

2014 年第一期、第二期  
启东市城市投资经营中心

# 企业债券 2020 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：

谭璇

报告编号:

中鹏信评【2020】跟踪第  
【245】号 01

债券简称: 第一期: 14  
启经营债 01/PR 启东 01;

第二期: 14 启经营债  
02/PR 启东 02

债券剩余规模: 3.6 亿元  
(其中: 第一期 2.0 亿元,  
第二期 1.6 亿元)

债券到期日期: 第一期:  
2021 年 04 月 04 日, 第  
二期: 2021 年 04 月 28  
日

债券偿还方式: 两期债券  
均单利按年计息, 在债券  
存续期的第 3 年至第 7 年  
末分别偿还债券发行总  
额的 20%

分析师

姓名:  
刘惠琼 蒋申

电话:  
0755-82872863

邮箱:  
liuhq@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
城投公司信用评级方法,  
该评级方法已披露于中  
证鹏元官方网站。

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](http://www.cspengyuan.com)

## 2014 年第一期、第二期启东市城市投资经营中心 企业债券 2020 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
债券信用等级	第一期: AA+; 第二期: AA+	第一期: AA+; 第二期: 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	2020 年 06 月 18 日	2019 年 06 月 13 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”)对启东市城市建设投资开发有限公司<sup>1</sup>(以下简称“启东城投”或“公司”)及其 2014 年 4 月 4 日发行的第一期企业债券(以下简称“14 启经营债 01”)与 2014 年 4 月 28 日发行的第二期企业债券(以下简称“14 启经营债 02”)的 2020 年度跟踪评级结果为: 14 启经营债 01 和 14 启经营债 02 信用等级均维持为 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外部环境较好, 其代建业务可持续性良好, 业务多元化发展持续推进, 且继续获得较大力度的外部支持; 同时中证鹏元也关注到, 公司资产整体流动性偏弱, 面临一定的资金支出压力和较大的债务偿还压力, 以及存在一定或有负债风险等风险因素。

### 正面:

- 公司经营所处外部环境较好。2019 年启东市实现地区生产总值 1,157.55 亿元, 位列 2020 年中国县域经济百强县市第 23 名, 整体经济实力较强; 2019 年全市基础设施建设投资同比增长 55.9%, 为公司工程代建等业务发展提供了较好基础。
- 公司代建业务持续性良好, 收入来源较有保障。截至 2019 年末, 公司在建工程项目已完成投资 24.58 亿元; 在建保障房项目已完成投资 44.21 亿元, 随着代建项目完工和安置房交付, 相关收入来源较有保障。
- 公司业务多元化发展持续推进。2019 年公司蒸汽管网全面建成投运, 农产品配送

<sup>1</sup> 公司原名启东市城市投资经营中心, 2017 年 12 月 25 日变更为现名。

规模及范围不断扩大，实现贸易流通收入 1.38 亿元，是上年的 9.80 倍；公司所经营的启东市社会福利中心已投运，妇幼保健院、文化体育中心和智慧停车项目将于 2020 年投运，医疗养老、智慧城市等、文化体育等多元化业务持续推进。

- **公司继续获得较大力度的外部支持。**2019 年公司股东启东市人民政府国有资产监督管理委员会向公司货币增资 51,965.00 万元；当期公司收到政府财政专项补助 15,286.43 万元，对公司利润形成一定补充。

### 关注：

- **公司整体资产流动性偏弱。**2019 年末公司存货及在建工程账面价值分别为 135.96 亿元和 116.63 亿元，合计占总资产的 54.34%，存货中 15.17 亿元土地使用权已抵押；应收款项账面价值合计 76.43 亿元，占总资产的 16.44%，主要应收对象为启东市政府部门及国企，回款期限不确定，存在一定资金占用情况，整体资产流动性偏弱。
- **公司在建项目仍面临一定的资金支出压力。**截至 2019 年末，公司主要在建工程建设和保障房建设项目合计尚需投资 33.62 亿元，随着在建项目的推进，仍面临一定的资金压力。
- **公司有息债务规模大幅增加，整体偿债压力较大。**2019 年末公司有息债务余额增至 212.97 亿元，同比增长 60.04%；现金短期债务比下降至 0.98 亿元，预计 2020 及 2021 年合计需偿还有息债务本息 130.20 亿元，偿债压力较大。
- **公司对外担保存在一定的或有负责风险。**2019 年末公司对外担保余额为 33.81 亿元，与 2019 年末所有者权益之比为 15.62%，担保规模较大且大部分无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	4,647,920.05	3,985,515.51	3,043,085.06
所有者权益	2,163,859.35	2,015,118.63	1,319,226.66
有息债务	2,129,727.44	1,330,710.45	1,353,754.10
资产负债率	53.44%	49.44%	56.65%
现金短期债务比	0.98	1.64	2.64
营业收入	248,677.81	205,724.10	157,614.95

其他收益	15,286.43	16,498.90	18,105.07
利润总额	71,667.13	32,628.78	26,604.08
综合毛利率	11.80%	10.86%	11.24%
EBITDA	75,513.58	35,234.56	29,263.23
EBITDA 利息保障倍数	0.61	0.45	0.33
经营活动现金流净额	34,292.70	78,723.06	54,336.98
收现比	0.96	1.21	0.92

