

2019 年南通天山置业有限公司 公司债券信用评级报告



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】第 Z
【192】号 02

分析师

杨培峰 顾春霞

电话：
021-51035670

邮箱：
yangpf@cspengyuan.com

评级日期：
2019 年 10 月 29 日

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

2019 年南通天山置业有限公司 公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行规模：不超过 2.7 亿元

债券期限：7 年

担保主体：江苏省信用再担保集团有限公司

债券偿还方式：单利按年计息，每年付息一次，同时设置本金提前偿付条款

发行主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

增信方式：第三方担保

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”）对南通天山置业有限公司（以下简称“天山置业”或“公司”）本次拟公开发行总额不超过 2.7 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到公司外部运营环境较好，为其发展提供了良好基础，公司营业收入大幅上升，获得较大力度的外部支持，江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保提升了本期债券的安全性；同时我们也关注到了公司资产整体流动性较弱、后续面临较大资金支出压力、公司短期偿债压力较大以及存在一定的或有负债等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2016-2018 年崇川区实现地区生产总值 682.69 亿元、772.23 亿元和 819.51 亿元，同比增长 9.0%、8.0%和 6.7%，区域经济保持较快增长，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司业务可持续性较强，营业收入大幅上升。随着崇川区保障房建设工作的深入推进，公司承建的保障房项目较多，截至 2018 年末，公司全部项目待结转成本规模达 63.19 亿元，近年来营业收入较有保障。2016-2018 年公司营业收入分别为 8.03 亿元、7.99 亿元和 26.43 亿元，营业收入大幅上升。
- 公司获得的外部支持力度较大。公司作为崇川区重要的保障房建设主体，地方政府在财政补助等方面给予了较大支持，2016-2018 年公司分别获得财政补贴 0.62

亿元、0.59 亿元和 0.59 亿元，较大力度的外部支持有效提升了公司的经营能力。

- **江苏再担保提供的不可撤销连带责任保证担保提高了本期债券的安全性。**经中证鹏元评定，江苏再担保 2018 年主体长期信用等级为 AAA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保提高了本期债券的安全性。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**公司资产主要由应收账款和存货构成，截至 2018 年末应收账款和存货合计占总资产比重为 78.99%，存货主要系安置房开发成本，且大部分处于未完工状态，较难在短期内集中变现，存在一定流动性风险。
- **公司收现比表现不佳，后续面临较大项目支出压力。**由于公司安置房项目回款速度缓慢，近年收现比表现不佳，2016-2018 年公司收现比分别为 0.96、0.56 和 0.20。截至 2018 年末，公司在建及拟建项目尚需投资规模为 89.52 亿元，面临较大资金支出压力。
- **公司负债规模上升较快，短期偿债压力较大。**随着经营规模的不断扩大，公司负债规模快速上升，2016-2018 年总负债分别为 39.07 亿元、57.49 亿元和 68.86 亿元，年均复合增长率为 32.76%，负债规模上升较快；有息负债中 2019 年到期的本金金额为 14.06 亿元，公司短期偿债压力较大。
- **存在一定或有负债风险。**截至 2018 年 12 月末，公司对外担保余额 16.02 亿元，占 2018 年末所有者权益的比例为 37.24%，被担保单位系政府下属单位，但金额较大，且无相应的反担保措施，存在一定或有负债风险。

公司主要财务指标：（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,118,852.04	985,081.97	787,462.32
所有者权益	430,203.37	410,167.11	396,725.06
有息债务	388,195.36	437,482.14	346,700.00
资产负债率	61.55%	58.36%	49.62%
流动比率	3.53	6.62	14.15
营业收入	264,271.36	79,943.68	80,285.92
其他收益	5,931.00	5,888.00	-
营业外收入	9.65	0.80	6,496.60
利润总额	24,951.65	16,107.12	17,092.36
综合毛利率	10.53%	15.79%	16.79%
EBITDA	29,350.09	17,092.59	17,347.04

EBITDA 利息保障倍数	1.36	0.94	1.45
经营活动现金流净额	13,187.99	-40,593.53	-125,185.53

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

江苏再担保主要财务指标：（单位：万元）

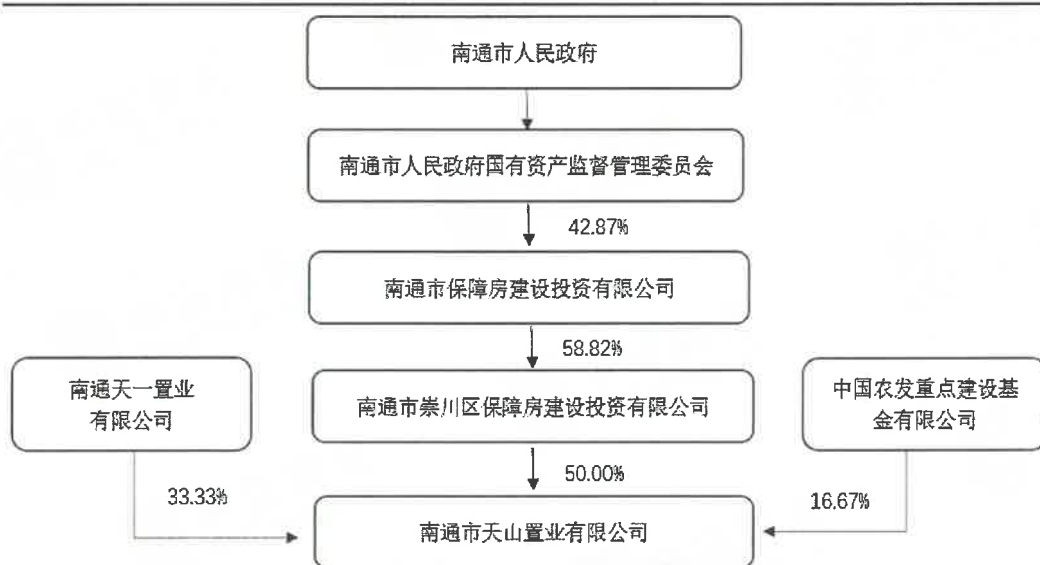
项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,439,296.61	1,222,442.84	1,084,751.81
所有者权益	752,668.99	717,323.61	698,626.25
直接担保责任余额（亿元）	-	444.50	318.03
再担保责任余额（亿元）	-	171.90	159.42
担保净资产放大倍数	-	8.59	6.83
累计担保代偿率	-	0.11%	0.13%

资料来源：江苏再担保 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

天山置业成立于2013年7月，初始注册资本为10,000.00万元，出资方为南通天一置业有限公司；2015年6月，公司增加注册资本15,000.00万元，出资方为南通市崇川区保障房建设投资有限公司；2016年4月，公司增加注册资本5,000.00万元，出资方为中国农发重点建设基金有限公司。截至2019年6月30日，公司注册资本为30,000.00万元，实缴资本30,000.00万元，南通市崇川区保障房建设投资有限公司¹持股50.00%，南通天一置业有限公司持股33.33%，中国农发重点建设基金有限公司持股16.67%，公司实际控制人为南通市人民政府。公司股权及控制关系如下：

