0.32 亿元和工程施工收入 0.16 亿元系往年项目调整结算金额产生。

毛利率方面，2018 年由于毛利率较高的项目管理收入规模大幅下降，导致综合毛利率下滑至 48.60%。

表5　公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率

工程施工	--	--	--	1573.82	1.55	10.43
项目管理	11353.30	23.75	100.00	3170.80	3.12	100.00
土地开发、整理业务	228.88	0.48	43.26	669.36	0.66	100.00
经济适用房、安置房销售	--	--	--	28330.42	27.87	31.80
租赁业务	6.97	0.01	100.00	556.99	0.55	-20.40
技术、咨询、劳务服务	--	--	--	9.64	0.01	100.00
土地转让	36205.28	75.75	51.61	67331.51	66.24	54.20
合计	**47794.42**	**100.00**	**63.07**	**101642.53**	**100.00**	**48.60**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2. 业务经营分析

基础设施建设

公司基础设施建设业务分别由公司本部负责如东县住房和城乡建设局委托的市政工程项目以及由通海水务和沿海水务负责如东县水务局委托的水利基础设施项目。2018 年，公司本部业务模式未发生变化，即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。但由于结算进度原因，当年公司本部未对新增投资进行结转或确认项目管理收入，项目管理收入 0.32 亿元系往年结转项目调整结算金额产生。

2018 年，公司新增工程施工收入，均来自通海水务和沿海水务的水利基础设施建设项目，包括洋口运河贯通工程、水系工程、农村管网改造工程等，主要采用代建模式。2018 年，通海水务和沿海水务确认工程施工收入 0.16 亿元，系往年结转项目的收入和成本调整结算金额所致。

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。

2018 年，公司确认经适房、安置房销售收入 2.83 亿元，主要来自阳光家园和新光小区（鑫城苑）。目前公司主要在售项目包括阳光家园、新光小区（鑫城苑）、老政府地块安置房和鑫和苑。公司已完工保障房项目——阳光家园保障房，累计投资 2.53 亿元，政府于 2016 年开始回购，截至 2018 年底，公司已累计收到回购款 1.80 亿元。新光安置小区已于 2017 年第 4 季度完工并交付，累计投资 5.09 亿元，该项目总建筑面积 17 万平方米，共 1114 套，目前正在陆续安置并确认收入。老政府地块安置房总建筑面积 9 万平方米，共 620 套，累计完成投资 5.5 亿元，已于 2019 年 4 月开始分房。鑫和苑总建筑面积 6.1 万平方米，共建 517 套，计划总投资 1.8 亿元，截至 2018 年底累计完成投资 1.68 亿苑，该项目于 2016 年开工，2018 年底完工，2019 年开始分房。

表6　截至2018年底公司主要在建拟建项目情况　（单位：万元）

项目名称	总投资	截至 2018 年底累计投资额	2019 年计划投资额
在建项目			
牡丹江路东延（泰山路-东环路）	15000	5000	10000
如东县青年公园	7500	5000	2500

人民路沿线停车场	20000	6886	5000
县人院拓建	35000	20000	15000
东环路北延（东环路-洋口大道）	36800	12000	10000
人民南路（南闸桥-芳泉路）	4000	200	3000
商业街沿街人行道整治	1000	500	500
范堤路改造（人民路-江海路）	5000	3000	2000
263 整治工程	8000	3000	2000
小计	**132300**	**55586**	**50000**
拟建项目	**总投资**	**截至 2018 年底累计投资额**	**2019 年计划投资额**
富民花园二期安置房（鑫源房产公司开发）	52312	--	12400
黄海路北延	9500	--	5000
江海西路改造	9000	--	5000
江海中东路改造（含地下综合管廊工程）	15000	--	2000
人民南路（南闸桥-芳泉路）	4000	--	4000
东二环大修	5000	--	5000
263 整治工程	8000	--	2500
高速出口及电大路口景观绿化项目	3000	--	3000
嘉陵江路两侧绿化带	3000	--	3000
小计	108812	--	41900
合计	**241112**	**55586**	**91900**

