

信用等级公告

联合[2017]1290号

南通市崇川城市建设投资有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的 2017 年南通市崇川区保障性住房建设项目收益债券进行了主动评级，确定：

南通市崇川城市建设投资有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”

南通市崇川城市建设投资有限公司拟发行的 2017 年南通市崇川区保障性住房建设项目收益债券信用等级为 AA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

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 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2017年南通市崇川区保障性住房建设 项目收益债券主动评级报告

本期债券信用等级: AA_{pi}

公司主体信用等级: AA_{pi}

差额补偿人信用等级: AA_{pi}

评级展望: 稳定

评级时间: 2017年7月17日

项目收益债券概要

项目公司	南通天泰置业有限公司
项目收益债券名称	2017年南通市崇川区保障性住房建设项目收益债券
募集资金规模	拟发行金额15亿元(含)
发行期限	5年
还本付息方式	每年付息一次,在债券存续期的第3、4、5年分别按照债券发行总额30%、30%、40%的比例偿还债券本金。
信用增级	南通新家园农业投资发展有限公司为本期债券的差额补偿人,为南通市崇川城市建设投资有限公司的项目建设提供财务支持,并对本期债券的差额补偿承担连带责任。

发行人主要财务数据:

项目	2014年	2015年	2016年
资产总额(亿元)	282.93	290.67	320.33
所有者权益(亿元)	93.63	95.12	101.16
长期债务(亿元)	20.78	50.18	84.88
全部债务(亿元)	77.66	111.72	125.03
营业收入(亿元)	20.50	32.21	24.18
净利润(亿元)	1.33	1.35	1.94
EBITDA(亿元)	1.71	2.60	2.61
经营性净现金流(亿元)	0.51	0.11	0.17
营业利润率(%)	5.50	6.68	4.39
净资产收益率(%)	1.44	1.43	1.98
资产负债率(%)	66.91	67.28	68.42
全部债务资本化比率(%)	45.34	54.01	55.28
流动比率(倍)	1.41	1.67	1.98
EBITDA全部债务比(倍)	0.02	0.02	0.02
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.11	0.17	0.17

差额补偿人(担保人)主要财务数据:

项目	2014年	2015年	2016年
资产总额(亿元)	117.05	140.98	127.93
所有者权益(亿元)	46.67	56.00	57.23
营业收入(亿元)	3.16	4.07	3.21
净利润(亿元)	1.05	1.21	1.27
经营性现金流(亿元)	7.45	3.41	3.29
资产负债率(%)	60.13	60.28	55.26

注:本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异,系四舍五入造成的;除特别说明外,均指人民币。

评级观点

南通市崇川城市建设投资有限公司(以下简称“崇川城建”或“公司”)作为南通市崇川区基础设施建设、土地开发和保障性住房项目建设的主体,在外部经营环境、政府支持等方面具有一定优势。联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对崇川城建发行的“2017年南通市崇川区保障性住房建设项目收益债券”(以下简称“本期债券”)的评级反映了募投项目对当地经济发展产生的积极作用。同时,南通新家园农业投资发展有限公司(本期债券差额补偿人,以下简称“新家园投资”)系港闸区重要的基础设施建设主体,主要负责港闸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、钢材贸易等业务,持续获得港闸区政府在财政补贴方面的大力支持。同时,本期债券募集资金实行封闭管理,项目收益流入流出均被严格监管,信息披露要求严格,可有效防范本期债券的操作风险。

本期债券偿债资金来源主要为募投项目自身收益,根据预测,本期债券存续期内的项目收益现金流入量对债券本息偿还覆盖程度较高。同时,本期债券设置了差额补偿机制,新家园投资有义务在差额补偿协议正常履行的情况下按约定对本期债券偿债资金专户余额与应付本期债券本息的差额部分进行补足,并承担连带责任。

基于对崇川城建、新家园投资主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估,联合评级认为,本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 近年来,南通市崇川区经济实力快速发展,为崇川城建提供了良好的外部发展环境。

2. 崇川区政府通过财政补贴、土地拆迁项目分成返还等方式不断给予公司支持。

3. 本期债券设置了差额补偿机制，差额补偿人新家园投资对本期债券的偿还承担连带责任。

4. 本期债券募集资金封闭管理，项目收益流入流出均有严格监管，信息披露要求严格，可有效防范本期债券的操作风险。

关注

1. 崇川城建资产中应收款项、存货规模大，对流动资金形成占用，资产流动性一般。

2. 崇川城建项目投资规模较大，存在一定外部融资压力，且债务规模增长较快，债务负担持续加重。

3. 公司利润总额对补贴收入依赖性强，对外担保金额大。

4. 对外担保比率高，存在一定或有负债风险。

5. 在项目建设阶段，募投项目自身并不产生收益，债券利息偿还对外部支持依赖程度较高。募投项目建设过程中的施工进展、建设资金的筹措等因素对项目如期完工影响较大。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

李 镭

电话：010-85172818

邮箱：lil@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以“pi”后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由南通市崇川城市建设投资有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因南通市崇川城市建设投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。联合评级、评级人员与南通市崇川城市建设投资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对南通市崇川城市建设投资有限公司主体及本期债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：


杨世光 李雷
联合信用评级有限公司

一、主体概况

南通市崇川城市建设投资有限公司（以下简称“公司”或“崇川城建”）系根据南通市崇川区人民政府“崇川政发[2005]17号”文批准，由南通市崇川区财政局（以下简称“崇川财政”）、南通狼山风景名胜区投资开发总公司（以下简称“狼山开发公司”）共同出资成立的国有公司，初始注册资本为11,800万元，其中崇川财政出资10,856万元，狼山开发公司出资944万元。截至2016年底，公司注册资本为58,249.61万元，崇川财政持有公司股权比例达到98.38%，实际出资额57,305.61万元，狼山开发公司持股比例为1.62%，实际出资944.00万元。

2017年5月，公司股东会通过了股东崇川财政增资100,000万元的决议，现已完成工商登记变更，注册资本变更为158,249.61万元。其中崇川财政持股99.40%，狼山开发公司持股0.60%。

公司经营范围：房地产开发（凭资质证书经营）；城区开发建设，基础设施建设，公益事业投资；物业管理，国内交易（不得以公开方式募集资金；不得公开交易证券类产品和金融衍生品；不得发放贷款；不得从事融资性担保；不得向投资者承诺投资本金不受损失或承诺最低收益。依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至2016年底，公司设有资金运营部、投资发展部、工程管理部、计划财务部以及综合部5个职能部门；截至2016年底，公司纳入合并报表范围子公司共计22家。

截至2016年底，公司合并资产总额320.33亿元，负债合计219.17亿元，所有者权益合计101.16亿元，其中归属于母公司的所有者权益100.56亿元。2016年，公司实现营业收入24.18亿元，净利润1.94亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为1.94亿元；经营活动产生的现金流量净额0.17亿元，现金及现金等价物净增加额2.52亿元。

公司注册地址为南通市跃龙南路36号；法定代表人：潘胜健。

二、本期项目收益债券概况

1. 本期债券基本概况

崇川城建为本期债券发行人，南通天泰置业有限公司（以下简称“项目实施主体”或“天泰置业”）系崇川城建全资子公司，负责R15007和R15008地块建设项目（以下简称“募投项目”）。2017年南通市崇川区保障性住房建设项目收益债券（以下简称“本期债券”），拟发行金额15亿元，期限为5年，募集资金全部用于募投项目建设。本期债券每年付息一次，在债券存续期的第3、4、5年分别按照债券发行总额30%、30%、40%的比例偿还债券本金。

本期债券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“新家园投资”）为本期债券的差额补偿人，为崇川城建的项目建设期间提供财务支持，并对本期债券的差额补偿承担连带责任；在差额补偿协议正常履行的情况下差额补偿责任包括：当债券存续期内每期偿债资金专户内账户余额不足以支付本期债券当期本息时，崇川城建向新家园投资发出差额补偿的申请时，差额补偿人按《2017年南通市崇川区保障性住房建设项目收益债券本息偿还差额补偿协议》（以下简称“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。

2. 本期项目收益债券基本要素

本期债券参与各方如下表所示：

表 1 本期债券基本要素

序号	名称	内容
1	项目收益债名称	2017 年南通市崇川区保障性住房建设项目收益债券
2	发行主体	南通市崇川城市建设投资有限公司
3	募投项目	R15007 和 R15008 地块建设项目
4	发行规模	15 亿元
5	期限	5 年
6	还本付息方式	每年付息一次，在债券存续期的第 3、4、5 年年底分别按照债券发行总额 30%、30%、40%的比例偿还债券本金。
7	信用增级	南通新家园农业投资发展有限公司作为本期债券的差额补偿人，当本期债券募投项目收入无法覆盖债券本息时，将由其承担差额补足义务。
8	主承销商/债权代理人	东北证券股份有限公司
9	托管人	中央国债登记结算有限责任公司、中国证券登记结算有限责任公司上海分公司
10	监管人	中信银行股份有限公司南通分行
11	项目可行性研究报告编制单位	南通市市政工程设计院有限责任公司
12	法律顾问	北京市大成（南通）律师事务所
13	信用评级	联合信用评级有限公司

资料来源：联合评级整理

3. 本期项目收益债券概况

(1) 募集资金管理

本期债券以簿记建档、集中配售的方式，通过主承销商设置的发行网点向机构投资者（国家法律、法规另有规定的除外）公开发行业和通过上海证券交易所向机构投资者（国家法律、法规禁止购买者除外）协议发行。

本期债券的募集资金将划入崇川城建开立的募集资金使用专户，该账户由中信银行股份有限公司南通分行（以下简称“监管银行”）监管，资金划出必须依照《2017 年南通市崇川区保障性住房建设项目收益债券募集说明书》（以下简称“募集说明书”）约定用途，即用于募投项目的投资建设。

(2) 偿债资金现金流

本期债券还本付息的首要资金来源是崇川区 R15007 和 R15008 地块建设项目的运营收入，项目的运营收入将全部划入项目收益归集专户，该账户由监管银行监管。崇川城建应将全部项目收入从归集专户向偿债资金专户划转，作为债券偿债准备金。偿债准备金以待偿付的全部本息为限，划转次数和具体时点可由崇川城建、债权代理人和监管银行根据项目收益实现特点约定，原则上每个计息年度不少于两次。

新家园投资是本期债券的差额补偿人，本期债券存续期内，若在债券每一年付息日/兑付日前第 20 个工作日，偿债资金专户中的余额不足以支付当年应付本金及利息，监管银行应通知差额补偿人，差额补偿人应在付息日 15 个工作日前补足当年应付本息与偿债资金专户余额的差额部分。

三、本期项目收益债券募投项目情况

1. 项目实施主体

本项目实施主体为南通天泰置业有限公司（以下简称“天泰置业”），系崇川城建全资子公司

司。成立于 2012 年 10 月 29 日，经过多次增资，目前注册资本为 12.00 亿元。经营范围：房地产开发经营（凭资质证书经营）；基础设施建设；市政工程的施工；管道安装；建筑材料、装饰装潢材料的销售（经营范围中涉及资质经营的，凭资质证书经营）。