图1 截至2019年6月30日公司股权及控制关系图²



资料来源：公司提供

公司作为南通市崇川区重要的安置房建设主体，主要从事安置房建设工作，具体包括房地产开发经营、房屋租赁、基础工程、水电安装、园林绿化、装饰装潢材料销售等。截至2018年末，公司纳入合并范围子公司2家，详见下表。

表1 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
南通天乐资产投资管	3,000.00	100.00%	实业投资；物业管理；建筑材料、贵金属、纺织品、

¹ 未获取南通市崇川区保障房建设投资有限公司征信报告，交银施罗德资产管理有限公司持有公司剩余41.18%股权。

² 根据公司2016-2018三年连审审计报告，南通市崇川区保障房建设投资有限公司、南通天一置业有限公司、中国农发重点建设基金有限公司实缴金额占实收资本比例分别为52.38%、33.33%和14.29%。

理有限公司

纺织机械设备的销售

南通天特建设项目管
理有限公司

500.00

51.00%

建设项目管理服务；建设工程造价咨询；建设工程招
标代理；建设工程技术服务

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称：2019年南通天山置业有限公司公司债券；

发行总额：不超过人民币2.7亿元；

债券期限和利率：本期债券期限为7年，本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息；

还本付息方式：每年付息一次，同时设置本金提前偿付条款，在本期债券存续期的第3、第4、第5、第6、第7个计息年度末分别按照债券发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金，最后五年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日）。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息；

增信方式：本期债券由江苏再担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本次债券募集资金2.70亿元，其中1.35亿元拟用于R15030地块一期（东区）建设项目，1.35亿元拟用于R15030地块二期（西区）建设项目。募投项目具体资金使用情况如下：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	总投资额	拟使用募集资金	占项目总投资额比例
R15030 地块一期（东区）建设项目	63,000.00	13,500.00	21.43%
R15030 地块二期（西区）建设项目	65,800.00	13,500.00	20.52%
合计	128,800.00	27,000.00	20.96%

资料来源：公司提供

（一）R15030地块一期（东区）建设项目

1、项目建设内容

R15030地块一期（东区）建设项目（以下简称“一期项目”）属于安置房建设项目，该项目总投资63,000.00万元，其中土地费用17,500.00万元，建筑安装工程费34,634.39万元，建设期利息2,207.20万元。一期项目占地面积43,009.84平方米，建筑面积为133,832.00平方米，地上建筑面积为91,415.00平方米，其中住宅面积90,875.00平方米，公建配套面积540.00

平方米；地下建筑面积为42,417.00平方米。地上建筑最高建筑高度为58.00m，为18层住宅建筑。另外配建停车位719个。

2、项目审批情况

项目审批情况具体见下表：

表3 募投项目审批情况

序号	文件名称	发文单位	发文时间
1	《关于南通天山置业有限公司世纪新城五期安置房项目环境影响报告书的批复》（崇环书复【2014】14号）	南通市崇川区环境保护局	2014.8.11
2	《关于世纪新城五期安置房项目的意见》	南通市崇川区环境保护局	2015.10.30
3	《崇川区发改委关于南通天山置业有限公司R15030地块项目节能评估报告书的审查意见》（崇川发改资环发【2015】14号）	南通市崇川区发展和改革委员会	2015.9.29
4	《江苏省社会稳定风险评估备案表》	南通市崇川区维护稳定工作领导小组办公室	2015.10.20
5	《崇川区发改委关于南通天山置业有限公司R15030地块一期（东区）建设项目核准的批复》（崇川发改投资核【2015】17号）	南通市崇川区发展和改革委员会	2015.11.1
6	《建设用地规划许可证》（地字第320600201510117号）	南通市规划局	2015.12.18
7	《关于南通市区部分棚户区（危旧房）改造工程项目（观音山片区）的确认函》	江苏省住房和城乡建设厅	2016.1.12
8	《中华人民共和国土地证》（苏通国用2016010600001号）	南通市国土资源局	2016.1.14
9	《建设工程规划许可证》（地字第320602201610020号）	南通市规划局	2016.1.26
10	《建筑工程施工许可证》（编号320602201606030101号）	南通市行政审批局	2016.6.3
11	《关于南通天山置业有限公司世纪新城五期项目的说明》	南通市崇川区发展和改革委员会	2018.6.20

资料来源：公司提供

3、项目资金来源

一期项目总投资为6.30亿元，拟使用本期债券募集资金1.35亿元，占项目总投资额的21.43%，其余资金由公司自筹。

4、项目建设进度

该项目于2016年4月开始项目施工前期筹备，2017年1月开始主体建设，预计建设工期为24个月，由于本次债券融资资金尚未到位，公司预计一期项目完工进度将有所延迟，调整完工时间为2019年底。截至2018年12月末，一期项目建设处于房屋主体施工阶段，已完成投资约3.99亿元，占项目总投资额的63.33%。

5、项目收益实现

根据北京中金万瑞工程咨询有限公司（以下简称“中金万瑞”）出具的《南通天山置业有限公司 R15030 地块一期（东区）建设项目可行性研究报告》，本项目包含保障房住宅和停车位等，项目建成后，保障房住宅和地下停车位全部出售。一期项目住宅可销售面积为 90,875.00 平方米，停车位可销售数量为 719 个。

参考南通市崇川区现有商品房的市场价格，同时考虑通货膨胀和市场供需因素，一期项目保障房住宅按 8,600.00 元/平方米销售；地下停车位按 6 万元/个销售。一期项目销售期限为 3 年，从建设期的第三年开始销售，第三年至第五年的销售比例分别为 45%、35% 和 20%，一期项目在计算期内销售收入合计为 82,466.50 万元。税后投资回收期为 4.01 年，内部收益率为 8.89%。但项目收益受当地房地产市场景气度影响，存在不及预期可能。

表4 投资现金流量表（单位：万元）

项目	合计	计算期				
		1年	2年	3年	4年	5年
现金流入	82,466.50	0.00	0.00	37,106.63	28,865.38	16,494.50
现金流出	66,098.79	39,747.49	21,045.31	996.07	1,833.33	2,476.60
开发建设投资	60,792.80	39,747.49	21,045.31	0.00	0.00	0.00
运营管理成本	205.20	0.00	0.00	68.40	68.40	68.40
销售费用	412.33	0.00	0.00	185.53	144.33	82.47
经营税金及附加	3,039.13	0.00	0.00	0.00	1,043.30	1,995.83
土地增值税	1649.33	0.00	0.00	742.13	577.31	329.89
所得税前净现金流量	1,6367.71	-39,747.49	-21,045.31	36,110.56	27,032.05	14,017.90
税前累计净现金流量	-106,505.01	-39,747.49	-60,792.80	-24,682.24	2,349.81	16,367.71
调整所得税	2,856.93	0.00	0.00	1,417.38	1,085.07	354.48
所得税后净现金流量	13,510.78	-39,747.49	-21,045.31	34,693.18	25,946.97	13,663.43
累计所得税后净现金流量		-39,747.49	-60,792.80	-26,099.62	-152.65	13,510.78