资料来源：公司提供

从在建及拟建项目情况看，截至 2018 年底，公司主要在建项目计划总投资 13.23 亿元，累计已完成投资 5.56 亿元，拟建项目计划总投资 10.88 亿元，在建和拟建项目 2019 年计划投资额合计为 9.19 亿元。另外，公司正在筹划以 PPP 模式参与项目建设。未来投资规模较大，公司存在一定融资压力。

转让土地

公司土地转让收入是将往年通过“招拍挂”取得的4宗商住用地转让给如东县民泰城乡建设工程有限公司；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。2018 年确认转让土地收入 6.73 亿元。公司土地出让业务受如东县区域土地政策和土地行情影响，波动性较大。

3.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，同时还负责水利基础设施建设。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 2018 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。

2018 年底，公司拥有纳入合并范围的一级子公司 2 家，合并范围同比增加 1 家，由于通海水务和沿海水务划入属于同一控制下企业合并，公司提供的财务报告对 2018 年期初数据进行追溯调整。

截至2018年底，公司资产总额259.12亿元，所有者权益102.35亿元（其中少数股东权益9.26亿元）；2018年，公司实现营业收入10.16亿元，利润总额2.04亿元。

2. 资产质量

2018 年底，公司资产总额 259.12 亿元，同比增长 6.50%，主要系流动资产增加，资产构成仍以流动资产为主（占 75.90%）。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	32.26	13.26	35.18	13.58
其他应收款	23.77	9.77	20.87	8.06
存货	125.37	51.53	134.07	51.74
流动资产	**184.88**	**75.99**	**196.68**	**75.90**
投资性房地产	30.44	12.51	30.44	11.75
无形资产	21.93	9.01	21.90	8.45
非流动资产	**58.43**	**24.01**	**62.44**	**24.10**
资产总额	**243.31**	**100.00**	**259.12**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

流动资产

2018 年底，公司流动资产 196.68 亿元，同比增长 6.38%，主要系存货有所增加。流动资产构成主要为货币资金、其他应收款和存货。

2018 年底，公司货币资金 35.18 亿元，同比增长 9.05%，货币资金中有 15.46 亿元使用受限，系质押的定期存单和承兑汇票保证金；其他应收款 20.87 亿元，同比下降 12.18%，主要构成为与如东县财政局和公司关联方的往来款，其中与如东县财政局的往来款账龄较长；存货 134.07 亿元，同比增长 6.94%，主要系项目投入有所增加。

表 8 2018 年底公司其他应收款余额前 5 名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	性质	账面余额	占比	账龄
如东金海岸绿色产业发展有限公司	往来款	1.50	6.99	1 年以内
如东县黄海河道整治建设工程有限公司	往来款	2.61	12.16	1 年以内
如东县清灵水利建设有限公司	往来款	1.60	7.45	3-4 年
如东县方泰城乡建设工程有限公司	往来款	8.71	40.57	1 年以内、1-2 年、2-3 年、3-4 年
如东县财政局	往来款	2.59	12.05	4-5 年，5 年以上
合计	**--**	**17.01**	**79.22**	**—**

数据来源：公司审计报告

非流动资产

2018 年底，公司非流动资产 62.44 亿元，同比增长 6.86%，主要系可供出售金融资产（结构性存款等理财产品）有所增加。非流动资产的主要构成为投资性房地产和无形资产。

2018 年底，公司投资性房地产 30.44 亿元，同比未发生变化，主要为按评估价值入账的土地使用权；无形资产 21.90 亿元，主要由土地使用权构成，同比略有减少，系计提摊销所致。

2018 年底，公司受限资产 61.15 亿元，其中货币资金 15.46 亿元、存货 15.64 亿元、投资性房地产 15.60 亿元、固定资产 0.43 亿元和无形资产 14.03 亿元，受限资产规模较大。

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。受限资产规模较大，同时往来款对公司资金有一定占用。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

跟踪期内，公司所有者权益规模与结构保持稳定。2018年底，公司所有者权益102.35亿元，同比略有增长，主要系未分配利润有所增加。公司所有者权益主要构成为实收资本（占9.77%）、资本公积（占58.05%）和其它综合收益（占14.53%）。2018年，财政拨付土地征收及拆迁安置款项增加资本公积1.70亿元，拨付被收储土地补偿款增加资本公积3014.60万元，划拨商铺房产资产增加资本公积483.92万元，同期土地被收回减少资本公积2.60亿元，转由财政承担的利息减少资本公积413.66万元。其他综合收益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。公司权益结构较为稳定。