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 一、债券募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会“发改财金〔2013〕2192号”文件批准，公司于2014年4月分两期发行企业债券共募集资金18亿元，募集资金原计划用于启东市区域供水北进工程建设项目、启东市区域供水通久线（启东段）工程建设项目、启东市区域供水东进工程建设项目、启东市第三阶段农村饮水安全工程项目、启东市新城区道路建设项目和启东市城区道路改扩建项目等建设。截至2020年6月17日，14启经营债01和14启经营债02募集资金专户余额为5,289.63元。

## 二、发行主体概况

2019年4月公司控股股东启东市国有资产监督管理办公室更名为启东市人民政府国有资产监督管理办公室（以下简称“启东市国资办”），由启东市财政局加挂启东市国资办牌子。2019年12月启东市国资办决定将公司注册资本增加至45亿元（启国资发〔2019〕62号），并在当年完成货币形式增资51,965万元。

截至2020年3月末，公司注册资本为450,000万元，实收资本为217,965万元，全资股东和实际控制人仍为启东市国资办。

**图 1 截至 2020 年 3 月末公司股权结构情况**



资料来源：公司提供

2019年度公司合并范围内增加子公司3家，全部为新设，主要从事批零等商贸服务；减少子公司3家，全部由政府划出，当期公司减少供水业务板块，合并报表范围变化具体情况见表1。截至2019年末公司合并范围内共有子公司20家，明细见附录二。

**表 1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

### 1、跟踪期内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
上海启吾贸易有限公司	100%	100.00	批发和零售业	新设

启东生命健康科技发展有限公司	100%	10,000.00	批发和零售业	新设
启东新城智慧城市运营管理服务有限公司	100%	2,000.00	租赁和商务服务业	新设

## 2、跟踪期内不再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	不再纳入合并报表的原因
启东市吕四自来水厂有限公司	100%	5,060.10	自来水销售	政府划出
启东市泓港工业水有限公司	100%	3,000.00	自来水销售	政府划出
启东圆陀角胜丰贸易有限公司	100%	13,000.00	批发和零售业	政府划出

资料来源：公司 2019 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

**我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹**

2019 年国内外风险挑战明显上升，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，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿元，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土

储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

### **2019 年以来，在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的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅**

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12 月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019 年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控

企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

## （二）区域环境

**2019 年启东市经济增速有所放缓，整体经济实力仍较强，工业质量效益良好，基础设施建设投资大幅增加，为公司发展提供了良好基础**

2019 年启东市经济继续保持增长，增速有所放缓，整体经济实力仍较强，位列 2020 年中国县域经济百强县市第 23 名。2019 年全市实现地区生产总值 1,157.55 亿元，按可比价格计算，同比增长 5.5%，增速较上年下降 1.9 个百分点。其中，第一产业增加值 79.64 亿元，同比增长 2.6%；第二产业增加值 581.29 亿元，增长 7.1%；第三产业增加值 496.62 亿元，增长 4.1%，三次产业结构由 2018 年的 6.8: 47.5: 45.7 调整为 2019 年的 6.9: 50.2: 42.9，第二产业占比较上年增加 2.7 个百分点，对经济增长的拉动作用显著。2019 年末全市常住人口 94.95 万，人均地区生产总值 121,879 元，为同期全国人均地区生产总值的 171.92%。

受支柱产业的行业波动影响，2019 年启东市工业经济总产值小幅下降，工业投入产出效率仍较高；建筑业继续保持较高增速。2019 年全市实现规模以上工业总产值 789.88 亿元，同比下降 5.9%；规模以上工业增加值增长 4.3%。其中，海洋工程及重装备、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（三优二新产业）完成规模以上工业总产值 565.97 亿元，同比下降 8.1%，占全市规模以上工业总产值的 71.65%。2019 年全市每度电产生工业应税销售额达 48 元，工业百强企业实现亩均销售 212 万元，投入产出效率较高。2019 年启东市实现建筑业总产值 1,203.83 亿元，同比增长 17.0%，是当年第二产业主要增长动力。

2019 年启东市基础设施建设投资大幅增长，房地产市场整体保持平稳走势。2019 年启东市固定资产投资增长 7.2%，其中工业设备投资较上年持平；工业技改投资同比增长 5.3%；基础设施投资同比增长 55.9%，主要系当年 26 个省、市级重大项目完成投资规模较大所致。2019 年全市完成房地产开发投资 93.63 亿元，同比增长 7.9%，增速较上年回落 13.6 个百分点；全年商品房施工面积 962.45 万平方米，同比增长 7.8%。受滨江沿海、紧邻上海的区位因素影响，启东市房地产销售单价仍较高，房地产市场整体保持平稳走势，为公司房地产业务发展提供良好基础。

2019 年启东市金融业发展稳定，社会消费品零售总额平稳增长；进出口总额增幅较快主要系海洋工程及船舶和新能源产业回暖所致。

**表 2 2018-2019 年启东市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	1,157.55	5.5%	1,063.33	7.4%
第一产业增加值	79.64	2.6%	72.04	2.5%
第二产业增加值	581.29	7.1%	505.34	7.6%
第三产业增加值	496.62	4.1%	485.95	7.8%
规模以上工业增加值	-	4.3%	-	9.5%
固定资产投资	-	7.2%	450.78	8.2%
社会消费品零售总额	397.45	5.4%	376.94	9.0%
进出口总额	249.53	28.2%	194.35	14.4%
存款余额	1,524.87	10.0%	1,386.69	4.0%
贷款余额	1,045.30	10.8%	943.68	14.1%
人均 GDP（元）	121,879		111,824	
人均 GDP/全国人均 GDP	171.92%		172.98%	