资料来源：《南通天山置业有限公司 R15030 地块一期（东区）建设项目可行性研究报告》

（二）R15030地块二期（西区）建设项目

1、项目建设内容

R15030地块二期（西区）建设项目（以下简称“二期项目”）属于安置房建设项目，该项目总投资估算为65,800.00万元，其中土地费用19,300.00万元，建筑安装工程费33,170.25万元，建设期利息2,305.3万元。二期项目占地面积43,009.83平方米，建筑面积为132,105.00平方米，其中地上建筑面积为93,522.00平方米，其中住宅面积82,417.00平方米，底层商业配建面积6,012.00平方米，其他公建配套面积5,092.00平方米；地下建筑面积为38,583.00平方米。地上建筑最高建筑高度为58.00m，为18层住宅建筑。另外配建停车位654

个。

2、项目审批情况

项目审批情况具体见下表：

表5 募投项目审批情况

序号	文件名称	发文单位	发文时间
1	《关于南通天山置业有限公司世纪新城五期安置房项目环境影响报告书的批复》（崇环书复【2014】14号）	南通市崇川区环境保护局	2014.8.11
2	《关于世纪新城五期安置房项目的意见》	南通市崇川区环境保护局	2015.10.30
3	《崇川区发改委关于南通天山置业有限公司R15030地块项目节能评估报告书的审查意见》（崇川发改资环发【2015】14号）	南通市崇川区发展和改革委员会	2015.9.29
4	《江苏省社会稳定风险评估备案表》	南通市崇川区维护稳定工作领导小组办公室	2015.10.20
5	《崇川区发改委关于南通天山置业有限公司R15030地块二期（西区）建设项目核准的批复》（崇川发改投资核【2015】18号）	南通市崇川区发展和改革委员会	2015.12.15
6	《建设用地规划许可证》（地字第320600201510117号）	南通市规划局	2015.12.18
7	《中华人民共和国土地证》（苏通国用2016010600001号）	南通市国土资源局	2016.1.14
8	《建设工程规划许可证》（地字第320602201610020号）	南通市规划局	2016.1.26
9	《建筑工程施工许可证》（编号320602201604290801号）	南通市行政审批局	2016.4.29
10	《关于南通天山置业有限公司世纪新城五期项目的说明》	南通市崇川区发展和改革委员会	2018.6.20
11	《省住房城乡建设厅关于确认南通市区2018年棚户区改造工程项目函》	江苏省住房和城乡建设厅	2018.6.28

资料来源：公司提供

3、项目资金来源

二期项目总投资为6.58亿元，拟使用本期债券募集资金1.35亿元，占项目总投资额的20.52%，其余资金由公司自筹。

4、项目建设进度

该项目于2016年4月开始项目施工前期筹备，2017年1月开始主体建设，预计建设工期为24个月，由于本次债券融资资金尚未到位，公司预计二期项目完工进度将有所延迟，调整完工时间为2019年底。截至2018年12月末，二期项目建设处于房屋主体施工阶段，已完成投资约4.16亿元，占项目总投资额的63.22%。

5、项目收益实现

根据中金万瑞出具的《南通天山置业有限公司 R15030 地块一期（东区）建设项目可

行性研究报告》，本项目包含保障房住宅和停车位等，项目建成后，保障房住宅、底层商业配建和地下停车位全部出售。二期项目住宅可销售面积为 82,417.00 平方米，底层商业配建可销售面积为 6,012.00 平方米，停车位可销售数量为 654 个。

参考南通市崇川区现有商品房及商铺的市场价格，同时考虑通货膨胀和市场供需因素，二期项目保障房按 8,600.00 元/平方米销售；底层商业配建方面，按 13,500.00 元/平方米销售；地下停车位按 6 万元/个销售。项目销售期限为 3 年，从建设期的第三年开始销售，第三年至第五年的销售比例分别为 45%、35%和 20%。二期项目在计算期内销售收入合计为 82,918.82 万元。税后投资回收期为 4.16 年，内部收益率为 7.37%。但项目收益受当地房地产市场景气度影响，存在不及预期可能。

表6 投资现金流量表（单位：万元）

项目	合计	计算期				
		1年	2年	3年	4年	5年
现金流入	82,918.82	0.00	0.00	37,311.67	29,022.19	16,584.96
现金流出	69,150.21	41,976.70	21,518.01	1,001.19	2,164.51	2,489.80
开发建设投资	63,494.70	41,976.70	21,518.01	0.00	0.00	0.00
运营管理成本	205.20	0.00	0.00	68.40	68.40	68.40
销售费用	414.59	0.00	0.00	186.56	145.11	82.92
经营税金及附加	3,377.34	0.00	0.00	0.00	1,370.55	2,006.78
土地增值税	1,658.38	0.00	0.00	746.23	580.44	331.70
所得税前净现金流量	13,768.61	-41,976.70	-21,518.01	36,310.48	26,857.68	14,095.16
税前累计净现金流量	-119,213.55	-41,976.70	-63,494.70	-27,184.22	-326.55	13,768.61
调整所得税	2,139.75	0.00	0.00	1,129.13	776.84	233.79
所得税后净现金流量	11,628.86	-41,976.70	-21,518.01	35,181.35	26,080.84	13,861.37
累计所得税后净现金流量		-41,976.70	-63,494.70	-28,313.35	-2,232.51	11,628.86

资料来源：《南通天山置业有限公司 R15030 地块二期（西区）建设项目可行性研究报告》

四、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，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国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。2016-2018 年，我国国内生产总值（GDP）从 74.71 万亿元增长至 90.03 万亿元，

各年分别增长 6.7%、6.8%、6.6%。稳增长下新旧动能发生转换，旧动能日渐趋弱，新经济则发展壮大但方兴未艾。2016-2018 年，战略性新兴产业增加值分别增长 10.5%、11.0%、8.9%，高于同期工业增加值增长率。2017-2018 年战略性新兴产业营业收入分别增长 17.3%、14.6%。

从经济增长的贡献率来看，最终消费支出对经济增长的贡献越来越大，资本形成的贡献率下降，货物和服务净出口的贡献率较低且波动较大。2018 年，最终消费支出、资本形成、货物和服务净出口的贡献率分别为 76.2%、32.4%、-8.6%。消费作为拉动 GDP 的第一动力，由于个人可支配收入增长放缓和房地产挤出效应影响，近年居民消费意愿减弱。固定资产投资整体呈下降趋势，其中，制造业利润下降导致制造业投资放缓；国内基础设施的逐步完善和地方政府融资受限导致基建投资不再成为拉动经济的主力；房地产的周期性和调控政策导致房地产投资难以持续发力。中美贸易战、美联储货币政策、全球经济等外部环境的深刻变化则加大出口的不确定性，拖累经济增长。总体而言，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积极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。

自 2014 年 43 号文明确提出加强地方政府性债务管理以来，国家出台多项政策完善和落实地方政府性债务管理制度，推进城投公司市场化转型，逐步规范城投行业发展。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

