

2012 年启东国有资产投资控股有限公司

**公司债券 2018 年跟踪
信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本
评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间
变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用
评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2018】跟踪第【962】号 01

债券简称:

12 启东债/PR 启国投

债券剩余规模:

10.50 亿元

债券到期时间:

2022 年 11 月 20 日

债券偿还方式:

单利按年计息, 在本期债券存续期的第 3 年至第 6 年末分别偿还本金总额的 10%; 第 7 年至第 10 年末分别偿还本金总额的 15%

分析师

姓名:

刘师宇 张伟亚

电话:

021-51035670

邮箱:

liushy@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信评估有限公司城投公司主体长期信用评级方法, 该评级方法已披露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

2012 年启东国有资产投资控股有限公司公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 06 月 27 日	2017 年 06 月 26 日

评级观点:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对启东国有资产投资控股有限公司(以下简称“启东国资”或“公司”)及其 2012 年 11 月 20 日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2018 年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持为 AA, 发行主体长期信用等级维持为 AA, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司经营的外部环境较好, 公司在建工程项目较多, 随着项目完工和安置房交付, 未来收入较有保障, 公司继续获得较大的外部支持; 同时我们也关注到, 公司资产流动性一般; 公司在建及拟建项目资金需求较大, 面临较大的资金压力, 公司有息债务继续攀升, 面临的偿债压力进一步加大, 公司对外担保余额较大等风险因素。

正面:

- 公司经营的外部环境较好。2017 年启东市经济保持持续增长, 全年实现地区生产总值 989.50 亿元, 按可比价计算, 较上年增长 7.7%。2017 年启东市实现公共财政收入 71.13 亿元, 与上年基本持平, 较好的外部环境为公司发展提供了良好基础。
- 公司在建工程项目和安置房工程较多, 未来收入较有保障。截至 2017 年末, 公司在建的基础设施和安置房项目合计总投资 63.75 亿元, 已投资 28.75 亿元, 随着工程项目的完工和安置房的交付, 在建项目将为公司带来规模较大的收入, 未来收入较有保障。
- 公司继续获得较大力度的外部支持。2017 年公司及其下属子公司累计获得政府补贴 8,088.83 万元, 其中 390 万元计入其他收益, 7,698.8 万元计入营业外收入。

关注：

- **公司资产流动性一般。**2017 年末公司应收款项合计占资产总额的 16.83%，规模较大，对公司资金造成了一定占用；公司存货主要为代建基础设施、安置房和拟开发土地，占资产总额的 63.73%，较难集中变现。整体来看公司资产流动性一般。
- **公司在建及拟建项目资金需求较大，面临较大的资金压力。**截至 2017 年末，公司主要在建基础设施和安置房项目合计总投资 63.75 亿元，未来尚需投资 35.00 亿元，公司面临较大的资金压力。
- **公司负债程度较高，有息债务继续攀升，偿债压力进一步增大。**2017 年末公司资产负债率为 63.24%，较上年进一步上升，整体负债经营程度处于较高水平。2017 年末公司有息债务规模为 138.28 亿元，较上年末增长 27.95%，占公司负债总额的比重上升至 65.40%。公司面临的偿债压力进一步增大。
- **公司对外担保余额较大，存在较大或有负债风险。**截至 2017 年 12 月 31 日，公司及下属子公司对外担保余额为 195.44 亿元，占公司 2017 年末所有者权益的比重为 159.44%。被担保方多为启东市内国有企业、事业单位，存在较大的或有风险。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	3,343,157.72	3,285,106.09	3,244,402.63
所有者权益（万元）	1,228,912.91	1,291,452.44	1,269,644.82
有息债务（万元）	1,382,792.71	1,080,704.31	947,493.50
资产负债率	63.24%	60.69%	60.87%
流动比率	3.33	2.79	0.88
营业收入（万元）	197,584.23	170,007.75	110,901.47
其他收益（万元）	390.00	-	-
营业外收入（万元）	8,625.95	36,940.35	15,695.35
利润总额（万元）	21,742.93	20,578.37	25,541.82
综合毛利率	15.31%	28.53%	62.90%
EBITDA（万元）	65,898.02	49,111.72	65,903.78
EBITDA 利息保障倍数	1.21	0.67	1.92
经营活动现金流净额（万元）	-282,642.55	101,200.32	251,138.45

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于 2012 年 11 月 20 日发行 10 年期 15 亿元公司债券，募集资金拟用于四海家园和临海公路项目。本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

截至 2017 年 12 月 31 日，公司注册资本和实收资本均为 103,337.34 万元，控股股东和实际控制人仍为启东市人民政府，均未发生变更。

图1 截至2017年末公司股权结构情况



资料来源：公司提供

2017 年度公司合并范围内新增 1 家子公司，详情见表 1，截至 2017 年末合并范围内共有子公司 15 家。

表1 2017 年度公司合并范围变化情况（单位：万元）

新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
启东市圆陀角开发建设有 限公司	间接 100.00%	27,868.00	园林绿化工程服务等	投资设立

资料来源：公司 2017 年审计报告

截至 2017 年 12 月 31 日，公司资产总额为 334.32 亿元，所有者权益为 122.89 亿元，资产负债率为 63.24%；2017 年度公司实现营业收入 19.76 亿元，利润总额 2.17 亿元，经营活动现金流净流出 28.26 亿元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017 年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧

结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长6.9%，增速比上年加快0.2个百分点，是2011年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨6.3%，结束了自2012年以来连续5年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入172,566.57亿元，一般公共预算支出203,330.03亿元，财政赤字率控制在3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币M2增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推

动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017年5月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号，以下简称“50号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自2015年1月1日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017年6月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号，以下简称“87号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50号文、87号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018年2月，国家发改委、财政部联合发布《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，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表2 2017年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017年5月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控

		会、证监会	机制
2017 年 5 月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62 号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017 年 6 月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017 年 7 月	《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97 号）	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押
2017 年 7 月	《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》（发改投资[2017]1266 号）	发展改革委	推进在建基础设施项目采用 PPP 模式，扩大 PPP 存量项目社会资本投入比例
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92 号）	财政部	严格新 PPP 项目入库标准，清理已入库 PPP 项目
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）	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资

资料来源：各政府部门网站，鹏元整理

（二）区域环境

2017 年启东市经济继续保持快速发展，工业经济运行情况平稳，产业结构进一步向二、三产业倾斜

2017 年启东市经济保持持续增长，全年实现地区生产总值 989.50 亿元，按可比价计算，较上年增长 7.7%，增速较上年下滑 1.8 个百分点。其中，第一产业增加值 69.13 亿元，较上年增长 2.5%；第二产业增加值 475.10 亿元，较上年增长 6.8%；第三产业增加值 445.28 亿元，同比增长 9.6%，第二、第三产业增速均较 2016 年有所下滑。三次产业比例由 2016 年的 7.6:47.9:44.5 调整为 7.0 :48.0:45.0，产业结构进一步向二、三产业倾斜。按常住人口计算，2017 年启东市人均地区生产总值为 103,950 元，与全国人均地区生产总值的比值为 174.24%。

