

2012 年启东国有资产投资控股有限公司
公司债券 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員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



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【365】号 01

债券简称：12 启东债/PR
启国投

债券剩余规模：6.75 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

2012 年启东国有资产投资控股有限公司公司债券 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
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	2020 年 06 月 22 日	2019 年 06 月 25 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“启东国投”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 2020 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外部环境较好，主要业务可持续性良好，且继续受到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，其他应收款对资金占用明显，存在较大的债务偿还压力，以及对外担保存在较大的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司经营的外部环境较好。2019 年启东市实现地区生产总值 1,157.55 亿元，同比增长 5.5%，规模位列 2020 年中国县域经济百强县市第 23 名；当期全市基础设施建设投资同比大幅增长 55.9%，为公司代建等业务发展提供了良好基础。
- 公司主营业务可持续性良好，收入来源较有保障。截至 2019 年末，公司主要基础设施代建项目规划总投资 56.08 亿元，已投资 46.70 亿元，安置房项目已投资 16.08 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。此外，公司自来水供应业务在区域内垄断性较强，2019 年收入保持增长。
- 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向公司货币增资 6.97 亿元，同时启东市财政局以债务置换形式增加公司资本公积 14.85 亿元，以上支持使公司资本实力进一步增强；当期公司还收到各类财政补助资金 0.60 亿

元，对公司利润形成一定补充；

关注：

- **公司资产中存货占比大，整体流动性偏弱。**存货为公司资产最主要的构成部分，2019 年末存货余额 231.94 亿元，占同期总资产余额的 73.08%；存货主要为代建工程和土地使用权，变现能力较差且账面价值 22.36 亿元的土地资产已抵押。
- **公司其他应收款大幅增加，对资金占用明显。**2019 年末公司其他应收款账面价值为 30.09 亿元，较上年末增加 89.27%，应收对象以启东市政府部门和地方国企为主，账龄较短，但规模较大，对公司的资金形成较大占用。
- **公司仍面临较大的债务偿还压力。**2019 年末公司有息债务规模仍有 135.49 亿元，其中短期有息债务 34.26 亿元；2019 年 EBITDA 利息保障倍数下降至 0.79，现金短期债务比下降至 0.81。
- **公司对外担保余额大，存在较大或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保余额为 143.20 亿元，为公司所有者权益的 100.33%，主要担保对象为启东市地方建设平台以及国有企业，但对外担保余额大，大部分对外担保未设置反担保措施，仍存在较大的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	3,173,902.60	3,053,337.12	3,343,157.72
所有者权益	1,427,270.47	1,215,161.28	1,228,912.91
有息债务	1,354,930.14	1,392,315.68	1,382,792.72
资产负债率	55.03%	60.20%	63.24%
现金短期债务比	0.81	0.97	1.94
营业收入	194,619.04	175,674.24	197,584.23
其他收益	6,041.08	14,074.09	390.00
利润总额	23,909.25	21,952.22	21,742.93
综合毛利率	23.76%	14.38%	15.31%
EBITDA	46,476.80	60,776.54	65,898.02
EBITDA 利息保障倍数	0.79	0.92	1.21
经营活动现金流净额	-117,636.25	-8,177.91	-282,642.55
收现比	0.95	0.68	0.57

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

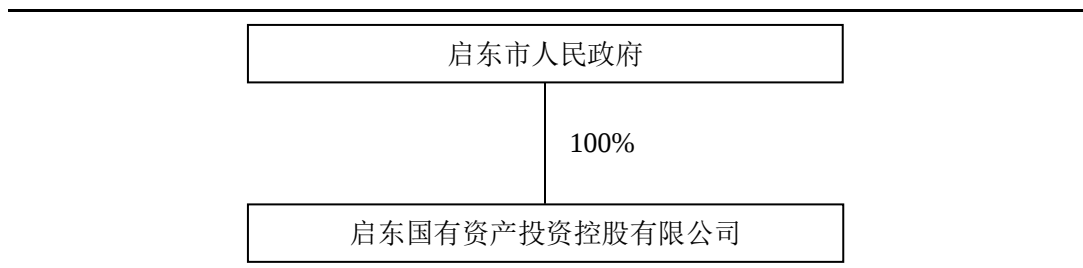
公司于2012年11月20日发行10年期15亿元的本期公司债券，募集资金原计划用于四海家园和临海公路项目。截至2020年2月29日，本期债券募集资金专户余额为120.76万元。

二、发行主体概况

2019年11月13日、11月29日和12月24日公司控股股东启东市人民政府（以下简称“启东市政府”）分三次对公司进行货币形式增资，累计新增出资金额 69,662.66 万元；2019年12月25日，根据股东会决议和公司章程修正案的规定，公司注册资本由 10.33 亿元增加至 30 亿元，并于 12 月 31 日完成工商变更。