资料来源：2018 年和 2019 年启东市国民经济和社会发展统计公报以及 2018 年 12 月和 2019 年 12 月启东统计月报

受减税降费政策效应影响，2019 年启东市实现公共财政收入 70.65 亿元，同比下降 2.3%，其中税收收入 56.54 亿元，同比下降 5.2%，税收占公共财政收入的比重达 80.02%，财政收入质量较好；实现政府性基金收入 82.35 亿元，同比下降 0.3%；同期启东市完成公共财政支出为 101.8 亿元，同比增长 6.9%。

#### 四、经营与竞争

公司是启东市重要的城市基础设施投融资和建设主体，跟踪期内仍主要从事启东市内基础设施建设、保障房建设及物业管理等业务。2019 年公司调整了主营业务分类：合并保障房及物业管理业务板块；新划分贸易流通和智慧城市等板块，同时受合并范围变化影响，公司减少供水业务板块。2019 年工程建设和保障房及物业管理业务仍是公司主要的收入来源，两者收入合计占营业收入的 92.89%。2019 年公司营业收入持续增长，实现营业收入 24.87 亿元，同比增长 20.88%；综合毛利率小幅上升，主要得益于保障房及物业管理业务毛利率上升。

**表 3 2018-2019 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设	122,918.04	10.52%	121,453.61	11.17%
保障房及物业管理	108,085.65	15.73%	73,684.76	7.91%
贸易流通	13,753.91	4.54%	1,402.77	5.95%

智慧城市	3,061.94	-50.40%	7,794.14	29.39%
其他	858.27	38.97%	1,388.83	42.27%
<b>合计</b>	<b>248,677.81</b>	<b>11.80%</b>	<b>205,724.10</b>	<b>10.86%</b>

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

### 公司工程建设收入相对稳定，业务持续性良好

公司工程建设业务由子公司启东市新城建设投资发展有限公司（以下简称“新城建投”）、启东市城市建设投资开发有限公司（以下简称“启东建投”）以及启东市新越市政工程有限公司（以下简称“新越市政”）负责，工程建设项目通常为委托代建模式，代建范围涵盖启东市市政基础设施和公共服务设施等，委托人主要为启东市政府及其授权的启东市江海水利建设开发有限公司（以下简称“江海水利”），建设模式一般为：委托人与公司签订工程建设项目委托开发协议，公司负责项目投融资及施工建设，项目竣工后进行移交。

收入确认方面：2015 年以来委托方通常在项目实际发生的建设成本的基础上加成一定比例（不超过 20%）的利润对代建项目进行中期结算，并支付相应工程施工价款，公司以此确认工程项目建设收入；不同项目由于承担主体及协议签订时间的差异，其加成比例和入账模式略有区别。新城建投和启东建投已竣工未结算工程建设项目计入在建工程，新越市政已竣工未结算工程建设项目计入存货。

2019 年公司实现工程建设收入 12.29 亿元，来源于江海水利委托子公司新城建投代建的和平路改造、民胜路改造、惠阳路新建、新城区建设和启东市老旧小区改造工程等，当期毛利率 10.52%，相对稳定。

截至 2019 年末，公司在建工程建设项目较多，主要在建项目计划总投资 29.80 亿元，已完成投资 24.58 亿元，大部分项目尚未回款。整体看，未来随着项目竣工结算，公司工程建设业务可持续性良好，收入来源较有保障，但收入规模受工程进度及结算时间影响或存在波动。

**表 4 截至 2019 年末公司主要在建工程建设项目情况（单位：万元）**

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资	计划完工时间
通久线工程	60,000.00	49,203.57	10,796.43	2020 年 9 月
一期工程	45,000.00	32,921.91	12,078.08	2020 年 6 月
长江岸线整治工程	30,000.00	27,424.97	2,575.03	2020 年 12 月
城区水系整治工程	26,000.00	21,538.73	4,461.27	2020 年 1 月
通吕线工程	20,000.00	19,336.71	663.29	2020 年 6 月
建设南路改造工程	13,000.00	14,720.32	3,542.84	2020 年 12 月
紫薇路工程	13,000.00	10,766.10	2,233.90	2020 年 12 月

崇启线工程	13,000.00	10,439.45	2,560.55	2020年09月
丁仓港滨河体育公园工程	12,000.00	11,303.01	696.99	2020年1月
南海线工程	10,000.00	6,116.51	3,883.49	2020年6月
221线工程	10,000.00	8,265.16	1,734.84	2020年6月
惠新海线、志良线工程	10,000.00	2,903.93	7,096.07	2020年6月
城市街道景观改造工程	10,000.00	9,055.65	944.35	2020年12月
灵秀路新建工程	10,000.00	5,779.41	4,220.59	2020年12月
华石路工程	16,000.00	16,034.96	3,209.91	2020年12月
<b>合计</b>	<b>298,000.00</b>	<b>245,810.39</b>	<b>60,697.63</b>	-

注：1、不含世纪大道、丁仓港路等已完成投资工程建设项目；

2、221线工程已回款9,974.81万元，紫薇路已回款571.51万元，其他项目尚未回款。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 公司保障房及物业管理业务收入增长较快，毛利率有一定提升；在建保障房项目总投资较大，业务持续性良好，但面临一定的资金压力

