

信用评级公告

联合〔2022〕4936号

联合资信评估股份有限公司通过对南通市崇川国有资产经营控股（集团）有限公司及相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持南通市崇川国有资产经营控股（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“17 崇川住房项目债/PR 崇川 01”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月二十七日

南通市崇川国有资产经营控股（集团）有限公司

2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次级 别	评级展 望	上次级 别	评级展 望
南通市崇川国有资产经营控股(集团)有限公司	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
17 崇川住房项目 债/PR 崇川 01	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余 额	到期兑付日
17 崇川住房 项目债/PR 崇川 01	15 亿元	6.00 亿 元	2022/07/21

注：1.本期债券存续期第三年起，即 2020 年起至 2022 年，逐年分别按照债券发行总额的 30%、30%、40%的比例偿还债券的本金；2.上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 27 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

南通市崇川国有资产经营控股（集团）有限公司（原名为南通市崇川城市建设投资有限公司，以下简称“公司”）原为南通市崇川区重要的基础设施建设、土地开发和保障性住房项目建设主体。2022 年 6 月，崇川区人民政府对区域内的国有企业进行整合，公司职能定位变更为统筹负责城区（园区以外）的土地一级开发、安置房投资及基础设施投资建设，公司成为集资产运营、文化旅游、类金融服务等业务板块为一体的国有城市资产综合运营服务商，是崇川区整合的“三大集团”之一。跟踪期内，崇川区经济持续发展、财政实力不断增长，公司持续获得政府的有力支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资产质量一般、债务规模持续增长、存在较大的短期偿债压力和对外担保规模较大等因素可能对公司整体信用水平带来的不利影响。

公司存续债券“17 崇川住房项目债/PR 崇川 01”偿债资金主要来自募投项目自身收益，同时，南通新家园农业投资发展有限公司（以下简称“新家园农业投资”）为“17 崇川住房项目债/PR 崇川 01”的本息偿付承担差额补偿责任。联合资信评定新家园农业投资主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为稳定。上述措施进一步保障了“17 崇川住房项目债/PR 崇川 01”本息偿付的安全性。

随着崇川区内国有企业整合的不断深入，公司业务有望稳步发展，公司收入水平有望不断增长。

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“17 崇川住房项目债/PR 崇川 01”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. **经营环境良好。**跟踪期内，崇川区经济和财政实力不断增长。崇川区地区生产总值增长 8.5% 左右；实现一般公共预算收入 126.00 亿元，增长 4.6%。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a	评级结果		AA ⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		3
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
外部支持				4

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：薛琳霞 车兆麒

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

2. **区域竞争优势明显。**跟踪期内，崇川区区域内国有企业整合，公司负责城区（园区以外）土地一级开发、安置房投资及基础设施投资建设项目，为集资产运营、文化旅游、类金融业务等业务板块为一体的国有城市资产综合运营服务商，为崇川区整合的“三大集团”之一。
3. **持续获得有力的外部支持。**跟踪期内，公司持续获得崇川区政府在资本金注入、股权划转和财政补贴方面的有力支持；2021 年，公司获得政府财政补贴 3.04 亿元。

关注

1. **资产质量一般。**跟踪期内，公司资产中应收类款项和存货规模大，对资金形成较大占用，公司资产质量一般。
2. **债务规模持续增长，短期偿债压力较大。**跟踪期内，公司债务规模持续增长；截至 2021 年底，公司全部债务 269.63 亿元，较上年底增长 14.55%；2021 年底，公司现金短期债务比为 0.40 倍。
3. **对外担保规模较大，存在或有负债风险。**截至 2021 年底，公司对外担保余额 77.29 亿元，担保比率 43.35%，担保比率较高。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产(亿元)	63.49	41.00	35.73
资产总额(亿元)	448.25	471.06	515.66
所有者权益(亿元)	150.29	169.18	178.28
短期债务(亿元)	38.26	63.71	90.14
长期债务(亿元)	183.93	171.67	179.48
全部债务(亿元)	222.18	235.38	269.63
营业收入(亿元)	12.35	15.37	17.64
利润总额(亿元)	2.91	3.23	2.97
EBITDA(亿元)	4.32	5.07	4.73
经营性净现金流(亿元)	-39.35	-11.36	-1.74
营业利润率(%)	12.70	6.06	3.39
净资产收益率(%)	1.64	1.59	1.26
资产负债率(%)	66.47	64.09	65.43
全部债务资本化比率(%)	59.65	58.18	60.20
流动比率(%)	310.08	281.94	245.06
现金短期债务比(倍)	1.66	0.64	0.40
经营现金流动负债比(%)	-34.60	-8.76	-1.11
EBITDA 利息倍数(倍)	0.37	0.28	0.28
全部债务/EBITDA(倍)	51.40	46.46	57.01
公司本部（母公司）			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年

资产总额(亿元)	264.13	301.48	314.05
所有者权益(亿元)	139.07	141.80	143.90
全部债务(亿元)	95.41	119.47	121.84
营业收入(亿元)	6.81	7.15	7.44
利润总额(亿元)	1.10	1.38	1.45
资产负债率(%)	47.35	52.97	54.18
全部债务资本化比率(%)	40.69	45.73	45.85
流动比率(%)	561.46	267.26	243.65
经营现金流动负债比(%)	-72.84	-4.36	-8.55

注：已将其他流动负债有息部分纳入全部债务计算

资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
17 崇川住房项目债/PR 崇川 01	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2021/6/22	薛琳霞 章进	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907) 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)	阅读全文
17 崇川住房项目债/PR 崇川 01	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2019/6/20	黄海伦 吕泽峰	城市基础设施投资企业主体信用评级方法 (2018 年) 城投行业企业主体信用评级模型 (2016 年)	阅读全文
17 崇川住房项目债 PR 崇川 01	AA	AA	稳定	2017/6/28	常楚笛 葛亮	基础设施建设投资企业信用评级分析要点 (2015 年)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