截至 2019 年末，公司注册资本 30 亿元，实收资本 17.30 亿元，全资股东和实际控制人仍为启东市人民政府。

图 1 截至 2019 年末公司股权结构情况



资料来源：公司提供

2019 年公司合并范围内增加子公司 2 家，全部为新设；减少子公司 3 家，全部由政府划出，对公司业务及收入未产生明显影响，具体情况见表 1。截至 2019 年年末公司合并范围内共有子公司 27 家，明细见附录二。

表 1 2019 年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
启东顺通城市综合管廊建设有限公司	100%	5,000.00	建筑业	新设
启东领先资产经营管理有限公司	100%	10,000.00	投资与资产管理	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	原持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因

启东滨海工业园污水处理有限公司	100%	20,500.00	污水处理	政府划出
启东腾飞建设工程综合开发有限公司	100%	5,000.00	房地产开发、建筑业	政府划出
启东市港口服务有限公司	100%	50.00	货物装卸及运输	政府划出

资料来源：公司 2019 年审计报告及公开信息，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，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额增长 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工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，中证鹏元整理

受减税降费政策效应影响，2019 年启东市实现一般公共预算收入 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%，税收占财政收入比重达 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%；同期启东市完成一般公共预算支出为 101.8 亿元，同比增长 6.9%。

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，仍主要从事基础设施代建、安置房建设、土地整理及自来水销售等业务，主要业务区域涵盖启东市主城区、省级吕四海洋经济开发区、省级启东经济开发区和滨海工业园区（启东高新技术产业开发区）等地。

2019 年公司营业收入持续增长，实现营业收入 19.46 亿元，同比增长 10.78%。其中代建业务、安置房销售及自来水销售仍是公司主要的收入来源，三者合计占当年营业收入的 82.51%；其中土地整理收入系 2019 年新增，占当年营业收入的 12.85%。当期综合毛利率有所上升，主要系土地整理业务毛利率较高所致，代建及自来水销售业务毛利率较为稳定。

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
代建业务	78,154.16	23.08%	60,677.54	23.08%
安置房销售	66,798.40	4.14%	88,666.07	2.06%
土地整理	25,000.00	75.43%	0.00	0.00
自来水销售	15,623.30	12.72%	14,653.56	12.02%
其他业务	9,043.17	50.73%	11,677.07	65.73%
合计	194,619.04	23.76%	175,674.24	14.38%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年公司代建业务收入保持增长，在建项目规模较大，收入可持续性良好

公司本部及子公司江苏吕四港开发建设有限公司（以下简称“吕四港开发”）、启东滨海工业园开发有限公司（以下简称“滨海工业园”）等受启东市政府委托从事基础设施代建业务，业务模式一般为：公司或子公司与启东市政府签订《委托代建协议》，以自有及自筹资金完成项目建设，项目竣工后进行移交，启东市市政府根据经审计的工程总款项（工程建设成本、项目管理费、监理费及资金成本等）加成一定比例的代建收益与公司进行结算，并签订《工程交付确认书》安排交付事宜及工程价款结算，公司将收到的结算款确认为代建业务收入；在建及已竣工未结算代建项目计入存货。

2019年公司代建业务收入全部源于子公司滨海工业园所承接滨州大道项目及拓展区填土项目，合计实现代建收入7.82亿元，同比增长28.80%，代建收益加成比例仍为23.08%。

表 4 2019 年公司代建项目收入情况（单位：万元）

项目名称	项目收入	项目成本	项目公司
滨州大道项目	14,765.55	11,358.11	滨海工业园
拓展区填土项目	63,388.62	48,760.47	滨海工业园
合计	78,154.17	60,118.58	-

注：滨州大道项目含滨州大道及交叉口桥建设和道路绿化工程。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司代建项目较多，业务收入可持续性良好，但收入规模受委托方安排及工程进度影响存在波动，收入实现时间存在一定不确定性。

截至2019年末，主要代建项目计划总投资56.08亿元，已完成投资46.70亿元（大部分尚未回购）。其中石化工业园、开发区大道和南通大学一期、二期工程等已基本已完工，累计已投资17.58亿元；南通大学三期工程、启东国投金融大厦和新城区道路等主要在建项目计划总投资39.08亿元，累计已投资29.12亿元，尚需投资约9.96亿元，投资支出预计在未来两年内完成，代建项目资金支出压力尚可。

表 5 截至 2019 年末公司主要在建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	预计完工时间	项目公司
通港大道	1.20	1.18	2020 年 12 月	吕四港开发
如意大道	1.30	1.22	2020 年 12 月	吕四港开发
如意大道延伸段	1.30	1.20	2020 年 12 月	吕四港开发
污水处理工程	2.00	1.64	2020 年 12 月	吕四港开发
拓展区围垦、填土	20.00	18.82	2020 年 12 月	滨海工业园
滨州、滨海大道景观工程	2.20	2.08	2020 年 12 月	滨海工业园
南通大学三期工程	3.00	0.55	2020 年 12 月	公司本部
万亩高效生态渔业示范区	0.30	0.29	2020 年 12 月	公司本部