截至 2016 年底，天泰置业资产总额 69.01 亿元，所有者权益 11.98 亿元。2016 年，天泰置业实现主营业务收入 0.18 亿元，净利润-0.09 亿元。

2. 项目发行主体

崇川城建系根据南通市崇川区人民政府“崇川政发[2005]17 号”文批准，由崇川财政、狼山开发公司共同出资成立的国有公司。截至 2016 年底，公司注册资本为 58,249.61 万元，崇川财政持有公司股权比例达到 98.38%，实际出资额 57,305.61 万元，狼山开发公司持股比例为 1.62%，实际出资 944 万元。南通市崇川区人民政府为公司实际控制人。

2017 年 5 月，公司股东会通过了股东崇川财政增资 10.00 亿元的决议，现已完成工商登记变更，注册资本变更为 158,249.61 亿元。其中崇川财政持股 99.40%，狼山开发公司持股 0.60%。

目前公司设有资金运营部、投资发展部、工程管理部、计划财务部以及综合部 5 个职能部门。2015 年，公司对原合并范围内两家子公司南通天山置业有限公司及南通天乐资产管理有限责任公司持股比例减少，不再纳入合并范围。2016 年，公司新增设立四家子公司，截至 2016 年底，公司合并范围内共 22 家子公司。

截至 2016 年底，公司资产总额 320.33 亿元，所有者权益合计 101.16 亿元。2016 年公司实现主营业务收入 24.18 亿元，利润总额 2.31 亿元。

3. 项目概况

本期债券的募投项目为 R15007 和 R15008 地块建设项目。

“R15007 地块建设项目”位于南通市崇川区崇川路北、跃龙南路西侧，土地面积 79,251.55 平方米，地类（用途）为城镇住宅用地，使用权类型：出让。该地块地上建筑面积 173,800 平方米，其中住宅总面积 160,850 平方米，配套公建面积 12,950 平方米，地下建筑面积 74,108 平方米。R15007 地块建设项目共安置户数 1,368 户。

“R15008 地块建设项目”位于南通市崇川区任港路南、长江路东侧，土地面积 94,716.51 平方米，地类（用途）为城镇住宅用地，使用权类型：出让。该地块地上建筑面积 203,050 平方米，其中住宅总面积 191,180 平方米，配套公建面积 11,870 平方米，地下建筑面积 75,991 平方米。R15008 地块建设项目共安置户数 1,666 户。

该项目符合国家产业政策方向，但 R15007 地块建设项目和 R15008 地块建设项目未列入江苏省省级棚户区改造计划。上述项目已于 2015 年 7 月 28 日启动建设，计划于 2017 年底完工。上述项目资本金均已到位，主要为土地投资和部分建设工程投资。截至 2016 年 12 月底，R15007 地块建设项目完工比例为 57.38%，已完成投资额为 6.14 亿元；R15008 地块建设项目完工比例为 66.80%，已完成投资额为 8.15 亿元。

4. 项目建设风险

项目必要性

棚户区改造是重大的民生工程，国务院于 2013 年发布了《国务院关于加快棚户区改造工作的意见》，提出 2013 年至 2017 年改造各类棚户区 1,000 万户的目标。

(1) 推进棚户区改造是全面建设小康社会的客观要求

经过 20 多年的改革开放，中国人民生活总体上达到小康水平，但中国的小康是低水平的、不平衡的、不全面的。住房制度改革以来，房地产开发发展迅速，人民群众的居住环境和条件不断改善。但是棚户区居民绝大多数都是低收入困难群体，他们面临着就业、住房等多重困难，尤其是改善居住条件的愿望十分强烈。加快实施棚户区改造，能够帮助困难群众改善住房条件，从而增强社会凝聚力，促进社会和谐稳定，全面建设小康社会的目标才能够如期实现。

(2) 棚户区改造是推进城市化进程的必然选择

中国已进入城市建设新的发展阶段，工业化和城市化进程加快，消费结构、产业结构全面升级。棚户区都是平房，土地利用率很低，通过棚户区改造可大大提高建筑容积率，提高了土地使用价值，不仅可以盘活存量土地，为城市开发建设提供空间载体，还能提高土地利用率，节约土地资源。同时，棚户区改造不仅改善了居民居住环境，而且改善了城市基础设施条件，完善了城市功能，提升了城市的形象和品位，加快城市化进程。改造棚户区空间，促进工业化与城市化互动发展格局形成，对带动各功能片区有机协调发展十分有利。棚户区改造还能够拉动投资、消费需求，带动相关产业发展，推进以人为核心的新型城市化建设，破解城市二元结构，提高城市化质量。

(3) 棚户区改造是落实宏观经济调控的有效途径

棚户区改造除解决了棚户区居民的住房环境外，还增加了土地和住宅供给，缓解了房价上涨压力。另外，棚户区改造还能带动建筑业、建材业等相关产业发展，为调整产业结构、扩大内需也做出了积极的贡献。随着城区功能设施配套逐渐完整，投资环境不断改善，为其进一步发展提供了良好的发展条件。招商引资的加快，工业区发展迅速，从而刺激了整个居住、办公及商务业态等的发展。大规模实施棚户区改造，可以接续形成新的经济增长点，能够同步发挥助推经济实现持续健康发展和民生不断改善的积极效应。

项目合规性

本期募投项目已完成必要的审批程序，具体审核情况如下表所示：

表2 募投项目审批情况

项目批文及相关证件	批准文号及编号	发文机关
崇川区发改委关于南通天泰置业有限公司 R15007 地块建设项目核准的批复	崇川发改投资核【2015】10 号	南通市崇川区发改委
崇川区发改委关于南通天泰置业有限公司 R15008 地块建设项目核准的批复	崇川发改投资核【2015】11 号	南通市崇川区发改委
关于《南通天泰置业有限公司崇川路北、跃龙南路西地块(R15007)安置房项目环境影响报告书》的批复	崇环书复【2014】4 号	南通市崇川区环保局
关于《南通天一置业有限公司航海仪表厂及周边地块项目环境影响报告书》的批复	崇环书复【2014】3 号	南通市崇川区环保局
南通市社会稳定风险评估评审表（临江安置点 R15007）	-----	南通市崇川区人民政府
南通市社会稳定风险评估评审表（航海仪表厂及周边 R15008）	-----	南通市崇川区人民政府
关于南通天泰置业有限公司保障房项目的情况说明	-----	南通市住房保障和房产管理局
土地使用证【R15007 地块（临江安置点）】	苏通国用（2015）第 010800001 号	南通市人民政府
土地使用证【R15008 地块（航海仪表厂及周边）】	苏通国用（2015）第 010700005 号	南通市人民政府
建设用地规划许可证【R15007 地块（临江安置点）】	地字第 320602201510042 号	南通市规划局

建设用地规划许可证 【R15008 地块（航海仪表厂及周边）】	地字第 320600201510043 号	南通市规划局
建设工程规划许可证 【R15007 地块（临江安置点）】	建字第 320602201510157 号	
建设工程规划许可证 【R15008 地块（航海仪表厂及周边）】	建字第 320600201510102 号	南通市城乡 建设局
建设工程施工许可证 【R15007 地块（临江安置点）】	320602201508240101 号	
建设工程施工许可证 【R15008 地块（航海仪表厂及周边）】	320602201508100101 号	

资料来源：崇川城建提供

四、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。

总体看，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，基础设施建设投资仍有进一步增长的潜力。

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年底提高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。

总体看，在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，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，联合评级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。

五、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为南通市崇川区最主要的城市基础设施投融资和建设主体，根据市、区两级政府的委

托，从事崇川区基础设施建设，城区土地整理、开发及配套设施的建设。同时，公司也是崇川区拆迁安置房和保障房的主要开发建设者，承担了南通市和崇川区绝大部分的拆迁安置开发建设任务。

2. 人员素质

潘胜健先生，1962年8月出生，汉族，大专学历，现任公司董事长兼总经理，历任南通第二印染厂财务科科长，崇川区财政局会计科科长、科长，经建科科长，国库科科长金融科科长。

任蓓蓓女士，1979年4月出生，汉族，本科学历，现任公司董事、财务总监。历任南通纽兰德工艺美术品有限公司财务主管；文峰街道财政所副所长；崇川区财政局预算科科长。

总体看，公司高级管理人员具有较丰富的管理经验以及政府部门任职经历，有助于公司现有业务的经营；公司员工整体素质基本能够满足公司经营需求。

3. 股东背景

公司是由南通市崇川财政及狼山开发公司共同出资成立的国有公司，南通市崇川区人民政府为公司实际控制人。

4. 政府支持

公司作为南通市崇川区重要的土地开发整理及保障房建设主体，近几年，崇川区政府通过财政补贴、土地拆迁项目分成收入返还等形式，不断给予公司支持。

财政补贴

公司经营保障性住房及基础设施建设业务具有一定的公益性，盈利空间较小，崇川区政府每年会根据项目竣工审计成本给予公司财政补贴。2014~2016年，公司分别收到政府补贴1.40亿元、1.74亿元和1.84亿元，反映在“营业外收入”科目。

土地出让金返还

南通市对下属崇川区及港闸区两个主要城区的土地收储、出让实行市统一规划、管理，即各区每年城建拆迁任务由市政府制定，且用于开发的土地产权并不划转至区，各区政府在制定拆迁方案后，对整理后并达到出让条件后的土地通过市场出让，崇川区财政收到的土地出让金分成收入于之后年度全额返还至公司。

根据南通市政府关于印发《南通市区城市建设和管养体制调整完善方案的通知》[通政发（2008）39号文]，2012年，市区两级土地出让金分成标准如下：经营性土地原则上实行熟地出让，市与区按出让金毛收入的35:65分成，少数情况存在生地出让的，市与区按土地出让金毛收入的65:35分成。

截至目前，根据2013年南通市政府关于印发《南通市区城市建设和管养体制调整完善方案的通知》[通政发（2013）26号文]，市区两级土地出让金分成标准如下：经营性土地原则上实行熟地出让，市与区按出让金毛收入的45:55分成，南通经济技术开发区（不含苏通园区）的土地出让金按毛收入的10:90分成；拆迁安置房土地出让金全部由区保留，对开发企业按规定缴纳的拆迁安置房土地出让金补差资金，市与区按土地出让金毛收入的55:45分成。