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

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

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

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

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

南通市崇川国有资产经营控股（集团）有限公司

2022年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于南通市崇川国有资产经营控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司名称、股权结构和注册资本发生变化。2022年4月，公司股东南通狼山风景名胜区投资开发总公司将其所持的公司0.26%股权无偿划转至南通市崇川区人民政府[授权南通市崇川区政府国有资产监督管理委员会（以下简称“崇川区国资办”）履行出资人职责]。2022年6月，根据《崇川区人民政府关于改组南通市崇川城市建设投资有限公司的通知》（崇川政发〔2022〕31号），崇川区人民政府（授权崇川区国资办履行出资人职责）向公司注资14.18亿元，公司注册资本由35.82亿元增至50.00亿元，同时公司名称变更为现名。截至本报告出具日，公司注册资本50.00亿元，实收资本35.82亿元，崇川区人民政府（授权崇川区国资办履行出资人职责）为公司唯一股东和实际控制人。

跟踪期内，公司经营范围发生变化，变更为“自有资金投资的资产管理服务；以自有资金从事投资活动；土地整治服务；建设工程施工；房地产开发经营；非居住房地产租赁；住房租赁；物业管理；市政设施管理；旅游业务；国内贸易代理（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）”。

截至2021年底，公司本部内设计划财务部、投资发展部、工程管理部、资金运营部和综合部共5个职能部门；公司有纳入合并范围

的一级子公司7家。

截至2021年底，公司资产总额515.66亿元，所有者权益178.28亿元（含少数股东权益1.80亿元）；2021年，公司实现营业总收入17.64亿元，利润总额2.97亿元。

公司注册地址变更为：南通市崇川区姚港路52号3幢五层。法定代表人：蒋轶群。

三、存续债券概况与募集资金使用情况

截至2021年底，公司由联合资信所评存续债券详见表1。跟踪期内，公司已按时支付“17崇川住房项目债/PR崇川01”利息，并偿付分期本金4.50亿元。

根据《关于2017年南通市崇川区保障性住房建设项目收益债券项目实施进展情况及账户收支情况的说明》，“17崇川住房项目债/PR崇川01”募集资金已全部用于南通市崇川区R15007地块建设项目和R15008地块建设项目。上述项目总投资估算为22.90亿元，其中，R15007地块总投资为10.70亿元，R15008地块总投资为12.20亿元。截至2021年底，上述项目已完工。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
17崇川住房项目债/PR崇川01	15.00	6.00	2017/07/21	5年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，

国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期

（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

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

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

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

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

出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

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

剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

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

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

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济

运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

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

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

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与

协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持，但城投企业债务风险也随之快速上升。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范转型。

（2）行业监管与政策

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

根据2014年《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号），财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年开始，国内经济下行压力加大，2020年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2021年，随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为全年重要工作，全年对地方政府隐性

债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，同时重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，城投企业融资政策整体收紧。2021年4月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021年7月，银保监会（2021）15号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐债主体认定标准，承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

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

同时，政策均强调要以有效防范化解地方

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

（3）行业发展

在“稳增长”背景下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

目前，中国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，中国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下，城投企业融资区域性分化仍将持续，政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022年城投债兑付压力不减，部分地区城投债集中到期压力较大，需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

2. 区域经济环境

跟踪期内，崇川区经济和一般公共预算收入有所增长，但政府性基金收入降幅较大。整体看

公司发展的外部环境良好。

崇川区

崇川区为南通市主城区，区域总面积234平方公里，人口120万，下辖15个街道、2个省级经济开发区、1个省级高新区，是南通市人口最密集，生产要素最集中，城市化水平最高的区域。2020年7月，根据江苏省人民政府《省政府关于调整南通市部分行政区划的通知》（苏政发〔2020〕60号），经国务院批准，撤销南通市崇川区、港闸区，设立新的南通市崇川区，以原崇川区、港闸区的行政区域为新的崇川区行政区域。

根据《关于崇川区2021年国民经济和社会发展规划执行情况与2022年国民经济和社会发展规划（草案）的报告》，崇川区地区生产总值增长8.5%左右，全社会固定资产投资增长4%、社会消费品零售总额增长9.5%。另外，根据《2021年11月统计月报（主要经济指标）》，2021年1—11月，崇川区地区生产总值为1229.08亿元，增速为9.8%；规模以上工业总产值860.47亿元，增速为24.6%；2021年1—11月崇川区第三产业投资下降1.1%，房地产投资下降13.4%。

2021年，根据《关于崇川区2021年财政预算执行情况和2022年财政预算（草案）的报告》，崇川区实现一般公共预算收入126.00亿元，增长4.6%，其中税收收入为107.5亿元，税收收入占一般公共预算收入比重为85.32%。同期，崇川区一般公共预算支出为76.97亿元，财政自给率为163.70%，财政自给率高。2021年，崇川区实现政府性基金收入为76.1亿元，较2020年下降54.55亿元，下降幅度较大。2021年底，崇川区地方政府债务余额为161.93亿元。

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至报告出具日，公司注册资本50.00亿元，实收资本35.82亿元，崇川区人民政府（授

权崇川区国资办履行出资人职责）为公司唯一股东，公司实际控制人为崇川区人民政府。

2. 企业竞争力

2022年6月，崇川区政府对辖内国有企业实施整合重组，公司成为崇川区资产整合后三大集团之一，主要负责统筹城区（园区以外）内的土地一级开发、安置房建设及基础设施投资建设等，公司的区域竞争优势更加明显。

在崇川区和原港闸区行政区划调整以来，崇川区着手推进原两区国有企业整合重组，计划组建形成三大集团公司格局，在城市经营、城市建设、园区运营三大板块推进重组，截至报告出具日，相关资产重组工作正在进行中。