协兴港区域综合开发工程	1.00	0.87	2020 年 12 月	公司本部
车辆考试与检测中心	0.88	0.39	2020 年 12 月	公司本部
新城区道路	0.90	0.05	2020 年 12 月	公司本部
启东国投金融大厦	5.00	0.83	2021 年 12 月	公司本部
合计	39.08	29.12	-	-

注：不含石化工业园、开发区大道和南通大学一二期工程等已基本完工项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年安置房销售收入存在波动，盈利偏弱；基本完工待交付项目较多，对公司安置房销售收入形成一定支撑

公司安置房建设业务仍主要由子公司启东市御龙房地产开发有限公司（以下简称“御龙地产”）、启东市新城建设发展有限公司（以下简称“新城建设”）和滨海工业园等负责，项目主要位于启东市主城区，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，建设模式一般为销售模式：公司直接向被安置人出售安置房，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；此外，公司一般会在保障安置居民需求量的基础上，超额建成一定比例的安置房，安置剩余部分、配套商业部分及底层商铺等由公司市场化销售，销售收入弥补一部分公司的代建成本。

2019年公司确认收入的安置房项目主要有蓝领公寓、城东村安置房（城东花园）及东疆花苑等项目，合计实现安置房销售收入6.68亿元，同比下降24.66%，主要系当期定向销售结算减少；安置房销售毛利率为4.14%，较上年提高2.08个百分点，由于安置房成本按预估成本入账，不同年份销售毛利率存在一定波动，同时安置房项目公益性较强，整体毛利率低。此外，公司该年收到政府安置房专项补助资金4,100.00万元，计入其他收益（政府补助），对公司利润形成一定补充。

表 6 2019 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	项目公司
蓝领公寓	2.78	滨海工业园
台角新村	0.05	御龙地产
汇东小区一期	0.13	御龙地产
锦绣家园	0.01	御龙地产
东郊花苑	0.01	御龙地产
克明花园	0.16	御龙地产
安东小区	0.03	新城建设
东疆花苑	0.35	新城建设
城东村安置房（城东花园）	3.04	新城建设
北新家园	0.04	新城建设

锦绣家园 B 区	0.08	腾飞建设
合计	6.68	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年末，公司主要在建安置房项目城东花园A区、人才公寓和车城花苑一期已基本完成投资 and 项目建设，预计2020年陆续交付或销售，将对公司安置房销售收入形成一定支撑；主要拟建项目为惠萍家园三期安置房，计划总投资4.00亿元，计划建设周期为5年，整体资金压力尚可。

表 7 截至 2019 年末公司在建、拟建安置房项目情况（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	1.62	2019 年 12 月
富源花苑	1.30	1.27	2019 年 12 月
锦绣家园	1.20	1.21	2019 年 12 月
车城花苑一期	2.00	1.88	2019 年 12 月
城东花园 A 区	3.50	3.54	2019 年 12 月
人才公寓	6.50	6.56	2019 年 12 月
惠萍家园三期安置房	4.00	0.00	2024 年 12 月
合计	20.10	16.08	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司新增土地整理收入，毛利率较高，但该业务主要受政府土地出让计划及地方财政资金安排影响，收入可持续性较差

公司土地开发整理业务主要由公司本部以及子公司吕四港开发、滨海工业园、新城建设、启东市桥港开发建设投资有限公司及启东市土地开发复垦有限公司等负责；一般业务模式为：公司将整理好的土地交付给启东市土地储备中心，启东市政府用土地出让金收入地方留成部分结算公司投入的土地整理成本（前期成本、工程成本和财务成本等）和适当收益，公司将收到的结算款确认为土地整理收入，但该业务主要受政府出让计划及财政资金安排影响，业务收入可持续性较差。

2019年公司向启东市土地储备中心出让了位于启东市协兴港的部分建设用地，总出让面积26.09万平方米，实现土地整理收入2.50亿元，占该年营业收入比重为12.85%，业务毛利率为75.43%，主要系两方面原因：一方面公司仅承担少量的出让土地开发成本；另一方面2019年出让土地原为公司所持有的海域使用权通过围填海形成，取得成本较低，且系以前年度公司整理的地块，相应的土地整理成本已在以前年度核算。

公司供水业务垄断性较强，持续性较好，2019年供水收入及毛利率均有提升

公司负责启东市自来水供应、销售及管道安装维修等服务，相关业务仍主要由子公司

启东市自来水厂有限公司负责，供水面积约1,208平方公里，服务人口近百万，业务区域垄断性较强。

跟踪期内，公司供水能力、售水总量及收入继续保持稳定增长，收入可持续性较好，是公司收入的稳定补充。2019年末供水能力达18.39万吨/日，同比增长3.90%；2019年供水总量5,545.00万吨，实现自来水销售收入1.56亿元，同比增长6.62%；管网漏损率为17.41%，同比下降1.42个百分点，供水效率有所提高，使得自来水销售毛利率增至12.72%，较上年提升0.70个百分点。