2014~2016年，公司分别获得土地出让金返还款5.78亿元、6.43亿元和10.66亿元。

总体看，公司作为南通市崇川区重要的土地开发整理及保障房建设主体，在财政补贴和土地出让金返还等方面获得崇川区政府的大力支持。

5. 区域经济

目前公司投资经营的项目全部集中在南通市崇川区，公司的发展受南通市及崇川区经济增长、财政收支状况和城市建设的影响较大，并与城市规划密切相关。

(1) 南通市

区域概况

南通市位于江苏省东南部，处于沿海经济带和长江经济带 T 型结构交汇点处，南与上海、苏州隔江相望。苏通长江大桥建成以后，南通市已进入上海 1 小时经济圈内。

南通市是我国首批对外开放的 14 个沿海城市之一，现辖如皋、海门、启东 3 市（县级），海安、如东 2 县，崇川、港闸、通州 3 区和南通经济技术开发区。2016 年年底全市常住人口 730.2 万人，其中，城镇人口达到 470.0 万人，较上年底增长 2.6%，城镇化率 64.4%，较上年底提高 1.6 个百分点。全市总面积 8,001 平方公里，是江苏全省的十二分之一。

区域经济

南通作为中国首批对外开放的沿海港口城市，近年来南通的经济建设和社会发展取得了长足发展。2014~2016 年，南通市地区生产总值分别为 5,652.69 亿元、6,148.40 亿元和 6,768.20 亿元，当地经济稳步增长。2016 年南通市 GDP 增速为 9.3%，增速有所放缓，但依然高于全国平均水平。2016 年南通市一般公共预算收入 590.20 亿元，因“营改增”政策因素影响较上年下降 5.7%。2014~2016 年，南通市固定资产投资分别为 3,896.39 亿元、4,376.00 亿元和 4,812.00 亿元，呈快速增长趋势。

2016 年，南通市全年房地产开发投资 584.1 亿元，较上年下降 15.5%。商品房施工面积 5,102.3 万平方米，下降 5.1%，其中，普通商品房施工面积 3,692.8 万平方米，下降 5.5%。全市商品房竣工面积 1,049.3 万平方米，下降 17.1%。

整体看，南通市经济保持持续稳定发展，经济和财政实力稳步增长，固定资产投资规模逐年上升，公司外部发展环境良好。

(2) 崇川区

区域概况

崇川区为南通市的主城区，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。崇川区下辖 2 镇 10 街，并行成老城区、新城区、开发区及风景区四个功能区域。全区总面积 99.67 平方公里，户籍人口数 54 万余人。

崇川区地理位置优越，交通便利，拥有长江最大的深水港群，南通港是中国十大港口之一。道路交通方面，该区拥有盐通高速、宁通高速、苏通大桥、崇启大桥等多条交通要道，崇海大桥、沪通铁路也正在规划建设中。

崇川区工业发达，形成了以电子、船舶、机械、纺织服装、粮油加工、化工等为主体的产业体系，辖区内大型企业有南通富士通微电子、南通中远川崎、南通中远船务等。

区域经济

随着自身产业结构调整，同时，得益于长三角一体化发展和江苏沿海开发两大国家战略叠加效应，2014~2016 年，崇川区地区生产总值持续稳定增长。2016 年崇川区完成地区生产总值 682.69 亿元，较上年增长 9.20%。

财政实力

公司作为南通市崇川区基础设施建设主体，崇川区政府财政实力在一定程度上决定着公司的实力。

2014~2016年，崇川区地方可控财力波动增长，2016年为111.15亿元，较上年下降21.30%，主要系基金收入下降所致。

崇川区一般预算收入主要由税收收入构成，2014~2016年，崇川区一般预算收入波动增长，年均复合增长2.76%；2016年一般预算收入为72.53亿元，较上年下降7.61%，系税收收入下滑所致。

崇川区基金收入全部为土地出让金收入，2014~2016年，崇川区基金收入波动增长，年均复合增长19.93%；2016年崇川区基金收入为16.47亿元，较上年大幅下降58.34%，主要系土地出让金收入大幅减少所致。

崇川区上级补助收入主要为一般性转移支付。2014~2016年，崇川区上级补助收入基本稳定，2016年为20.74亿元，较上年下降4.56%。

表3 2014~2016年崇川区地方可控财力情况（单位：万元）

科目	2014年	2015年	2016年
一般预算收入	68.68	78.50	72.53
税收收入	63.66	72.77	62.54
非税收入	5.02	5.73	9.99
基金收入	11.45	39.53	16.47
土地出让金	11.45	39.53	16.47
上级补助收入	19.78	21.73	20.74
返还性收入	1.30	1.18	5.36
一般性转移支付	17.01	17.60	12.91
专项转移支付	0.92	2.60	2.47
预算外财政专户资金	2.35	1.48	1.41
地方可控财力	102.26	141.24	111.15

注：2014~2015年上级补助收入因统计口径原因，存在误差。

资料来源：崇川区财政局

截至2016年底，崇川区政府债务余额79.10亿元，全部为直接债务余额。截至2016年底，崇川区地方政府债务率71.17%，债务水平较高。

总体看，崇川区财力波动增长，主要以一般预算收入为主，稳定性较好，但同时，崇川区整体债务水平较高。

六、管理分析

1. 公司治理

为规范公司的运行机制，公司根据《中华人民共和国企业国有资产法》及有关法律、行政法规的规定，制定了公司章程。根据《南通市崇川城市建设投资有限公司章程》，公司设股东会，董事会和监事会。

股东会由全体股东组成，股东会是公司的权力机构。股东会行使以下职权：决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换由股东代表出任的董事，决定有关董事的报酬事项；选举和更换由股东代表出任的监事，决定有关监事的报酬事项；审议批准董事会的报告；修改公司章程；对股东向股东以外的人转让出资作出决议等。

公司设董事会，由 5 名董事组成，董事由股东会选举产生，董事任期三年，可连选连任。董事会对股东会负责，设董事长 1 人。董事会负责召集股东会，并向股东会报告工作；执行股东会决议；决定公司的经营计划和投资方案等。

公司设监事会，成员为 3 人，由股东会选举产生，公司董事、经理和财务负责人不得兼任监事。监事任期每届三年，任期届满，连选者可连任。

公司设经理 1 名，经理由董事会聘任或解聘。经理对董事会负责，并列席董事会会议。经理负责主持公司的生产经营管理工作；组织实施董事会决议；组织实施公司年度经营计划和投资方案等；提请聘任或解聘公司副经理、财务负责人、负责管理人员；聘任或者解聘由董事会聘任或者解聘以外的负责管理人员。

总体看，公司按照《公司法》的有关规定，建立了基本的公司治理结构，整体运行状况良好。

2. 管理体制

公司在重大事项决策、项目资金管理及对外担保等方面建立了较为完善的内部管理制度及规范。

对于公司内部重大事项的决策，公司实行集体领导和个人分工负责相结合的制度原则，先由公司总经理主持的经营决策小组会议研究决定，并上报最高决策层会议集体讨论研究，再做最终确定。公司最高决策层办公会议成员的组成，原则上由公司董事会成员和监事组成。

在项目资金管理方面，对公司承建项目的投资，包括项目化运作资金、各级政府项目补助资金等，都必须通过公司统筹管理，统一支付，以确保项目投资的完整性。

在对外担保管理方面，公司及其下属子公司一般不主动对外担保，所有对外担保事项均须通过董事会或股东会审议，一般除公司及其控股子公司之间的关联担保事项外，其余担保均要求对方提供反担保，反担保的提供方应当具有实际承担能力且反担保具有可执行性。同时，公司会对对外担保单位的经营、管理等方面进行持续跟踪，以控制或有风险。

总体看，公司法人治理结构较完善，各项内控制度建设较为完备。

七、经营分析

1. 经营概况

公司作为南通市崇川区最主要的城市基础设施投融资和建设主体，通过接受市、区两级政府委托，从事南通市崇川区基础设施建设、土地整理开发、保障性住房开发等业务，并通过土地出让分成返还、保障房销售获得收入。

2014~2016 年，公司主营业务收入波动上升，年均复合增长 8.48%。主要以拆迁项目分成收入及安置房销售收入为主。2016 年公司主营业务收入为 24.13 亿元，较上年下降 25.07%，主要为安置房销售收入下降所致。从构成来看，2016 年安置房销售收入为 12.70 亿元，占主营业务收入的 52.63%，占比下降 25.81 个百分点；实现拆迁项目分成收入 10.66 亿元，占比提升至 44.18%。其他收入主要包含房屋出租收入 0.52 亿元，占主营业务收入的 2.17%，主要来源于政府资产的托管租赁。另，2016 年公司新增的物业管理、代建费和水电转售收入分别占 0.77%，0.06% 和 0.19%。新增收入规模很小，尚未形成规模。

表 4 2014~2016 年公司主营业务收入情况 (单位: 万元、%)

主营业务类项	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
拆迁项目分成收入	57,844.82	28.21	19.35	64,322.05	19.98	19.35	106,588.65	44.18	16.94
安置房销售收入	143,185.23	69.84	7.76	252,580.67	78.44	8.46	126,988.33	52.63	4.26
房屋出租收入	3,994.59	1.95	45.09	5,096.62	1.58	25.53	5,236.57	2.17	27.59
物业管理	--	--	--	--	--	--	1,861.48	0.77	-52.60
代建费	--	--	--	--	--	--	134.60	0.06	100.00
水电转售收入	---	--	--	--	--	--	463.14	0.19	0.16
合计	205,024.64	100.00	11.76	321,999.34	100.00	10.91	241,272.77	100.00	9.97

资料来源: 公司提供

盈利能力方面, 公司整体毛利率持续下降, 系受安置房销售毛利率下降影响。公司拆迁项目分成毛利率基本保持稳定, 2016 年为 16.94%, 小幅下降 2.41 个百分点; 安置房销售毛利率为 4.26%, 较上年下降 4.20 个百分点, 系为去库存政策影响, 安置房建设数量及销售价格有所下降所致。房屋出租毛利率近年来波动下降, 2016 年为 27.59%, 新增物业管理业务毛利率为 -52.60%, 因此项收入尚未形成规模, 而人工成本等支出较大所致。代建费毛利率和水电转售业务毛利率分别为 100.00% 和 0.16%, 但因其收入占比较小, 对整体毛利率影响较小。

总体看, 拆迁项目分成、安置房销售和房屋出租为公司的主要收入来源; 近年来, 公司收入呈波动增长趋势。公司主营业务毛利率逐年下降。

2. 经营分析

土地整理开发

南通市对下属崇川区及港闸区两个主要城区的土地收储、出让实行市统一规划、管理, 即各区每年城建拆迁任务由市政府制定, 且用于开发的土地产权并不划转至区, 各区根据市政府下达的任务, 实际操作区域内的土地整理开发。崇川区的土地由公司负责进行征地拆迁和平整, 待土地达到出让条件后通过市场出让, 区财政收到土地出让金分成收入后, 与公司结算成本和收益。崇川区财政收到的土地出让金分成收入将在之后年度全额返还至公司。公司确认为“拆迁项目分成收入”, 成本于“存货-开发成本”中核销。

截至目前, 市区两级土地出让金分成标准如下: 经营性土地原则上实行熟地出让, 市与区按出让金毛收入的 45:55 分成; 南通经济技术开发区(不含苏通园区)的土地出让金按毛收入的 10:90 分成; 拆迁安置房土地出让金全部由区保留, 对开发企业按规定缴纳的拆迁安置房土地出让金补差资金, 市与区按土地出让金毛收入的 55:45 分成。