2014 年 10 月，国务院发布《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”），明确提出规范地方政府性债务，规定地方政府不得借助企事业单位进行融资，拉开了中央政府规范和控制地方政府债务的序幕。后续相关政策延续 43 号文精神，在此总框架下，对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。2015 年 2 月，发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务，对城投公司发债进行严格管理。此后，随着经济下行压力的增大，政策上一定程度放松了对融资平台发债的限制。2015 年 5 月，发改办财金[2015]1327 号文鼓励企业发债为七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，并不受发债企业数量指标的限制，同时打通县域企业发债通道。

2016 年，国家出台多项政策，推动城投公司深化改革，引导城投行业加快转型，逐步规范城投行业发展。2 月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4 号），严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作。7 月，中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18 号），限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运动，鼓励发展直接融资。

2017 年至 2018 年上半年，随着城投行业监管政策密集发布，国家对城投公司的监管日趋严格，主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。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），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，不得为融资平台公司提供各种形式的担保，并严禁地方政府利用 PPP 变相举债、承诺回收本金等行为。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），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。2018 年 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。

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7 近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
2014 年 10 月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号）	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制，加快建立规范的地方政府举债融资机制，化解地方政府性债务风险
2015 年 2 月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务；鼓励各地扩大项目收益债、可续期债券等创新品种规模
2015 年 5 月	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》（发改办财金[2015]1327 号）	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融资，不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等
2016 年 2 月	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4 号）	财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会	进一步规范土地储备行为，严禁各类城投公司等其它机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作
2016 年 7 月	《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18 号）	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运作，鼓励发展直接融资

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、银监会、证监会	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机制
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）	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，依法依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

南通市经济发展较快，产业结构不断优化，受固定资产投资增速下降影响，经济增速有所放缓

南通市位于江苏东南部，属上海市一小时经济圈，系中国首批对外开放的14个沿海城市之一。南通市下辖3个区（崇川、港闸、通州）、2个县（海安、如东）、2个开发区（南通经济技术开发区、南通滨海园区）、1个功能区（苏通科技产业园），代管3个县级市（启东、如皋、海门），总面积8,001平方公里。截至2018年末，南通市全市常住人口731.0万

人，2018年人均GDP为115,320元。

得益于优越的地理位置，南通市经济发展较快，2016-2018年全市地区生产总值增长率分别为9.3%、7.8%和7.2%，受宏观环境影响，增速持续下降，其中第一产业增速很低，第二产业增速持续下降，第三产业增速较快，近三年分别为10.7%、9.4%和8.4%，增速呈现下降趋势。南通市产业结构由2016年的5.4:46.8:47.8调整为2018年的4.7:46.8:48.4，第二产业支柱作用依然明显，第三产业比重不断提高，产业结构优化。

南通市拥有较强的工业基础，逐渐形成了电子信息业、高端纺织业、船舶海工产业三大重点支柱产业和新能源、智能装备和新材料三大重点新兴产业。2016-2018年全市规模以上工业增加值增速分别为9.8%、7.8%和7.7%，增速有小幅下降。

2016-2018年南通市固定资产投资增速逐年放缓，其中工业投资增速分别为8.7%、8.2%和8.0%，服务业投资增速分别为16.5%、11.8%和9.6%，固定资产投资增速的下滑在一定程度上拖累经济增长。房地产投资方面，2016-2018年南通市的房地产投资增速有反弹趋势，分别为-15.5%、4.4%和24.5%。2017-2018年南通市商品房销售增速放缓，其中2017年商品房销售面积同比增长38%，2018年商品房销售面积同比增长4.5%，一定程度缓解了去库存压力。2014年末，南通市商品房广义库存去化周期³为6.49年，2016年下降到5.12年，2017年进一步下降到3.78年。商品房销售的增长有助于拉动房地产投资，但2016年4季度以来房地产调控政策持续收紧，限购、限贷、限制融资等措施的范围和力度不断加大，预计未来一段时间南通市房地产销售和投资的回升受到较大限制。

2016-2018年南通市社会消费品零售总额保持增长，是拉动经济增长的主要动力，其中批发和零售业同比分别增长10.5%、9.1%和8.9%。2018年南通市进出口总额持续提升，为2,542.9亿元，带动区域经济的增长。

表8 2016-2018年南通市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	8,427.0	7.2%	7,734.6	7.8%	6,768.2	9.3%
第一产业增加值	397.8	2.2%	382.7	2.4%	366.1	0.7%
第二产业增加值	3,947.9	6.5%	3,639.8	6.8%	3,170.3	9.0%
第三产业增加值	4,081.4	8.4%	3,712.1	9.4%	3,231.8	10.7%
固定资产投资	-	8.8%	4,959.2	8.9%	4,812.0	10.0%
社会消费品零售总额	3,088.8	9.0%	2,873.4	9.1%	2,632.9	10.7%
进出口总额	2,542.9	7.7%	2,360.2	15.9%	2,035.3	3.8%

³（年末商品房施工面积+年末商品房待售面积）/当年商品房销售面积，数据来源于南通市统计公报和Wind资讯。

存款余额	12,211.17	4.2%	11,718.2	3.4%	11,330.6	15.11%
贷款余额	8,878.0	12.6%	7,886.6	14.4%	6,896.6	13.41%
人均 GDP (元)	115,320		105,903		92,702	
人均 GDP/ 全国人均 GDP	1.78		1.79		1.72	

资料来源：南通市 2016-2018 年国民经济与社会发展统计公报

2018年南通市实现公共财政收入606.19亿元，较上年增长2.6%，其中税收收入503.98亿元，占公共财政收入比重为83.1%，比上年同期提高4.8个百分点；同期南通市公共财政支出为877.12亿元，同比增长8.1%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为69.1%。

受益于消费增长以及固定资产投资回升，2018年崇川区经济总量保持增长

崇川区系南通市主城区，南通市委、市政府的驻地，下辖10个街道、1个省级开发区，截至2018年末，全区常住人口共计71.89万人，人均GDP为114,385元，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。近年崇川区经济总量增速逐年放缓，2016-2018年地区生产总值增速分别为9.0%、8.0%和6.7%，2018年实现地区生产总值819.51亿元。由于崇川区系南通市商贸服务核心区域，第三产业占比较高且逐年增长，产业结构由2016年的0.0:25.0:75.0调整为2018年的0.0:23.8:76.2。

崇川区近年已形成了以船舶修造、装备制造、轻工食品、电子信息、现代纺织五大产业板块。2018全年实现工业增加值130.89亿元，2016-2018年增速分别为2.8%、7.7%和4.3%，增速有所波动。2018年规模以上工业总产值360.72亿元，2016-2018年增速分别为-5.3%、10.7%和7.8%，其中2018年高新技术产业产值220.26亿元，2016-2018年分别增长6.6%、17.2%和13.1%。

2016-2018年崇川区固定资产投资增速呈回暖趋势，分别为-20.3%、6.6%和8.2%，其中工业投资增速分别为0.3%、-46.1%和8.4%；2016-2018年崇川区房地产投资增速分别为-37.3%、48.8%和2.7%，有明显下降趋势。