公司保障房建设业务由子公司启东市保障房建设投资有限公司（以下简称“保障房公司”）和启东市鑫城城镇建设开发有限公司（以下简称“鑫城建设”）负责，建设资金主要源于自有及自筹资金，土地通过招拍挂方式取得，建设模式分为代建和销售两种：代建模式下，项目建成后由启东市政府向公司支付保障房建设总成本（土地成本、建设成本和资金成本等）及一定比例的加成收益；保障房销售模式下，公司直接向被安置人（即拆迁户）出售保障房，确认房屋销售收入，销售价格不足以覆盖建设成本的差额部分由政府专项资金补足。

受益于保障房销售均价上升及政府专项补贴综合影响，2019年公司保障房销售收入实现10.63亿元（其中1.56亿元为专项补贴），同比增长47.82%；销售毛利率较上年提升8.43个百分点至16.15%。同期，公司实现物业费收入1,772.60万元，毛利率为-9.04%，主要系经营物业以保障房为主，物业费单价低。

**表5 2019年公司保障房销售明细（单位：万元）**

项目名称	销售收入	结转成本	项目公司
文汇新村	219.63	733.49	保障房公司
南郊家园A区、B区、C区一二期	14,254.40	14,316.40	保障房公司
台角新村37-40#	73.12	89.59	保障房公司
彩臣三村东侧高层68-74#	50.37	5,948.13	保障房公司
东郊花苑1#-3#及1#-3#商铺	278.14	395.20	保障房公司
汇东小区北侧安置房（汇东小区三期、法院东南侧）	688.49	540.70	保障房公司
北上海花园A、B、C区	30,725.69	19,120.81	保障房公司
彩臣三村东侧多层50-61#、63-66#	363.36	516.46	保障房公司

汇东新村（新法院南侧）	475.44	494.16	保障房公司
团结新村 79#、80#	774.34	829.34	保障房公司
文汇三期 1、3、8、9、37、38、43-47#	2,619.52	1,051.09	保障房公司
光华苑东侧安置房	3,663.63	2,988.75	保障房公司
惠萍家园	9,133.72	17,616.09	保障房公司
怡福苑南侧安置房 1-3、7-9、13-14、19-23#	1,301.40	1,165.60	鑫城城镇
滨江新城（惠丰双庆村一期）	26,060.78	23,341.40	鑫城城镇
保障房建设专项补贴资金	15,631.00	-	-
<b>合计</b>	<b>106,313.04</b>	<b>89,147.21</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司在建保障房项目主要有南郊家园、庙港新城东区和惠丰镇双庆村二期等项目，计划总投资 71.76 亿元，尚需投资 27.55 亿元。整体看，公司在建保障房项目数量较多，随着保障房建成销售，未来业务持续性良好，收入来源较有保障，但收入规模受区域房地产市场波动及地方财政资金安排影响仍存在不确定性；且投资规模较大，面临一定的资金支出压力。

**表 6 截至 2019 年末公司主要在建保障房项目情况（单位：万元）**

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资	计划完工时间
彩臣三村东侧	40,000.00	39,720.02	279.98	2020 年 1 月
北上海花园	175,000.00	161,119.53	13,880.47	2020 年 12 月
惠丰镇双庆村二期	50,000.00	6,791.70	43,208.30	2020 年 9 月
南郊家园	232,606.35	105,987.22	126,619.13	2021 年 12 月
庙港新城东区	61,000.00	12,949.52	48,050.48	2021 年 9 月
制药厂东侧安置房	46,000.00	35,781.51	10,218.49	2020 年 12 月
庙港新城西区	50,000.00	49,180.55	819.45	2020 年 4 月
东疆花苑婚房	23,000.00	20,422.85	2,577.15	2021 年 3 月
瀛东小区东侧地块	20,000.00	98.75	19,901.25	2021 年 12 月
瀛东小区西侧地块	20,000.00	10,042.41	9,957.59	2021 年 12 月
<b>合计</b>	<b>717,606.35</b>	<b>442,094.06</b>	<b>275,512.29</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司物业管理业务由子公司启东市城建物业管理有限公司（以下简称“物业公司”）负责，收入主要源于公司承建保障房物业的运营管理费收入。2019 年公司实现物业管理费收入 1,772.60 万元，收入规模与上年基本持平。

**公司贸易流通业务收入大幅增长，智慧城市业务受合并范围变化收入下降，业务多元化发展持续推进**

公司贸易流通业务主要包括农产品贸易和热力服务业务，分别由子公司启东新城

农业发展有限公司（以下简称“新城农业”）和启东新城热力有限公司（以下简称“热力公司”）负责。新城农业主要经营启东市港东路农贸市场等，以及“启东优菜网”、“优菜鲜配 App”线上生鲜蔬菜采购、配送平台，日配送能力约 80 吨。热力公司主要从事蒸汽供热服务，其投资建设的连接启东市区及重要工业园区的蒸汽管道 2019 年全面投产，年销售蒸汽产品约 65 万吨，服务企业及单位近 100 家。

2019 年公司贸易流通业务收入 1.38 亿元，是上年收入的 9.80 倍，主要系 2019 年热力公司蒸汽管网全面建成投运，新城农业高标准配送中心、冷链物流系统和产品检测中心等相继建成投用，配送规模及范围不断扩大所致。