2022年6月，根据崇川政发（2022）31号文件，公司更名并改组形成三大集团之一的“国控集团”，职能定位变更为统筹负责城区（园区以外）土地一级开发、安置房投资及基础设施投资建设项目，集资产运营、文化旅游、类金融业务等业务板块为一体的国有城市资产综合运营服务商。总体看，公司改组后职能定位将更加清晰，区域竞争优势更加明显。

3. 企业信用记录

公司因是政府融资平台，相关贷款按照银行信贷管理被列入关注类，联合资信未发现公司有其他不良信用记录。

根据公司提供的企业信用报告（自主查询版，统一社会信用代码：91320600771507686F），截至2022年1月10日，公司已结清贷款中有6笔关注类贷款，原因是当时公司为政府融资平台，按照银行信贷管理要求列为“关注类”贷款，无未结清不良或关注类贷款。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、资产重组事项

2022年6月，崇川区政府对辖内国有企业实施整合重组，公司拟根据崇川区政府的要求

进行股权划转，联合资信将持续关注公司本次资产重组进展。

2022年6月，公司发布《南通市崇川国有资产经营控股（集团）有限公司关于拟进行资产重组的公告》，公司拟进行资产重组，共涉及41项股权划转事项，其中涉及划出的一级子公司为南通天锦色织印染园有限公司、南通市润川开发建设有限公司、南通市天一水利建设有限公司和南通崇川开发区经济发展有限公司，上述四家子公司2021年底净资产占公司2021年底净资产的比例分别为1.34%、1.07%、0.19%和4.50%，占比较小；划入的子公司2021年底净资产合计相当于公司2021年底净资产的19.44%。上述股权的划出和划入均不构成重大资产重组。

八、管理分析

跟踪期内，原监事沈瑶光不再担任公司监事，选举戚宇婷、张艳艳和陆晓波为公司监事。除此之外，公司管理体制和法人治理结构未发生重大变化。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务收入有所增长，收入来源仍以土地整理业务和安置房销售业务为主；受安置房销售业务毛利率由正转负影响，主营业务毛利率下降较大。

2021年，公司实现主营业务收入同比增长14.81%，主要系房屋出租和安置房销售收入增长所致。主营收入来源仍以土地整理收入和安置房销售收入为主，合计占比80%以上。另外，2021年公司其他业务增长较快，主要系新增劳务费收入（0.86亿元）所致。

2021年，公司安置房销售业务毛利率由正转负，主要系2021年确认的土地成本较高所致，受此影响，公司主营业务毛利率同比下降7.93个百分点。

表 3 公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元）

收入类别	2020 年			2021 年		
	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）
土地整理	71541.36	46.56	16.67	74403.02	42.17	18.10
安置房销售	64186.97	41.77	0.74	69671.21	39.49	-15.08
房屋出租	14891.89	9.69	65.91	20174.68	11.44	48.53
物业管理	870.02	0.57	-37.67	1611.16	0.91	-99.75
项目建设管理	398.73	0.26	100.00	--	--	--
其他	1769.48	1.15	5.33	10561.59	5.99	4.87
合计	153658.45	100.00	14.54	176421.66	100.00	6.61

注：表中其他业务收入主要包括水电转售、软件服务和劳务费收入等
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）土地整理业务

跟踪期内，公司土地整理（拆迁项目）业务收入和毛利率略有上升。考虑到公司持续较大规模资金的投入，土地整理业务未来收入持续性较好。

公司负责原崇川区征地拆迁和平整工作，跟踪期内，公司土地整理业务模式未发生变化。公司受南通市崇川区房屋征收管理办公室委托，参与征地拆迁项目前期手续办理、进行项目过程控制、负责项目资金拨付等与工程相关的管理工作；公司根据当年政府认定的拆迁进度，按项目成本加 15%收益确认收入（具体加成比例根据每年政府结算金额可能有所调整），确认收入后政府每半年与公司进行一次结算回款。

表 4 截至 2021 年底公司征地拆迁项目情况
（单位：亿元）

项目分类	2021 年投资额	2021 年底累计投资额
城建工程土地整理	7.51	112.21
低价位商品房土地整理	1.41	69.86
土地储备整理	3.12	69.06
代建项目土地整理	2.71	42.67
公益项目土地整理	0.87	14.28
旧城更新	0.50	0.50
合计	16.12	308.58

资料来源：公司提供

截至 2021 年底，公司累计支付拆迁款 308.58 亿元。其中，2021 年，公司支付土地

整理相关拆迁款合计 16.12 亿元，其中主要支付城建工程土地整理拆迁款 7.51 亿元。

2021 年，公司确认土地整理收入 7.44 亿元，较上年略有增长；同期，毛利率较 2020 年增加 1.43 个百分点。

截至 2021 年底，公司主要在建土地整理项目 10 个，总投资 37.55 亿元，已投资 27.20 亿元；计划新开工项目 6 个，预计总投资 15.40 亿元。

（2）安置房销售业务

跟踪期内，公司安置房销售业务收入有所增长，毛利率由正转负。公司在建和拟建安置房项目投资规模较大，存在一定的融资需求，未来收入持续性较好。

公司保障房业务在完全市场化的环境中通过土地招拍挂拿地、项目立项、施工建设和产品销售等开发过程中进行业务操作。在进入销售阶段，崇川区政府召开相关会议，结合周边房屋情况和房屋特点制定出限定价格和核定价进行销售。通常安置房项目销售价格远低于市场水平，项目毛利率较低，崇川区政府每年根据实际情况给予公司一定的财政补贴。

2021 年，公司实现安置房销售收入 6.97 亿元，公司安置房销售收入较 2020 年增加 0.55 亿元。2021 年，公司安置房业务毛利率由正转负，为-15.08%，主要系 2021 年确认的土地成本上升所致。

