

2012 年启东国有资产投资控股有限公司

公司债券 2019 年跟踪 信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【510】号 01

债券简称：12 启东债/PR
启国投

债券剩余规模：9 亿元

债券到期日期：2022 年
11 月 20 日

债券偿还方式：单利按
年计息，在 2019 年 12 月 31 日
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@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
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。

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com

2012 年启东国有资产投资控股有限公司公司债券 2019 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	2019 年 06 月 25 日	2018 年 06 月 27 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）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 2019 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，公司继续获得一定的外部支持；同时我们也关注到，公司资产流动性较弱；公司在建及拟建项目资金需求较大，面临较大的资金压力，公司有息债务规模较大，面临的偿债压力较大，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。2018 年启东市经济保持持续增长，全年实现地区生产总值 1,063.33 亿元，首次突破千亿元，按可比价格计算比上年增长 7.4%，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 2018 年末公司存货中的代建项目账面价值为 170.15 亿元，规模较大，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。
- 公司继续获得一定的外部支持。2018 年公司及其下属子公司累计获得政府补贴 1.41 亿元计入其他收益，增强了公司的盈利能力。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**2018 年末公司应收款项合计占资产总额的 13.18%，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 70.36%，较难集中变现，且部分土地资产已抵押。整体来看公司资产流动性较弱。
- **公司主营业务收现能力较弱，经营活动现金流持续净流出，在建及拟建项目资金需求较大，面临较大的资金压力。**2018 年公司主营业务收现能力仍然较弱，经营活动现金净流出 0.82 亿元。截至 2018 年末，公司主要在建基础设施和安置房项目合计总投资 76.40 亿元，未来尚需投资 23.92 亿元，公司面临较大的资金压力。
- **公司负债程度较高，有息债务规模继续攀升，偿债压力较大。**2018 年公司资产负债率下降到 60.20%，但整体负债经营程度处于较高水平。2018 年末公司有息债务规模上升至 139.23 亿元，占公司负债总额的比重上升至 75.74%，其中短期有息债务规模为 39.34 亿元，公司应付债券部分已进入偿还期，且 EBITDA 利息保障倍数逐年下降，面临较大的债务偿还压力。
- **公司对外担保余额较大，存在较大或有负债风险。**截至 2018 年 12 月 31 日，公司对外担保余额为 145.99 亿元，占公司 2018 年末所有者权益的比重为 120.14%。被担保方多为启东市内国有企业、事业单位，但仍存在较大的或有风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	3,053,337.12	3,343,157.72	3,285,106.09
所有者权益	1,215,161.28	1,228,912.91	1,291,452.44
有息债务	1,392,315.68	1,382,792.71	1,080,704.31
资产负债率	60.20%	63.24%	60.69%
流动比率	3.61	3.33	2.79
营业收入	175,674.24	197,584.23	170,007.75
其他收益	14,074.09	390.00	-
营业外收入	93.17	8,625.95	36,940.35
利润总额	21,952.22	21,742.93	20,578.37
综合毛利率	14.38%	15.31%	28.53%
EBITDA	60,776.54	65,898.02	49,111.72
EBITDA 利息保障倍数	0.92	1.21	2.34
经营活动现金流净额	-8,177.91	-282,642.55	101,200.32

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

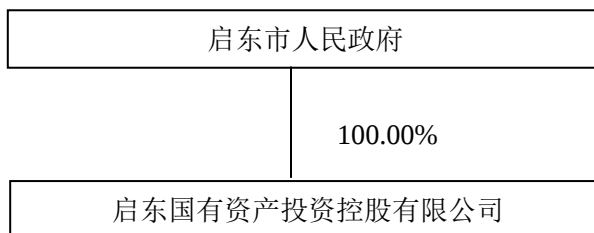
一、本期债券募集资金使用情况

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。截至2019年5月22日，本期债券募集资金专户余额为89.62万元。

二、发行主体概况

截至2018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2018年末公司股权结构情况



资料来源：公司提供

2018年度公司合并范围内增加子公司2家，具体情况见下。截至2018年年末公司合并范围内共有子公司17家，详情见附录二。

表1 2018 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2018 年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
上海天达贸易有限公司	100%	100	金属材料、家具、微化司农做正的销售。	设立
启东市忠诚信开发建设 有限公司	100%	10,000	房地产开发经营，汽车检验服务，餐饮服务	设立

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年

基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、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。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5 月，财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61 号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10 月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表2 2018 年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
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）	发展改革委、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
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34 号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理