2016-2018年崇川区社会消费品零售总额保持增长，其中批发零售总额分别为359.84亿元、388.23亿元和417.84亿元，住宿餐饮业销售额分别为38.46亿元、21.41亿元和42.13亿元。

表9 2016-2018 年南通市崇川区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	819.51	6.7%	772.23	8.0%	682.69	9.0%
第一产业增加值	0.06	-27.2%	0.08	-38.9%	0.13	-35.2%
第二产业增加值	195.26	4.7%	185.06	5.7%	170.45	3.7%
第三产业增加值	624.19	7.3%	587.09	8.7%	512.11	11.0%

工业增加值	130.89	4.3%	126.92	7.7%	115.82	2.8%
固定资产投资	-	8.2%	325.44	6.6%	332.24	-20.3%
社会消费品零售总额	462.97	7.8%	430.00	8.0%	398.30	10.1%
进出口总额（亿美元）	71.07	7.7%	66.02	20.6%	54.78	-21.0%
人均 GDP（元）	114,385		108,155		96,018	
人均 GDP/全国人均 GDP	1.77		1.83		1.78	

资料来源：南通市崇川区 2016-2018 年国民经济与社会发展统计公报

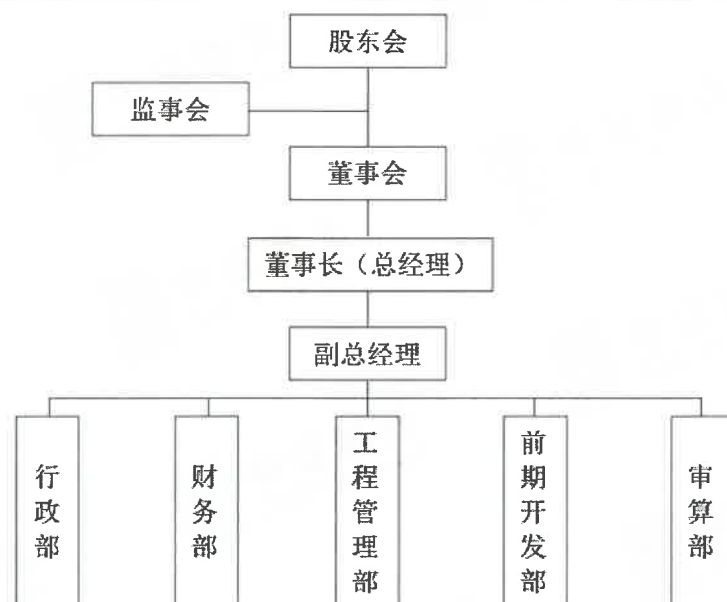
2018年崇川区实现公共财政收入70.00亿元，同比下降2.5%，其中税收收入59.5亿元，占公共财政收入比重为85.00%；同期崇川区一般公共预算支出为39.54亿元，同比增长3.6%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为177.04%。

五、公司治理与管理

公司根据《公司法》和其他相关法律规定，制定了《南通天山置业有限公司章程》，建立了股东会、董事会、监事会和经营管理层，以此建立、健全决策、执行、监督和防范风险机制，完善法人治理结构及内部控制机制，实现规范、科学、高效运作。经营管理层下面公司建立了与自身业务特色相适应的组织架构，主要包括行政部、财务部、工程管理部、前期开发部和审算部5个职能部门，负责公司的日常事务与经营活动。

截至2019年6月末，公司组织结构图如下：

图2 南通天山置业有限公司组织结构图



资料来源：公司提供

整体上看，公司按《公司法》规定建立了法人治理结构，基本满足日常经营活动需求。

六、经营与竞争

公司系南通市崇川区保障房建设投资有限公司的下属子公司，主营业务范围涵盖了保障房建设、棚户区改造，并附带少量物业管理及房屋中介业务，现阶段业务领域主要集中于崇川区观音山新城片区。2016-2018年公司实现营业收入分别为8.03亿元、7.99亿元和26.43亿元，其中工程建设收入占比分别为97.98%、97.78%和99.42%，系公司营业收入的主要来源，2018年营业收入增长主要系观阳名邸、观河华府、鑫城南苑等项目按照完工进度确认收入所致。2016-2018年公司主营业务毛利率分别为16.79%、15.79%和10.54%，2018年毛利率下滑主要系当年代建项目结算加成比例降低及基数未包含相关税费所致。

表10 2016-2018年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设收入	262,726.36	10.54%	78,172.34	15.87%	78,665.35	16.45%
物业收入及其他	1,391.17	15.02%	1,296.43	-1.80%	1,042.08	20.72%
工程管理及咨询	-	-	474.91	49.83%	578.49	55.73%
合计	264,117.53	10.54%	79,943.68	15.79%	80,285.92	16.79%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司安置房项目较多，近年业务收入明显增长，但目前在建拟建项目尚需投资规模较大，后续面临较大的资金支出压力

公司的安置房项目部分以委托代建模式进行运营，委托方为南通市天城建设投资有限公司，根据签订的代建协议，公司按照项目委托方提供的相关施工图纸、技术要求及标准，自主进行建设、投资。工程完工后，经项目委托人组织交工验收无误后，再由公司交于项目委托人投入使用。项目委托人按照合同约定应偿还包括融资费用、管理费用、建设投资及其他属于代建款的款项。除双方认定的代建款之外，另加计代建投资额的15%-20%作为项目代建收益。项目委托人承诺，代建投资额及相应的代建收益将根据项目建设进度或项目验收结果分期支付至公司，但项目委托人为政府实际控制下的平台公司，实际支付额度较易受财政支付安排影响。

公司安置房项目建设成本主要包括安置房小区用地成本、安置房项目本身建设成本、以及拆迁安置户的补贴费用。其中，公司安置房业务所需建设用地全部系公司通过“招”、“拍”、“挂”等方式取得的，加之安置房项目本身建设成本及拆迁安置补偿费，全部作为项目成本记入存货。

2016-2017年公司工程建设收入主要来源于滨河五期与滨河六期安置房项目，2018年公司工程建设收入主要来源于鑫城南苑、观阳名邸和观河华府安置房项目，详见下表。

表11 2016-2018 年公司安置房业务收入明细情况（单位：万元）

年份	项目名称	项目成本	确认收入
2016 年	滨河五期	44,481.70	53,244.59
	滨河六期	21,242.55	25,420.76
	合计	65,724.25	78,665.35
2017 年	滨河五期	20,042.30	24,050.76
	滨河六期	30,819.09	36,982.91
	鑫城南苑	5,238.69	6,024.49
	观阳名邸	9,664.50	11,114.17
	合计	65,764.58	78,172.34
2018 年	鑫城南苑	74,743.05	83,450.98
	观阳名邸	63,082.34	70,431.74
	观河华府	97,486.04	108,843.64
	合计	235,311.43	262,726.36