工业经济方面，2017 年启东市实现规模以上工业总产值 1,874.15 亿元，较上年增长 11.8%。重点产业支撑有力，海工及重装备、电力及能源装备、精密机械及电子等三大优势产业集群以及新材料、新医药和通用航空等三大新兴产业集群产值占规模工业总产值的比

重达 77%，比上年提高 1.3 个百分点。全年新增规模工业企业 45 家，净增应税销售 2,000 万元以上企业 105 家。重点企业逐步向好，50 强企业应税销售正增长面达 68%。总体上看，启东市工业经济运行情况平稳。

从固定资产投资情况看，2017 年启东市完成全社会固定资产投资 634.60 亿元，较上年增长 9.0%，增速较上年有所下滑，但仍维持较高的增速。其中工业投资 351.33 亿元，比上年增长 6.2%；服务业投资 282.85 亿元，比上年增长 12.6%。服务业投资占全社会固定资产投资的比重达 44.6%，比上年提高 1.4 个百分点。全年房地产开发投资 71.45 亿元，比上年增长 28.4%。2017 年启东市社会消费品零售总额为 352.97 亿元，仍维持着较快增速，其中批发业零售总额 15.36 亿元，比上年增长 8.8%；零售业零售总额 306.12 亿元，比上年增长 8.8%；住宿业零售总额 1.50 亿元，比上年增长 10.6%。2017 年受到出口减少影响，启东市进出口总额 26.00 亿美元，同比下降 14.5%。近年来，随着居民收入的增长和地方经济的发展，启东市社会存款余额和贷款余额均保持着较快的增长。

表3 2016-2017 年启东市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	989.50	7.7%	881.85	9.5%
第一产业增加值	69.13	2.5%	66.58	-
第二产业增加值	475.10	6.8%	422.85	9.6%
第三产业增加值	445.28	9.6%	392.42	11.0%
规模以上工业总产值	1,874.15	11.8%	1,862.74	12.1%
全年固定资产投资	634.60	9.0%	614.84	14.1%
社会消费品零售总额	352.97	8.8%	324.57	10.8%
进出口总额（亿美元）	26.00	-14.5%	30.22	-1.5%
存款余额	1,332.96	6.8%	1,248.54	15.2%
贷款余额	826.89	16.0%	712.78	9.4%
人均 GDP（元）	103,950		92,534	
人均 GDP/全国人均 GDP	174.24%		171.94%	

注：进出口总额按 2017 年 12 月 31 日美元汇率折算

资料来源：2016-2017 年启东市国民经济和社会发展统计公报

2017 年启东市公共财政收入规模保持稳定，政府性基金大幅增长，带动了地方综合财力的增长，但仍需关注政府性基金收入的稳定性

2017 年启东市地方综合财力为 171.92 亿元，较上年大幅增长 29.84%。从地方综合财力结构看，公共财政收入、政府性基金收入和上级补助收入占当年度启东市地方综合财力的比重分别为 41.37%、16.29% 和 42.34%。

2017年启东市实现公共财政收入71.13亿元，与上年基本持平，其中税收收入53.73亿元，与上年基本持平，主要来自增值税、企业所得税和土地使用税和契税等，占公共财政收入的比重为75.54%，质量仍处于较好水平。2017年启东市获得上级补助收入28.00亿元，较上年同比增长3.28%，对财政收入形成了较好的补充。

政府性基金收入是启东市地方综合财力的另一重要来源，主要由国有土地使用权出让收入构成。受土地市场成交量增长影响，2017年启东市实现政府性基金收入72.79亿元，较上年大幅增长112.40%。考虑到目前国家房地产调控政策整体偏紧，未来需关注政府性基金收入变化情况。

从财政支出情况看，启东市财政支出主要由公共财政支出和政府性基金支出构成，其中公共财政支出主要集中于教育、一般公共服务、社会保障和就业、医疗卫生与计划等领域，具有较强的支出刚性。2017年，启东市公共财政支出规模为92.67亿元，较上年增长4.09%。从财政平衡情况看，2017年启东市财政自给率为76.76%，较上年下降3.02个百分点，但财政自给情况仍处于较好水平。

表4 2016-2017年启东市财政收支主要指标（单位：亿元）

项目	2017年	2016年
地方综合财力=（一）+（二）+（三）	171.92	132.41
（一）公共财政收入	71.13	71.03
其中：税收收入	53.73	54.95
非税收入	17.40	16.08
（二）上级补助收入	28.00	27.11
其中：返还性收入	9.31	9.14
一般性转移支付收入	9.14	9.6
专项转移支付	9.55	8.38
（三）政府性基金收入	72.79	34.27
其中：国有土地使用权出让收入	66.08	30.96
财政支出=（一）+（二）	162.38	120.99
（一）公共财政支出	92.67	89.03
（二）政府性基金支出	69.71	31.96
财政自给率	76.76%	79.78%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：启东市2017年财政预算执行情况与2018年财政预算草案，以及鹏元地方经济和财政数据库

四、经营与竞争

公司作为启东市重要的城市基础设施投资建设和国有资产运营主体之一，主要从事安

置房销售、工程项目建设、自来水销售等业务。2016 年以前土地整理业务收入是公司营业收入重要的组成部分，但 2016-2017 年公司均未产生该项收入。2017 年公司营业收入主要来自代建业务、安置房销售和工程项目建设业务，三者分别占和公司营业收入的 34.31%、38.11% 和 19.73%。2017 年公司代建业务收入较上年大幅减少，而安置房销售收入和工程项目建设收入则大幅增加，整体来看公司实现营业收入 19.76 亿元，较上年同比增长 16.22%。毛利率方面，2017 年毛利率较高的代建业务在公司营业收入中的比重大幅下降，以致公司综合毛利率为 15.31%，较上年显著下降 13.22 个百分点。

表5 2016-2017 年公司营业收入收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
代建业务收入	66,061.37	23.08%	120,125.04	21.88%
安置房销售	73,381.71	11.59%	19,084.02	9.48%
工程项目建设收入	38,000.00	2.99%	11,979.06	99.28%
自来水销售收入	13,022.27	16.02%	13,135.53	39.28%
租赁收入	1,543.79	68.59%	1,231.49	83.09%
其他收入	5,575.09	39.74%	4,452.61	52.39%
合计	197,584.23	15.31%	170,007.75	28.53%