截至 2022 年 3 月底，公司已完工安置房建筑面积 267.48 万平方米，实际总投资 154.91 亿元，已销售回款 123.25 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司主要在建安置房项目 3 个，预计总投资 28.53 亿元，累计已投资 24.37 亿元，预计未来尚需投资 4.16

亿元；公司拟建安置房项目共 5 个，分别为五一职工苑西、建筑中专地块、薄荷厂地块、飞越百度地块和永泰锅炉地块等，总投资 38.59 亿元。公司在建和拟建项目投资规模较大，存在一定的融资需求。

表 5 截至 2022 年 3 月底公司安置房在建项目情况 （单位：亿元）

项目名称	建设期限	预计总投资	累计已投资
百花馨苑（R18025）	2019-2022 年	8.57	7.64
航海机械厂（CR20008）	2020-2023 年	6.60	7.48
钢丝绳厂（R21015、R21016）	2021-2024 年	13.36	9.25
合计	--	28.53	24.37

资料来源：公司提供

（3）其他业务

跟踪期内，公司房屋出租收入有所增长，未来随着公司管理的投资性房地产规模的扩大，公司房屋出租业务有望不断增长；公司其他业务中还包括物业管理、项目建设管理和劳务收入等，规模较小，对公司收入形成补充。

公司将中江国际、金融汇等商业地产及城北家园、城山家园等保障房小区的配套商铺进行出租，并向商业地产的承租人收取物业管理费。2021 年，房屋出租业务实现收入 2.02 亿元，同比大幅增长；房屋出租收入毛利率 48.53%，较 2020 年下降 17.38 个百分点，主要系公司 2021 年增加的用于出租的房产为委托出租房产，支出委托成本造成房屋租赁成本变动幅度大于收入变动幅度。

3. 未来发展

未来，公司将继续专注于土地整理和安置房建设业务，并将根据崇川区政府对公司新的职能定位，运用和整合国有资源，以市场化和专业化的模式进行管理和运营，保障公司的持续盈利能力。

十、财务分析

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

截至 2021 年底，公司有纳入合并范围的一级子公司 7 家，其中 2021 年公司合并范围内新增加一家一级子公司：南通崇诚贸易有限公司，为股权无偿划转取得。新纳入合并范围的子公司规模较小，对公司财务数据可比性的影响不大。

截至 2021 年底，公司资产总额 515.66 亿元，所有者权益 178.28 亿元（含少数股东权益 1.80 亿元）；2021 年，公司实现营业收入 17.64 亿元，利润总额 2.97 亿元。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，以流动资产为主；其中应收类款项和存货占比较大，对公司资金形成较大占用。总体看，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

2021 年底，公司资产规模有所增长，较上年底增长 9.47%。其中，流动资产占 74.43%，非流动资产占 25.57%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表 6 公司主要资产构成情况

主要构成	2020 年		2021 年	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
货币资金	40.77	8.65	35.73	6.93
应收账款	26.23	5.57	29.12	5.65
其他应收款	59.62	12.66	78.78	15.28
存货	227.82	48.36	230.24	44.65
流动资产	365.66	77.62	383.80	74.43
投资性房地产	26.17	5.55	36.61	7.10
固定资产	15.75	3.34	32.43	6.29
其他非流动资产	36.37	7.72	38.22	7.41
非流动资产	105.40	22.38	131.86	25.57
资产总额	471.06	100.00	515.66	100.00

资料来源：公司审计报告

2021 年底，公司流动资产较上年底增长 4.96%，主要系其他应收款增长所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。

2021 年底，公司货币资金较 2020 年底下降 12.35%，主要是由于 2021 年债务偿还规模增加所致，主要由银行存款（19.91 亿元）和其他货币资金（15.82 亿元）构成。其中受限货币资金 15.79 亿元，主要系票据保证金和存单质押。

2021 年底，公司应收账款较 2020 年底增长 10.99%，主要系应收崇川区财政局款项增加；公司应收账款账龄偏长，以 3 年以上的为主；应收崇川区财政局余额占应收账款总额的 97.32%，集中度高。

2021 年底，公司其他应收款较 2020 年底增长 32.15%，主要系往来款增加；公司其他应收款账龄较短，以 2 年以内的为主；按欠款方归集的期末余额前五名占其他应收款总额的 88.43%，其中第一大欠款方为崇川区财政局（占 71.57%），第二欠款方为南通市崇川区保障房建设投资有限公司（占 11.30%）。

2021 年底，公司存货较 2020 年底增长 1.07%，变化不大，公司存货主要由库存商品 36.23 亿元、拆迁项目成本 106.33 亿元和开发

成本 87.58 亿元构成，此外还包含少量物资采购成本等。其中，库存商品为已完工的安置房项目，开发成本为安置房建设支付的土地和工程成本，拆迁项目成本为土地整理业务支付的拆迁和工程成本。

2021年底，公司非流动资产较上年底增长 25.11%，主要系投资性房地产和固定资产的增长。2021年底，公司投资性房地产较上年底增长 39.92%，主要系自用房地产或存货转入所致，公司投资性房地产为用于出租的房屋及建筑物。2021年底，公司固定资产较2020年底增长 105.94%，主要为房屋建筑物；公司其他非流动资产较2020年底增长5.11%，系本期增加盐通铁路项目资本金（1.40亿元）所致，公司其他非流动资产以景区土地使用权为主。

2021年底，公司受限资产合计60.97亿元，其中货币资金15.79亿元、无形资产2.00亿元、固定资产7.45亿元、存货20.37亿元和投资性房地产15.36亿元，占资产总额的11.82%，公司受限资产比例一般。

2. 资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，受益于政府对公司股权划转等，公司所有者权益有所增长。