2019 年，启东市吕四自来水厂有限公司和启东市泓港工业水有限公司不再纳入合并范围，造成公司减少了供水业务。当前公司智慧城市业务以污水处理和车位租赁为主。污水处理由子公司启东市城市污水处理厂运营，主要负责启东市城区及开发区内污水处理业务；车位租赁业务由子公司启东市二手车交易服务有限公司负责。2019 年公司智慧城市业务收入 3,061.94 万元，同比下降 60.71%，主要系合并范围变化，供水业务划出所致；业务毛利率为-50.40%，主要系公司污水处理业务公益性较强、投资回收期较长，当前处于亏损状态。

除工程建设、保障房及物业管理、贸易流通和智慧城市等业务外，公司明确规划了医疗养老、文体服务等业务，2019 年相关业务持续推进，但当前收入规模尚且较小，计入其他收入。2019 年 8 月末公司所运营的启东市社会福利中心投运，总建筑面积 12.4 万平方米，养老床位约 2,000 个，为江苏省最大的养老机构之一；公司下属启东市妇幼保健院预计 2020 年投入运营。此外，公司承建并经营的启东市文化体育中心预计于 2020 年竣工，总建筑面积 8 万多平方米，设 1,200 座大剧院、400 座小剧院、健身中心、展览馆等功能区。公司智慧停车项目已完成建设，涵盖启东城区约 5,000 个路边、平面停车场、立体停车场泊位并将于 2020 年投用。未来，公司医疗养老、文体服务等业务有望持续增长。

### **2019 年公司继续获得较大力度的外部支持**

作为启东市重要的城市基础设施投融资和建设主体，公司继续受到启东市政府及控股股东在资产注入和财政补贴方面较大力度的支持。2019 年 12 月启东市国资办决定将公司注册资本增加至 45 亿元（启国资发〔2019〕62 号），并在当年完成货币形式增资 51,965.00 万元使得当期末公司实收资本增至 201,965.00 万元，资本实力不断增强。2019 年公司收到政府财政专项补助 15,286.43 万元，计入其他收益科目，对公司利润形成一定补充。

## 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 2018 年和 2019 年审计报告，审计报告均采用新会计准则编制。2019 年公司合并报表范围变化情况见表 1。

### 资产结构与质量

**公司资产规模保持增长，资产主要由项目建设成本及土地构成，整体流动性偏弱**

公司资产规模继续保持增长，2019 年末公司资产规模 464.79 亿元，同比增加 16.62%。资产结构看，仍以项目建设成本和土地资产为主，整体流动性偏弱。

2019 年末公司货币资金余额 56.16 亿元，较上年末增加 178.79%，主要系新增融资规模较大所致，其中有 2.58 亿元票据及保函保证金使用受限。

2019 年末公司应收账款账面价值 8.10 亿元，其中应收启东市财政局和江海水利的业务款余额占应收账款期末余额的比重分别为 76.19% 和 22.86%。公司其他应收款主要是与启东市政府部门及国有企业的往来款，2019 年末其他应收对象主要为启东市财政局、启东市德驰实业有限公司和启东市华都实业有限公司<sup>2</sup>，余额分别为 27.65 亿元、15.79 亿元和 6.01 亿元，占其他应收款期末余额的比重分别为 40.45%、23.10% 和 8.80%。整体看，跟踪期内公司应收款项规模仍较大，应收对象较为集中，以政府部门和地方国企为主，坏账风险较低，但对公司的资金形成较大占用，且回收时间不确定。

2019 年末公司存货账面价值 135.96 亿元，占同期总资产比重的 29.25%，其中开发成本和开发产品账面价值分别为 58.07 亿元和 10.81 亿元，主要为在建及待售保障房项目建设成本；拟开发土地使用权账面价值 50.00 亿元，已抵押部分账面价值 15.17 亿元，占存货账面价值的 11.16%，受限土地面积 67.33 万平方米，以商住混合用地为主；拟开发海域使用权账面价值 16.64 亿元，主要为填海造地用海及开放式养殖用海。

公司投资性房地产为公允价值模式计量房屋、建筑物 14.05 亿元和土地使用权 26.47 亿元，其中房屋、建筑物主要系由存货、固定资产及在建工程转入，土地使用权系 2018 年启东市人民政府向公司注入，用途主要为商服及住宅用地，均未设置抵押；在建工程主要为代建市政基础设施项目建设成本，2019 年末余额为 116.62 亿元，较上

<sup>2</sup> 启东市德驰实业有限公司和启东市华都实业有限公司与公司同属启东市国资办全资控股国企。

年末略有增加。公司其他非流动资产主要为委托贷款，2019 年末委托贷款为 25.56 亿元，为子公司新城建投对启东市新城建设发展有限公司<sup>3</sup>的借款，综合利率 6%，借款期限 2 年，回收风险可控。

**表 7 2018-2019 年公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	561,631.35	12.08%	201,455.95	5.05%
应收账款	80,975.95	1.74%	72,016.83	1.81%
其他应收款	683,331.68	14.70%	684,603.77	17.18%
存货	1,359,565.00	29.25%	1,293,454.85	32.45%
<b>流动资产合计</b>	<b>2,867,823.75</b>	<b>61.70%</b>	<b>2,263,175.34</b>	<b>56.79%</b>
投资性房地产	278,736.31	6.00%	235,147.75	5.90%
在建工程	1,166,291.62	25.09%	1,148,350.29	28.81%
其他非流动资产	256,183.73	5.51%	306,788.57	7.70%
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,780,096.31</b>	<b>38.30%</b>	<b>1,722,340.17</b>	<b>43.21%</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,647,920.05</b>	<b>100.00%</b>	<b>3,985,515.51</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