注：公司其他收入主要包括海滩度假收入、景区超市收入等旅游相关收入。

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

由于竣工验收项目规模减少，2017 年公司代建业务收入同比大幅减少，而毛利率小幅上升

作为启东市基础设施建设重要主体之一，公司承担了启东市主要的基础设施建设项目。公司的基础设施建设项目采用代建模式。业务模式上，公司与启东市人民政府签订委托建设协议，协议约定启东市人民政府委托公司进行基础设施项目的建设，待项目竣工验收后，公司将已竣工验收的代建工程项目交付给启东市人民政府，并根据项目的实际成本加成一定比例作为最终结算价支付给公司。

随着部分代建工程项目的完工，2017 年公司确认代建业务收入 6.61 亿元，代建业务成本 5.08 亿元，主要建设项目包括如外拓风情区工程、污水处理工程和如意大道等。毛利率方面，2017 年公司代建业务的毛利率为 23.08%，较上年小幅上升。

表6 2017 年公司代建业务收入情况（单位：万元）

项目名称	确认成本	确认收入
外拓风情区工程	15,918.08	20,693.50
污水处理工程	13,243.76	17,216.88

如意大道	11,117.97	14,453.36
通港大道	10,536.64	13,697.63
合计	50,816.44	66,061.37

资料来源：公司提供

2017 年公司工程建设项目收入规模大幅上升，但毛利率大幅下降；此外，公司在建及拟建工程规模较大，面临较大的资金压力

除上述代建项目以外，根据《启东市人民政府授权启东国有资产投资控股有限公司代建工程项目的通知》（启政发〔2008〕99 号），部分基础设施由公司负责项目前期投融资与建设任务，每年末政府根据工程项目进度支付公司相应的投资成本的 5% 作为工程管理费，确认为公司项目建设收入。2017 年，公司工程项目业务收入采用资产转让模式进行，全部来自出让蝴蝶酒店转让。该事项系公司及子公司启东市蝴蝶酒店管理有限公司与启东市国瑞置业有限公司（以下简称“国瑞置业”）于 2016 年 12 月 28 日签订《资产转让合同》，将公司建成的蝴蝶酒店以 3.8 亿元转让给国瑞置业。根据该合同，公司确认工程项目建设收入 3.8 亿元，并以蝴蝶酒店交易时点账面价值结转成本，因而毛利率较上年大幅下降为 2.99%。

公司在建及拟建工程项目较多，截至 2017 年底，在建及拟建工程项目计划总投资合计 33.15 亿元，项目累计已完成投资额 14.41 亿元，尚需要投入 18.74 亿元。整体来看，公司工程建设项目业务量充足，未来收入较有保障，但未来所需资金量较大，公司面临较大的资金压力。此外，工程建设业务受委托方安排和工程进度的影响较大，未来收入规模或有一定的波动性。

表7 截至 2017 年末公司在建、拟建代建项目（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	预计完工时间
市商务中心楼项目	28,000.00	21,927.84	2018.12
滨海拓展区填土	150,000.00	122,171.93	2019.12
公安局业务技术用房	20,000.00	-	2020.12
启东市看守所	20,000.00	-	2020.12
吕四车辆检测与考试中心	8,000.00	-	2018.5
金融产业园	100,000.00	-	2020.12
其他	5,500.00	-	2020.12
合计	331,500.00	144,099.77	

资料来源：公司提供

2017 年公司安置房销售业务收入快速增长，毛利率显著回升；公司在建安置房项目较多，未来面临较大的资金压力

公司承担了部分安置房建设任务，安置房项目均采用定向销售与自行销售相结合的模式。2016 公司不再从事统建房的建设，安置房项目完工后部分按照政府定价定向销售，剩余的安置房则按照市场价格公开出售。

2017 年公司确认收入的安置房小区主要包括城东村安置房（城东花园）、克明花园和锦绣家园 B 区等，实现安置房销售收入 7.34 亿元，较上年大幅增长 284.52%；安置房业务毛利率为 11.59%，较上年小幅上升。未来随着安置房项目的完工与交付，公司的安置房销售业务预计带来一定规模的收益，但未来的收益情况受当地房地产市场的影响可能出现一定的波动。

表8 2017 年公司安置房销售业务情况（单位：万元）

安置房小区名称	销售金额
城东村安置房（城东花园）	21,870.93
克明花园	15,159.54
锦绣家园B区	13,906.02
东疆花苑	5,498.05
江海北路门面	4,331.95
台角新村	3,599.05
东郊花苑	3,286.90
善成新村	1,545.71
安东小区	1,125.86
祥瑞家园	875.14
凯洪家园B区	807.18
北新家园	509.42
紫薇二村	395.10
锦绣家园	301.31
锦绣家园三期	103.36
富源花园二期	66.19
合计	73,381.71

资料来源：公司提供

截至 2017 年末，公司主要在建安置房项目计划总投资 30.60 亿元，已完成投资 14.34 亿元，未来尚需投资 16.26 亿元，公司面临较大的资金压力。

表9 截至 2017 年末公司在建安置房项目（单位：万元）

项目名称	计划总投资	项目已投资	预计完工时间
锦绣花苑	25,000.00	21,849.43	2018.12
天主堂安置房	40,000.00	37,752.68	2018.6
中远高级白领公寓项目	58,000.00	53,756.85	2018.12

城东花园	183000	30000	2020.12
合计	306,000.00	143,358.96	

随着售水总量和供水总量的增加，2017 年公司自来水销售收入稳定增长，但毛利率水平显著下降

公司自来水业务收入以供水为主，截至 2017 年末，公司供水能力达 15.5 万吨/日，管网漏损率为 14.56%，供水效率较高。随着企业和居民用水需求的增加，公司供水总量和售水总量有所增加；2017 年公司供水总量和售水总量分别为 5,653 万吨和 4,830 万吨，分别较上年增长 9.45%和 9.82%，供水量增长主要系居民用水增长所致，但 2017 年启东市民用自来水售价有所下降。受此影响，2017 年公司实现自来水销售收入 1.30 亿元，与上年基本持平。

2017 年公司自来水销售业务毛利率为 16.02%，较去年大幅下降 23.26 个百分点，主要系水价下调，以及公司修葺自来水管网投入增加以致供水成本增加所致；近年来，公司供水能力逐步提升，自来水业务收入成为公司营业收入的稳定补充。

表10 2016-2017 年公司供水业务经营情况

项目	2017 年	2016 年
供水能力（万吨/日）	15.5	15.0
供水总量（万吨）	5,653	5,165
售水总量（万吨）	4,830	4,398
管网漏损率	14.56%	15.00%
自来水销售收入（万元）	13,022.27	13,135.53