2021年底，公司所有者权益178.28亿元，较上年底增长5.38%，主要系资本公积增长所致，公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，实收资本和资本公积占比超过80%。其中，2021年底实收资本较2020年底无变化；资本公积较2020年底增长4.45%，主要系2021年子公司股权划入等。

(2) 负债

跟踪期内，公司债务规模有所增长，债务结构仍以长期债务为主，整体债务负担较重。

2021年底，公司负债总额较上年底增长11.76%，主要系应付票据、其他流动负债和应付债券的增长。其中，流动负债占46.42%，非流动负债占53.58%，公司负债结构相对均衡。

表7 公司主要负债构成情况

主要构成	2020 年		2021 年	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
短期借款	25.49	8.44	19.36	5.74
应付票据	5.66	1.87	16.82	4.99
应付账款	15.07	4.99	15.25	4.52
其他应付款	42.54	14.09	44.17	13.09
一年内到期的非流动负债	32.56	10.79	32.07	9.50
其他流动负债	0.16	0.05	22.41	6.64
流动负债	129.69	42.96	156.61	46.42
长期借款	95.32	31.58	89.52	26.53
应付债券	76.35	25.29	89.96	26.66
非流动负债	172.19	57.04	180.77	53.58
负债总额	301.88	100.00	337.38	100.00

资料来源：公司审计报告

2021年底，公司流动负债较上年底增长20.76%，主要系应付票据和其他流动负债的增长。

2021年底，公司短期借款较2020年底下降24.05%，主要包括保证借款18.19亿元和质押借款1.16亿元；公司应付票据较2020年底增长较快，主要系银行承兑汇票的增加，公司应付票据包括银行承兑汇票（12.64亿元）、商业承兑汇票（1.95亿元）和信用证（2.23亿元）；公司其他应付款较2020年底下降2.10%，主要系与崇川区企事业单位的往来款；公司一年内到期的非流动负债较2020年底下降1.52%，主要包括一年内到期的长期借款18.01亿元和应付债券10.99亿元。2021年底，公司其他流动负债增长较快，系公司本期发行了四期短期债券，债券期末余额21.90亿元，已调整至短期债务核算。

2021年底，公司非流动负债较上年底增长

4.98%，主要系应付债券的增长，主要包括长期借款和应付债券。2021年底，公司长期借款较上年底下降6.09%，含一年内到期的长期借款主要由保证借款（16.17亿元）、抵押借款（41.53亿元）、质押借款（48.34亿元）和信用借款（1.50亿元）构成。2021年底，公司应付债券较上年底增长17.83%，主要系2021年发行了“21崇川A2”“21崇川A3”“21崇川城投PPN001”“21崇川城投PPN002”“21崇川城投PPN003”“21崇川城投PPN004”和“21天一01”，合计发行规模48.10亿元。

表8 截至2021年底公司应付债券情况（单位：亿元）

债券简称	发行日期	期限	期末余额
17 崇川住房项目债/PR 崇川 01	2017.07.19	5 年	5.99
17 崇川 01	2017.09.20	5 年	5.00
19 苏崇川城投 ZR003	2019.03.01	5 年	2.44

19 崇川 01	2019.04.30	5 年	9.97
19 崇川 02	2019.07.30	5 年	4.97
19 崇川 03	2019.08.27	5 年	9.98
19 崇川 04	2019.09.19	5 年	4.99
19 崇川债	2019.12.12	7 年	6.78
20 苏崇川城投 ZR001	2020.01.22	3 年	2.79
21 崇川 A2	2021.02.08	2 年	2.30
21 崇川 A3	2021.02.08	3 年	8.90
21 崇川城投 PPN001	2021.02.05	3 年	4.99
21 崇川城投 PPN002	2021.03.08	3 年	4.98
21 崇川城投 PPN003	2021.06.21	3 年	7.59
21 崇川城投 PPN004	2021.08.16	3 年	7.29
21 天一 01	2021.01.13	3 年	11.96
减：一年内到期的应付债券	--	--	10.99
合 计	--	--	89.96

注：尾差系四舍五入

资料来源：公司审计报告

2021年底，公司全部债务较上年底增长14.55%，其中短期债务占33.43%，长期债务占66.57%，债务结构以长期债务为主。2021年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较上年底提高1.34个百分点、提高2.01个百分点和下降0.20个百分点。总体来看，公司债务负担较重。

表 9 公司债务情况（单位：亿元）

项 目	2020 年底	2021 年底
短期债务	63.71	90.14
长期债务	171.67	179.48
全部债务	235.38	269.63
长期债务资本化比率（%）	50.37	50.17
全部债务资本化比率（%）	58.18	60.20
资产负债率（%）	64.09	65.43

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从2021年底公司债务规模来看，2022年、2023年和2024年，公司需偿还债务规模分别为90.14亿元、6.45亿元和92.43亿元，公司在2022年和2024年面临一定的集中兑付压力。

3. 盈利能力

2021 年，公司营业总收入有所增长；利润总额对非经常性损益依赖较大。

2021 年，公司营业总收入较 2020 年增长14.81%；同期，公司营业成本较 2020 年增长25.44%；受此影响，公司营业利润率较上年下降 2.67 个百分点。

2021 年，公司期间费用同比下降 3.27%，主要以管理费用为主。公司期间费用率为10.71%，同比有所下降。

非经常性损益方面，2021 年，公司投资收益1.02 亿元，同比下降 28.35%，主要系权益法核算的长期股权投资收益。同期，公司收到政府补助 3.04 亿元，计入“其他收益”。2021 年，公司投资收益和政府补助占公司利润总额的比重为 136.70%，利润总额对非经常性损益有较大依赖。

2021 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比均有所下降，同比分别下降 0.25 个和 0.33 个百分点。