**2019 年公司营业收入保持增长，受益所持物业价值上升等影响，利润增幅较大，政府补助对利润形成一定补充**

2019 年公司实现营业收入 24.88 亿元，同比增长 20.88%，主要系保障房销售收入大幅增加所致；工程建设和保障房及物业管理业务仍是公司主要收入来源，业务收入占营业收入比重分别为 49.43% 和 43.46%。2019 年，公司综合毛利率稳中微升，主要系保障房销售单价上升推动。截至 2019 年末公司在建工程建设项目及保障房项目总投资规模较大，业务可持续性良好。

2019 年公司营业利润大幅增长，实现营业利润 7.16 亿元，较上年增长 118.57%，主要系启东市房地产单价上升使得公司自持房地产公允价值变动收益大幅增加所致。2019 年公司收到政府补助 1.53 亿元，占公司营业利润的 21.35%，对利润形成一定补充。

**表 8 2018-2019 年公司主要盈利指标（单位：万元）**

<sup>3</sup> 启东市新城建设发展有限公司为启东市国资办全资控股企业，与公司为关联方（法定代表人相同）。

项目	2019年	2018年
营业收入	248,677.81	205,724.10
其他收益	15,286.43	16,498.90
公允价值变动收益	35,085.27	0.00
营业利润	71,612.59	32,764.10
利润总额	71,667.13	32,628.78
综合毛利率	11.80%	10.86%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

### 公司经营活动净现金流有所下降，在建项目较多，面临一定的资金压力

公司经营活动现金流受工程建设结算进度和保障房销售情况影响波动较大，2019 年公司营业收入保持增长，但业务往来款有一定减少，使得销售商品、提供劳务收到的现金有所减少，经营活动产生的现金流量净额较上年减少 56.44%；收现比由上年的 1.21 下降至 0.92，仍处于合理区间。

2019 年公司投资活动产生的现金流量净额为-19.60 亿元，净流出规模同比增加 55.42%，主要系在建保障房项目投资增加所致。筹资活动产生的现金净流入为 44.66 亿元，主要系公司债券融资及银行贷款规模大幅增加所致。

截至 2019 年末，公司主要在建工程建设项目尚需投资 6.07 亿元；主要在建保障房项目尚需投资 27.55 亿元，未来公司仍面临一定的资金支出压力。

**表 9 2018-2019 年公司现金流情况表（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
收现比	0.96	1.21
销售商品、提供劳务收到的现金	237,538.58	249,258.52
收到的其他与经营活动有关的现金	269,749.91	330,809.68
经营活动现金流入小计	507,297.94	580,068.20
购买商品、接受劳务支付的现金	272,369.84	268,605.03
支付的其他与经营活动有关的现金	189,827.73	222,612.48
经营活动现金流出小计	473,005.24	501,345.14
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>34,292.70</b>	<b>78,723.06</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-196,043.80</b>	<b>-126,138.73</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>446,626.50</b>	<b>-23,837.52</b>
现金及现金等价物净增加额	284,875.40	-71,253.19

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 2019 年公司有息债务规模大幅增加，面临较大的债务偿付压力

2019 年末公司所有者权益合计 216.39 亿元，同比增加 7.38%；公司负债合计 248.41 亿元，同比增加 26.07%，主要系 2019 年公司外部融资规模大幅增加，造成公司产权比例上升至 114.80%，净资产对负债的保障程度较弱。

**表 10 2018-2019 年公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2019 年	2018 年
负债合计	2,484,060.71	1,970,396.88
所有者权益合计	2,163,859.35	2,015,118.64
产权比率	114.80%	97.78%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年公司整体负债结构保持稳定，仍以非流动负债为主。

2019 年末公司短期借款余额 3.19 亿元，是上年末的 10.63 倍，主要系新增银行短期信用借款所致。应付票据及应付账款主要为应付工程建设和安置房建设的项目工程款，2019 年末应付票据余额 1.00 亿元，同比增加 81.82%，主要系支付工程款新开银行承兑汇票增加所致；应付账款余额 1.78 亿元，同比减少 88.48%，主要系 2019 年工程款集中结算所致。其他应付款主要为往来款项和保证金，2019 年末余额为 23.53 亿元，同比减少 30.04%，主要系往来款减少所致，账龄主要在 2 年以内。受长期借款及债券 2020 年集中到期影响，2019 年末一年内到期的非流动负债余额增加至 33.22 亿元，较上年末增加 191.40%。