资料来源：公司提供

此外，公司其他业务收入包括广告、园林绿化、食品水果销售、贸易以及融资担保等，2017 年实现收入 0.56 亿元，上述业务收入规模均较小，但由于其中担保、广告等业务毛利率较高，因此 2017 年其他业务毛利率为 39.74%。其他业务在一定程度上分散了公司的经营风险，并对公司收入和利润提供了一定的补充。

2017 年，公司继续受到较大的外部支持

作为启东市重要的土地开发利用、城市基础设施投资和建设、国有资产运营主体之一，公司得到了启东市人民政府在政府补贴方面的支持。2017 年公司及其下属子公司累计获得政府补贴 8,088.83 万元，其中 390 万元计入其他收益，7,698.8 万元计入营业外收入。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016-2017 年审计报告，审计报告均采用新会计准则编制。2017 年度，公司合并报表范围内新纳入 1 家子公司，详情见表 1。

根据财政部 2017 年 5 月 10 日发布的《企业会计准则第 16 号——政府补助（2017 年修订）》（财会〔2017〕15 号），公司 2017 年收到的政府补助中 3,900,000.00 元计入其他收益科目。

资产结构与质量

2017 年公司资产规模稳定增长，但应收款项对公司资金形成了一定的占用，流动资产中存货占比较大且变现能力较弱，资产整体流动性一般

2017 年末公司资产总额为 334.32 亿元，较上年末小幅增长 1.77%。2017 年公司资产结构较上年变化不大，仍以流动资产为主，流动资产占总资产的比重为 95.72%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货等部分构成。2017 年末公司货币资金余额为 45.05 亿元，其中主要是银行存款 40.67 亿元，银行存款中有 84.41 万元被法院冻结，系因扬州彩板永盛钢构有限公司在向公司提供施工服务过程中与南通市得胜广告有限公司发生合同纠纷，公司承担连带支付责任而被启东市人民法院依法冻结；此外，其他货币资金中受限部分为 3.63 亿元，主要为质押的定期存单和各类保证金。公司应收账款主要为应收代建款和往来款，2017 年末公司应收账款余额为 32.55 亿元，较上年大幅增加 38.63%，主要是 2017 年末公司应收代建项目款进一步增加所致，2017 年末应收启东市财政局代建工程款占应收账款总额的比例为 43.41%。应收账款前五名对象分别为启东市财政局、启东祥瑞建设有限公司、启东茂才实业有限公司、南通润福置业有限公司和启东茂腾贸易有限公司。公司其他应收款主要为应收政府机构和国有企业的往来款，2017 年末规模为 23.71 亿元，较上年增长 12.41%。截至 2017 年末公司应收款项合计占资产总额的 16.83%，考虑到公司的业务性质和应收款项的对象，回收风险不大，但回收时间不确定，存在一定的资金占用情况。公司存货主要为代建的基础设施、安置房小区和拟开发土地，截至 2017 年末存货规模为 213.05 亿元，较上年增长 3.49%。其中开发成本、开发产品和代建工程分别为 36.51 亿元、3.30 亿元和 173.02 亿元，公司代建工程中存在部分已完成投资但尚未结算的基础设施建设项目，未来或能给公司带来一定规模的收益。2017 年末公司存

货中土地资产账面价值合计为 66.58 亿元，其中 17.11 亿元已用于抵押。

表11 2016-2017 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	450,533.59	13.48%	450,381.04	13.71%
应收账款	325,514.69	9.74%	234,814.39	7.15%
其他应收款	237,103.44	7.09%	210,924.84	6.42%
存货	2,130,452.15	63.73%	2,058,519.40	62.66%
流动资产合计	3,200,176.32	95.72%	3,062,919.74	93.24%
固定资产	54,661.32	1.64%	152,814.73	4.65%
在建工程	10,220.60	0.31%	10,113.33	0.31%
无形资产	64.43	0.00%	76.86	0.00%
非流动资产合计	142,981.41	4.28%	222,186.35	6.76%
资产总计	3,343,157.72	100.00%	3,285,106.09	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产等部分构成。2017 年末，公司固定资产账面价值为 5.47 亿元，较上年大幅减少 9.82 亿元，主要为公益性资产转出所致。公司在建工程主要为代建的基础设施，截至 2017 年末，在建工程账面价值为 1.02 亿元，与上年基本持平，包括在建的污水管网、给水工程和高标准厂房三个项目。公司无形资产主要为土地使用权，2017 年末账面价值为 64.43 万元，未抵押。

整体上看，2017 年公司资产规模稳定增长，但应收款项对公司资金形成了一定的占用，流动资产中存货占比较大，变现能力较弱，资产整体流动性一般。

盈利能力

由于安置房销售和工程建设业务规模大幅增长，2017 年公司营业收入增加，盈利水平有所提升

2017 年，公司实现营业总收入 19.76 亿元，较上年增加 16.22%，主要是安置房销售和工程项目建设收入增长所致。2017 年公司综合毛利率为 15.31%，较上年大幅下降 13.22 个百分点，主要系公司毛利率较高的代建业务在营业收入中的比重大幅下降所致。

2017 年实现投资收益均系公司股权投资所得，由上年的投资亏损 2.9 亿元转为实现收益 724.14 万元；此外公司收到污水处理补助 390 万元计入其他收益。受到上述因素综合作用，2017 年公司营业利润由上年的亏损转为盈利 1.32 亿元。2017 年公司收到计入营业外

收入的政府补贴为 0.77 亿元，补贴规模较上年有所下降；实现利润总额 2.17 亿元，较上年增长 5.66%。

整体上看，由于安置房销售和工程羡慕建设业务规模增长，2017 年公司营业收入增加，尽管毛利率继续下滑，但盈利水平有所提升。

表12 2016-2017 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
营业收入	197,584.23	170,007.75
投资收益	724.14	-29,177.65
其他收益	390.00	-
营业利润	13,193.92	-16,297.77
营业外收入	8,625.95	36,940.35
利润总额	21,742.93	20,578.37
综合毛利率	15.31%	28.53%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

2017 年公司经营活动现金回笼能力不佳，经营活动净现金流转为净流出；考虑到在建及拟建项目较多，后续资金需求规模较大，公司面临的资金压力较大

2017 年公司主营业务收现情况仍然不佳，收现比与上年持平为 0.57。受到营业收入增长的影响，2017 年公司销售商品、提供劳务支付的现金较上年增加了 15.90%；而公司购买商品、接受劳务支付的现金流则由于当年在建工程的新增投入规模下降而较上年减少。此外，公司收到的其他与经营活动有关的现金流和支付的其他与经营活动有关的现金流主要是关联方往来款，2017 年公司往来款项的净额体现为大幅净流出。由于公司主营业务获现能力较弱且往来借款现金流规模较大，2017 年公司经营活动产生的现金净流出 28.26 亿元。