2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金
2018 年 5 月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61 号）	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号）	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

（二）区域环境

2018 年启东市经济继续保持快速发展，经济实力较为雄厚，工业经济运行情况平稳，产业结构进一步向二、三产业倾斜

2018 年启东市经济保持持续增长，全年实现地区生产总值 1,063.33 亿元，首次突破千亿元，按可比价格计算比上年增长 7.4%，增速较上年下滑 0.3 个百分点，但仍高于全国 0.8 个百分点。其中，第一产业增加值 72.04 亿元，较上年增长 2.5%；第二产业增加值 505.34 亿元，较上年增长 7.6%，且增速提升 0.8 个百分点；第三产业增加值 485.95 亿元，同比增长 7.8%，增速较上年下降 1.8 个百分点。三次产业比例由 2017 年的 7.0 :48.0:45.0 调整为 6.8:47.5:45.7，产业结构进一步向二、三产业倾斜。年末全市常住人口 95.00 万人，人均地区生产总值为 111,824 元，与全国人均地区生产总值的比值为 172.98%，经济发展水平较高。

工业经济方面，2018 年启东市实现规模以上工业总产值 1,795.62 亿元，比上年增长 15.4%。海工及重装备、电力及能源装备、精密机械及电子三大优势产业集群以及新材料和新医药两大新兴产业集群合计实现产值 1,398.91 亿元，同比增长 15.8%，占规模以上工业总产值的 77.91%，与上年基本持平。全市规模以上工业企业实现主营业务收入 1,774.64 亿元，增长 14.7%；利润总额 184.87 亿元，增长 44.8%；亏损企业亏

损额 5.43 亿元，下降 41.4%。总体上看工业经济运行情况平稳。

从固定资产投资情况看，2018 年启东市完成全社会固定资产投资 450.78 亿元，较上年增长 8.2%，增速较上年有所下滑，但仍维持较高的增速。其中，工业投资 257.78 亿元，增长 8.1%；服务业投资 192.82 亿元，增长 8.5%，服务业投资占全社会固定资产投资的比重达 42.8%，比上年提升 0.12 个百分点；全年房地产开发投资 86.79 亿元，增长 21.5%，全年商品房施工面积 892.75 万平方米，增长 40.1%，其中新开工面积 369.5 万平方米，增长 127.3%；年末商品房待售面积 18.4 万平方米，减少 21.8%。2018 年启东市社会消费品零售总额为 376.94 亿元，仍维持着较快增长，批发业零售总额 14.06 亿元，增长 9.1%；零售业零售总额 328.3 亿元，增长 8.9%；住宿业零售总额 1.97 亿元，增长 31.5%；餐饮业零售总额 32.61 亿元，增长 8.7%。

2018 年启东市进出口总额 28.27 亿美元，同比增长 14.4%。2018 年末与启东市建立进出口贸易关系的国家和地区 158 个，全市有进出口业绩的企业 386 家，增长 10.3%。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 2017-2018 年启东市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	1,063.33	7.4%	989.50	7.7%
第一产业增加值	72.04	2.5%	69.13	2.5%
第二产业增加值	505.34	7.6%	475.10	6.8%
第三产业增加值	485.95	7.8%	445.28	9.6%
规模以上工业总产值	1,795.62	15.4%	1,874.15	11.8%
全年固定资产投资	450.78	8.2%	634.60	9.0%
社会消费品零售总额	376.94	9.0%	352.97	8.8%
进出口总额（亿美元）	28.27	14.4%	26.00	-14.5%
存款余额	1,386.69	4.0%	1,332.96	6.8%
贷款余额	943.68	14.1%	826.89	16.0%
人均 GDP（元）	111,824		103,950	
人均 GDP/全国人均 GDP	172.98%		174.24%	

注：进出口总额按 2018 年 12 月 31 日美元汇率折算

资料来源：2017-2018 年启东市国民经济和社会发展统计公报

2018 年启东市实现公共财政收入 72.31 亿元，比上年增长 1.7%，其中税收收入 59.64 亿元，同比增长 11%，税收占比达 82.5%，公共财政收入质量较好；同期启东市公共财政支出为 95.20 亿元，较上年同比增长 2.7%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 75.96%，财政自给能力较好。