**表 11 2018-2019 年公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	31,900.00	1.28%	3,000.00	0.15%
应付票据及应付账款	27,778.22	1.12%	159,775.45	8.11%
其他应付款	235,256.09	9.47%	336,257.77	17.07%
一年内到期的非流动负债	332,245.00	13.38%	114,018.00	5.79%
<b>流动负债合计</b>	<b>905,028.77</b>	<b>36.43%</b>	748,233.39	37.97%
长期借款	576,154.42	23.19%	650,931.58	33.04%
应付债券	895,008.02	36.03%	469,000.87	23.80%
长期应付款	84,420.00	3.40%	88,260.00	4.48%
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,579,031.94</b>	<b>63.57%</b>	1,222,163.48	62.03%
<b>负债合计</b>	<b>2,484,060.71</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,970,396.88</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	2,129,727.44	85.74%	1,330,710.45	67.54%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年末公司长期借款余额 57.62 亿元，同比减少 11.49%；债券融资仍为公司重要的外部融资渠道，2019 年公司发行了“19 启东 01~ 03”、“19 苏启东城投 ZR001~ ZR005”、“19 启东 A1~A6 及 19 启东次”和“2019 年第一期理财直融”等债券（不含 19 启东 D1 及 19 启东 D2 等短期债券），总计发行金额 53.81 亿元，使得公司 2019 年末应付债券余额增至 89.50 亿元，同比增加 90.83%。长期应付款主要是其他非银行金融机构借款，2019 年末余额为 8.44 亿元，同比小幅减少。

**表 12 截至 2019 年末公司存续债券基本情况（单位：万元）**

债券简称	期末余额	到期日
16 启东 01	49,741.07	2021-04
16 启东 02	116,225.02	2021-09
14 启经营债 01	39,990.66	2021-04
14 启经营债 02	31,989.82	2021-04
17 启城投债	129,441.11	2024-08
18 苏启东城投 ZR001	49,812.33	2021-03
18 苏启东城投 ZR002	29,955.70	2020-07
18 启东城投 PPN001	19,949.12	2021-03
19 苏启东城投 ZR003*	24,930.59	2024-07
19 启东 01*	99,138.68	2024-03
19 启东 02*	49,549.90	2024-06
19 苏启东城投 ZR004*	49,869.71	2024-07
19 苏启东城投 ZR001*	10,000.00	2021-12
19 苏启东城投 ZR002*	30,000.00	2022-01
19 苏启东城投 ZR005*	15,000.00	2021-01
2019 年第一期理财直融*	50,000.00	2021-11
19 启东 03*	149,284.31	2024-12
19 启东 A1~A6 及 19 启东次*	58,130.00	2022-04
减：一年内到期部分期末余额	108,000.00	-
<b>合计</b>	<b>895,008.02</b>	<b>-</b>

注：“\*”为 2019 年新增发行债券。

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

由于外部融资规模大幅增加，截至 2019 年末，公司有息债务余额增至 212.97 亿元，较上年末增加 60.04%，占负债合计的比重为 85.74%；有息债务本息偿付期限看，2020 年和 2021 年分别需要偿付 66.03 亿元和 64.17 亿元，面临的偿债压力较大。

**表 13 截至 2019 年 12 月 31 日公司有息债务本息偿付期限分布表（单位：亿元）**

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
----	--------	--------	--------	-----------

有息债务本息偿还	66.03	64.17	35.06	61.61
占比	29.10%	28.29%	15.45%	27.16%

资料来源：公司提供

受负债规模大幅增加影响，2019年公司主要长期和短期偿债能力指标有所下降，资产负债率上升至53.44%；现金短期债务比由2018年末的1.64下降至2019年末的0.98。同时，受当期营业利润大幅增加，2019年公司EBITDA同比增长114.32%，EBITDA利息保障倍数略有上升但仍处于偏低水平，有息债务与EBITDA之比下降。

**表 14 公司偿债能力指标**

指标名称	2019年	2018年
资产负债率	53.44%	49.44%
现金短期债务比	0.98	1.64
EBITDA（万元）	75,133.43	35,234.56
EBITDA 利息保障倍数	0.61	0.45
有息债务/EBITDA	28.20	37.77

资料来源：公司2018-2019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2017年1月1日至报告查询日（2020年6月8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，无逾期未偿付或逾期偿付情况；从2017年1月1日至报告查询日（2020年6月17日），主要子公司新城建投不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

### （二）或有事项分析

2019年末公司对外担保余额为33.81亿元，与2019年末公司所有者权益之比为15.62%，被担保对象主要为启东市地方建设平台以及国有企业，主要被担保人信用状况良好，但担保规模较大，且大部分无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

**表 15 截至2019年末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保人	担保余额	起始日	截止日
启东市协兴生态渔业有限公司	20,000.00	2016/1/16	2022/12/15
启东市江海水利建设开发有限公司	24,420.00	2018/4/27	2021/7/14

启东滨海工业园污水处理有限公司	2,000.00	2015/7/15	2020/5/25
启东市江海水利建设开发有限公司	6,000.00	2016/3/28	2020/12/20
启东国有资产投资控股有限公司	4,500.00	2015/11/16	2020/11/15
江苏海防投资经营有限公司	3,000.00	2015/10/30	2020/10/30
启东新城自来水有限公司	5,500.00	2016/12/22	2019/12/11
启东市自来水厂有限公司	4,500.00	2018/3/20	2021/6/7
江苏海防投资经营有限公司	1,500.00	2015/11/27	2020/11/27
启东滨海工业园污水处理有限公司	4,000.00	2017/6/20	2020/1/23
江苏海防投资经营有限公司	1,575.00	2016/5/9	2020/12/31
启东市东冠商贸有限公司	1,500.00	2016/1/5	2021/1/4
启东市自来水厂有限公司	91,500.00	2018/9/1	2029/7/2
启东市土地复垦开发有限公司	34,000.00	2017/12/6	2025/12/5
启东临海城镇开发经营有限公司	3,000.00	2019/12/4	2020/12/3
启东临海城镇开发经营有限公司	900.00	2019/12/4	2020/12/3
启东市嘉致源实业有限公司	4,000.00	2019/11/14	2020/11/13
启东沿海水利建设有限公司	20,000.00	2019/4/26	2026/4/25
启东滨海工业园污水处理有限公司	4,400.00	2019/12/26	2022/12/25
启东滨海美城绿化工程有限公司	4,400.00	2019/12/26	2022/12/25
启东滨海美城绿化工程有限公司	5,900.00	2019/12/31	2021/3/26
启东市自来水厂有限公司	91,500.00	2018/09/01	2029/07/02
<b>合计</b>	<b>338,095.00</b>	-	-