表 8 2018-2019 年公司供水业务经营情况

项目	2019 年	2018 年
日供水能力（万吨/日）	18.39	17.70
年供水总量（万吨）	6,714.00	6,469.00
年售水总量（万吨）	5,545.00	5,251.00
管网漏损率	17.41%	18.83%
自来水销售收入（万元）	15,623.00	14,653.56

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司其他业务收入主要源于资产租赁、融资担保、广告、园林绿化及贸易等业务，2019 年实现其他收入 9,043.17 万元，同比减少 22.56%，主要系租赁业务收入波动所致；其他业务毛利率为 50.73%，主要系资产租赁和融资担保等业务毛利率较高所致（分别为 91.23%和 99.21%）。整体看，公司其他业务收入规模尚且较小，但毛利率较高。

公司继续获得来自股东增资、财政局债务置换及政府补助等方面的较大支持

2019 年启东市政府分三次对公司完成货币形式增资 69,662.66 万元，使公司实收资本增加 69,662.66 万元，并将公司注册资本增至 30.00 亿元；2019 年 12 月启东市财政局批准将其拨付给公司及子公司的债务置换资金转为资本性投入，增加公司资本公积 14.85 亿元，划出 3 家子公司减少资本公积 2.92 亿元，合计净增加公司资本公积 11.93 亿元。以上增资及债务置换使得公司资本实力进一步增强。

财政补贴方面，公司 2019 年收到与日常活动相关的政府补助资金合计 6,041.08 万元，计入其他收益，主要补助资金项目为安置房建设专项补助资金、债务风险补助及污水处理补助款等，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 2018-2019 年审计报告，审计报告均采用新会计准则编制。2019 年度公司合并报表范围具体变化情况见表 1。

资产结构与质量

2019 年公司资产规模保持增长，主要构成仍为存货和应收款项；其他应收款大幅增加，对资金占用明显，整体流动性偏弱

2019 年末公司资产规模 317.39 亿元，较上年末增加 3.95%，主要源于股东注资。资产结构看，存货仍为公司资产最主要的构成部分，占期末总资产余额的 73.08%，存货又主要为代建工程和开发产品及开发成本，资产整体流动性偏弱。

2019 年末公司货币资金余额为 27.79 亿元，其中受限货币资金金额 2.06 亿元，主要系质押的定期存单及信用证保证金。2019 年末公司应收账款账面价值 12.15 亿元，较上年末减少 50.05%，主要系年内收回应收代建及安置房工程款较多所致，其中应收启东市财政局的业务款余额占应收账款账面价值比重的 93.02%。

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 年末其他应收款账面价值为 30.09 亿元，较上年末增加 89.27%，主要系与启东市城市建设投资开发有限公司（以下简称“启东城投”）往来款增加所致；主要应收对象为启东城投和启东市国有资产监督管理办公室，账面价值分别为 13.59 亿元和 2.80 亿元（账龄均在 1 年以内），占其他应收款账面价值比重分别为 45.17%和 9.30%。整体看，跟踪期内公司新增其他应收款较多，应收对象以政府部门和地方国企为主，回收风险较小，但应收款项规模较大，对公司的资金形成较大占用。

存货仍为公司资产中占比最大的科目，2019 年末公司存货账面价值 231.94 亿元，其中代建工程账面价值 193.38 亿元，包括账面价值 131.87 亿元的代建项目建设成本和账面价值 61.51 亿元的土地使用权，代建项目建设成本规模较大，部分代建基础设施建设项目已完成投资但尚未结算，未来或能给公司带来一定规模的收益，但代建项目结转及收入实现时间受政府回购计划及地方财力影响存在不确定性；代建工程中土地使用权合计面积 1,012.58 万平方米，账面价值 61.51 亿元（已抵押部分面积合计 364.69 万平方米，账面价值 22.36 亿元），土地用途以住宅和商服用地为主；公司开发成本和开发产品账面价值分别为 19.90 亿元和 18.52 亿元，主要为在建及待售安置房项目建设成本；2019 年末公司已用于抵押或担保的存货系土地使用权，合计账面价值 22.36 亿元，占存货的 9.64%。

表 9 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	277,895.84	8.76%	351,178.33	11.50%
应收账款	121,503.16	3.83%	243,225.32	7.97%
其他应收款	300,922.91	9.48%	158,989.79	5.21%
存货	2,319,368.27	73.08%	2,148,229.93	70.36%
流动资产合计	3,022,832.36	95.24%	2,904,939.06	95.14%
非流动资产合计	151,070.23	4.76%	148,398.06	4.86%
资产总计	3,173,902.60	100.00%	3,053,337.12	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