崇川区土地整理开发业务由公司本部及子公司南通崇川经济开发区总公司负责, 其中崇川开发公司以开发区区域内的土地整理开发为主, 公司本部负责除开发区以外区域内的土地整理开发。2005~2016 年, 公司本部共完成市级土地拆迁项目 355 个, 整理开发土地面积 28,169.06 亩, 2016 年新增市级土地拆迁项目 24 个, 累计完成区级土地拆迁项目 142 个, 整理开发土地面积 37,971.14 亩, 2016 年无新增区级土地拆迁项目。公司已累计支付拆迁款合计 206.72 亿元。

表5 2005~2016年公司征地拆迁项目情况(单位:万元、亩)

	项目	面积	户数	累计已付款
市级项目	城建工程	7,298.35	4,212	379,389.34
	低价位商品房	6,458.28	4,389	342,188.25
	土地储备项目	7,653.27	4,791	373,628.24
	代建项目	6,032.34	2,523	174,656.06
	公益项目	726.82	248	73,757.12
合计		28,169.06	16,163	1,343,619.01
区级项目	城建工程	3,780.29	2,857	325,208.29
	低价位商品房	1,778.99	1,284	164,496.37
	土地储备项目	3,093.19	1,943	154,845.14
	代建项目	267.74	258	15,070.72
	公益项目	454.98	1,341	63,959.01
合计		9,375.19	7,683	723,579.53
总计		37,544.25	23,846	2,067,198.54

资料来源:公司提供

2005~2016年,公司共完成土地出让面积1,731.53万平方米。2014~2016年,公司分别完成土地出让18宗、21宗和12宗。2015年,公司土地出让情况较好。2016年有所回落,出让土地139.90万平方米,其中区分成收入为18.65亿元,公司确认拆迁项目分成收入10.66亿元,为之前年度土地出让金返还金额,相比于当年出让土地的区分成收入存在滞后性。截至目前,公司已完成土地整理但尚未向市场出让的土地约4000亩,其中以商品房用地及保障房或安置房用地为主;其余为工业及景区用地等,计入“存货-开发成本中”。

表6 公司2005~2016年底崇川区土地出让情况

时间	宗数	出让面积 (万平方米)	区分成金额 (万元)
2005年	22	112.25	36,589.93
2006年	15	92.16	96,299.34
2007年	30	98.38	135,686.29
2008年	24	108.03	129,323.75
2009年	24	154.71	96,739.38
2010年	21	211.01	534,029.05
2011年	24	159.85	209,002.11
2012年	24	213.07	166,718.52
2013年	23	207.14	286,472.00
2014年	18	118.41	117,128.00
2015年	21	116.62	406,281.00
2016年	12	139.90	186,466.52
合计	258	1,731.53	2,400,735.89

资料来源:公司提供

总体看,近三年土地出让收入呈波动增长趋势,2015年,公司土地出让情况较好。2016年有所回落,未来土地出让收入仍可为公司带来较高盈利空间。

安置房建设业务

公司的保障房和安置房建设业务主要由子公司南通天一置业有限公司(以下简称“天一置业”)及天泰置业负责实施。此外,子公司南通科苑投资发展有限公司也承担部分保障房项目的建设任

务。天一置业主要以滚动开发的模式运作安置性住房项目，前期项目资金主要来源于自有资金、项目借款及前期项目回笼资金。由于安置房项目销售价格受政府指导价作用，远低于市价水平，项目毛利率较低。

会计核算方面，公司已建成尚未销售的安置房计入“存货-拆迁项目成本”，售出后确认收入，同时核销成本。

崇川区政府每年会根据安置房项目竣工审计成本给予公司财政补贴收入，2014~2016年，公司分别收到政府补贴收入1.40亿元、1.74亿元和1.84亿元。

2016年，公司获得安置房销售收入金额为12.70亿元，主要来自于龙吟雅苑销售收入5.59亿元、江景苑销售收入1.98亿元、芸景苑销售收入1.88亿元、学士府销售收入1.86亿元及其他之前年度房屋销售收入1.39亿元。

截至2016年底，公司主要在建项目包括江景苑、学士府、龙吟雅苑、颐景苑和芸景苑，项目总投资80.70亿元，已经投入60.93亿元，未来尚需投资19.77亿元。未来几年，公司拟建安置房项目包括红星路北安置点、嵩园安置点、原天字味精及周边地块项目、钢丝绳厂、通玻一厂等项目，计划投资35.73亿元，投资规模较大。

表7 截至2016年底公司安置房在建项目情况（单位：亿元）

	建设周期	总投资额	截至2016年底已投资额
南川园	2014~2016	24.10	20.54
学士府	2012~2016	21.80	21.80
临江安置点	2015~2017	10.70	6.14
机关加油站南侧地块	2016~未定	11.90	4.30
外滩北苑二期	2015~2017	12.20	8.15
合计	--	80.70	60.93

注：机关加油站南侧地块已收储，计划用作安置房开发，但因规划可能调整，建设周期暂未确定。
资料来源：公司提供

总体看，公司安置房建设业务收入逐年增长，但由于在建项目较多，公司未来投资较大，存在一定的对外融资压力。

其他业务

公司下属子公司南通市崇川科技创业服务中心有限公司和南通市崇川科技园投资发展有限公司主要为符合园区产业导向的企业提供房产租赁服务，包括向园区内企业职工提供自有房屋出租；向电子企业、服务外包企业、电子商务企业，提供区国资委委托经营的配套职工用房和经营性租赁房产，租赁面积合计超过173,500平方米。2014~2016年，分别获得房屋出租收入3,994.59万元、5,096.62万元和5,236.57万元，房屋出租收入持续上升。

2016年，公司新增物业管理费收入主要由南通科创创业投资管理有限公司负责，实现业务收入1,861.48万元，因业务刚刚形成，尚未形成规模，实现收入较少。另代建费由南通市崇信建设有限公司负责，业务内容主要为代建菜市场、小学等部分公共服务中心等小型公益项目，收取一定比例的代建费。水电转售业务由南通科创物业管理有限公司负责。上述新增业务规模较小，分别实现134.60万元和463.14万元，对主营业务规模及毛利率影响小。

总体看，公司主营业务收入主要来自于安置房销售及拆迁项目分成收入，上述两项业务均易受当期土地收储计划及房地产宏观政策影响，但较多的未出让土地也为公司未来收入的实现提供保障，公司整体经营状况良好。

3. 经营关注

- (1) 公司在建项目资金需求量较大，存在一定的外部融资压力。
- (2) 在项目建设阶段，募投项目自身并不产生收益，债券利息偿还对外部支持依赖程度较高。

4. 未来发展

根据南通市政府 2012 年 2 月下发的进一步加快推进主城区“城中村”改造的目标，崇川区政府委托公司将在通吕运河、通京大道、长江中路等框围而成的城市建成区范围内，共 82 幅“城中村”地块约 203.35 万平方米进行改造，包括主城区、崇川开发区、狼山风景区等在内的一系列城建任务和土地整理业务将进一步为公司带来持续的业务收入增长。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014~2016 年度财务报表，中兴华会计师事务所对该财务报告经审计，并出具了标准无保留审计意见。

从合并范围来看，截至 2016 年底，公司纳入合并范围的子公司共计 22 家。合并范围变动方面，2015 年，公司合并范围内子公司减少 2 家，2016 年增加 4 家。公司自 2016 年起开始实施新会计准则，为保证财务数据可比性，以下财务分析中，2015 年数据采用 2016 年期初数。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 320.33 亿元，负债合计 219.17 亿元，所有者权益合计 101.16 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 100.56 亿元。2016 年，公司实现营业收入 24.18 亿元，净利润 1.94 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.94 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.17 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.52 亿元。

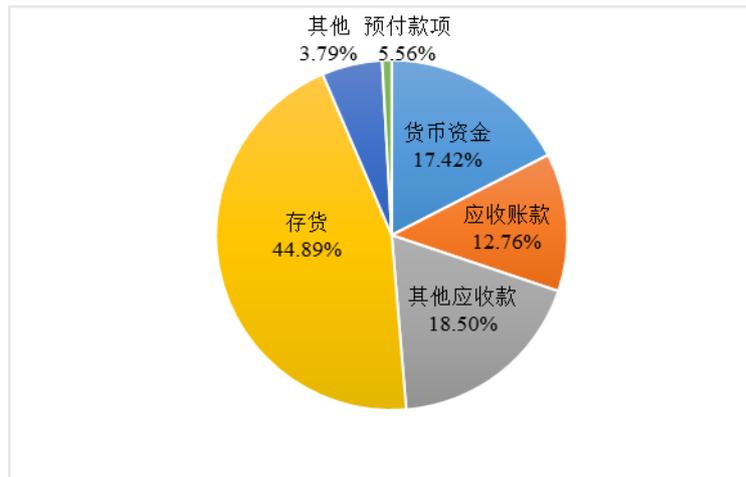
2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 6.40%，截至 2016 年底，公司资产总额合计 320.33 亿元，较年初增长 10.21%，其中流动资产占 82.57%，非流动资产占 17.43%，资产结构以流动资产为主。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产有所增长，年均复合增长 5.60%，主要由应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产的增长所致。截至 2016 年底，公司流动资产合计 264.49 亿元，较年初增长 9.24%，其中货币资金占 17.42%，应收账款占 12.76%，其他应收款占 18.50%，预付款项占 5.56%，存货占 44.89%，占比如下图所示。

图 1 截至 2016 年底公司流动资产主要构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司货币资金呈波动增长趋势，年均复合增长率为 26.60%。截至 2016 年底，公司货币资金 46.08 亿元，较年初下降 12.13%，主要由于其他货币资金和现金的减少。现金和银行存款合计 24.77 亿元，其他货币资金主要由保证及和定期存单构成，合计 21.31 亿元，货币资金受限比例较高。

2014~2016 年，公司应收账款呈增长趋势，年均复合增长率为 8.76%。截至 2016 年底，公司应收账款账面净额为 33.76 亿元，较年初基本稳定，共计提坏账准备 123.34 万元，计提比例较低。截至 2016 年底，公司应收账款主要为应收南通市崇川区财政局拆迁分成款，占应收账款 99.61%，集中度高，但考虑到欠款单位为政府部门，应收账款整体风险较低。

2014~2016 年，公司预付款项变化较小，年均复合增长率为 0.60%。截至 2016 年底，公司预付款项合计 14.70 亿元，较年初下降 4.95%。主要为预付建筑公司工程款及拆迁款、征地款等。从账龄结构来看，1 年以内占 13.96%，1~2 年占 16.77%，2~3 年占 41.65%，3 年以上占 27.62%。因预付工程款需完工后进行结算，故账龄偏长。