表 10 公司盈利情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年
营业总收入	15.37	17.64
营业成本	13.13	16.48
期间费用	1.95	1.89
其他收益	2.33	3.04
投资收益	1.43	1.02
利润总额	3.23	2.97
营业利润率（%）	6.06	3.39
总资本收益率（%）	0.87	0.63
净资产收益率（%）	1.59	1.26

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

4. 现金流分析

2021 年，公司经营活动现金流量净流出规模有所下降，收入实现质量仍较差。由于自营项目投资及收购股权，公司投资活动现金流量表现为净流出。考虑到公司未来土地整理业务和安置房项目的持续支出，公司仍存在较大的筹

资压力。

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助以及往来款等。2021年，公司经营活动现金流入较2020年变化不大。同期，公司往来款支出同比有所减少，经营活动现金流有所下降。2021年，公司经营活动现金流量净额小幅净流出。2021年，现金收入比有所上升，但仍处于较低水平。

2021年，公司投资活动现金流入同比大幅下降92.73%且规模较小；投资活动现金流出较2020年下降40.68%，主要用于自营项目建设和收购其他公司的股权。公司投资活动现金流量净额较2020年变化不大仍为净流出。

2021年，公司融资规模有所上升，筹资活动现金流入金额较2020年增长18.36%，主要为取得借款收到的现金（公司发行债券收到的现金均计入此科目）；筹资活动现金流出同比增长14.01%，主要是偿还债务本息。2021年，公司筹资活动现金仍为净流出，但规模较2020年有所下降。

表 11 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年
经营活动现金流入小计	45.01	44.97
经营活动现金流出小计	56.37	46.71
经营现金流量净额	-11.36	-1.74
投资活动现金流入小计	4.15	0.30
投资活动现金流出小计	9.60	5.69
投资活动现金流量净额	-5.45	-5.39
筹资活动现金流入小计	101.20	119.78
筹资活动现金流出小计	109.00	124.27
筹资活动现金流量净额	-7.80	-4.49
现金收入比（%）	73.43	77.88

资料来源：公司审计报告

5. 偿债指标

公司长短期偿债能力指标较弱，间接融资渠道畅通；公司对外担保规模较大，存在或有负债风险。

从短期偿债能力指标看，2021 年底，公司流动比率和速动比率均有所下降，较 2020 年底

分别下降 36.88 个百分点和 8.23 个百分点。2021 年底，公司经营净现金流对流动负债的无保障能力。2021 年底，公司现金类资产对短期债务的保障程度有所下降，仍处于较低水平。总体来看，公司短期偿债能力指标表现较弱。

从长期偿债能力指标看，2021 年，公司 EBITDA 有所下降，EBITDA 利息倍数无变化，全部债务/EBITDA 有所上升。总体来看，公司长期偿债能力指标较弱。

表 12 公司偿债指标

项目	项目	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率（%）	281.94	245.06
	速动比率（%）	106.28	98.05
	经营现金流流动负债比（%）	-8.76	-1.11
	现金短期债务比（倍）	0.64	0.40
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	5.07	4.73
	全部债务/EBITDA（倍）	46.46	57.01
	EBITDA 利息倍数（倍）	0.28	0.28

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2021 年底，公司对外担保余额 77.29 亿元，担保比率 43.35%，担保比率较高。被担保对象全部为当地国有企业，目前均正常经营。总体看，公司面临一定或有负债风险。

表 13 2021 年底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保人	担保余额	被担保企业性质
南通天山置业有限公司	5.10	国有企业
南通市天城建设投资有限公司	24.10	国有企业
南通观音山旧城改造股份有限公司	0.60	国有企业
南通市崇川区保障房建设投资有限公司	1.40	国有企业
南通市保障房建设投资集团有限公司	15.00	国有企业
江苏省城乡建设投资有限公司	8.64	国有企业
南通观音山经济开发有限公司	0.50	国有企业
南通兴川国有资产运营有限公司	6.00	国有企业
天产业新城南通有限公司	5.00	国有企业
南通新家园农业投资发展有限公司	10.00	国有企业

南通浩润开发建设有限公司	0.95	国有企业
合 计	77.29	--

资料来源：公司提供

2021 年底，公司获得银行授信总额 294.45 亿元，未使用额度 88.25 亿元，公司间接融资渠道畅通。

6. 母公司财务分析

跟踪期内，母公司资产总额有所增长，资产构成以流动资产为主；母公司负债规模有所增长，整体负债率较高。

2021 年底，母公司资产总额 314.05 亿元，较上年底增长 4.17%。其中，流动资产 209.93 亿元(占 66.85%)，主要由应收账款、其他应收款和存货构成；非流动资产 104.12 亿元（占 33.15%），主要由其他非流动资产和长期股权投资构成。

2021 年底，母公司所有者权益为 143.90 亿元，较上年底增长 1.48%。其中，实收资本和资本公积合计占比高，母公司所有者权益稳定性强。

2021 年底，母公司负债总额 170.15 亿元，较上年底增长 6.56%。其中流动负债占比 50.64%，主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成；非流动负债占比 49.36%，主要由长期借款和应付债券构成。2021 年底，母公司资产负债率为 54.18%。

2021 年，母公司实现营业收入 7.44 亿元，利润总额 1.45 亿元。

2021 年底，母公司资产占合并口径的 60.90%，负债占合并口径的 50.43%，母公司营业收入占合并口径的 42.17%，母公司利润总额占合并口径的 48.77%。

十一、外部支持

公司主要负责崇川区城区（园区以外）土地一级开发、安置房投资及基础设施投资建设

项目，在资本金注入、股权划转和财政补贴等方面获得的外部支持力度大。

（1）资本金注入

2022 年 6 月，根据崇川政发〔2022〕31 号文件，公司新增注册资本 14.18 亿元，由崇川区人民政府（授权崇川区国资办履行出资人职责），于 2036 年 12 月 31 日前以货币形式出资。