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。2018 年公司营业收入主要来自代建业务、安置房销售，两者合计占公司营业收入的 85.01%，2018 年公司未实现工程建设收入。2018 年公司代建业务收入较上年有所减少，尽管安置房销售收入较上年同比增加，但由于代建业务收入小幅下降，且未实现工程项目建设收入，公司实现营业收入 17.57 亿元，较上年同比减少 11.09%。毛利率方面，2018 年公司代建业务毛利率保持稳定，但安置房销售、自来水销售和租赁业务毛利率均同比下降，以致公司综合毛利率为 14.38%，较上年下降 0.93 个百分点。

表4 2017-2018 年公司营业收入收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
代建业务收入	60,677.54	23.08%	66,061.37	23.08%
安置房销售	88,666.07	2.06%	73,381.71	11.59%
工程项目建设收入	-	-	38,000.00	2.99%
自来水销售收入	14,653.56	12.02%	13,022.27	16.02%
租赁收入	2,243.22	-0.43%	1,543.79	68.59%
其他收入	9,433.85	59.97%	5,575.09	39.74%
合计	175,674.24	14.38%	197,584.23	15.31%

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 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

由于竣工验收项目规模减少，2018 年公司代建业务收入小幅下降，但毛利率保持稳定；2018 年公司未实现工程建设项目收入，未来存在不确定性；此外，公司在建及拟建工程规模较大，面临较大的资金压力

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，2018 年公司确认代建业务收入 6.07 亿元，代建业务成本 4.67 亿元，主要建设项目包括府前路、石化园区经十路和石化园区纬八路等，由于竣工验收项目规模减少，公司代建工程收入规模较上年小幅下降；毛利率方面，2018 年公司确认收入的成本加成比例没有变化，故 2018 年公司代建业务的毛利率仍

为 23.08%，与上年持平。

表5 2018 年公司代建业务收入情况（单位：万元）

项目名称	项目收入	项目成本
府前路	10,006.94	7,697.65
石化园区经十路	7,923.52	6,095.02
石化园区纬八路	6,689.73	5,145.94
鹤城北路	6,095.48	4,688.83
石化园区纬七路	5,735.21	4,411.70
石化园区纬九路	5,041.26	3,877.90
香堂路	4,341.22	3,339.40
风情区工程或洞宾公园	4,192.01	3,224.62
吕四港镇环城东路	4,115.75	3,165.96
展览馆工程	2,490.03	1,915.41
石化园区消防站	1,806.00	1,389.23
吕四港镇经七路	1,303.55	1,002.73
开发区食堂	470.58	361.98
秦潭镇新建街工程	466.26	358.66
合计	60,677.54	46,675.03

资料来源：公司提供

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。2018 年公司未实现该项收入，未来尚存不确定性。

公司在建工程项目较多，截至 2018 年底，在建工程项目计划总投资合计 47.30 亿元，项目累计已完成投资额 38.26 亿元，尚需要投入 9.04 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6 截至 2018 年末公司在建代建项目（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	预计完工时间
拓展区填土	15.00	13.14	2020.12
道路路基处理	5.00	4.90	2020.12
城中村（新宇大酒店）	3.00	2.75	2020.12
南通大学二期工程	2.50	2.05	2020.06

石化工业园	2.50	2.00	2022.12
14000 亩围海造田工程	2.20	2.00	2022.12
滨州、滨海大道景观工程	2.20	2.00	2020.12
污水处理工程	2.00	1.44	2020.12
开发区大道	1.30	1.20	2022.12
如意大道	1.30	1.20	2020.12
通港大道	1.20	1.16	2020.12
如意大道延伸段	1.30	1.16	2022.12
临港路新建工程	1.20	1.02	2020.12
北部区域达标尾水排海工程	1.00	0.84	2020.12
南通大学一期工程	0.80	0.64	2019.12
万亩高效生态渔业示范区	0.30	0.28	2020.12
协兴港区域综合开发工程	1.00	0.24	2020.12
党风廉政中心大楼	0.50	0.18	2019.06
南通大学三期工程	3.00	0.06	2020.12
合计	47.30	38.26	--

资料来源：公司提供

2018 年公司安置房销售业务收入持续增长，但毛利率显著下滑；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。

2018 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）、克明花园和长龙怡福苑等，实现安置房销售收入 8.87 亿元，较上年增长 20.83%；由于安置房成本按预估成本入账，因此不同年份安置房销售毛利率存在较大波动。2018 年公司安置房业务毛利率为 2.06%，较上年显著下降。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7 2018 年公司安置房销售业务情况（单位：亿元）