2014~2016 年，公司其他应收款呈波动下降趋势，年均复合下降 8.86%。截至 2016 年底，公司其他应收款净额 48.93 亿元，较年初有所下降，主要为对崇川区财政局和崇川区东城开发建设有限公司往来款项。其他应收款共计提坏账准备 0.78 亿元。从账龄来看，1 年以内占 25.17%，1~2 年占 51.94%，2~3 年占 6.94%，3 年以上占 15.95%，账龄期限较短，从集中度来看，其他应收款前五名合计占比 91.28%，其他应收款集中度较高，但由于欠款单位主要为政府相关部门，其整体回收风险可控。

表 8 截至 2016 年底公司前五名其他应收账款明细（单位：万元、%）

单位名称	款项性质	金额	比例
南通市崇川区财政局	往来款	255,458.40	51.38
南通市崇川区东城开发建设有限公司	往来款	14,233.62	28.63
任港街道	往来款	26,480.00	5.33
南通郎山风景名胜区投资开发总公司	往来款	20,000.00	4.02
南通市崇川经济开发区财政分局	往来款	9,550.31	1.92
合计		453,822.33	91.28

资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司存货呈增长趋势，年均复合增长率为5.61%。截至2016年底，公司存货合计118.72亿元，较年初增长11.13%，主要由于工程施工成本及拆迁项目成本增加所致。存货主要由工程施工（占2.70%）、拆迁项目成本（占30.97%）、开发成本（占64.23%）和土地开发整理（占2.05%）构成。其中拆迁项目成本主要包含已建成尚未售出的安置房及保障房，开发成本主要包括土地整理开发成本等。

截至2016年底，公司新增其他流动资产2.22亿元，全部为预缴税金的增加所致。

非流动资产

2014~2016年，公司非流动资产规模呈逐年增长态势，年均复合增长10.47%。截至2016年底，公司非流动资产55.85亿元，较年初增长15.04%，主要系固定资产增加所致；公司非流动资产主要由固定资产（占21.88%）和无形资产（占70.21%）构成。

2014~2016年，公司固定资产呈波动增长趋势，年均复合增长95.20%。截至2016年底，公司固定资产12.22亿元，较年初大幅增长310.71%，系公司购入城山家园、中江国际3幢等房产自用，增加房屋及建筑物资产9.16亿元所致。截至2016年底，公司固定资产账面价值中，已抵押金额为5.13亿元，固定资产成新率为93.42%。

2014~2016年，公司无形资产较为稳定，年均复合下降2.83%。截至2016年底，公司无形资产39.21亿元，较年初下降5.82%。主要系无形资产摊销所致。主要包含土地使用权和技术使用权等。其中土地使用权为39.20亿元，主要包含崇川区狼山南侧、山水路北侧地块（占地58.33万平方米）以及崇川区长江南路南侧、城山河东侧地块（占地12.96万平方米）。技术使用权为34.53万元，软件5.14万元。截至2016年底，公司土地资产无抵押情况。

总体来看，公司资产以货币资金、应收账款、其他应收款和存货等流动资产为主；流动资产中，货币资金波动增长，但受限资金占比较高，且应收款项（应收账款、其他应收款）及存货规模较大，对公司流动资金形成占用，资产流动性较弱，整体资产质量一般。

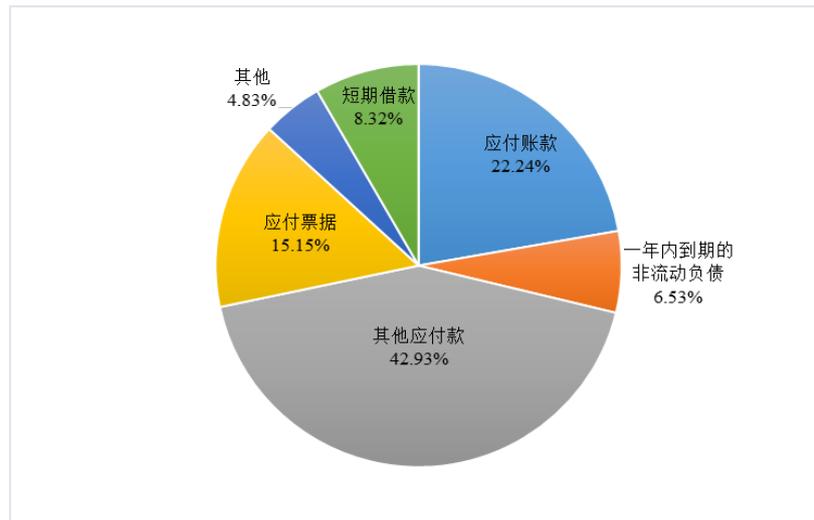
3. 负债及所有者权益

2014~2016年，公司负债总额有所增长，年均复合增长7.60%，主要受有息借款增加影响。截至2016年底，公司负债合计219.17亿元，较年初增长12.08%，其中流动负债占61.06%，非流动负债占38.94%。近三年，公司因发行债券，使得非流动负债规模不断扩大，债务结构有所调整，但仍以流动负债为主。

流动负债

流动负债方面，近三年公司流动负债不断减少，年均复合下降10.78%，截至2016年底为133.83亿元，较年初下降7.67%。主要由短期借款（占8.32%）、应付票据（占15.15%）、应付账款（占22.24%）、其他应付款（42.93%）和一年内到期的非流动负债（占6.53%）构成，占比如下图所示。

图 2 截至 2016 年底公司流动负债主要构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司短期借款呈波动增长趋势，年均复合增长 18.34%。截至 2016 年底，公司短期借款 11.13 亿元，较年初减少 13.04 亿元，主要为公司以发行债券偿还短期银行借款所致。其中信用借款金额为 5.00 亿元，保证借款 1.20 亿元和质押借款 4.93 亿元。

2014~2016 年，公司应付票据呈波动下降趋势，年均复合下降 15.58%。截至 2016 年底，公司应付票据 20.28 亿元，较年初下降 38.21%，为银行承兑汇票减少所致。

2014~2016 年，公司应付账款呈不断下降趋势，年均复合下降 14.33%。截至 2016 年底，公司应付账款 29.76 亿元，较年初下降 3.51%。主要包含项目建设款、暂估款和工程款。从账龄结构来看，1 年以内的占 52.64%，1 至 2 年的占 44.20%，2 至 3 年的占 2.58%，3 年以上的占 0.58%。从应付账款集中度来看，公司前五名应付账款金额合计为 24.26 亿元，占应付账款总额的 81.50%，集中度较高。

表 9 截至 2016 年底公司前五名应付账款明细（单位：万元）

单位名称	款项性质	金额
暂估款	暂估工程款	105,792.58
南通崇川开发区财政	项目建设款	105,370.61
通州建总集团有限公司	工程款	13,141.12
南通万众建设集团有限公司	工程款	9,418.36
南通市中房建设工程有限公司	工程款	8,854.91
合计		242,577.58

资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司其他应付款呈波动下降趋势，年均复合下降 10.22%。截至 2016 年底，公司其他应付款 57.45 亿元，较年初增长 18.47%，从账龄来看，1 年以内的占 59.16%，1 至 2 年的占 28.50%，2 至 3 年的占 5.37%，3 年以上的占 6.97%。公司其他应付款主要包含应付南通市崇川区保障房建设投资有限公司 25.59 亿元，南通市崇川经济开发区财政分局 8.41 亿元，观音山街道 1.25 亿元，南通市天城建设投资有限公司 1.00 亿元，和南通五建跃进建设安装工程有限公司 0.52 亿元的往来款项。

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债呈波动下降趋势，年均复合下降 34.67%。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 8.74 亿元，较年初增加 91.98%，主要为与工商银行、

交通银行的抵押借款由长期借款转入所致。

非流动负债

2014~2016年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 100.67%，2016 年金额合计为 85.34 亿元，其中，长期借款 54.07 亿元（占 63.36%）和应付债券 30.81 亿元（占 36.10%）。

2014~2016年，公司长期借款呈快速增长趋势，年均复合增长 133.83%。截至 2016 年底，公司长期借款 54.07 亿元，较年初增加 14.80 亿元，其中信用借款 1.50 亿元，保证借款 31.52 亿元，抵押借款 16.05 亿元和质押借款 5.00 亿元。

2014~2016年，公司应付债券呈快速增长趋势，年均复合增长 68.18%。截至 2016 年底，公司应付债券 30.81 亿元，较年初增长 182.56%，主要包含公司于 2014 年发行的 7 年期 11 亿元公司债券和 2016 年发行的三期 3 年期总额为 20 亿元的公司债券。

2014~2016年，公司专项应付款 0.42 亿元，主要为公租房建设专项款。

2014~2016年，公司全部债务呈快速增长趋势，年均复合增长 26.88%。截至 2016 年底，公司全部债务合计 125.03 亿元，其中长期债务占 68.00%，短期债务占 32.00%。从债务指标来看，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率逐年上升，2016 年底分别为 68.42%、45.62%和 55.28%，分别较上年增长 1.14 个、11.09 个和 1.26 个百分点，公司债务规模持续增长。

总体来看，公司债务规模快速增长，整体债务负担不断加重，公司债务以长期债务为主，整体债务负担较重。

所有者权益

2014~2016年，公司所有者权益规模相对稳定，年均复合增长 3.94%，主要来自未分配利润的增长。截至 2016 年底，公司所有者权益金额为 101.16 亿元，较年初增长 6.35%，主要来自于资本公积和未分配利润的增长。归属于母公司所有者权益中实收资本无变化，主要以资本公积 80.18 亿元（占 79.73%）为主，较年初增长 5.39%。其中接受捐赠非现金资产准备为 8.26 亿元（占 8.21%），政府拨入资产 37.77 亿元（占 37.56%）和其他资本公积 30.05 亿元（占 29.88%）。2016 年其他资本公积增加 4.10 亿元，为政府拨款增加所致。2016 年底，公司未分配利润 12.85 亿元（占 12.78%），较年初增长 14.84%。

总体来看，公司所有者权益以资本公积为主，所有者权益结构稳定性较好。

4. 盈利能力

2014~2016年，公司营业收入逐年增长，三年营业收入分别为 20.50 亿元、32.21 亿元和 24.18 亿元，呈波动增长趋势，年均复合增长 8.61%；三年营业成本呈波动增长趋势，分别为 18.09 亿元、28.69 亿元和 21.72 亿元，年均复合增长 9.58%；近三年，公司实现净利润分别为 1.33 亿元、1.35 亿元和 1.94 亿元，呈逐年增长趋势。

2014~2016年，公司期间费用呈波动增长趋势，三年分别为 2.43 亿元、2.49 亿元和 0.26 亿元，年均复合下降 67.45%，主要系销售费用和财务费用减少所致。2014~2016年，公司费用收入比分别为 11.83%、7.72%和 1.06%，期间费用对利润侵蚀影响逐年较少，费用控制能力虽逐年加强。

2014~2016年，公司营业外收入分别为 1.41 亿元、1.74 亿元和 1.84 亿元，年均复合增长 14.42%，主要系政府财政补贴增加所致，近三年营业外收入占利润总额的比例分别为 91.11%、107.92%和 79.74%，公司利润总额对营业外收入的依赖程度呈波动下降趋势。