（2）股权划转

2021 年，崇川区政府将南通崇诚贸易有限公司股权无偿划转至公司；将南通劳务技术经济合作有限公司、南通港润人力资源有限公司、南通市港闸劳务技术开发有限公司和南通港汇工程技术有限公司股权无偿划转至公司一级子公司南通市崇川国有资产运营有限公司。以上股权划转增加公司“资本公积”。

（2）政府补助

2021 年，公司收到政府补助 3.04 亿元，计入“其他收益”。

十二、存续期内债券偿还能力分析

公司存续债券“17 崇川住房项目债/PR 崇川 01”设置了差额补偿机制，南通新家园农业投资发展有限公司（以下简称“新家园农业投资”）作为差额补偿人，当“17 崇川住房项目债/PR 崇川 01”存续期内每期偿债资金专户内账户余额不足以支付当期本息以及公司向新家园农业投资发出差额补偿的申请时，差额补偿人需按差额补偿协议约定的时间和方式补足偿债资金专户余额与应付本金、利息以及提前兑付补偿金（如有）总额之间的差额部分。

新家园农业投资

新家园农业投资成立于 2006 年 4 月，初始注册资本为 0.10 亿元。截至 2021 年底，新家园农业投资注册资本和实收资本均为 15.00 亿元，南通兴川国有资产运营有限公司（以下简称“兴川国资”）持有 100%股份，实际控制人为崇川区人民政府。

新家园农业投资是崇川区重要的基础设施建设主体，经营收入保持多元化，新家园农业投资主要负责崇川区万顷良田项目建设，同时也包括河道疏浚整治、农田水利建设、森林公园修缮工程、钢材贸易、苗木销售和垃圾清运等业务。2021 年，新家园农业投资实现主营业务收入 3.96 亿元，同比有所增长。主营业务收

入主要由建设管理和工程建设业务构成，建设管理收入和工程建设收入分别占 29.16%和 36.77%。建设管理收入主要来自万顷良田项目结算管理费收入，较上年略有下降；工程建设收入主要来自河道整治工程的回购款，较上年略有增长。2021 年，新家园农业投资主营业务收入毛利率较上年下降 6.21 个百分点。

表 14 新家园农业投资主营业务收入情况

业务板块	2020 年			2021 年		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
建设管理	1.21	37.79	100.00	1.16	29.16	100.00
工程建设	1.39	43.30	8.63	1.46	36.77	8.62
苗木销售	0.31	9.66	25.81	0.12	3.07	27.91
垃圾清运收入	0.29	9.03	34.48	1.23	31.00	25.64
合计	3.21	100.00	47.35	3.96	100.00	41.14

注：尾差系四舍五入

资料来源：新家园农业投资审计报告

2021 年底，新家园农业投资资产总额 152.59 亿元，较上年底下降 3.07%。新家园农业投资资产中其他应收款和在建工程占比大，对其资金形成较大占用。2021 年底，其他应收款 52.69 亿元，较上年底下降 8.57%，主要系与南通市崇川区财政局的往来款；在建工程 58.39 亿元，较上年底下降 4.53%，主要为万顷良田项目。总体来看，新家园农业投资资产流动性较弱，资产质量一般。

2021 年底，新家园所有者权益 65.13 亿元，较上年底变动不大。

2021 年底，新家园农业投资全部债务 80.21 亿元，较上年底下降 5.91%；其中短期债务占 56.81%，长期债务占 43.19%。新家园农业投资全部债务资本化比率 55.19%，债务负担较重。

2021 年，新家园农业投资实现营业收入 4.47 亿元，同比增长 23.47%；利润总额 1.99 亿元，同比下降 2.37%；2021 年公司营业利润率为 34.28%，同比下降 9.23 个百分点。

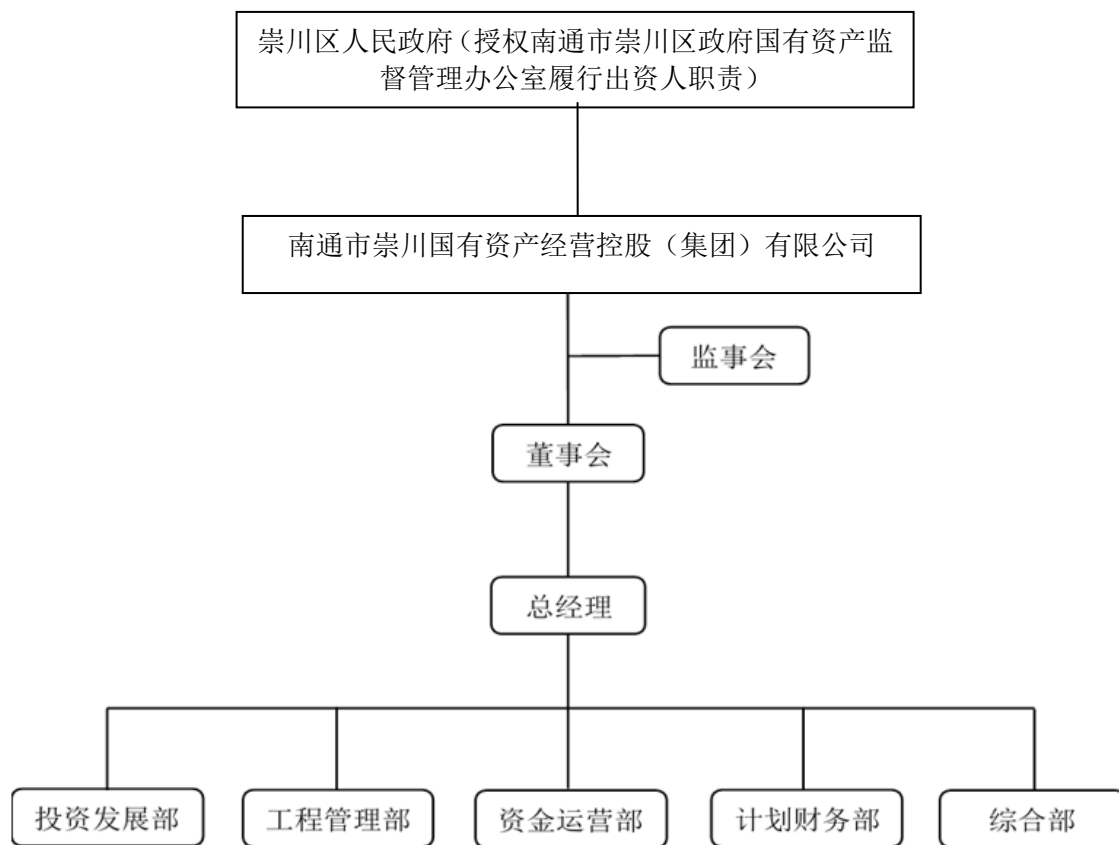
经联合资信评定，新家园农业投资主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为稳定。新家园