资料来源：公司提供

公司作为崇川区重要的保障房建设主体，自成立以来，安置房项目不断增加，业务规模逐年上升，截至2018年末，公司在建及拟建项目13个，预计总投资达200.70亿元，已累计投资111.51亿元，尚需投资合计89.52亿元（剔除鑫城南苑及滨河六期超出预计总投资部分），所需资金均由公司自行筹措，公司后续面临较大融资压力。

表12 截至2018年12月31日公司主要在建及拟建工程项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资
观阳名邸	193,289.98	174,252.89
观河华府	145,793.55	133,662.49
兴石河	262,273.10	225,465.27
鑫城南苑	104,773.80	105,228.50
中桥名邸	141,202.37	127,253.65
R15030 地块建设项目	128,800.00	81,488.78
滨河五期	168,967.92	163,258.77
滨河六期	89,989.78	92,852.21
水街	25,919.51	11,667.26
兴石花园二期（二号地块）	230,000.00	-
兴石花园二期（四号地块）	260,000.00	-
华润及周边地块	178,000.00	-

裕景苑西侧地块	78,000.00	-
合计	2,007,010.01	1,115,129.82

注：本期债券募投项目 R15030 地块建设项目拆分为一期项目和二期项目，均为自营项目，项目建成后，由公司自行销售。

资料来源：公司提供

尚未结算的在建项目中，有滨河五期、滨河六期、观阳名邸、观河华府以及鑫城南苑已确认部分收入，相应结转成本48.33亿元，全部项目待结转成本规模达63.19亿元。

表13 截至 2018 年末公司在建项目结转情况（单位：万元）

项目名称	项目已投资	累计已结转成本	待结转成本
观阳名邸	174,252.89	72,746.84	101,506.05
观河华府	133,662.49	97,486.04	36,176.45
兴石河	225,465.27	-	225,465.27
鑫城南苑	105,228.50	79,981.74	25,246.76
中桥名邸	127,253.65	-	127,253.65
R15030 地块建设	81,488.78	-	81,488.78
滨河五期	163,258.77	152,068.84	11,189.93
滨河六期	92,852.21	80,993.09	11,859.12
水街	11,667.26	-	11,667.26
华润纺织等前期开发费用	171.77		171.77
合计	1,115,301.59	483,276.55	632,025.04

资料来源：公司提供

除安置房建设业务外，公司对其他建筑单位进行前期管理和建设咨询服务，获得部分工程管理及咨询收入，该收入规模很小，对公司业绩影响不大。

政府支持力度较大，为公司发展提供一定保障

公司系南通市崇川区保障房建设投资有限公司下属子公司，实际控制人为南通市人民政府，目前主要负责崇川区的保障房建设工作，为支持和保障公司稳步发展，政府给予公司较大力度支持。

为保证保障性住房建设的稳步推进，2016年-2018年，南通市崇川区观音山新城管理委员会分别下发了对公司进行财政补贴的文件，分别向公司发放专项用途财政补贴资金分别为6,220.00万、5,850.00万元和5,893.00万元，增厚了公司利润。此外，2016年公司收到股东资金注入12,920.68万元，资本实力得到增强。

政府在财政补贴方面对公司给予的较大支持，在一定程度上增强了公司的资本实力及盈利能力，为公司稳步发展提供一定保障。

表14 2016-2018 年公司受政府支持情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
财政补贴	5,893.00	5,850.00	6,220.00
资本注入	-	-	12,920.68
合计	5,893.00	5,850.00	19,140.68

资料来源：公司提供

七、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勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2018年三年连审审计报告，报告均采用新会计准则编制，2016-2018年合并范围未发生变化。

资产结构与质量

近年公司资产规模增长较快，且主要系在建安置房的开发成本，资产整体流动性较弱

由于安置房项目投入持续增加，公司外部融资规模增长，资产规模扩张较快，2016-2018年末公司资产总额复合增长19.20%。公司的主要资产为安置房投资成本，由于安置房建设成本计入存货，2016-2018年末公司流动资产占比分别为97.09%、97.67%和98.04%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。2018年末公司货币资金余额为7.23亿元，主要为银行存款，无受限资金。2018年公司应收账款期末余额大幅增长，全部为应收南通市天城建设投资有限公司一年以内的工程款。其他应收款主要系应收关联单位的往来款，2018年末余额为12.82亿元，较上年大幅增长296.20%。存货系公司资产的主要构成部分，全部系安置房及部分基础设施工程的开发成本。

公司非流动资产比重较小，主要为子公司南通天乐资产管理（以下简称“天乐资产”）有限公司2016年购买的部分商铺和商品房。

总体来看，随着在建项目投入的不断累积，公司资产规模增长较快，资产主要构成系应收账款及存货中的开发成本，资产整体流动性较弱。

表15 2016-2018年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	72,344.59	6.47%	128,927.57	13.09%	95,502.10	12.13%

应收账款	251,695.83	22.50%	39,250.65	3.98%	4,448.59	0.56%
其他应收款	128,190.06	11.46%	32,354.87	3.28%	4,194.42	0.53%
存货	632,025.04	56.49%	751,840.46	76.32%	657,543.08	83.50%
流动资产合计	1,096,963.33	98.04%	962,108.19	97.67%	764,537.11	97.09%
投资性房地产	14,185.66	1.27%	14,593.96	1.48%	15,002.25	1.91%
非流动资产合计	21,888.71	1.96%	22,973.79	2.33%	22,925.21	2.91%
资产总计	1,118,852.04	100.00%	985,081.97	100.00%	787,462.32	100.00%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司业务可持续性较强，收入大幅上升，毛利率有所下滑

公司营业收入主要来源于安置房建设收入，2018年营业收入为26.43亿元，较上年大幅上升230.57%，毛利率下滑至10.53%，较上年下降5.26个百分点。

公司持续获得当地政府的财政支持，2016-2018年获得财政补贴分别占利润总额的36.39%、36.32%和23.62%。较大力度的外部支持，对公司利润构成支撑。

表16 2016-2018 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入	264,271.36	79,943.68	80,285.92
其他收益	5,931.00	5,888.00	-
营业利润	24,942.12	16,158.60	10,683.45
营业外收入	9.65	0.80	6,496.60
利润总额	24,951.65	16,107.12	17,092.36
综合毛利率	10.53%	15.79%	16.79%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

现金流

近年公司收现比持续变差，项目建设投入力度较大，融资需求较大

由于项目代建款的回收情况不善，2016-2018年公司的收现比分别为0.96、0.56和0.20。2018年受公司往来款净流入大幅增加，经营活动净现金流有所改善。

2017年投资活动现金流量净额为16.28万元，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金大幅下降所致，2018年公司投资活动现金流入流出基本相当。

筹资活动方面，近三年公司主要通过银行借款筹集资金，同时政府及相关单位对公司的资金拆借亦为公司外部筹资活动的重要资金来源，2018年公司筹资活动现金净流出6.98亿元，主要系偿还债务较多所致。随着工程建设的持续投入，工程回款时间不确定，公司