受新增毛利率较高的土地整理业务收入影响，2019 年公司营业收入保持增长，毛利率有所提高；政府补助仍成为公司利润的重要补充

2019 年公司实现营业收入 19.46 亿元，同比增长 10.78%，主要系新增土地整理业务收入；代建业务、安置房销售及自来水销售仍是公司主要收入来源，合计占当年营业收入的 82.51%。其中，公司自来水销售收入及利润较为稳定且可持续性好；2019 年末公司主要在建代建项目总投资 56.08 亿元，在建及拟建安置房项目总投资 46.70 亿元，代建及安置房销售业务收入可持续性良好，但也受政府回购计划及地方财力影响；土地整理业务收入主要取决于政府土地开发计划及财政资金安排影响，收入可持续性较差。

2019 年公司实现营业利润 2.46 亿元，较上年增长 11.88%；其中，政府补助占营业利润比重为 24.54%，对利润形成一定补充。2019 年综合毛利率为 23.76%，较上年提高 9.38 个百分点，主要系土地整理业务毛利率较高所致。

表 10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	194,619.04	175,674.24
其他收益	6,041.08	14,074.09
营业利润	24,621.03	22,005.66
利润总额	23,909.25	21,952.22
综合毛利率	23.76%	14.38%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2019 年公司经营活动现金回笼能力有所提升，但经营活动现金流仍表现不佳

受年内结转代建及安置房工程款增多等影响，使得公司收现比提升至 0.95，收入回款能力处于正常区间；2019 年公司购买商品、接受劳务支付的现金因在建代建及安置房项目新增投入及工程款结算规模扩大而较上年大幅增长 97.64%；此外，当前公司往来款规模也有较大规模增加。综合作用下，2019 年公司经营活动产生的现金流量净额为-11.76 亿元，净流出规模进一步扩大。

2019 年公司投资活动的现金流出主要为设立子公司所投入资金，筹资活动产生的现金净流入为 7.36 亿元，主要系新增银行借款所致。

截至 2019 年末，公司主要在建代建项目尚需投资约 9.96 亿元，计划分两年完成投资；主要在建及拟建保障房项目尚需投资约 4.15 亿元，计划分五年完成投资，经营性资金压力尚可。

表 11 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.95	0.68
销售商品、提供劳务收到的现金	185,663.54	119,975.06
收到的其他与经营活动有关的现金	152,935.89	189,323.01
经营活动现金流入小计	338,599.42	309,298.06
购买商品、接受劳务支付的现金	289,052.94	146,254.21
支付的其他与经营活动有关的现金	147,071.18	153,269.12
经营活动现金流出小计	456,235.68	317,475.97
经营活动产生的现金流量净额	-117,636.25	-8,177.91
投资活动产生的现金流量净额	-18,502.91	-11,784.94
筹资活动产生的现金流量净额	73,601.00	-69,093.09
现金及现金等价物净增加额	-62,538.17	-89,055.94

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 年公司所有者权益保持增长，对负债的保障程度提升，有息债务规模小幅减少，未来仍面临较大的债务偿还压力

受益于政府将拨付的债务置换资金转增资本公积及较大规模的货币增资，2019 年末公司所有者权益增至 142.73 亿元，较上年末增加 17.46%；负债总额下降至 174.66 亿元，同比减少 4.98%；2019 年末公司产权比率为 122.38%，较上年降低 28.89 个百分点，所有者权益对负债的保障程度提升。

表 12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	1,746,632.13	1,838,175.85
所有者权益	1,427,270.47	1,215,161.28
产权比例	122.38%	151.27%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年公司除短期、长期借款和长期应付款外，其他主要负债科目余额同比有所减少；负债结构看，仍以非流动负债为主。

2019 年末公司短期借款余额为 4.62 亿元，主要为担保及质押借款；应付票据及应付账款余额为 4.34 亿元，同比减少 36.53%，主要系跟踪期内公司对供应商的工程款结算增加所致。公司其他应付款主要是与政府部门及其他国企间的往来款，2019 年末公司其他应付款规模为 34.97 亿元，同比减少 9.09%，账龄主要在 1 年以内。2019 年末公司一年内到期的非流动负债余额为 28.60 亿元，同比减少 5.48%，主要由一年内到期的长期借款构成。

跟踪期内，银行借款仍为公司最主要的融资渠道，2019 年新增长期借款 1.43 亿元，期末余额为 74.82 亿元，同比增加 6.53%，占负债总额的比重为 42.84%；构成上仍主要为保证借款。截至 2019 年末，公司应付债券仍为本期债券、“16 启国投债”以及启东供水收费收益权资产支持专项计划，合计余额为 17.03 亿元，较上年末减少 27.52%。公司长期应付款为应付融资租赁款，2019 年末余额为 9.39 亿元，与上年基本持平。