负债

2018 年底，公司负债总额 156.77 亿元，同比增长 11.13%，主要系流动负债有所增加；其

中流动负债占比上升至 56.22%。

2018 年底，公司流动负债 88.13 亿元，同比增长 21.35%，主要系应付票据及应付账款和一年内到期的非流动负债增加较多。公司流动负债主要由应付票据及应付账款（占 14.22%）、其他应付款（占 65.29%）和一年内到期的非流动负债（占 10.73%）构成。

2018 年底，公司短期借款大幅增至 6.10 亿元。2018 年底，公司应付票据及应付账款 12.53 亿元，同比大幅增长 211.26%，主要系商业承兑汇票增加金额较大；其他应付款 57.54 亿元，同比略有减少，主要为往来款；一年内到期的非流动负债 9.46 亿元，同比增长 205.72%，其中一年内到期的长期借款和应付债券均有所增长。

表 9　2018 年底余额前五名的其他应付款情况

（单位：亿元）

单位名称	款项性质	期末余额	账龄
如东三益鸿生污水处理有限公司	往来款	10.14	1 年以内，1-2 年，3 年以上
如东滨城供水有限公司	往来款	4.17	1 年以内，1-2 年
如东县鑫鑫水务设施建设有限公司	往来款	6.21	1-2 年
如东县苏港建设工程有限公司	往来款	3.71	1 年以内
如东县黄海河道治理建设工程有限公司	往来款	5.24	1 年以内，1-2 年，2-3 年，3 年以上
合计	--	29.47	--

资料来源：根据公司审计报告整理

2018 年底，公司非流动负债 68.63 亿元，同比变化不大，非流动负债由长期借款（占 68.35%）、应付债券（占 16.73%）、长期应付款（占 7.60%）和递延所得税负债（占 7.31%）构成。其中，长期借款 46.91 亿元，同比增长 16.00%，为新增信用借款 6.00 亿元；应付债券 11.48 亿元，同比减少 13.55%；长期应付款 5.22 亿元，同比减少 46.20%，主要系归还借款。长期应付款中包含应付融资租入固定资产款 3.20 亿元，纳入有息债务计算。

有息债务方面，跟踪期内公司短期债务同比大幅增长，长期债务规模略有下降，全部债务增长22.06%，2018年底公司全部债务88.15亿元，以长期债务为主（占比69.87%）。从全部债务的偿还期限分布看，公司2019至2021年需偿还有息债务本金分别为26.56亿元、16.27亿元和30.56亿元。

表10 公司债务负担情况 （单位：亿元、%）

项 目	2017 年	2018 年
短期债务	8.79	26.56
长期债务	63.43	61.60
全部债务	72.22	88.15
长期债务资本化比率	38.29	37.57
全部债务资本化比率	41.40	46.27
资产负债率	57.98	60.50

资料来源：根据公司审计报告整理

公司长期债务资本化比率为 37.57%，同比略有下降；资产负债率和全部债务资本化比率同比均有所上升，分别为 60.50%和 46.27%，整体债务负担加重。

总体看，跟踪期内，公司全部债务规模有所增长，整体债务负担适中。

4. 盈利能力

2018 年公司实现营业收入 10.16 亿元，同比增长 112.67%，其中土地转让收入大幅增加并新增房产销售收入。同期，公司营业成本同步增长；营业利润率 26.14%，较上年下降 16.79 个百分点，主要系由于毛利率较高的项目管理收入规模大幅下降所致。

公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2018 年期间费用 0.44 亿元，同比减少 23.26%，主要系利息费用大幅减少，财务费用有所降低。2018 年公司期间费用率降至 4.37%。

从盈利指标看，2018 年公司总资本收益率为 0.99%，同比变化不大；净资产收益率为 1.71%，同比上升 0.57 个百分点。

表11 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项 目	2017 年	2018 年
营业收入	4.78	10.16