安置房项目	销售金额
城东村安置房（城东花园）	2.70
克明花园	1.17
长龙怡福苑	0.91
凯洪 B 区二期	0.87
善成新村一期	0.79

海洪小区	0.77
锦绣小高层联建房	0.51
东郊花苑	0.30
安东小区	0.18
祥瑞家园	0.18
锦绣家园 B 区	0.17
东疆花苑	0.16
善成新村二期	0.06
凯洪家园 B 区	0.06
北新家园	0.04
合计	8.87

资料来源：公司提供

截至 2018 年末，公司主要在建、拟建安置房项目计划总投资 29.10 亿元，已完成投资 14.22 亿元，未来尚需投资 14.88 亿元，仍面临较大的资金压力。

表8 截至 2018 年末公司在建、拟建安置房项目（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	预计完工时间
东郊花苑	1.60	1.49	2019.12
富源花苑	1.30	1.24	2019.12
锦绣小区	1.20	1.09	2019.12
车城花苑一期（凯洪 B 区）	2.00	1.54	2019.12
城东花园 A	3.50	3.02	2019.12
人才公寓	6.50	5.84	2019.12
惠萍家园三期安置房	4.00		2022.06
汇泰嘉苑三期安置房	9.00		2022.06
合计	29.10	14.22	

资料来源：公司提供

随着售水总量和供水总量的增加，2018 年公司自来水销售收入稳定增长，但毛利率水平小幅下降

公司自来水业务收入以供水为主，截至 2018 年末，公司供水能力达 17.7 万吨/日，管网漏损率为 18.83%，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；2018 年公司供水总量和售水总量分别为 6,469 万吨和 5,251 万吨，分别较上年增长 14.43%和 8.72%，供水量增长主要系居民用水增长所致。受此带动，2018 年公司实现自来水销售收入 1.47 亿元，较上年增长 12.53%。

2018 年公司自来水销售业务毛利率为 12.02%，较去年小幅下降，主要系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，售水

总量稳定增长，自来水业务收入成为公司营业收入的稳定补充。

表9 2017-2018 年公司供水业务经营情况

项目	2018 年	2017 年
供水能力（万吨/日）	17.7	15.5
供水总量（万吨）	6,469	5,653
售水总量（万吨）	5,251	4,830
管网漏损率	18.83%	14.56%
自来水销售收入（万元）	14,653.56	13,022.27

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，2018 年实现收入 0.94 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 2018 年其他业务毛利率为 59.97%。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。

2018 年公司继续受到一定力度的外部支持

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。2018 年公司及下属子公司累计获得政府补贴 1.41 亿元计入其他收益。此外，2018 年启东市政府收回公司部分土地，减少公司资本公积 3.45 亿元。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经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 2017-2018 年审计报告，审计报告均采用新会计准则编制。2018 年度，公司合并报表范围具体情况见表 1。

资产结构与质量

2018 年公司资产规模有所下降，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，资产整体流动性较弱

由于政府收回了部分土地，且公司偿还了部分债务，2018 年末公司资产总额为 305.33 亿元，较上年末减少 8.67%。2018 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 95.14%。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款和存货等部分构成。2018 年末公司货币资金余额为 35.12 亿元，其中主要是银行存款 34.98 亿元，货币资金中受限部分为 2.61 亿元，主要为质押的定期存单和各类保证金。2018 年末公司应收票据及应收账款账面价值为 24.32 亿元，其中主要为应收代建款和往来款，较上年大幅减少 25.28%，主要是 2018 年末公司将部分应收账款重分类至其他应收款所致，2018 年末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、南通润福置业有限公司、启东市临海公路建设工程有限公司和启东市伯德贸易有限公司，合计占公司应收账款期末余额的 99.54%。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，2018 年末规模为 15.90 亿元，较上年减少 32.94%。截至 2018 年末公司应收款项合计占资产总额的 13.17%，借款对象主要为国有企业或单位，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 2018 年末存货规模为 214.82 亿元，与上年基本持平。其中开发成本、开发产品和代建工程分别为 40.26 亿元、4.22 亿元和 170.15 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，但收入确认的时间存在不确定性。2018 年末公司存货中土地资产账面价值合计为 37.79 亿元，其中 13.44 亿元已用于抵押，占公司存货账面价值的 6.26%。