投资活动方面，2017 年公司投资活动现金流入主要为理财产品到期，以及收到到对外投资产生的投资收益所得；由于公司对自营工程的投资规模较低，2017 年投资活动的现金流出主要是公司对信托基金以及对联营企业的投资，2017 年公司投资活动产生的现金净流出为 1.81 亿元，较上年有所下降。

筹资活动方面，2017 年公司外部融资规模有所降低，其中取得借款收到的现金为 46.44 亿元，较上年大幅减少 55.43%，偿还债务支付的现金降至 11.69 亿元；同时，公司支付的其他与筹资活动有关的现金大幅减少，主要系公司本年度融资规模减少，支出的保证金存

款和质押存款规模亦随之下降所致。考虑到在建及拟建项目较多，后续资金需求规模较大，公司仍面临较大的资金压力。

表13 2016-2017年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2017年	2016年
收现比	0.57	0.57
销售商品、提供劳务收到的现金	112,289.53	96,886.99
收到的其他与经营活动有关的现金	102,819.39	475,292.13
经营活动现金流入小计	215,108.92	572,179.12
购买商品、接受劳务支付的现金	124,013.03	349,256.47
支付的其他与经营活动有关的现金	360,706.67	113,201.03
经营活动现金流出小计	497,751.46	470,978.79
经营活动产生的现金流量净额	-282,642.55	101,200.32
投资活动产生的现金流量净额	-18,133.59	-44,343.36
筹资活动产生的现金流量净额	270,658.72	13,981.73
现金及现金等价物净增加额	-282,642.55	70,838.69

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司所有者权益规模有所下滑，对负债的覆盖能力持续下降；公司有息负债持续攀升，未来面临较大的债务偿还压力

由于公益性资产转出调减资本公积，截至 2017 年末，公司所有者权益合计 122.89 亿元，较上年减少 4.84%；随着公司外部融资规模进一步扩大，2017 年末公司负债总额达到 211.42 亿元，较上年增长 6.05%；2017 年末公司负债与所有者权益比率为 172.04%，公司所有者权益对负债的保障程度近年来持续降低。

表14 2016-2017年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年	2016年
负债合计	2,114,244.81	1,993,653.66
所有者权益合计	1,228,912.91	1,291,452.44
产权比例	172.04%	154.37%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

从负债结构看，2017 年公司流动负债占负债总额的比重下降为 45.47%，而非流动负债相应上升为 54.53%。从具体构成看，公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债等部分构成。2017 年末公司短期借款余额为 8.22 亿元，主要用于补充流动资金，短期借款主要由担保借款、信用借款和质押借款构成。公司应付账款

主要为应付工程款，2017 年末规模为 21.95 亿元，较上年大幅增长，主要是与启东茂才实业有限公司等企业的往来款大幅增长所致。公司其他应付款主要是与政府部门及其他单位间的往来款，2017 年末公司其他应付款规模为 48.63 亿元，较上年末大幅下降 40.14%。公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款、一年内到期的应付债券和一年内到期的长期应付款，2017 年规模为 13.74 亿元，其中长期借款 9.94 亿元，应付债券 2.37 亿元，长期应付款 1.43 亿元。

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券和长期应付款。2017 年末长期借款余额为 71.88 亿元，较上年末大幅增长 68.42%，主要是新增了信用借款 16.65 亿元和担保借款 16.30 亿元。公司应付债券为本期债券、12 启东国投债、以及启东供水收费受益权资产支持专项计划，经利息调整后 2017 年末合计余额为 29.75 亿元。公司长期应付款为应付融资租赁款和政府转贷债券，2017 年末规模为 13.42 亿元，较上年末减少 9.42%，主要系部分融资租赁款到期所致。

表15 2016-2017 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	82,150.00	3.89%	65,845.00	3.30%
应付账款	219,542.24	10.38%	82,742.26	4.15%
其他应付款	486,270.72	23.00%	812,377.20	40.75%
一年内到期的非流动负债	137,437.07	6.50%	72,650.46	3.64%
流动负债合计	961,296.52	45.47%	1,096,228.25	54.99%
长期借款	718,812.20	34.00%	426,790.85	21.41%
应付债券	297,489.17	14.07%	320,132.08	16.06%
长期应付款	134,216.77	6.35%	148,181.48	7.43%
非流动负债合计	1,152,948.29	54.53%	897,425.40	45.01%
负债合计	2,114,244.81	100.00%	1,993,653.66	100.00%
其中：有息债务	1,382,792.71	65.40%	1,080,704.31	54.21%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

由于公司借款规模大幅增长，截至 2017 年末公司有息债务规模为 138.28 亿元，较上年末增长 27.95%，占公司负债总额的比重上升至 65.40%。其中短期有息债务规模为 23.23 亿元，公司应付债券部分已进入偿还期，公司面临一定的即期偿付压力。

2017 年末公司资产负债率为 63.24%，较上年上升，整体负债经营程度处于较高水平。由于公司通过增加长期借款补充流动资金，流动比率和速动比率均上升，2017 年末分别为 3.33 和 1.11，但考虑到公司资产流动资产中应收款项和存货比重较大，公司实际短期偿付

能力较弱。2017 年公司 EBITDA 较上年大幅增长 34.18%，EBITDA 利息保障倍数亦随之提升到 1.21，但 2017 年末有息债务规模为当期 EBITDA 的 20.98 倍，仍面临较大的偿付压力。

表16 2016-2017 年公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	63.24%	60.69%
流动比率	3.33	2.79
速动比率	1.11	0.92
EBITDA（万元）	65,898.02	49,111.72
EBITDA 利息保障倍数	1.21	0.67
有息债务/EBITDA	20.98	22.01

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

截至 2017 年 12 月 31 日，公司及下属子公司对外担保余额为 195.44 亿元（详见附录六），占公司 2017 年末所有者权益的比重为 159.44%。被担保方多为启东市内国有企业、事业单位，存在较大的或有风险。

七、评级结论分析

2017 年，启东市地方经济和财政实力保持稳步增长，为公司提供了良好的发展环境；地方政府在财政补贴等方面继续给予公司较大的支持，公司目前在建工程项目较多，部分将由政府回购，未来收入较有保障。