营业成本	1.77	5.22
营业利润	1.66	2.05
利润总额	1.66	2.04
净利润	1.17	1.75
营业利润率	42.93	26.14
总资本收益率	0.96	0.99
净资产收益率	1.14	1.71

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

总体看，跟踪期内，受经适房安置房到达收入确认条件以及土地转让规模增加影响，公司营业收入大幅增长，但受业务性质影响，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。2018 年公司经营活动现金流入 29.00 亿元，同比下降 2.79%，主要系收到往来款减少所致；同期，受益于往来款支付减少，经营活动现金流出较上年大幅减少 44.64%。2018 年公司经营活动现金流量净额 15.34 亿元，同比大幅增长。公司现金收入比由 2017 年的 115.12%下降至 72.76%，收入实现质量下降。

表12 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年
经营活动现金流入小计	29.83	29.00
经营活动现金流出小计	24.67	13.66
经营活动产生的现金流量净额	5.16	15.34
投资活动产生的现金流量净额	0.91	-4.18
筹资活动产生的现金流量净额	-16.77	-16.75
现金收入比	115.12	72.76

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018 年公司投资活动较少，主要为购买理财产品 3.60 亿元，投资活动现金流量净额-4.18 亿元。

2018 年公司通过银行借款、融资租赁和收回定期存单共获得筹资活动现金流入 44.20 亿元；公司筹资活动现金流出 60.95 亿元，主要是存入定期存单和支付融资租赁款等。公司筹资活动现金流量净额-16.75 亿元。

总体看，跟踪期内，受往来款支出减少影响，公司经营活动现金净流入显著扩大，投资活动较少，未来公司存在一定融资压力。

6. 偿债能力

2018 年底，公司流动比率和速动比率均有所下降，分别为 223.17%和 71.04%。2018 年公司经营现金流动负债比为 17.41%，经营性净现金流对流动负债的保障能力尚可。2018 年底公司现金类资产 35.18 亿元，对短期债务覆盖倍数为 1.32 倍，公司对短期债务保障能力较强。

2018 年公司 EBITDA 为 2.31 亿元；全部债务/EBITDA 为 38.08 倍，长期偿债指标较弱。

截至 2018 年底，公司获得授信总额 102 亿元，尚未使用 18 亿元（含债券已注册但未发行额度），公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2018 年底，公司对外担保余额 76.52 亿元，担保比率为 74.76%，同比有所上升。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，2018 年底资产总额 23.21 亿元，所有者权益 8.50 亿元，2018 年营业收入 4.70 亿元，利润总额 0.46 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，2018 年底资产总额 27.28 亿元，所有者权益 9.75 亿元，2018 年营业收入 9.63 亿元，利润总额 0.22 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13 截至2018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	158020.00

如东县方泰城乡建设工程有限公司	105700.00
如东三益鸿生污水处理有限公司	104000.00
如东县黄河河道治理建设工程有限工程	89400.00
如东滨城供水有限公司	66656.60
如东县民泰城乡建设工程有限公司	48220.99
如东县新天地供水服务有限公司	44044.00
如东县鼎盛文化投资有限公司	30000.00
如东县新天和资产管理有限公司	30000.00
如东县强盛体育投资有限公司	28000.00
如东港城区域供水有限公司	15000.00
如东县鼎泰城建开发有限公司	10845.00
如东县宏泰建设有限责任公司	10000.00
如东县天一建设开发有限公司	10000.00
如东县苏港建设工程有限公司	8000.00
如东县安泰水利建设有限公司	3000.00
如东县新天地投资发展有限公司	2285.59
如东县自来水公司	2000.00
总计	**765172.18**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

考虑到公司充足的储备土地和所获得的政府支持持续有力，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务概况

2018 年底，母公司资产总额 169.91 亿元，同比增长 16.85%，系流动资产增加所致。其中流动资产占 80.26%，资产结构以流动资产为主。母公司资产总额占合并资产总额的 65.57%。

2018 年底，母公司所有者权益 67.14 亿元，同比增长 4.39%，主要系资本公积增加所致。主要构成为资本公积（占 50.43%）、其他综合收益（占 22.16%）和实收资本（占 14.89%）。

2018 年底，母公司负债总额 102.77 亿元，同比增长 26.73%，系流动负债增加所致；其中流动负债占 71.70%，母公司负债结构以流动负债为主。2018 年底，母公司资产负债率为%。