表10 2017-2018 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	351,178.33	11.50%	450,533.59	13.48%
应收票据及应收账款	243,225.32	7.97%	325,514.69	9.74%
其他应收款	158,989.79	5.21%	237,103.44	7.09%
存货	2,148,229.93	70.36%	2,130,452.15	63.73%
流动资产合计	2,904,939.06	95.14%	3,200,176.32	95.72%
可供出售金融资产	34,516.00	1.13%	34,516.00	1.03%
固定资产	52,063.16	1.71%	54,661.32	1.64%
非流动资产合计	148,398.06	4.86%	142,981.41	4.28%
资产总计	3,053,337.12	100.00%	3,343,157.72	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动资产主要由可用出售金融资产和固定资产等部分构成。2018 年末，公司可供出售金融资产为 3.45 亿元，主要为公司对江苏省信用再担保集团有限公司等公司的投资，均按成本法计量。固定资产账面价值为 5.21 亿元，与上年基本持平，其中

仍有 3.22 亿元管网资产。

整体上看，2018 年公司资产规模基本稳定，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，其变现能力较弱，资产整体流动性较弱。

盈利能力

2018 年公司营业收入和毛利率均有所下滑，利润依赖于当地政府支持

2018 年公司实现营业收入 17.57 亿元，其中代建业务和安置房销售仍是公司重要的收入来源，但由于公司当年未实现工程项目建设收入，公司收入较上年减少 11.09%。2018 年公司除代建业务之外多项业务毛利率均有不同程度下降，使得公司综合毛利率有所下滑，2018 年公司综合毛利率为 14.38%，较上年下降 0.93 个百分点。截至 2018 年末公司存货中的代建项目账面价值为 170.15 亿元，规模较大，可为公司未来收入提供一定的保障。此外，2018 年公司收到计入其他收益的政府补助 1.41 亿元。

2018 年公司实现利润总额 2.20 亿元，与上年持平。整体上看，2018 年公司营业收入和毛利率均有所下滑，仍依赖于当地政府支持。

表11 2017-2018 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	175,674.24	197,584.23
投资收益	191.24	724.14
其他收益	14,074.09	390.00
营业利润	22,005.66	13,193.92
营业外收入	93.17	8,625.95
利润总额	21,952.22	21,742.93
综合毛利率	14.38%	15.31%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2018 年公司经营活动现金回笼能力不佳，经营活动净现金流仍为净流出；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

2018 年公司收现比为 0.68，较上年略有提高，但主营业务收现情况仍然不佳。2018 年公司销售商品、提供劳务支付的现金较上年增加了 6.84%；而公司购买商品、接受劳务支付的现金流也由于当年在建工程的新增投入规模上升而较上年增长。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，2018 年公司往来款项的净额体现为净流入。由于公司主营业务获现能力仍然较弱，2018 年公司经营活动产生的现金净流出 0.82 亿元。

投资活动方面，2018 年公司投资活动现金流入主要为收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，2018 年投资活动的现金流出主要是公司设立子公司投入的资金，2018 年公司投资活动产生的现金净流出为 1.18 亿元，较上年有所下降。

筹资活动方面，2018 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 28.07 亿元，较上年大幅减少，而偿还债务支付的现金大幅升至 28.38 亿元；由于筹资活动现金流入大幅减少，公司筹资活动净现金流转为净流出 6.91 亿元。考虑到在建及拟建项目较多，截至 2018 年末公司主要在建、拟建项目仍需投资 23.92 亿元，公司仍面临较大的资金压力。

表12 2017-2018 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.68	0.57
销售商品、提供劳务收到的现金	119,975.06	112,289.53
收到的其他与经营活动有关的现金	189,323.01	102,819.39
经营活动现金流入小计	309,298.06	215,108.92
购买商品、接受劳务支付的现金	146,254.21	124,013.03
支付的其他与经营活动有关的现金	153,269.12	360,706.67
经营活动现金流出小计	317,475.97	497,751.46
经营活动产生的现金流量净额	-8,177.91	-282,642.55
投资活动产生的现金流量净额	-11,784.94	-18,133.59
筹资活动产生的现金流量净额	-69,093.09	270,658.72
现金及现金等价物净增加额	-89,055.94	-30,117.41

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司所有者权益规模有所下滑，对负债的覆盖程度仍然偏弱；公司有息负债持续攀升，未来面临较大的债务偿还压力

由于政府收回划拨土地调减资本公积，截至 2018 年末，公司所有者权益合计 121.52 亿元，与上年基本持平；公司偿还了部分债务，2018 年末公司负债总额为 183.82 亿元，较上年减少 13.06%；2018 年末公司产权比率为 151.27%，公司所有者权益对负债的保障程度仍然较低。