同时，鹏元也关注到公司在建项目资金需求较大，面临较大的资金压力；公司流动资产中存货占比较大，主要为基础设施、安置房和拟开发土地，流动性较差，且应收政府部门等单位的款项规模较大，资产整体流动性一般；公司的主营业务收入受政府规划和委托方回购安排的影响，未来存在一定的波动性。公司有息债务继续攀升，面临的长期偿债压力较大；公司对外担保余额较大，存在较大的或有负债风险。

基于上述情况，鹏元将公司主体长期信用等级维持为 AA，本期债券信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
货币资金	450,533.59	450,381.04	423,534.94
应收账款	325,514.69	234,814.39	197,993.42
预付款项	55,254.25	54,986.14	35,747.35
其他应收款	237,103.44	210,924.84	240,792.97
存货	2,130,452.15	2,058,519.40	183,901.32
一年内到期的非流动资产	-	-	9.26
其他流动资产	1,318.20	53,293.94	161,614.05
流动资产合计	3,200,176.32	3,062,919.74	1,243,593.31
可供出售金融资产	34,516.00	34,516.00	-
持有至到期投资	10,500.00	-	-
长期股权投资	24,702.19	16,109.13	43,561.41
固定资产	54,661.32	152,814.73	157,230.85
在建工程	10,220.60	10,113.33	1,060,272.20
固定资产清理	-	-	28.68
无形资产	64.43	76.86	737,634.24
长期待摊费用	55.60	74.23	77.30
递延所得税资产	1,569.42	1,790.21	-
其他非流动资产	6,691.86	6,691.86	2,004.64
非流动资产合计	142,981.41	222,186.35	2,000,809.33
资产总计	3,343,157.72	3,285,106.09	3,244,402.63
短期借款	82,150.00	65,845.00	193,630.00
应付票据	12,687.50	47,104.44	138,830.50
应付账款	219,542.24	82,742.26	81,985.99
预收款项	11,357.30	6,333.86	69,471.79
应付职工薪酬	6.45	2.90	3.94
应交税费	4,338.72	2,247.13	1,805.60
应付利息	7,506.53	6,860.44	1,947.63
其他应付款	486,270.72	812,377.20	869,728.36
一年内到期的非流动负债	137,437.07	72,650.46	48,235.00
其他流动负债	-	64.55	-
流动负债合计	961,296.52	1,096,228.25	1,405,638.82
长期借款	718,812.20	426,790.85	344,203.00
应付债券	297,489.17	320,132.08	156,695.00
长期应付款	134,216.77	148,181.48	65,900.00

预计负债	109.14		
其他非流动负债	2,321.00	2,321.00	2,321.00
非流动负债合计	1,152,948.29	897,425.40	569,119.00
负债合计	2,114,244.81	1,993,653.66	1,974,757.82
实收资本(或股本)	103,337.34	103,337.34	103,337.34
资本公积	826,738.86	923,182.50	923,222.37
盈余公积	17,243.00	15,022.99	-
未分配利润	267,339.73	246,492.79	239,822.12
归属于母公司所有者权益合计	1,214,658.93	1,288,035.61	1,266,381.83
少数股东权益	14,253.98	3,416.83	3,262.99
所有者权益合计	1,228,912.91	1,291,452.44	1,269,644.82
负债和所有者权益总计	3,343,157.72	3,285,106.09	3,244,402.63

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	197,584.23	170,007.75	110,901.47
其中：营业收入	197,584.23	170,007.75	110,901.47
减：营业成本	167,334.31	121,506.59	41,142.34
营业税金及附加	1,125.05	1,460.23	1,432.06
销售费用	2,227.84	1,945.82	1,507.13
管理费用	13,547.39	11,860.12	27,537.83
财务费用	2,153.03	18,266.06	17,544.49
资产减值损失	-883.17	2,089.05	1,446.35
投资净收益	724.14	-29,177.65	-10,167.91
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-126.94	-29,422.28	-10,411.88
其他收益	390.00		
二、营业利润	13,193.92	-16,297.77	10,123.35
加：营业外收入	8,625.95	36,940.35	15,695.35
减：营业外支出	76.94	64.21	276.87
其中：非流动资产处置净损失	-	8.55	14.64
三、利润总额	21,742.93	20,578.37	25,541.82
减：所得税	595.25	-1,269.13	283.78
四、净利润	21,147.69	21,847.50	25,258.05
减：少数股东损益	-1,919.27	153.84	28.80
归属于母公司所有者的净利润	23,066.95	21,693.66	25,229.25
五、综合收益总额	21,147.69	21,847.50	25,258.05
减：归属于少数股东的综合收益总额	-1,919.27	153.84	28.80
归属于母公司普通股股东综合收益总额	23,066.95	21,693.66	25,229.25

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
销售商品、提供劳务收到的现金	112,289.53	96,886.99	88,679.80
收到其他与经营活动有关的现金	102,819.39	475,292.13	609,472.45
经营活动现金流入小计	215,108.92	572,179.12	698,152.26
购买商品、接受劳务支付的现金	124,013.03	349,256.47	75,846.46
支付给职工以及为职工支付的现金	6,660.10	4,773.91	5,232.11
支付的各项税费	6,371.66	3,747.38	15,556.10
支付其他与经营活动有关的现金	360,706.67	113,201.03	350,379.14
经营活动现金流出小计	497,751.46	470,978.79	447,013.81
经营活动产生的现金流量净额	-282,642.55	101,200.32	251,138.45
收回投资收到的现金	38,000.00	-	-
取得投资收益收到的现金	338.90		
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	4.03	-	-
收到其他与投资活动有关的现金	15,000.00	244.63	213.26
投资活动现金流入小计	53,342.92	244.63	213.26
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,055.14	3,601.99	255,871.00
投资支付的现金	19,200.00	40,986.00	22,000.70
支付其他与投资活动有关的现金	51,221.38	-	-
投资活动现金流出小计	71,476.52	44,587.99	277,871.70
投资活动产生的现金流量净额	-18,133.59	-44,343.36	-277,658.44
吸收投资收到的现金	-	-	-
取得借款收到的现金	464,350.00	619,832.54	353,121.00
收到其他与筹资活动有关的现金	6,140.87	50,133.46	145,155.99
筹资活动现金流入小计	470,490.87	669,966.00	498,276.99
偿还债务支付的现金	116,890.77	262,265.00	347,003.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	54,556.96	21,013.50	10,772.04
支付其他与筹资活动有关的现金	28,384.41	372,705.77	66,950.57
筹资活动现金流出小计	199,832.14	655,984.27	424,725.61
筹资活动产生的现金流量净额	270,658.72	13,981.73	73,551.38
现金及现金等价物净增加额	-30,117.41	70,838.69	47,031.39
期初现金及现金等价物余额	444,240.18	373,401.49	326,370.10
期末现金及现金等价物余额	414,122.76	444,240.18	373,401.49