整体现金流入主要依赖于外部融资活动，融资需求较大。

整体上看，近年公司安置房项目建设投资力度较大，叠加营收回款收缩，公司整体现金流平衡主要依赖于外部融资，考虑到在建项目尚需投资规模较大，公司面临较大的资金压力。

表17 2016-2018 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
收现比	0.20	0.56	0.96
销售商品、提供劳务收到的现金	51,891.92	44,475.55	77,165.33
收到的其他与经营活动有关的现金	306,676.68	117,435.74	100,885.18
经营活动现金流入小计	358,568.61	161,911.28	178,050.50
购买商品、接受劳务支付的现金	101,992.62	156,365.05	176,171.67
支付的其他与经营活动有关的现金	239,745.53	35,515.28	124,964.28
经营活动现金流出小计	345,380.61	202,504.81	303,236.04
经营活动产生的现金流量净额	13,187.99	-40,593.53	-125,185.53
投资活动产生的现金流量净额	-1.94	16.28	-13,949.32
筹资活动产生的现金流量净额	-69,769.03	74,002.72	222,631.39
现金及现金等价物净增加额	-56,582.98	33,425.47	83,496.53

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模上升较快，短期偿债压力较大

随着安置房投资的增加，公司负债规模持续增长。虽然政府支持和收益累积使公司的权益资本不断增厚，但负债规模上升较快，近三年公司债务资本与权益资本的比率随之不断增长。

表18 2016-2018 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年	2016 年
负债总额	688,648.67	574,914.86	390,737.26
所有者权益	430,203.37	410,167.11	396,725.06
负债与所有者权益比率	160.08%	140.17%	98.49%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

由于融资来源以长期借款为主，近三年公司负债以非流动负债为主。

公司流动负债主要由短期借款、应付账款及其他应付款构成。2018年末短期借款余额为0.99亿元，全部为子公司天乐资产的保证借款，保证人为公司。应付账款主要系对施工单位的应付工程款，2018年末，1年以内应付账款占比49.82%，1-2年应付账款占比8.75%，2-3年应付账款占比18.09%，3年以上应付账款占比23.34%。其他应付款主要系关联单位往

来款，近年其他应付账款大幅增加，2018年末余额为27.18亿元，主要是对南通市保障房建设投资有限公司（以下简称“南通保障房公司”）的13.39亿元其他应付账款。账期1年以内的占比70.25%，1-2年的占比29.10%，2-3年的占比0.44%，3年以上的占比0.21%。

近年公司非流动负债大部分由长期借款构成。2018年末公司长期借款占总负债的比重达45.21%。公司的长期借款包括国家开发银行借款、商业银行借款和信托借款，其中包括国家开发银行借款8.97亿元，信托借款6.80亿元，其余为商业银行借款。公司长期借款全部为抵押、质押借款和保证借款，其中抵、质押资产为土地、在建安置房项目、应收债权，保证人为南通市天城建设投资有限公司（公司安置房项目的委托方）、南通市崇川区城市建设投资有限公司和南通保障房公司（公司股东）。公司应付债券系“17天山01”和“18天山01”，截至2018年底，应付债券余额为6.69亿元。

表19 2016-2018 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	9,900.00	1.44%	8,000.00	1.39%	0.00	0.00%
应付账款	7,049.31	1.02%	6,758.29	1.18%	14,197.35	3.63%
其他应付款	271,792.05	39.47%	114,673.67	19.95%	15,213.25	3.89%
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00%	0.00	0.00%	10,000.00	2.56%
流动负债合计	310,353.31	45.07%	145,432.72	25.30%	54,037.26	13.83%
长期借款	311,351.50	45.21%	379,700.00	66.04%	336,700.00	86.17%
应付债券	66,943.86	9.72%	49,782.14	8.66%	0.00	0.00%
非流动负债合计	378,295.36	54.93%	429,482.14	74.70%	336,700.00	86.17%
负债合计	688,648.67	100.00%	574,914.86	100.00%	390,737.26	100.00%
有息债务	388,195.36	56.37%	437,482.14	76.10%	346,700.00	88.73%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

由于近年来公司负债增加主要来源于其他应付款的增加，长期借款规模有一定幅度降低，公司有息负债规模小幅下降，截至2018年底，有息负债总额为38.82亿元，占负债总额比重为56.37%。从公司有息负债偿还期限分布来看，2019年有息债务到期金额较大，面临较大的偿债压力。

表20 截至 2018 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后
有息负债	140,600.00 ⁴	54,000.00	-	193,595.36

资料来源：公司提供

2016-2018年公司资产负债率从49.62%快速上升到61.55%，债务压力增长较快。公司

⁴ 长期借款中一年内到期的金额为 130,700 万元

有息负债规模较大，2016-2018年公司EBITDA利息保障倍数分别为1.45、0.94和1.36，处于较低水平，有息债务与EBITDA比值由2016年的19.99波动下降至2018年的13.23，但偿债压力依然较大。

表21 2016-2018 年公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年	2016 年
资产负债率	61.55%	58.36%	49.62%
流动比率	3.53	6.62	14.15
速动比率	1.50	1.45	1.98
EBITDA（万元）	29,350.09	17,092.59	17,347.04
EBITDA 利息保障倍数	1.36	0.94	1.45
有息债务/EBITDA	13.23	25.59	19.99

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

募投项目经营收益是本期债券的首要偿债资金来源。根据可行性研究报告，在本期债券存续期内募投项目总收入合计为165,385.32万元，能够为本期债券的本息偿付提供一定的现金流。但收入的实现受宏观经济、项目进度、市场需求等因素影响较大，存在一定的不确定性。

公司营业收入和现金流入是本期债券偿债资金的重要来源。随着保障房项目数量的上升及项目建设进度的推进，近年公司工程建设业务收入维持稳定。2018年末公司安置房项目的待结转成本为63.19亿元，未来收入较有保障。但公司的安置房项目主要受委托方回购，回购进度存在一定的不确定性，且公司安置房工程未来资金需求较大，工程的完工进度受到资金链影响存在有确定性，从而使公司的收入实现存在不确定性。

（二）本期债券保障措施分析

江苏省再担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保提高了本期债券的安全性

本期债券由江苏省再担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保期间为债券存续期及债券到期日起第二年。债券持有人在此期间未要求担保人承担保

证责任的，担保人免除保证责任。

江苏再担保原名江苏省信用再担保有限公司，成立于2009年12月，初始注册资本30亿元，是江苏省人民政府牵头组建的省属政策性再担保机构。2018年，江苏再担保分别以资本公积和未分配利润转增资本2.27亿元和3.46亿元，注册资本由57.34亿元增加至63.08亿元。2019年3月，江苏再担保注册资本由63.08亿元增加至72.75亿元；其中，宿迁市人民政府、扬州龙川控股金融投资有限公司、新沂市人民政府、徐州市贾汪城市建设投资有限公司、江苏润城资产经营集团有限公司、江苏裕华投资开发集团有限公司和淮安高新技术产业开发区管理委员会分别增资2.75亿元、2.00亿元、1.00亿元、1.00亿元、1.00亿元、1.00亿元和0.92亿元。截至2019年6月末，江苏再担保注册资本和实收资本均为72.75亿元，控股股东和实际控制人仍为江苏省人民政府，其持股比例为29.25%。