表 13 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	46,160.00	2.64%	40,700.00	2.21%
应付票据及应付账款	43,356.65	2.48%	68,308.80	3.72%
其他应付款	349,688.61	20.02%	384,645.74	20.93%
一年内到期的非流动负债	285,962.22	16.37%	302,539.33	16.46%
流动负债合计	730,600.81	41.83%	804,498.15	43.77%
长期借款	748,179.95	42.84%	702,339.23	38.21%
应付债券	170,280.50	9.75%	234,934.84	12.78%
长期应付款	93,887.48	5.38%	92,752.28	5.05%
非流动负债合计	1,016,031.32	58.17%	1,033,677.70	56.23%
负债合计	1,746,632.13	100.00%	1,838,175.85	100.00%
其中：有息债务	1,354,930.14	77.57%	1,392,315.68	75.74%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年末公司有息债务余额为 135.49 亿元，同比小幅减少，占公司负债总额的比

重为 77.57%，其中短期有息债务 34.26 亿元，面临的偿债压力较大。

2019 年末公司资产负债率为 55.03%，同比下降 5.17 个百分点，所有者权益对负债的保障程度有所提升；现金短期债务比受账面现金余额减少影响，下降至 0.84。跟踪期内，受公司财务费用利息支出减少等影响，造成 EBITDA 利息保障倍数较上年末有所下降，有息债务与 EBITDA 之比上升至 29.15，未来仍面临较大的债务偿还压力。

表 14 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	55.03%	60.20%
现金短期债务比	0.81	0.97
EBITDA（万元）	46,476.80	60,776.54
EBITDA 利息保障倍数	0.79	0.92
有息债务/EBITDA	29.15	22.91

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 5 月 19 日），公司本部及子公司启东国投融资担保有限公司（以下简称“启东国投担保”）、启东市御龙房地产开发有限公司、启东市忠诚信开发建设有限公司等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；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 2019 年 12 月 31 日，公司对外担保余额为 143.20 亿元，与公司 2019 年末所有者权益之比为 100.33%。

截至 2020 年 5 月 19 日，公司有两笔对外担保为关注状态：其一为公司对启东海工船舶工业园开发建设有限公司的担保贷款，该笔贷款到期日为 2020 年 2 月 26 日，根据江苏银行股份有限公司启东支行的说明文件，该笔贷款属政府隐性债务，截至 2020 年 4 月 9 日余额为 5,000 万元，当前到期日已调整至 2025 年 2 月 20 日；另一笔为公司子公司启东国投担保对江苏海林津启生态建设有限公司的担保，贷款到期日为 2021 年 3 月 18 日，公司对外担保明细详见附录三。

整体看，公司主要的担保对象为启东市地方建设平台以及国有企业，但对外担保余额大，除子公司启东国投担保的部分对外担保设置有反担保措施外，公司大部分对外担保未设置反担保措施，存在较大的或有负债风险。

七、评级结论

启东市整体经济实力较强，2019 年全市基础设施建设投资同比增长 55.9%，为公司代建等业务发展提供了良好基础；截至 2019 年末公司在建及拟建代建项目和安置房项目较多，业务收入可持续性良好；公司自来水供应业务区域垄断性较强，供水能力、售水总量及收入稳定增长；跟踪期内，公司继续获得启东市政府及财政局较大力度的注资及财政补贴支持。

同时，中证鹏元也关注到公司资产以代建工程和安置房项目等存货资产为主，整体流动性偏弱；公司其他应收款增幅较大，对资金形成较大占用；2019 年末公司有息债务规模仍有 135.49 亿元，未来仍面临较大的债务偿还压力；公司对外担保余额大，存在较大或有负债风险。

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）	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	277,895.84	351,178.33	450,533.59
应收账款	121,503.16	243,225.32	325,514.69
其他应收款	300,922.91	158,989.79	237,103.44
存货	2,319,368.27	2,148,229.93	2,130,452.15
总资产	3,173,902.60	3,053,337.12	3,343,157.72
短期借款	46,160.00	40,700.00	82,150.00
其他应付款	349,688.61	384,645.74	493,777.24
一年内到期的非流动负债	285,962.22	302,539.33	137,437.07
长期借款	748,179.95	702,339.23	718,812.20
应付债券	170,280.50	234,934.84	297,489.17
总负债	1,746,632.13	1,838,175.85	2,114,244.81
有息债务	1,354,930.14	1,392,315.68	1,382,792.71
所有者权益	1,427,270.47	1,215,161.28	1,228,912.91
营业收入	194,619.04	175,674.24	197,584.23
其他收益	6,041.08	14,074.09	390.00
营业利润	24,621.03	22,005.66	13,193.92
利润总额	23,909.25	21,952.22	21,742.93
经营活动产生的现金流量净额	-117,636.25	-8,177.91	-282,642.55
投资活动产生的现金流量净额	-18,502.91	-11,784.94	-18,133.59
筹资活动产生的现金流量净额	73,601.00	-69,093.09	270,658.72
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	23.76%	14.38%	15.31%
收现比	0.95	0.68	0.57
产权比率	122.38%	151.27%	172.04%
资产负债率	55.03%	60.20%	63.24%
现金短期债务比	0.81	0.97	1.94
EBITDA（万元）	46,476.80	60,776.54	65,898.02
EBITDA 利息保障倍数	0.79	0.92	1.21
有息债务/EBITDA	29.15	22.91	20.98