农业投资对“17 崇川住房项目债/PR 崇川 01”的差额补偿进一步保障了“17 崇川住房项目债/PR 崇川 01”本息偿付的安全性。

十三、结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，“17 崇川住房项目债/PR 崇川 01”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至本报告出具日公司股权结构图及组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年底公司合并范围一级子公司情况

子公司名称	业务性质	注册资本 (万元)	持股比例 (%)
南通天一置业有限公司	基础设施、市政工程建设等	225000.00	100
南通市天一水利建设有限公司	水利工程、道路工程等	8000.00	100
南通市崇川国有资产运营有限公司	资产经营管理及服务；房屋、车辆、设备租赁；实业投资；园区开发建设；物业管理；土地开发及服务；基础设施建设与管理；钢材、建材、纺织品、机电设备、机械设备、五金工具、装饰装潢材料的销售。	106000.00	100
南通市润川开发建设有限公司	房地产开发经营；各类工程建设活动等	20000.00	100
南通崇川开发区经济发展有限公司	开发建设、公益事业等	82000.00	100
南通天锦色织印染园有限公司	色织印染园开发建设等	30000.00	80
南通崇诚贸易有限公司	金属材料、五金产品、建筑材料销售等	10080.00	100.00

注：截至报告出具日，由于公司股权划转事项正在进行中，部分合并范围子公司变更的工商变更尚未完成
 资料来源：公司审计报告及公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	63.49	41.00	35.73
资产总额(亿元)	448.25	471.06	515.66
所有者权益(亿元)	150.29	169.18	178.28
短期债务(亿元)	38.26	63.71	90.14
长期债务(亿元)	183.93	171.67	179.48
全部债务(亿元)	222.18	235.38	269.63
营业收入(亿元)	12.35	15.37	17.64
利润总额(亿元)	2.91	3.23	2.97
EBITDA(亿元)	4.32	5.07	4.73
经营性净现金流(亿元)	-39.35	-11.36	-1.74
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.45	0.58	0.64
存货周转次数(次)	0.06	0.06	0.07
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.04
现金收入比(%)	100.81	73.43	77.88
营业利润率(%)	12.70	6.06	3.39
总资本收益率(%)	0.80	0.87	0.63
净资产收益率(%)	1.64	1.59	1.26
长期债务资本化比率(%)	55.03	50.37	50.17
全部债务资本化比率(%)	59.65	58.18	60.20
资产负债率(%)	66.47	64.09	65.43
流动比率(%)	310.08	281.94	245.06
速动比率(%)	154.66	106.28	98.05
经营现金流动负债比(%)	-34.60	-8.76	-1.11
现金短期债务比(倍)	1.66	0.64	0.40
EBITDA 利息倍数(倍)	0.37	0.28	0.28
全部债务/EBITDA(倍)	51.40	46.46	57.01

注：已将其他流动负债有息部分纳入全部债务计算

资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	6.54	5.34	1.76
资产总额(亿元)	264.13	301.48	314.05
所有者权益(亿元)	139.07	141.80	143.90
短期债务(亿元)	0.00	25.36	37.86
长期债务(亿元)	95.41	85.17	83.99
全部债务(亿元)	95.41	110.53	121.84
营业收入(亿元)	6.81	7.15	7.44
利润总额(亿元)	1.10	1.38	1.45
EBITDA(亿元)	/	/	/
经营性净现金流(亿元)	-21.60	-3.25	-7.36
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.44	0.22	0.22
存货周转次数(次)	*	*	*
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.02
现金收入比(%)	103.00	67.22	81.97
营业利润率(%)	15.68	15.44	16.31
总资本收益率(%)	0.35	0.41	0.41
净资产收益率(%)	0.59	0.73	0.76
长期债务资本化比率(%)	40.69	37.53	36.86
全部债务资本化比率(%)	40.69	43.80	45.85
资产负债率(%)	47.35	52.97	54.18
流动比率(%)	561.46	267.26	243.65
速动比率(%)	413.47	198.34	175.77
经营现金流动负债比(%)	-72.84	-436	-8.55
现金短期债务比(倍)	*	0.21	0.05
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/

注：1、部分指标分母为零无意义，用*表示；因未获取折旧、摊销以及资本化利息等数据，本部 EBITDA 及相关指标无法计算；2、将其他流动负债有息部分纳入全部债务计算

资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 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。

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

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 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 主体公开信用评级信用等级设置及其含义

联合资信主体公开信用评级是指根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级，也称主动评级。联合资信主体公开信用评级信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}。除 AAA_{pi} 级，CCC_{pi} 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：

级别设置	含义
AAA _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	不能偿还债务

附件 4-4 评级展望设置及其含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

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