表13 2017-2018 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
	1,838,175.85	2,114,244.81
所有者权益合计	1,215,161.28	1,228,912.91
产权比例	151.27%	172.04%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构看，2018 年公司流动负债占负债总额的比重下降为 43.77%，而非流动负债相应上升为 56.23%。从具体构成看，公司流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债等部分构成。2018 年末公司短期借款余额为 4.07 亿元，短期借款主要由抵押借款、担保借款和质押借款构成。公司应付票据及应付账款主要为应付往来款，2018 年末规模为 6.83 亿元，较上年大幅下降，主要是与启东茂才实业有限公司等企业的往来款大幅减少所致。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，2018 年末公司其他应付款规模为 38.46 亿元，较上年末下降 22.10%。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，2018 年规模为 30.25 亿元，其中长期借款 22.73 亿元，应付债券 6.32 亿元，长期应付款 1.21 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。2018 年末长期借款余额为 70.23 亿元，与上年末基本持平。公司应付债券为本期债券、16 启国投债、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 2018 年末合计余额为 23.49 亿元。公司长期应付款为应付融资租赁款，2018 年末规模为 9.28 亿元，较上年末规模减少 30.89%，主要系部分融资租赁款到期所致。

表14 2017-2018 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	40,700.00	2.21%	82,150.00	3.89%
应付票据及应付账款	68,308.80	3.72%	232,229.74	10.98%
其他应付款	384,645.74	20.93%	493,777.24	23.35%
一年内到期的非流动负债	302,539.33	16.46%	137,437.07	6.50%
流动负债合计	804,498.15	43.77%	961,296.52	45.47%
长期借款	702,339.23	38.21%	718,812.20	34.00%
应付债券	234,934.84	12.78%	297,489.17	14.07%
长期应付款	92,752.28	5.05%	134,216.77	6.35%
非流动负债合计	1,033,677.70	56.23%	1,152,948.29	54.53%

负债合计	1,838,175.85	100.00%	2,114,244.81	100.00%
其中：有息债务	1,392,315.68	75.74%	1,382,792.71	65.40%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018 年末公司有息债务规模为 139.23 亿元，与上年基本持平，占公司负债总额的比重上升至 75.74%。其中短期有息债务规模为 39.34 亿元，考虑到公司部分应付债券已进入偿还期，公司面临较大的短期偿付压力。

2018 年公司偿还了部分债务，公司资产负债率下降到 60.20%，但整体负债经营程度处于较高水平。公司流动比率较上年小幅上升，但考虑到公司资产流动资产中存货比重较进一步上升，公司速动比率较上年小幅下降，且实际短期偿付能力较弱。2018 年公司 EBITDA 较上年小幅下降，EBITDA 利息保障倍数亦随之下降为 0.92，此外 2018 年末有息债务规模为当期 EBITDA 的 22.91 倍，仍面临较大的偿付压力。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	60.20%	63.24%
流动比率	3.61	3.33
速动比率	0.94	1.11
EBITDA（万元）	60,776.54	65,898.02
EBITDA 利息保障倍数	0.92	1.21
有息债务/EBITDA	22.91	20.98

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、或有事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月13日），公司本部存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至 2018 年 12 月 31 日，公司对外担保余额为 145.99 亿元，占公司 2018 年末所有者权益的比重为 120.14%，详见附录三。公司对外担保对象主要为地方建设平台以及国有企业，但对外担保余额仍很大，存在一定的或有负债风险。

七、评级结论分析

2018 年启东市经济保持持续增长，全年实现地区生产总值 1,063.33 亿元，首次突破千亿元，按可比价格计算比上年增长 7.4%，为公司发展提供了良好基础；截至 2018 年末公司存货中的代建项目账面价值为 170.15 亿元，工程项目建设业务收入未来持续性较好；公司继续获得一定的外部支持。

同时，中证鹏元也关注到公司主营业务收现能力仍然较弱，经营活动现金流持续净流出，在建及拟建项目资金需求较大，面临较大的资金压力；公司资产中存货、在建工程和应收政府部门等单位的款项合计占比较高，存货中部分资产已融资抵押，应收政府部门等单位的款项规模较大且存在一定资金占用情况，整体资产流动性较弱；2018 年公司资产负债率下降到 60.20%，但整体负债经营程度处于较高水平，公司有息债务规模进一步攀升，面临较大的债务偿还压力；公司对外担保余额较大，存在一定的或有负责风险。