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	21,147.69	21,847.50	25,258.05
加：资产减值准备	-883.17	2,089.05	1,446.35
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	8,673.17	7,506.64	10,126.72
无形资产摊销	12.43	10.15	15,232.42
长期待摊费用摊销	18.64	3.06	8.60
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-	8.55	14.64
财务费用	35,450.85	21,013.50	14,994.22
投资损失	-724.14	-29,177.65	-
递延所得税资产减少	220.79	-1,790.21	-
存货的减少	-57,971.22	-73,698.98	-26,131.46
经营性应收项目的减少	-37,243.84	301,709.68	-242,545.88
经营性应付项目的增加	-251,375.53	-148,320.95	452,734.78
其他	-	-	-
间接法-经营活动产生的现金流量净额	-282,642.55	101,200.32	251,138.45
现金的期末余额	414,122.76	444,240.18	268,401.49
减：现金的期初余额	444,240.18	373,401.49	326,370.10
加：现金等价物的期末余额	-	-	105,000.00
间接法-现金及现金等价物净增加额	-30,117.41	70,838.69	47,031.39

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
有息债务（万元）	1,382,792.71	1,080,704.31	1,269,644.82
资产负债率	63.24%	60.69%	60.87%
流动比率	3.33	2.79	0.88
速动比率	1.11	0.92	0.75
有息债务/EBITDA	20.98	22.01	14.38
综合毛利率	15.31%	28.53%	62.90%
收现比	0.57	0.57	0.80
EBITDA（万元）	65,898.02	49,111.72	65,903.78
EBITDA 利息保障倍数	1.21	0.67	1.92

资料来源：公司2015-2017年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
启东市兴腾贸易有限公司	3,000	100%	建筑材料、金属材料、装饰装修材料、针纺织品销售
启东腾飞建设工程综合开发有限公司	5,000	100%	房地产开发、销售；房屋和土木工程、市政工程、基础设施工程的施工；金属材料、建筑材料、建筑装潢材料（除化学危险物品）销售
江苏省吕四海洋经济开发区开发建设有限公司	61,980	100%	开发区内房地产开发，港口建设，开发区内基础设施建设，水利工程建设，金属材料、建筑材料、建筑装饰装修材料批发、零售。
启东市吕四污水处理有限公司	5,000	100%	污水处理，管网施工。
启东市御龙房地产开发有限公司	36,000	100%	房地产开发经营。土木工程建筑施工；塑钢门窗制造、销售
启东市长江船舶工业投资发展有限公司	10,000	99.72%	投资、融资及咨询服务，国内贸易（国家禁止或限制经营项目除外，国家有专项规定的取得相关许可后方可经营），房地产开发，园林绿化工程设计、养护、施工，市政道路工程施工
启东市江海污水处理有限公司	10,000	99.72%	污水处理，投资与资产管理
启东集万迅开发建设有限公司	31,043	100%	标准厂房建设经营，滩涂围垦，港口建设，港口码头，船闸、桥梁和道路基础设施建设，花木种植，淡水养殖，休闲农业，园区观光，滩涂围垦项目建设，水利工程建设。
南通卓琳广告有限公司	1,043	100%	设计、制作、发布国内广告，游乐项目、滩涂围垦项目建设经营管理，水产养殖销售、花木种植销售。
启东市协兴生态渔业有限公司	16,500	100%	许可经营项目：滩涂开发，海水养殖，水产品、农产品销售，港口建设和经营。
启东市港口服务有限公司	50	100%	货物装卸、仓储服务、货物运输代理。
启东蝶湖酒店管理有限公司	10,000	100%	酒店管理咨询服务、会议展览服务、大型活动组织服务、票务服务、企业投资管理。
启东国投担保有限公司	20,000	100%	融资性担保业务：贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证担保。其他业务：与担保服务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务；以自有资金进行投资。
启东市旅游开发建设有限公司	15,000	98.60%	预包装食品兼散装食品批发、零售，卷烟、雪茄烟零售(限分支机构经营)。旅游及相关产业开发、建设，投资与资产管理，旅游景区(点)经营管理，基础设施建设，旅游特色工艺品、农产品、水产品的开发、销售，商务信息咨询、酒店企业管理和会展服务，旅游业务咨询服务，绿化工程施工，物业管理。
启东市圆陀角开发建设有限公司	27,868	100%	园林绿化工程服务等

资料来源：公司提供

附录六 截至2017年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

担保单位名称	被担保单位名称	担保方式	担保金额
启东国有资产投资控股有限公司	启东市城市建设投资开发有限公司	单人担保	39,000
		单人担保	36,000
		单人担保	36,000
	启东衡麓市政工程有限公司	单人担保	25,000
	启东沿海水利建设有限公司	多人联保	20,000
	启东海工船舶工业园开发建设有限公司	单人担保	15,000
	启东市伯德贸易有限公司	多人联保	8,000
	启东市凌翔贸易有限公司	多人联保	8,000
	启东祥瑞建设有限公司	单人担保	8,000
	启东创新型经济园开发有限公司	单人担保	5,400
		单人担保	4,400
启东国投担保有限公司	江苏三源织造有限公司	单人担保	1,500
	南通林恒门窗科技有限公司	单人担保	1,000
	启东市启粮宝邦汽车销售服务有限公司	单人担保	950
	南通金鼎海苔有限公司	单人担保	800
		单人担保	800
	启东江天生态农庄有限公司	单人担保	800
	南通天鼎合成纤维有限公司	单人担保	800
	南通东骏装饰有限公司	单人担保	800
	启东市启粮东瑞汽车销售服务有限公司	单人担保	800
	南通鼎强建筑装饰工程有限公司	单人担保	700
	郎峰新材料科技股份有限公司	单人担保	700
	南通华越建设工程有限公司	单人担保	700
	江苏同明新材料科技有限公司	单人担保	600
	江苏众鼎冶金机械有限公司	单人担保	500
	南通鼎强建筑装饰工程有限公司	多人联保	500
	启东韦德健身管理有限公司	多人联保	500
	南通国立箱包有限公司	单人担保	400
	启东斑马装饰工程有限公司	单人担保	300
	江苏鑫沅机电工程技术有限公司	单人担保	300
	南通林恒门窗科技有限公司	质押物担保	100
	启东市启粮宝邦汽车销售服务有限公司	质押物担保	95
	郎峰新材料科技股份有限公司	质押物担保	70
南通华越建设工程有限公司	质押物担保	70	
启东市启粮宝邦汽车销售服务有限公司	质押物担保	50	