2018 年，母公司营业收入 2.45 亿元，同比大幅降低 26.39%，占合并营业收入的 65.55%；营业成本 1.17 亿元；利润总额 0.67 亿元。

十、存续期内债券偿债能力

截至跟踪日，“16 如东棚改项目债”债券余额 9.60 亿元。偿债资金主要来自于江苏省如东县 2013-2017 棚户区改造项目（存续期内债券募投项目）自身收入，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。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，预计净现金流为 26.81 亿元，为“16 如东棚改项目债”全部本金（12.00 亿元）的 2.23 倍。2018 年，募投项目确认收入 2.73 亿元，其中政府补助收入 2.07 亿元。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。但政府补助已部分到位，有助于提高“16 如东棚改项目债”的偿付能力。

2018 年，公司 EBITDA（2.31 亿元）、经营活动现金流入量（29.00 亿元）和经营活动现金净流量（15.34 亿元）对“16 如东棚改项目债”剩余本金保护倍数分别为 0.24 倍、3.02 倍和 1.60 倍，2018 年公司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”剩余本金的覆盖程度高。

“16如东棚改项目债”设置了分期偿还条款，于债券存续期第2至7年依次偿还本金的5%、15%、20%、20%、20%和20%，公司未来单年最大偿付本金金额为2.40亿元。2018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”未来单年最大偿付本金的保护倍数分别为0.96倍、12.08倍和6.39倍，公司经营活动现金流入量和净流量对单年最大偿付本金的保障能力好。

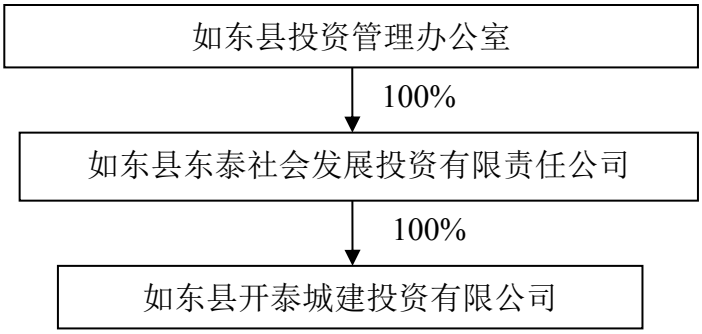
“16如东棚改项目债”由江苏省信用再担保有限公司（以下简称“江苏再担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，江苏再担保主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。江苏再担保为“16如东棚改项目债”提供的担保显著增强了“16如东棚改项目

债”偿付的安全性。

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 2018 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2018 年底公司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
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

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	51.15	32.26	35.18
资产总额(亿元)	217.77	243.31	259.12
所有者权益(亿元)	83.49	102.24	102.35
短期债务(亿元)	37.49	8.79	26.56
长期债务(亿元)	56.31	63.43	61.60
全部债务(亿元)	93.80	72.22	88.15
营业收入(亿元)	1.05	4.78	10.16
利润总额(亿元)	1.38	1.66	2.04
EBITDA(亿元)	1.92	2.25	2.31
经营性净现金流(亿元)	19.37	5.16	15.34
财务指标			
销售债权周转次数(次)	24.13	33.87	13.63
存货周转次数(次)	0.00	0.02	0.04
总资产周转次数(次)	0.01	0.02	0.04
现金收入比(%)	299.11	115.12	72.76
营业利润率(%)	62.15	42.93	26.14
总资本收益率(%)	0.87	0.96	0.99
净资产收益率(%)	1.34	1.14	1.71
长期债务资本化比率(%)	40.28	38.29	37.57
全部债务资本化比率(%)	52.91	41.40	46.27
资产负债率(%)	61.66	57.98	60.50
流动比率(%)	181.62	254.57	223.17
速动比率(%)	89.37	81.94	71.04
经营现金流动负债比(%)	26.53	7.10	17.41
EBITDA 利息倍数(倍)	0.46	0.59	0.47
全部债务/EBITDA(倍)	48.89	32.08	38.08

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；2017 年数据采用 2018 年追溯调整后的期初数

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　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。

附件　4-3 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