基于上述情况，中证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 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018 年	2017 年	2016 年
货币资金	351,178.33	450,533.59	450,381.04
应收票据及应收账款	243,225.32	325,514.69	234,814.39
其他应收款	158,989.79	237,103.44	210,924.84
存货	2,148,229.93	2,130,452.15	2,058,519.40
流动资产合计	2,904,939.06	3,200,176.32	3,062,919.74
可供出售金融资产	34,516.00	34,516.00	34,516.00
固定资产	52,063.16	54,661.32	152,814.73
无形资产	9,848.43	10,220.60	10,113.33
非流动资产合计	148,398.06	142,981.41	222,186.35
资产总计	3,053,337.12	3,343,157.72	3,285,106.09
短期借款	40,700.00	82,150.00	65,845.00
应付票据及应付账款	68,308.80	232,229.74	129,846.71
其他应付款	384,645.74	493,777.24	819,237.63
一年内到期的非流动负债	302,539.33	137,437.07	72,650.46
流动负债合计	804,498.15	961,296.52	1,096,228.25
长期借款	702,339.23	718,812.20	426,790.85
应付债券	234,934.84	297,489.17	320,132.08
非流动负债合计	1,033,677.70	1,152,948.29	897,425.40
负债合计	1,838,175.85	2,114,244.81	1,993,653.66
其中：有息债务	1,392,315.68	1,382,792.71	1,080,704.31
营业收入	175,674.24	197,584.23	170,007.75
营业利润	22,005.66	13,193.92	-16,297.77
营业外收入	93.17	8,625.95	36,940.35
净利润	20,774.37	21,147.69	21,847.50
经营活动产生的现金流量净额	-8,177.91	-282,642.55	101,200.32
投资活动产生的现金流量净额	-11,784.94	-18,133.59	-44,343.36
筹资活动产生的现金流量净额	-69,093.09	270,658.72	13,981.73
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	14.38%	15.31%	28.53%
收现比	0.68	0.57	0.57
产权比率	151.27%	172.04%	154.37%
资产负债率	60.20%	63.24%	60.69%
流动比率	3.61	3.33	2.79
速动比率	0.94	1.11	0.92
EBITDA（万元）	60,776.54	65,898.02	49,111.72

EBITDA 利息保障倍数	0.92	1.21	0.67
有息债务/EBITDA	22.91	20.98	22.01

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018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、装饰装潢材料、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
上海天达贸易有限公司	100	100.00%	员益材料、家具、微化司农做正的销售。
启东市忠诚信开发建设有限公司	10,000	100%	宣地产开发经营，汽车检验服务，餐饮服务

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录三 截至2018年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位名称	担保余额	履约期限	担保方式
启东中海阔港务有限公司	9,000	2021.09.24	抵押物担保
启东沿海水利建设有限公司	95,500	2025.10.10	多人联保
启东鑫隆源贸易有限公司	6,000	2019.06.13	多人联保
启东祥瑞建设有限公司	12,000	2020.12.31	单人担保
	18,000	2024.06.23	单人担保
	2,900	2019.12.25	多人联保
启东苏沪现代农业发展有限公司	31,700	2020.12.27	单人担保
启东市阳启开发建设有限公司	181,500	2025.12.31	多人联保
启东市鑫城城镇建设开发有限公司	11,500	2020.03.13	抵押物担保
启东市土地开发复垦有限公司	30,000	2025.12.05	单人担保
启东市通江水利开发有限公司	24,600	2020.12.27	单人担保
启东市通达水利综合开发建设有限公司	31,850	2025.03.06	多人联保和抵押物担保
启东市天卓贸易有限公司	3,750	2020.01.23	单人担保
	4,850	2019.06.15	单人担保
启东市融海综合开发建设有限公司	80,041	2022.08.31	单人担保
启东市启粮东瑞汽车销售服务有限公司	700	2019.03.28	单人担保
启东市启粮宝邦汽车销售服务有限公司	1,545	2019.07.10	单人担保和抵押物担保
启东市绿轩园林绿化工程有限公司	5,000	2020.12.31	单人担保
启东市吕四渔港船闸管理所	4,750	2020.01.22	单人担保
启东市凌翔贸易有限公司	14,000	2020.02.06	多人联保
启东市临海园林工程有限公司	4,600	2020.12.27	单人担保
启东市临海贸易有限公司	8,250	2019.12.19	多人联保
启东市临海公路建设工程有限公司	12,750	2019.12.19	单人担保
启东市垦牧小镇置业有限公司	69,300	2025.03.21	单人担保
启东市交通摩托车销售有限公司	500	2019.02.26	单人担保
启东市嘉致源实业有限公司	15,600	2020.01.05	单人担保
启东市吉力通机械有限公司	6,000	2019.05.17	多人联保
启东市花花苑实业有限公司	9,000	2019.05.29	单人担保
启东市弘荣源实业有限公司	14,500	2019.09.20	多人联保
启东市合力城镇开发经营有限公司	13,000	2019.12.11	多人联保
启东市海启开发建设有限公司	55,200	2022.02.28	单人担保
启东市德辰实业有限公司	98,139	2022.03.21	多人联保和抵押物担保
启东市城市建设投资开发有限公司	50,530	2036.12.01	单人担保