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

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务	取得方式
启东蝶湖酒店管理有限公司	10,000.00	100.00%	酒店业	投资设立
江苏吕四港开发建设有限公司	61,980.00	100.00%	港口开发及基础设施建设	划拨
启东集万迅开发建设有限公司	31,043.00	100.00%	建筑业等	投资设立
启东国投融资担保有限公司	20,000.00	100.00%	融资担保	投资设立
启东市旅游开发建设有限公司	15,000.00	96.67%	旅游开发及景区管理	划拨
启东市新世纪交通建设投资有限公司	15,620.00	99.87%	基础设施建设	划拨
启东市长江船舶工业投资发展有限公司	10,000.00	90.00%	投融资及贸易	划拨
启东市自来水厂有限公司	15,213.00	100.00%	自来水生产及销售	划拨
启东经济开发区总公司	30,000.00	100.00%	金属及建材批发等	划拨
启东市新城建设发展有限公司	35,800.00	100.00%	房地产开发及基础设施建设	划拨
启东市江海污水处理有限公司	10,000.00	90.00%	污水处理	划拨
启东市土地开发复垦有限公司	48,712.70	100.00%	土地综合开发	划拨
启东市忠诚信开发建设有限公司	10,000.00	100.00%	房地产开发经营	投资设立
上海天达贸易有限公司	100.00	100.00%	批发和零售业	投资设立
启东领先资产经营管理有限公司	10,000.00	100.00%	租赁和商务服务业	投资设立
启东顺通城市综合管廊建设有限公司	5,000.00	100.00%	建筑业	投资设立
启东市吕四污水处理有限公司	5,000.00	100.00%	污水处理	划拨
启东市豪顺农业发展有限公司	3,000.00	99.87%	农产品贸易及农业投资	划拨
启东市桥港开发建设投资有限公司	20,000.00	99.87%	基础设施建设	划拨
启东经济开发区科技创业中心有限公司	5,000.00	100.00%	企业管理服务	划拨
启东滨海工业园开发有限公司	5,000.00	100.00%	基础设施建设	划拨
启东市兴腾贸易有限公司	3,000.00	100.00%	贸易	划拨
启东市御龙房地产开发有限公司	36,000.00	100.00%	房地产开发	投资设立
启东市协兴生态渔业有限公司	16,500.00	100.00%	土木工程建筑业	投资设立
启东新城管道有限公司	3,000.00	100.00%	管道安装	划拨
南通卓琳广告有限公司	1,043.00	100.00%	广告设计、制作及游乐项目管理	投资设立
启东市圆陀角开发建设有限公司	27,868.0	52.04%	园林绿化	划拨

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

附录三 截至2019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	是否存在反担保
启东市城市建设投资开发有限公司	13,200.00	2036/12/1	单人担保	否
启东市城市建设投资开发有限公司	35,970.00	2021/12/27	单人担保	否
启东衡麓市政工程有限公司	14,660.00	2021/3/26	单人担保	否
启东沿海水利建设有限公司	20,000.00	2019/1/2	多人联保	否
启东沿海水利建设有限公司	10,000.00	2021/12/17	单人担保	否
启东海工船舶工业园开发建设有限公司	5,000.00	2020/2/26	单人担保	否
启东创新投资集团有限公司	5,400.00	2020/1/10	单人担保	否
启东市伯德贸易有限公司	8,000.00	2020/2/26	多人联保	否
启东市伯德贸易有限公司	6,000.00	2020/2/26	多人联保	否
启东市凌翔贸易有限公司	8,000.00	2020/2/26	多人联保	否
启东市凌翔贸易有限公司	6,000.00	2020/2/26	多人联保	否
南通市通启公路工程有限公司	2,000.00	2020/2/26	单人担保	否
启东市滨江供热有限公司	2,000.00	2020/1/28	单人担保	是
启东圆陀角污水处理有限公司	2,000.00	2020/6/25	单人担保	是
启东市八达建筑工程有限公司	1,000.00	2020/1/13	单人联保	是
南通市通启公路工程有限公司	1,000.00	2020/1/7	单人担保	是
启东和正昊实业有限公司	1,000.00	2020/5/21	单人担保	是
启东浦发建材有限公司	1,000.00	2020/10/9	单人担保	是
南通恒可嘉实业有限公司	1,000.00	2020/11/26	单人担保	是
启东市八达建筑工程有限公司	1,000.00	2020/1/7	多人联保	是
南通市通启公路工程有限公司	1,000.00	2020/12/26	单人担保	是
启东市新越市政工程有限公司	900.00	2020/12/24	单人担保	是
江苏海林津启生态建设有限公司	900.00	2020/5/30	单人担保	是
江苏中润建设集团东盟建设有限公司	900.00	2020/1/23	单人担保	是
江苏华诚智能信息工程有限公司	800.00	2020/4/8	单人担保	是
朗峰新材料科技股份有限公司	800.00	2020/8/1	单人担保	是
美通重工有限公司	800.00	2020/7/24	单人担保	是
南通东骏装饰有限公司	800.00	2020/12/26	单人担保	是
南通好又鲜水产食品有限公司	800.00	2020/1/14	单人担保	是
南通恒可嘉实业有限公司	800.00	2020/1/9	单人担保	是
南通金鼎海苔有限公司	800.00	2020/4/24	单人担保	是
南通林恒门窗科技有限公司	800.00	2021/1/6	单人担保	是
启东新涛恒实业有限公司	800.00	2020/1/28	单人担保	是
南通瑞道建材有限公司	700.00	2020/7/1	单人担保	是