从盈利指标来看，2014~2016年，公司总资本收益率分别为 0.91%、1.10%和 0.92%，净资产收益率分别为 1.44%、1.43%和 1.98%，主要系 2016 年公司长期债务大幅增加，资产规模随之增

加，而盈利能力稍显疲弱。整体来看，公司盈利能力一般。

总体来看，公司营业收入波动增长，利润总额快速增长，系政府补贴收入增加所致，公司整体盈利能力较弱，利润总额对政府补贴收入依赖较强。

5. 现金流

从经营活动方面看，2014~2016年，公司经营活动现金流入量呈持续增长态势，年均复合增长17.84%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金和收到的其他与经营活动有关的现金有所增长所致。公司近三年经营活动产生的现金流量净额分别为0.51亿元、0.11亿元和0.17亿元，年均复合下降42.39%。从收入实现质量来看，2014~2016年，公司现金收入比呈下降趋势，分别为83.96%、87.99%和108.96%，公司收入实现质量逐年提高。2016年，公司经营活动现金流入金额变化不大，金额为94.09亿元，较年初增长1.33%，2016年，公司销售商品、提供劳务收到的现金有所下降，金额为26.35亿元，主要系营业收入减少所致。公司2016年现金收入比为108.96%，较年初年增加20.97个百分点，主要为收到往年应收拆迁项目分成收入，收入实现质量尚可。公司收到其他与经营活动有关的现金快速增长，主要为与政府和政府下属企业往来款；2016年金额为67.74亿元。公司经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金和支付的其他与经营活动有关的现金为主，2016年，公司购买商品、接受劳务支付的现金有所减少，金额为33.60亿元，较年初下降9.43%。支付的其他与经营活动有关的现金快速增长至56.04亿元，较年初增长5.87%，主要为与拆借款增加所致。经营活动产生的现金流出额为93.92亿元。经营活动产生的现金流量净额表现为净流入为0.17亿元。

从投资活动方面看，2014~2016年，公司投资活动现金流入呈波动增长趋势，年均复合增长146.55%；2014~2016年，公司投资活动现金流出呈波动增长趋势，年均复合增长16.30%，主要系支付其他与投资活动有关的现金增加所致。公司近三年投资活动产生的现金流量净额分别为-2.83亿元、-4.20亿元和-3.73亿元。2016年，公司投资活动现金流入规模较少，金额为0.12亿元，主要为收回投资收到的现金及收到其他与投资活动有关的现金。投资活动现金流出金额为3.85亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金2.34亿元和支付其他与投资活动有关的现金1.28亿元。投资活动产生的净现金流为-3.73亿元。

从筹资活动方面看，因公司经营及投资活动获现能力较弱，现金流表现为净流出，需要依赖较大规模的融资补充，公司筹资活动现金流入量快速增长，从筹资活动来看，2014~2016年，公司筹资活动现金流入量年均复合增加34.29%，主要系公司发行债券所收到的现金和收到其他与筹资活动有关的现金增加所致；筹资活动现金流出量逐年增长，年均复合增长69.69%，主要系偿还债务支付的现金增长所致。同期，公司筹资活动现金流量净额分别为19.49亿元、-2.40亿元和6.08亿元。2016年筹资活动现金流入金额为83.91亿元，主要为借款所收到的现金48.05亿元、发行债券收到的现金19.83亿元和收到其他与筹资活动有关的现金16.03亿元。随着公司债务规模的扩大，公司筹资活动现金流出量也快速增长，主要为偿还债务所支付的现金和支付的其他与筹资活动有关的现金。2016年筹资活动现金流出金额为77.83亿元。其中公司支付其他与筹资活动有关的现金29.07亿元主要为转贷资金款项。2016年，公司筹资活动现金流量净额为6.08亿元。

总体来看，公司经营及投资活动产生的现金流量较少，主要依靠筹资活动弥补。近年来，公司融资力度持续加大，同时偿还债务所支付的现金也持续增加，未来随着公司在建工程投资规模的不断增加，公司对外部资金的依赖程度仍较高。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，公司流动比率逐年增长，2014~2016年，分别为1.41倍、1.67倍和1.98倍。速动比率逐年增长，三年分别为0.78倍、0.93倍和1.09倍。2014~2016年，公司现金短期债务比分别为0.51倍、0.85倍、1.15倍，保障程度较高。2014~2016年，公司经营现金流动负债比分别为0.30倍、0.07倍、0.13倍，经营现金对债务的保障较弱。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2014~2016年，公司EBITDA持续增长，三年分别为1.71亿元、2.60亿元和2.61亿元；2016年，公司EBITDA为2.61亿元，较上年增长0.39%；近三年EBITDA利息倍数分别为44.68倍、3.57倍和60.52倍，EBITDA对利息的保障能力很好；近三年EBITDA全部债务比分别为0.02倍、0.02倍和0.02倍，EBITDA对债务的保障能力逐年下降，保障程度较差。近三年经营现金债务保护倍数分别为0.01倍、0.00倍和0.00倍，经营现金对债务的保障较弱。整体看，公司长期偿债能力较弱。

截至2016年底，公司对外担保余额为83.43亿元，担保比率为82.47%，公司对外担保规模大，担保比率高，被担保企业较为分散，但考虑被担保企业大多为政府相关企业，具有一定或有负债风险。

表10 截至2016年底公司对外担保情况（单位：万元）

单位名称	金额
南通市保障房建设投资有限公司	150,000.00
南通天山置业有限公司	199,700.00
南通市天城建设投资有限公司	147,000.00
南通友富贸易有限公司	30,000.00
南通狼山风景名胜区投资开发总公司	76,370.00
江苏省城乡建设投资有限公司	198,171.40
南通市崇川区保障房建设投资有限公司	13,000.00
南通市崇川区环境卫生管理处	8,000.00
南通市崇川区菜市场管理处	100.00
南通同洲视讯科技发展有限公司	12,000.00
合计	834,341.40

资料来源：公司审计报告

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（银行版，机构信用代码：G10320602001805809），截至2017年6月13日，公司无未结清关注和不良信贷信息记录，公司已结清信贷信息中有6笔关注类贷款记录。

总体看，基于对公司自身经营和财务状况，以及崇川区区域经济发展及财力水平的综合分析，并考虑到崇川区政府在财政补贴、土地拆迁项目分成收入返还等方面的支持，公司整体抗风险能力强。

九、本期项目收益债券收益预测

项目收益预测

本项目收益债收益预测依据2016年9月南通新天会计师事务所有限公司出具的《关于对南通市崇川区R15007、R15008地块棚户区改造项目预期经济效益及现金流的测算分析报告》（以下简称“测算报告”）。

本项目工程建设期 2 年，项目总投资 22.90 亿元。其中，R15007 地块建设项目投资 10.70 亿元，R15008 地块建设项目投资 12.20 亿元。项目资金来自于公司募集资金 15.00 亿元和自有资金投入 7.90 亿元。本期债券募集资金 15.00 亿元，用于 R15007 地块建设项目 7.00 亿元，占项目总投资额比例 65.42%，用于 R15008 地块建设项目 8.00 亿元，占项目总投资额比例 65.57%。上述项目已于 2015 年 7 月 28 日启动建设，计划于 2017 年底完工。截至 2016 年 12 月底，R15007 地块建设项目完工比例为 57.38%，已完成投资额为 6.14 亿元；R15008 地块建设项目完工比例为 66.80%，已完成投资额为 8.15 亿元。

总营业收入构成

本期债券包含的 R15007 地块和 R15008 地块建设项目收入主要由销售收入和财政专项补贴资金构成。

销售收入

项目销售收入主要由保障房销售收入以及车位销售收入组成。根据《“R15007 地块”及周边部分拆迁户安置方案》，本项目安置面积以内的按照 6,000 元/平方米定价，超出合法安置面积 15% 以内部分按照 6,800 元/平方米定价，剩余部分按照 7,300 元/平方米定价。安置房销售可获得总收入 106,362.10 万元；根据《“R15008 地块”及周边部分拆迁户安置方案》，本项目安置面积以内的按照 6,000 元/平方米定价，超出合法安置面积 15% 以内部分按照 7,200 元/平方米定价，剩余部分按照 7,880 元/平方米定价。安置房销售可获得总收入 131,703.90 万元；R15007 和 R15008 安置房销售可获得总收入 238,066.00 万元。根据《“R15007 地块”及周边部分拆迁户安置方案》，本项目车位按照 40,000 元/个定价。共将实现车位销售收入 5,452.00 万元；根据《“R15008 地块”及周边部分拆迁户安置方案》，本项目车位按照 50,000 元/个定价。共将实现车位销售收入 8,005.00 万元；R15007 和 R15008 地块共将实现车位销售收入 13,457.00 万元。综合考虑以上安置房销售收入和车位销售收入，募投项目共可产生 251,523.00 万元的销售收入。

财政专项补贴资金

根据南通市崇川区人民代表大会常务委员会《关于批准南通市崇川区人民政府关于提请审议对南通市崇川城市建设投资有限公司 R15007 及 R15008 棚户区改造项目给予财政补贴并列入区本级财政预算的议案的决议》，为了保障保障房工程的顺利实施，预计 R15007 地块建设项目还将获得财政补贴资金 60,000.00 万元，R15008 地块建设项目将获得财政补贴资金 60,000.00 万元。预计募投项目共将获得财政补贴资金 120,000.00 万元。

现金流预测

该募投项目按销售收入的 5.5% 计提营业税金及附加，土地增值税按销售收入的 2% 比例计提，项目销售期间，按照销售收入的 0.1% 估算经营成本，其中包括项目的物业销售等管理费用。

表11 本期募投项目现金流量预测表（单位：万元、倍）

项目	合计	建设期		销售期			
		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
现金流入	371,523.20	--	--	92,880.80	92,880.80	92,880.80	92,880.80
销售收入	251,523.20	--	--	62,880.80	62,880.80	62,880.80	62,880.80
其中：安置房	238,066.00	--	--	59,516.50	59,516.50	59,516.50	59,516.50
车位	13,457.20	--	--	3,364.30	3,364.30	3,364.30	3,364.30
财政专项补贴	120,000.00	--	--	30,000.00	30,000.00	30,000.00	30,000.00
现金流出	248,115.76	149,500.00	79,500.00	4,778.94	4,778.94	4,778.94	4,778.94
建设投资	229,000.00	149,500.00	79,500.00	--	--	--	--
营业税金及附加	13,833.76	--	--	3,458.44	3,458.44	3,458.44	3,458.44

增值税	5,030.48	--	--	1,257.62	1,257.62	1,257.62	1,257.62
经营成本	251.52	--	--	62.88	62.88	62.88	62.88
净现金流量	123,407.44	-149,500.00	-79,500.00	88,101.86	88,101.86	88,101.86	88,101.86