启东市伯德贸易有限公司	14,000	2020.02.06	多人联保
启东市保障房建设投资有限公司	13,920	2028.01.10	抵押物担保
启东市八达建筑工程有限公司	1,000	2020.01.07	多人联保
启东千帆印染有限公司	500	2019.01.18	单人担保
启东茂腾贸易有限公司	4,000	2020.12.31	多人联保
启东茂材实业有限公司	37,200	2020.12.31	单人担保
启东吕四渔港实业有限公司	8,640	2019.12.31	单人担保
启东吕四港水务有限公司	21,000	2020.04.27	单人担保
启东龙大沿海开发建设有限公司	8,540	2019.09.10	抵押物担保
启东临海城镇开发经营有限公司	59,509	2021.12.31	单人担保和抵押物担保
	42,200	2020.01.02	单人担保
启东经济开发区总公司	55,500	2022.05.20	单人担保
启东经济开发区科技创业中心有限公司	10,000	2019.09.26	单人担保
启东江天生态农庄有限公司	800	2019.04.02	单人担保
启东江海园投资开发有限公司	18,500	2020.04.19	单人担保
启东江海交通发展有限公司	42,000	2020.12.22	单人担保
启东洪仁贸易有限公司	6,000	2019.05.23	多人联保
启东红祖化工贸易有限公司	4,000	2020.12.31	多人联保
启东衡麓市政工程有限公司	22,180	2021.09.26	单人担保
启东海工船舶工业园开发建设有限公司	9,000	2019.04.25	单人担保
启东创新型经济园开发有限公司	47,000	2020.12.31	单人担保
启东楚越开发建设有限公司	27,500	2025.05.31	单人担保
启东滨海美城绿化工程有限公司	19,750	2020.06.20	多人联保
启东滨海工业园污水处理有限公司	8,000	2019.09.29	单人担保
	6,000	2019.02.08	抵押物担保
启东斑马装饰工程有限公司	300	2018.11.05	单人担保
派尔科化工材料（启东）有限公司	450	2019.02.02	多人联保
南通市通启公路工程有限公司	3,000	2020.01.08	单人担保
南通瑞道建材有限公司	700	2019.07.01	单人担保
南通林恒门窗科技有限公司	1,320	2019.08.23	单人担保和抵押物担保
南通景政建筑工程有限公司	1,500	2019.01.17	单人担保
南通金原建设工程有限公司	1,650	2019.06.04	单人担保和抵押物担保
南通金鼎海苔有限公司	800	2019.05.06	单人担保
南通江洲建设工程有限公司	500	2019.02.12	单人担保
南通华越建设工程有限公司	1,070	2019.08.27	单人担保和抵押物担保
南通恒可嘉实业有限公司	1,800	2020.01.09	单人担保
南通皓得江实业有限公司	6,000	2019.06.30	多人联保
南通国立箱包有限公司	350	2019.10.29	单人担保

南通东骏装饰有限公司	800	2019.12.17	单人担保
南通鼎强建筑装饰工程有限公司	550	2019.08.20	多人联保和抵押物担保
美通重工有限公司	1,000	2019.07.20	单人担保
朗峰新材料科技股份有限公司	770	2019.08.21	单人担保和抵押物担保
江苏众鼎冶金机械有限公司	500	2019.01.31	单人担保
江苏中润建设集团东盟建设有限公司	1,000	2020.01.23	单人担保
江苏鑫沅机电工程技术有限公司	300	2019.11.08	单人担保
江苏同明新材料科技股份有限公司	600	2019.11.16	单人担保
江苏吕四港开发建设有限公司	17,000	2021.01.30	单人担保
江苏金木堂古典家具有限公司	880	2019.12.17	单人担保和抵押物担保
江苏华诚智能信息工程有限公司	800	2019.04.07	单人担保
江苏海林津启生态建设有限公司	1,400	2019.08.25	单人担保
江苏百悦国际大酒店有限公司	1,600	2019.12.12	单人担保和抵押物担保
合计	1,459,934	-	-

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

附录四 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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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

附录五 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。