	南通鼎强建筑装饰工程有限公司	质押物担保	50
	启东韦德健身管理有限公司	质押物担保	50
启东滨海工业园开发有限公司	启东市德辰实业有限公司	单人担保	50,000
	启东市临海城镇开发经营有限公司	单人担保	30,000
	启东市德辰实业有限公司	单人担保	20,000
	启东市合力城镇开发经营有限公司	单人担保	15,000
	启东市弘荣源实业有限公司	单人担保	15,000
	启东市花花苑实业有限公司	单人担保	15,000
	启东市嘉致源实业有限公司	单人担保	15,000
	尚华科创投资管理（江苏）有限公司	单人担保	15,000
	启东滨海美城绿化工程有限公司	多人联保	10,000
	启东市德辰实业有限公司	多人联保	10,000
	启东大高贸易有限公司	多人联保	8,000
	启东市合力城镇开发经营有限公司	单人担保	5,000
	启东市绿轩园林绿化工程有限公司	单人担保	5,000
	启东市滨海美城绿化工程有限公司	单人担保	4,900
	启东红祖化工贸易有限公司	多人联保	4,000
	启东市合力城镇开发经营有限公司	多人联保	4,000
	启东市弘荣源实业有限公司	多人联保	4,000
	启东市嘉致源实业有限公司	多人联保	4,000
	启东市临海城镇开发经营有限公司	抵押物担保	28,459
	启东滨海工业园污水处理有限公司	启东市绿轩园林绿化工程有限公司	抵押物担保
抵押物担保			22,139
启东滨海工业园污水处理有限公司	启东市德辰实业有限公司	抵押物担保	15,400
		抵押物担保	11,633
启东滨海工业园污水处理有限公司	启东市龙大沿海开发建设有限公司	抵押物担保	8,540
		抵押物担保	8,540
启东滨海工业园污水处理有限公司	启东临海城镇开发经营有限公司	单人担保	12,900
启东滨海工业园污水处理有限公司	启东滨海美城绿化工程有限公司	单人担保	8,000
启东经济开发区总公司	启东祥瑞建设有限公司	单人担保	30,000
	启东创新型经济园开发有限公司	单人担保	30,000
	启东茂材实业有限公司	单人担保	30,000
	启东创新型经济园开发有限公司	单人担保	20,000
		单人担保	16,800
	启东祥瑞建设有限公司	单人担保	15,000
	启东市保障房建设投资有限公司	单人担保	14,000
	启东天诺建设有限公司	单人担保	8,000
启东创新型经济园开发有限公司	单人担保	6,000	

	启东茂材实业有限公司	单人担保	6,000
	启东创新型经济园开发有限公司	单人担保	5,000
	启东茂材实业有限公司	单人担保	5,000
	启东黄海建材贸易有限公司	多人联保	4,000
	启东茂腾贸易有限公司	多人联保	4,000
	启东创新型经济园开发有限公司	抵押物担保	16,827
	启东祥瑞建设有限公司	抵押物担保	10,500
		抵押物担保	7,000
启东腾飞建设工程综合开发有限公司	抵押物担保	3,150	
	启东茂材实业有限公司	单人担保	8,000
启东市兴腾贸易有限公司	启东茂材实业有限公司	单人担保	6,000
	启东茂腾贸易有限公司	单人担保	900
启东市桥港开发建设投资有限公司	启东市融海综合开发建设有限公司	单人担保	42,000
	启东江海交通发展有限公司	单人担保	30,000
	启东市海启开发建设有限公司	单人担保	30,000
	启东市通江水利开发有限公司	单人担保	20,000
	启东江海园投资开发有限公司	单人担保	20,000
	启东市海启开发建设有限公司	单人担保	20,000
	启东市宁启开发建设有限公司	单人担保	20,000
	启东市融海综合开发建设有限公司	单人担保	20,000
	启东江海交通发展有限公司	单人担保	15,000
	启东沿海水利建设有限公司	单人担保	9,800
	启东市临海公路建设工程有限公司	单人担保	9,800
	启东市通海水利开发建设有限公司	单人担保	8,000
	启东市海启开发建设有限公司	单人担保	5,000
	启东市天卓贸易有限公司	单人担保	5,000
	启东市临海园林工程有限公司	单人担保	5,000
	启东市通达水利综合开发建设有限公司	单人担保	5,000
		单人担保	5,000
	启东市通江水利开发有限公司	单人担保	5,000
	启东市通达水利综合开发建设有限公司	抵押物担保	38,556
	启东中海阔港务有限公司	抵押物担保	9,000
启东市天卓贸易有限公司	质押物担保	20,000	
启东市新世纪交通建设投资有限公司	启东市阳启开发建设有限公司	多人联保	150,000
		单人担保	47,000
	启东临海城镇开发经营有限公司	单人担保	60,000
	启东市宁启开发建设有限公司	单人担保	40,000

	启东祥瑞建设有限公司	单人担保	30,000
	启东市海启开发建设有限公司	单人担保	30,000
	启东市宁启开发建设有限公司	单人担保	27,000
	启东市临海公路建设工程有限公司	单人担保	15,000
	启东市汇龙中学	多人联保	10,000
	南通皓得江实业有限公司	多人联保	8,000
	启东市海启开发建设有限公司	单人担保	5,000
	启东市临海贸易有限公司	单人担保	5,000
		多人联保	4,000
	启东市天卓贸易有限公司	单人担保	4,500
		多人联保	4,000
	启东威海建设有限公司	多人联保	1,000
		多人联保	3,000
	启东圆陀角胜丰贸易有限公司	多人联保	3,000
启东市阳启开发建设有限公司	单人担保	1,000	
启东市新城建设发展有限公司	启东市城市建设投资开发有限公司	单人担保	50,000
	启东衡麓市政工程有限公司	抵押物担保	21,707
	启东市鑫城城镇建设开发有限公司	抵押物担保	15,000
		抵押物担保	11,500
	启东市保障房建设投资有限公司	抵押物担保	13,920
抵押物担保	10,101		
江苏吕四港开发建设有限公司	启东沿海水利建设有限公司	单人担保	48,000
	启东吕四港水务有限公司	单人担保	30,000
	启东沿海水利建设有限公司	单人担保	30,000
	启东楚越开发建设有限公司	单人担保	28,000
	启东吕四渔港实业有限公司	单人担保	14,400
	启东沿海水利建设有限公司	单人担保	10,000
		单人担保	6,000
	启东市吕四渔港船闸管理所	单人担保	5,000
		单人担保	5,000
	启东沿海开发有限公司	抵押物担保	19,040
		抵押物担保	2,310
启东市吕四渔港船闸管理所	单人担保	5,000	
启东市滨化供水有限公司	单人担保	16,000	
合计			1,959,429

资料来源：公司提供

附录七 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券+长期应付款

附录八 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。