资料来源：联合评级根据《关于对南通市崇川区R15007、R15008地块棚户区改造项目预期经济效益及现金流的测算分析报告》整理

注：利率分别以5%、6%、7%测算

1. 项目收益对本期债券偿还能力

本期债券还本付息的资金来源主要是募投项目的销售收入，根据可研报告，建设期为2016~2017年，2017年底募投项目将建成，届时能够为崇川城建带来稳定的现金流。

本期债券期限为5年，根据市场行情估算，下列保障分析以票面利率5%、6%、7%三档发行利率对本期项目收益的偿债能力进行测算分析，上述利率假设下，本期债券需偿还的本息合计分别为18.07亿元、18.69亿元和19.30亿元。

(1) 存续期内现金流总额保障分析

根据可研报告测算，本期债券发行期间项目累计经营现金流入量和现金流量净额分别是37.15亿元和12.34亿元，当测算利率为5%时，对本期债券本息合计偿还倍数分别是2.06倍和0.68倍；当测算利率为6%时，对本期债券本息合计偿还倍数分别是1.99倍和0.66倍；当测算利率为7%时，对本期债券本息合计偿还倍数分别是1.92倍和0.64倍。

本期债券存续期内经营活动现金流入量对本期债券本息偿还及总投资额覆盖程度尚可。

(2) 存续期内现金流分期保障分析

根据测算报告，2017年本期募投项目建成，2018~2021年为募投项目销售期，形成现金流入量各年均均为9.29亿元，净现金流量各年均均为8.81亿元。按产生的现金流入金额对还本付息金额，按票面利率5%测算，存续期第3~5年需偿付本息金额分别为5.25亿元、5.02亿元、6.30亿元。以销售期后三年，即2019~2021年产生的现金流入量对存续期第3~5年需偿还的本息金额保障倍数分别为1.77倍、1.85倍和1.47倍；净现金流量对其偿还的本息金额保障倍数为1.68倍、1.75倍和1.40倍。按票面利率6%测算，存续期第3~5年需偿付本息金额分别为5.40亿元、5.13亿元、6.36亿元。以销售期后三年，即2019~2021年产生的现金流入量对存续期第3~5年需偿还的本息金额保障倍数分别为1.72倍、1.81倍和1.46倍；净现金流量对其偿还的本息金额保障倍数为1.63倍、1.72倍和1.39倍。按票面利率7%测算，存续期第3~5年需偿付本息金额分别为5.55亿元、5.23亿元、6.42亿元。以销售期后三年，即2019~2021年产生的现金流入量对存续期第3~5年需偿还的本息金额保障倍数分别为1.67倍、1.77倍和1.45倍；净现金流量对其偿还的本息金额保障倍数为1.59倍、1.68倍和1.37倍。

整体看，销售期各年现金流入量对当年债券利息及本金总金额保障程度较高。但销售进度及收入规模也可能受房地产市场波动影响存在一定不确定性。

项目建设期间，募投项目自身并不产生收益，利息偿还对外部支持依赖程度较高。2016、2017年为本期募投项目建设期，2017年起偿付利息，当年需偿付利息0.90亿元，根据《差额补偿协议》的约定，新家园投资为本期债券的差额补偿人，为崇川城建的项目建设期间提供财务支持，并对本期债券的差额补偿承担连带责任。2016年新家园投资营业收入、经营现金流入量分别为3.21亿元和13.34亿元，分别是2017年公司需偿付利息的3.57倍和14.82倍。新家园投资收入主要来源于建设管理、工程建设、钢材销售等收入，对2017年应付利息的偿还能力较强。

总体看，本期募投项目未来现金流入量对本期债券本息偿还保障能力尚可。但建设期内，募投项目自身无现金流入，对差额补偿人有一定依赖。

表12 本期项目收益债券本息覆盖情况（单位：万元、倍）

测算利率	项目	需偿还本金 额	利息金额	本息总额	现金流入量对本 息的保障倍数	净现金流量对本 息总额的保障倍 数
5%	第1年	0.00	7,500.00	7,500.00	--	--
	第2年	0.00	7,500.00	7,500.00	12.38	11.75
	第3年	45,000.00	7,500.00	52,500.00	1.77	1.68
	第4年	45,000.00	5,250.00	50,250.00	1.85	1.75
	第5年	60,000.00	3,000.00	63,000.00	1.47	1.39
	合计	150,000.00	30,750.00	180,750.00	2.06	0.68
6%	第1年	0.00	9,000.00	9,000.00	--	--
	第2年	0.00	9,000.00	9,000.00	10.32	9.79
	第3年	45,000.00	9,000.00	54,000.00	1.72	1.63
	第4年	45,000.00	6,300.00	51,300.00	1.81	1.72
	第5年	60,000.00	3,600.00	63,600.00	1.46	1.39
	合计	150,000.00	36,900.00	186,900.00	1.99	0.66
7%	第1年	0.00	10,500.00	10,500.00	--	--
	第2年	0.00	10,500.00	10,500.00	8.85	8.39
	第3年	45,000.00	10,500.00	55,500.00	1.67	1.59
	第4年	45,000.00	7,350.00	52,350.00	1.77	1.68
	第5年	60,000.00	4,200.00	64,200.00	1.45	1.37
	合计	150,000.00	43,050.00	193,050.00	1.92	0.64

注：项目中第一年为2017年

十、增信措施

为了保证按时偿还本期债券到期本金和利息，新家园投资为本期债券到期本金和利息的偿还承担差额补偿责任。

1. 差额补偿条款

依据《中华人民共和国合同法》等法律、法规和规章制度的规定，经友好协商，就本期债券到期本金和利息的偿还以及受让投资者定向转让的债券所需资金差额补偿事宜达成《差额补偿协议》，协议中明确约定新家园投资为本期债券的差额补偿人，为崇川城建的项目建设期间提供财务支持，并对本期债券的差额补偿承担连带责任；当债券存续期内每期偿债资金专户内账户余额不足以支付本期债券当期本息时；当崇川城建发出差额补偿的申请时，差额补偿人按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。

在差额补偿责任的履行方面，若在每期付息/兑付日前第20个工作日（T-20日），偿债资金专户余额不足以支付本期债券当期本息时；中信银行应书面通知崇川城建及新家园投资，新家园投资应在付息日/兑付日15个工作日前补足偿债资金专户余额与本期债券当期本息的差额部分。

在差额补偿协议履行的情况下，新家园投资对本期债券偿还承担连带责任。本期债券设置了项目收入归集专户和偿债资金专户，且该项目收入归集账户为本期债券的唯一项目收入归集账户。项目收入归集账户是用于接收项目运营期间收入的专项账户，并按照约定向偿债资金账户划转当年应付本息金额和偿债准备金。项目当年收入扣除当年还本付息资金后仍有剩余的，应向偿债资

金账户划转偿债准备金。偿债准备金的金额上限为待偿付本息金额之和，在偿债备用金未突破上限时，收入归集账户内的募投项目形成的收入只能用于向偿债资金账户划转形成偿债备用金。以上措施能第一时间保障本期债券的本息偿还。

2. 差额补偿人

新家园投资概况

新家园投资成立于2006年4月，股东为南通天利和国有资产控股有限公司，初始注册资本0.10亿元。后经多次增资及股权转让，2014年4月9日，公司增资5.00亿元，注册资本从10.00亿元变更为15.00亿元，全部为货币出资。2016年5月，公司股东变更为南通市港闸区人民政府（以下简称“港闸区政府”），持股比例100%，截至2016年底，公司股东及实际控制人为港闸区政府。

新家园投资经营范围包括：粮食收购、农田水利、电力、农业科技、防病防灾、生态农业、农业环保基础设施、新农村基础设施的建设及土地一级开发。

截至2016年底，公司合并范围内包括全资子公司8家。公司内设办公室、工程部、财务部、项目服务部和前期开发部等共5个职能部门。

截至2016年底，公司合并资产总额127.93亿元，所有者权益合计57.23亿元。2016年，公司实现营业收入3.21亿元，利润总额1.71亿元。

新家园投资对本期债券的偿还能力

2014~2016年，新家园投资经营活动现金流入量为分别为20.59亿元、11.56亿元和13.34亿元，分别是本期债券本金15.00亿元的1.37倍、0.77倍和0.89倍。EBITDA分别为1.48亿元、1.91亿元和1.98亿元，分别是本期债券本金的0.10倍、0.13倍和0.13倍。新家园投资对本期债券本金保障能力较弱。

新家园投资作为本期债券的差额补偿人，当债券存续期内每期偿债资金专户内账户余额不足以支付本期债券当期本息时，及崇川城建向新家园投资发出差额补偿的申请时，差额补偿人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。

总体看，本期债券设置了差额补偿机制，差额补偿人对本期债券的偿还承担连带责任。新家园投资经营活动现金流入量对本期债券覆盖能力较弱。

十一、资金监管

1. 账户设置

为了明确本期债券募集资金账户的监管、资金的划转及具体划付程序并保证本期债券按时足额还本付息，崇川城建将在中信银行股份有限公司南通分行（以下简称“中信银行南通分行”）开立偿债资金账户、收入归集账户、募集资金账户；偿债资金账户内资金用于本期债券偿债资金的本金兑付和支付债券利息，收入归集账户用于接收项目运营期间全部收入，募集资金账户用于本期债券募集资金的接收、存储及划转。崇川城建与中信银行南通分行签署了《2017年南通市崇川棚户区改造项目收益偿债资金账户监管协议募集资金账户监管协议》（以下简称“资金监管协议”）和《2016年南通市崇川区棚户区改造项目收益债券项目收入归集账户监管协议》（以下简称“《收入归集账户监管协议》”），委托监管人对上述账户进行监管。

偿债资金账户，偿债资金账户专门用于项目收益债券偿债准备资金的接收、存储及划转，包

括但不限于从项目收入归集账户中划转的资金、发行人或差额补偿人划入的其他资金。除偿还债券本息外，偿债资金专户资金不得用作其他用途。崇川城建应在本期债券发行之后三个月将偿债资金专户资金的投资情况告知债权人，此后每半年向债权人告知投资情况。

募集资金账户，专门用于存放崇川城建发行本期债券所募集的资金，崇川城建在中信银行南通分行开设唯一的募集资金账户，且该募集资金账户为本期债券的唯一募集资金账户，中信银行南通分行负责监督崇川城建按照本期债券最终核准的用途进行使用；崇川城建依法已经履行募集资金用途变更手续者除外。

项目收入归集账户，专门用于接收项目运营期间全部收入，该项目收入归集账户为本期债券的唯一项目收入归集账户。收入归集账户内的资金专项用于向偿债资金账户划转偿债金形成偿债准备金，偿债准备金以待偿付的全部债券本息为限。