表22 截至2019年6月30日江苏再担保股权结构情况

股东名称	出资额（亿元）	持股比例（%）
江苏省人民政府	21.28	29.25
江苏省国信集团有限公司	4.40	6.05
江苏国经控股集团有限公司	3.30	4.54
常州市新北区人民政府	3.30	4.54
启东国有资产投资控股有限公司	3.30	4.54
宿迁市人民政府	2.75	3.78
丹阳市人民政府	2.20	3.02
扬州市邗江区人民政府国有资产监督管理办公室	2.20	3.02
扬州市广陵区国有资产管理中心	2.20	3.02
如皋市人民政府	2.20	3.02
常州市钟楼新城投资建设有限公司	2.20	3.02
扬州经济技术开发区开发总公司	2.20	3.02
扬州龙川控股金融投资有限公司	2.00	2.75
其他 22 名股东	19.22	26.42
合计	72.75	100.00

资料来源：江苏再担保提供，中证鹏元整理

江苏再担保主要从事直接担保、再担保、投资、融资租赁、小额贷款、典当等业务。担保业务收入和利息收入是江苏再担保最主要的收入来源，2018年分别占营业总收入的49.36%和30.55%。江苏再担保的担保业务收入以直接担保业务收入为主，利息收入主要来自信托产品、委托贷款、小额贷款、典当业务等。随着各主要业务的发展，2016-2018年江苏再担保营业总收入持续增长，分别为10.03亿元、11.26亿元和13.31亿元，年均复合增长率为15.19%。

表23 2016-2018年江苏再担保营业总收入构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	65,680.96	49.36%	55,230.46	49.07%	46,422.15	46.29%
其中：直接担保业务收入	55,802.55	41.93%	50,813.02	45.14%	41,913.09	41.79%
再担保业务收入	9,878.41	7.42%	4,417.44	3.92%	4,509.06	4.50%
利息收入	40,656.03	30.55%	31,731.11	28.19%	30,621.94	30.53%
融资租赁业务收入	21,996.44	16.53%	13,725.66	12.19%	17,414.21	17.36%
其他收入	4,737.44	3.56%	11,876.88	10.55%	5,836.16	5.82%
合计	133,070.87	100.00%	112,564.11	100.00%	100,294.46	100.00%

注：2016年和2017年财务数据分别采用2017年和2018年审计报告的上期数。

资料来源：江苏再担保 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年12月31日，江苏再担保资产总额为143.93亿元，所有者权益合计75.27亿元；2018年度，江苏再担保实现营业总收入13.31亿元，利润总额5.04亿元。

表24 2016-2018年江苏再担保主要财务指标（单位：亿元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	143.93	122.24	108.48
所有者权益合计	75.27	71.73	69.86
现金类资产	37.34	23.62	28.43
营业总收入	13.31	11.26	10.03
担保业务收入	6.57	5.52	4.64
利息收入	4.07	3.17	3.06
投资收益	0.56	0.75	0.32
利润总额	5.04	4.41	3.75
净资产收益率	5.15%	4.51%	4.49%
担保余额*	1,215.72	1,036.64	921.24
融资担保责任余额*	476.60	623.94	486.67
其中：融资性直接担保责任余额*	452.98	452.04	327.25
融资性再担保责任余额*	23.62	171.90	159.42
当期担保发生额*	1,021.87	901.56	943.21
拨备覆盖率*	651.42%	354.56%	294.37%
准备金覆盖率*	3.04%	2.09%	2.34%
融资担保放大倍数（合计）（倍）*	8.59	8.70	6.97
其中：融资担保放大倍数（直保）（倍）*	8.17	6.30	4.68
融资担保放大倍数（再保）（倍）*	0.43	2.40	2.28
当期担保代偿率*	0.04‰	0.97‰	0.00‰
累计代偿回收率*	40.65%	30.81%	32.68%

注1：2016年和2017年财务数据分别采用2017年和2018年审计报告的上期数。

注 2：“*”表示数据为母公司口径。

注 3：2018 年融资担保责任余额和融资担保放大倍数按《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算。

资料来源：江苏再担保 2017-2018 年审计报告及江苏再担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体长期信用等级为 AAA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

九、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至 2019 年 4 月 15 日，公司本部不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，公司及其子公司对外提供担保金额合计 16.02 亿元，占 2018 年末所有者权益的比例为 37.24%，被担保单位系政府下属单位，但金额较大，且无相应的反担保措施，存在一定或有负债风险。

表 25 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保金额	担保期限	反担保措施
南通市天城建设投资有限公司	55,000.00	2019/10/07	无
南通市天城建设投资有限公司	15,000.00	2020/04/02	无
南通观音山旧城改造股份有限公司	45,000.00	2025/11/21	无
南通崇信建设有限公司	20,200.00	2022/02/09	无
南通鑫浩投资发展有限公司	15,000.00	2019/09/28	无
南通观音山经济开发有限公司	8,000.00	2019/06/26	无
南通观音山经济开发有限公司	2,000.00	2020/02/03	无
合 计	160,200.00	-	-

资料来源：公司提供

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	72,344.59	128,927.57	95,502.10
应收票据及应收账款	251,695.83	39,250.65	4,448.59
其他应收款	128,190.06	32,354.87	4,194.42
存货	632,025.04	751,840.46	657,543.08
流动资产合计	1,096,963.33	962,108.19	764,537.11
资产总计	1,118,852.04	985,081.97	787,462.32
短期借款	9,900.00	8,000.00	0.00
其他应付款	271,792.05	114,673.67	15,213.25
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	10,000.00
流动负债合计	310,353.31	145,432.72	54,037.26
长期借款	311,351.50	379,700.00	336,700.00
应付债券	66,943.86	49,782.14	0.00
非流动负债合计	378,295.36	429,482.14	336,700.00
负债合计	688,648.67	574,914.86	390,737.26
有息债务	388,195.36	437,482.14	346,700.00
所有者权益合计	430,203.37	410,167.11	396,725.06
营业收入	264,271.36	79,943.68	80,285.92
其他收益	5,931.00	5,888.00	-
营业利润	24,942.12	16,158.60	10,683.45
营业外收入	9.65	0.80	6,496.60
利润总额	24,951.65	16,107.12	17,092.36
经营活动产生的现金流量净额	13,187.99	-40,593.53	-125,185.53
投资活动产生的现金流量净额	-1.94	16.28	-13,949.32
筹资活动产生的现金流量净额	-69,769.03	74,002.72	222,631.39
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	10.53%	15.79%	16.79%
收现比	0.20	0.56	0.96
产权比率	160.08%	140.17%	98.49%
资产负债率	61.55%	58.36%	49.62%
流动比率	3.53	6.62	14.15
速动比率	1.50	1.45	1.98
EBITDA（万元）	29,350.09	17,092.59	17,347.04
EBITDA 利息保障倍数	1.36	0.94	1.45
有息债务/EBITDA	13.23	25.59	19.99

资料来源：公司 2016-2018 三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录二 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+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券

附录三 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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。