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、评级结论

启东市经济实力较强，2019 年经济保持增长，固定资产投资增幅较大，房地产市场整体保持平稳走势，为公司业务运营提供了较好的环境；公司在建工程项目及保障房项目投资规模较大，随着代建项目完工和安置房交付，相关收入来源较有保障；公司贸易流通收入大幅增长，业务多元化发展持续推进；公司继续得到启东市政府及股东在资产注入和财政补贴方面较大力度的支持，增强了公司的资本实力和盈利水平。

同时，中证鹏元也关注公司资产主要由项目建设成本及土地构成，应收款项规模较大，回款时间不确定，对资金形成一定占用，整体流动性偏弱；随着代建业务的推进，公司仍面临一定的资金压力；2019 年末公司有息债务余额同比大幅上升，面临偿债压力较大；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，中证鹏元维持 14 启经营债 01、14 启经营债 02 信用等级均为 AA+，维持公司主体长期信用为 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）	2019年	2018年	2017年
货币资金	561,631.35	201,455.95	271,509.14
其他应收款	683,331.68	684,603.77	583,046.28
存货	1,359,565.00	1,293,454.85	1,006,732.17
在建工程	1,166,291.62	1,148,350.29	1,026,607.49
资产总计	4,647,920.05	3,985,515.51	3,043,085.06
短期借款	31,900.00	3,000.00	8,850.00
其他应付	235,256.09	336,257.77	281,414.07
一年内到期非流动负债	332,245.00	114,018.00	94,085.00
长期借款	576,154.42	650,931.58	713,512.25
应付负债	895,008.02	469,000.87	404,746.85
长期应付款	84,420.00	88,260.00	132,560.00
负债总计	2,484,060.71	1,970,396.88	1,723,858.39
有息债务	2,129,727.44	1,330,710.45	1,353,754.10
所有者权益	2,163,859.35	2,015,118.64	1,319,226.66
营业收入	248,677.81	205,724.10	157,614.95
其他收益	15,223.98	4,555.66	7,460.61
营业利润	71,612.59	32,764.10	27,457.01
净利润	59,041.93	27,567.16	23,243.23
经营活动产生的现金流量净额	34,292.70	78,723.07	54,336.98
投资活动产生的现金流量净额	-196,043.80	-109,364.45	-62,681.38
筹资活动产生的现金流量净额	446,626.50	-24,356.38	89,325.72
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	11.80%	10.86%	11.24%
收现比	0.96	1.21	0.92
产权比率	114.80%	97.78%	130.67%
资产负债率	53.44%	49.44%	56.65%
现金短期债务比	0.98	1.64	2.64
EBITDA（万元）	75,133.43	35,234.56	29,263.23
EBITDA 利息保障倍数	0.61	0.45	0.33
有息债务/EBITDA	28.20	37.77	46.26

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司

企业名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
启东市新城建设投资发展有限公司	35,000.00	98.29%	基础设施建设。
启东市建设投资公司	20,000.00	100.00%	项目投资及管理
启东市保障房建设投资有限公司	36,900.00	100.00%	安置房建设
启东市城兴置业有限公司*	18,000.00	100.00%	房地产开发经营
启东市鑫城城镇建设开发有限公司	40,000.00	100.00%	房地产开发经营
启东市新农村建设发展有限公司	10,000.00	100.00%	基础设施建设
启东市二手车交易服务有限公司	3,500.00	100.00%	二手车交易服务等
启东衡麓市政工程有限公司	38,000.00	100.00%	市政道路工程建设等
启东市城市污水处理厂	17,500.00	100.00%	城市污水处理
启东市城投养老服务有限公司	10,000.00	100.00%	老年人养护服务
启东新城农业发展有限公司	400.00	60.00%	农业产品贸易
启东新城热力有限公司	1,200.00	51.00%	热力生产
启东新城文化体育服务有限公司	10,000.00	100.00%	文化艺术交流策划
启东市城建物业管理有限公司	5,000.00	100.00%	物业管理服务
启东市新越市政工程有限公司	10,000.00	100.00%	市政工程施工
启东市妇幼保健院	-	100.00%	医疗服务
启东市城投教育投资发展有限公司	1,000.00	100.00%	教育投资发展，自有房屋租赁
上海启吾贸易有限公司	100.00	100.00%	批发和零售业
启东生命健康科技发展有限公司	10,000.00	100.00%	批发和零售业
启东新城智慧城市运营管理服务有限公司	2,000.00	100.00%	租赁和商务服务业

注：“\*”表示间接持股，启东市妇幼保健院为事业单位。

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

### 附录三 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+一年内到期的非流动负债+其他流动负债（短期债券）+长期借款+应付债券+长期应付款

## 附录四 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。