根据《收入归集账户监管协议》，项目收入归集账户接收到本期债券募投项目所产生的收入后，崇川城建应在每个计息年度内分两次转入偿债资金账户形成偿债准备金，其中于本期债券还本付息日（T日）前第20个工作日（即T-20日）和本期债券还本付息日（T日）前6个月的工作日（若为休息日顺延至下一个工作日）分两次划转。偿债资金账户内的临时闲置的偿债资金，只能用于银行存款、国债、地方政府债、金融债、政府支持债券等流动性好、低风险保本性投资，并在付息或兑付日前5个工作日全部转化为活期存款，崇川城建保证前述投资的真实性并承担由此导致的一切责任，且应在本期债券发行之后三个月将偿债资金专户资金的投资情况告知债权人，此后每半年向债权人告知投资情况。崇川城建不得在偿债资金账户设定任何权利限制。

上述账户的设立明确了项目资金流转的机制，为本期债券的还本付息提供了制度保障。

2. 监管责任

中信银行南通分行主要负责确保募集资金账户、项目收入归集账户和偿债资金账户中资金的独立和安全以及持续、有效的使用。

在本期债券还本付息日（T日）前20个工作日（即T-20日），如监管银行确认偿债资金账户的资金足够支付当期债券本息，则于当日向崇川城建报告。在T-20日，如偿债资金账户内没有足够的资金用于支付当期债券本息，监管银行应于当日通知崇川城建要求补足。如崇川城建无法补足用于支付当期债券本息的金额，监管银行应及时通知差额补偿人，并每隔2个工作日以通讯、传真、公告或其他有效方式通知差额补偿人及时补足偿还本息金额的差额部分，直到收到足额的差额补偿资金。

中信银行南通分行对整个差额补偿过程负有监督义务。当崇川城建书面通知新家园投资需要履行差额补偿责任并抄送通知中信银行南通分行后，中信银行南通分行每隔2个工作日以通讯、传真、公告或其他有效方式通知崇川城建直到收到足额的差额补偿资金；收到每笔差额补偿资金后，中信银行南通分行有义务计算偿债账户资金是否能够满足本息偿付，根差额部分以通讯、传真、公告或其他有效方式发出通知；在每期付息/兑付日前第20个工作日（T-20日），中信银行南通分行有义务计算偿债账户资金是否能够满足本息偿付，差额部分以通讯、传真、公告或其他有效方式当日发出通知。

总体看，中信银行对本期债券的资金流转可以进行有效的监管。

3. 信息披露机制

在出现应急事件时，崇川城建将主动与主承销商、评级机构、监管机构和媒体等方面及时沟

通，并通过指定媒体披露该事件。应急事件发生时的信息披露工作包括：

- (1) 跟踪事态发展进程，协助主承销商发布有关声明；
- (2) 听取监管机构意见，按照监管机构要求做好有关信息披露工作；
- (3) 主动与评级机构互通情况，督促评级机构做好跟踪评级，并及时披露评级信息；
- (4) 适时与主承销商联系发布关于应急事件的处置方案，包括信用增级措施、提前偿还计划以及持有人会议决议等；
- (5) 适时与主承销商联系发布关于应急事件的其他有关声明。

总体看，本期债券募集资金封闭管理，项目收益流入流出均有严格监管，可有效防范本期债券的操作风险。

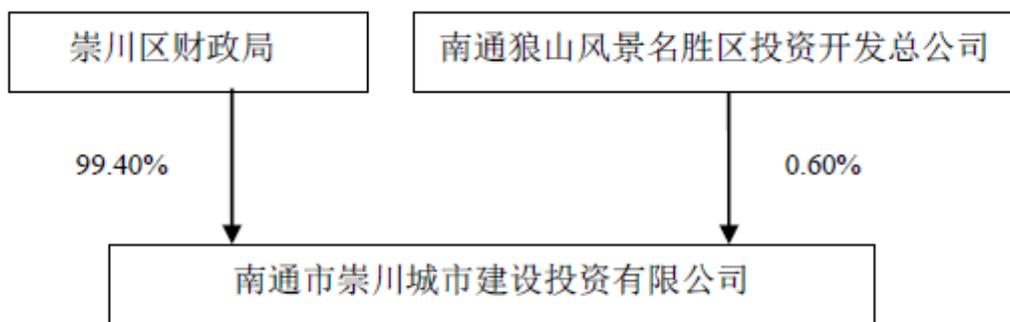
十二、综合评价

公司作为南通市崇川区基础设施建设、土地开发和保障性住房建设主体，在外部经营环境、政府支持等方面具有一定优势。近年来，公司保障房建设不断推进，保障房销售资金回笼及存量土地出让将提升公司盈利空间。同时，联合评级也关注到较大规模的应收款项及存货对公司流动资金形成占用，资产流动性较弱，债务规模快速增长等因素对其经营和发展可能带来的不利影响。

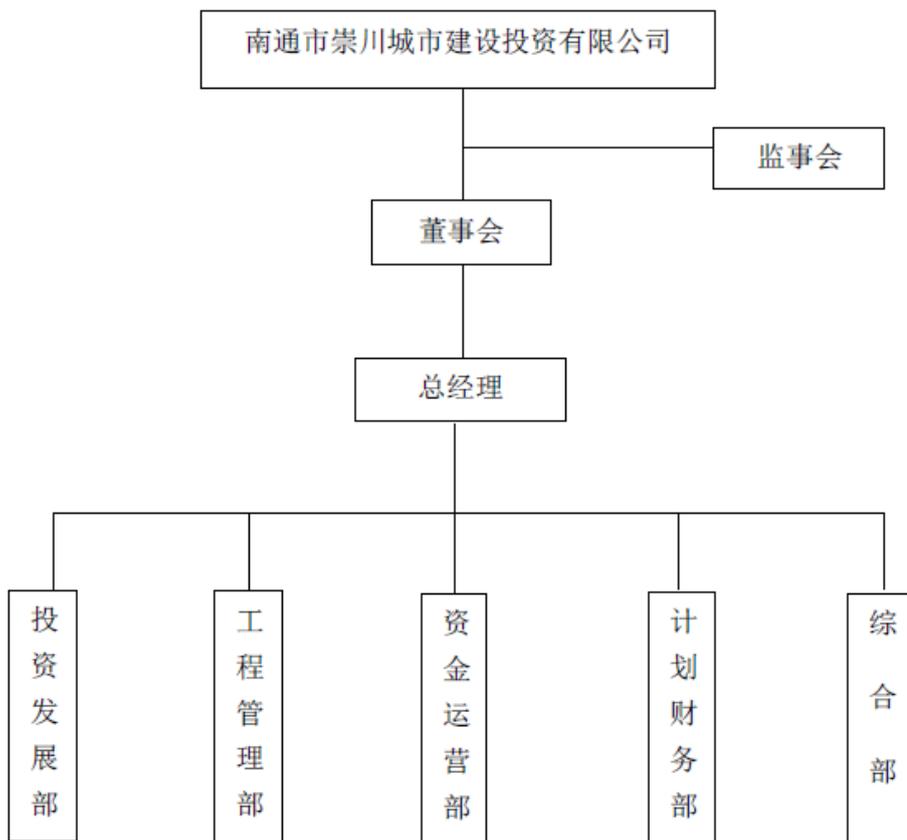
本期债券募集资金封闭管理，项目收益流入流出均有严格监管，信息披露要求严格，可有效防范本期债券的操作风险。但联合评级也关注到，本期债券募投项目目前仍处于建设前期，预期收益可能会受项目建设或实际销售情况影响较大；且在项目建设阶段，募投项目自身并不产生收益，利息偿还对外部支持依赖程度较高。本期债券偿债来源主要为募投项目自身收益，本期债券存续期内的项目收益总额对债券本息偿还覆盖程度较高。同时，本期债券设置了差额补偿机制，崇川城建及差额补偿人（新家园投资）对本期债券的偿还承担连带责任，有效提升了本期债券的信用水平。

南通市崇川区经济稳定发展，财政实力持续增强。同时，保障性住房销售资金回笼有保证以及财政补贴的持续，将继续支撑公司的信用基本面。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。基于对公司主体长期信用、新家园投资以及本期项目收益债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期项目收益债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 崇川城建股权结构图



附件 2 崇川城建组织架构图



附件 3 公司主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额 (亿元)	282.93	290.67	320.33
所有者权益 (亿元)	93.63	95.12	101.16
短期债务 (亿元)	56.88	61.55	40.15
长期债务 (亿元)	20.78	50.18	84.88
全部债务 (亿元)	77.66	111.72	125.03
营业收入 (亿元)	20.50	32.21	24.18
净利润 (亿元)	1.33	1.35	1.94
EBITDA (亿元)	1.71	2.60	2.61
经营性净现金流 (亿元)	0.51	0.11	0.17
应收账款周转次数 (次)	0.76	1.04	0.72
存货周转次数 (次)	0.20	0.27	0.19
总资产周转次数 (次)	0.08	0.11	0.08
现金收入比率 (%)	83.96	87.99	108.96
总资本收益率 (%)	0.91	1.10	0.92
净资产收益率 (%)	1.44	1.43	1.98
营业利润率 (%)	5.50	6.68	4.39
费用收入比 (%)	11.83	7.72	1.06
资产负债率 (%)	66.91	67.28	68.42
全部债务资本化比率 (%)	45.34	54.01	55.28
长期债务资本化比率 (%)	18.16	34.53	45.62
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.02	0.02	0.02
流动比率 (倍)	1.41	1.67	1.98
速动比率 (倍)	0.77	0.93	1.09
现金短期债务比 (倍)	0.51	0.85	1.15
经营现金流动负债比率 (%)	0.30	0.07	0.13
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.11	0.17	0.17

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3、报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币。

附件 4 新家园投资主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额 (亿元)	117.05	140.98	127.93
所有者权益 (亿元)	46.67	56.00	57.23
短期债务 (亿元)	52.40	57.76	22.54
长期债务 (亿元)	15.22	22.52	43.07
全部债务 (亿元)	67.62	80.28	65.61
营业收入 (亿元)	3.16	4.07	3.21
净利润 (亿元)	1.05	1.21	1.27
EBITDA (亿元)	1.48	1.91	1.98
经营性净现金流 (亿元)	7.45	3.41	3.29
应收账款周转次数 (次)	4.75	3.30	1.43
存货周转次数 (次)	--	14.18	3.62
总资产周转次数 (次)	0.03	0.03	0.02
现金收入比率 (%)	86.86	77.36	67.55
总资本收益率 (%)	1.90	1.11	1.10
净资产收益率 (%)	4.51	2.36	2.24
营业利润率 (%)	44.79	46.39	56.92
费用收入比 (%)	1.10	6.04	5.29
资产负债率 (%)	60.13	60.28	55.26
全部债务资本化比率 (%)	59.16	58.91	53.41
长期债务资本化比率 (%)	24.59	28.67	42.94
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.02	0.02	0.03
流动比率 (倍)	0.85	1.02	1.69
速动比率 (倍)	0.85	1.02	1.68
现金短期债务比 (倍)	0.52	0.74	0.93
经营现金流动负债比率 (%)	13.50	5.56	12.36
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.10	0.13	0.13

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3、报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币。

附件 5 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转次数	营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
总资产周转次数	营业收入/[期初总资产+期末总资产]/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券
+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权

附件 6 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。