南通华越建设工程有限公司	700.00	2020/8/27	单人担保	是
南通景政建筑工程有限公司	700.00	2020/12/8	单人担保	是
江苏麦浪建设科技有限公司	500.00	2020/1/24	单人担保	是
南通秋之友生物科技有限公司	500.00	2020/5/25	单人担保	是
启东新涛恒实业有限公司	500.00	2020/1/28	单人担保	是
启东泰安建材有限公司	500.00	2020/12/23	单人担保	是
南通鼎强建筑装饰工程有限公司	50.00	-	多人联保	是
江苏海林津启生态建设有限公司	400.00	2021/3/18	单人担保	是
南通国立箱包有限公司	350.00	2020/4/30	单人担保	是
江苏鑫沅机电工程技术有限公司	300.00	2020/10/28	单人担保	是
启东江天生态农庄有限公司	234.00	2020/4/16	单人担保	是
江苏苏博印染有限公司	300.00	2020/4/16	单人担保	是
南通江州建设工程有限公司	300.00	2020/1/21	单人担保	是
启东市滨江供热有限公司	200.00	2020/1/28	质押物担保	是
南通林恒门窗科技有限公司	120.00	2020/8/19	质押物担保	是
启东市新越市政工程有限公司	90.00	2020/12/24	质押物担保	是
南通华越建设工程有限公司	70.00	2020/8/27	质押物担保	是
南通鼎强建筑装饰工程有限公司	50.00	-	质押物担保	是
启东市融海综合开发建设有限公司	27,020.00	2021/6/26	单人担保	否
启东市融海综合开发建设有限公司	27,050.00	2021/7/28	单人担保	否
启东市融海综合开发建设有限公司	1,800.00	2028/12/10	单人担保	否
启东市融海综合开发建设有限公司	18,900.00	2025/9/1	单人担保	否
启东交通投资集团有限公司	24,000.00	2020/12/22	单人担保	否
启东市海启开发建设有限公司	10,000.00	2020/11/20	单人担保	否
启东江海园投资开发有限公司	17,500.00	2020/4/19	单人担保	否
启东市海启开发建设有限公司	17,700.00	2022/2/28	单人担保	否
启东市垦牧小镇置业有限公司	17,500.00	2021/4/23	单人担保	否
启东沿海水利建设有限公司	8,000.00	2020/1/10	单人担保	否
启东苏沪现代农业发展有限公司	8,000.00	2022/9/26	单人担保	否
启东市临海园林工程有限公司	4,200.00	2020/12/27	单人担保	否
启东市通达水利综合开发建设有限公司	4,200.00	2020/12/27	单人担保	否
启东市通江水利开发有限公司	4,200.00	2020/12/27	单人担保	否
启东苏沪现代农业发展有限公司	4,200.00	2020/12/27	单人担保	否
启东市通达水利综合开发建设有限公司	24,500.00	2025/3/6	抵押物担保	否
启东中海阔港务有限公司	9,000.00	2021/9/24	抵押物担保	否
启东市阳启开发建设有限公司	147,994.00	2025/12/31	多人联保	否
启东市阳启开发建设有限公司	44,100.00	2025/6/1	单人担保	否
启东市垦牧小镇置业有限公司	37,000.00	2025/3/31	单人担保	否

启东祥瑞建设有限公司	18,000.00	2024/6/23	单人担保	否
启东市海启开发建设有限公司	10,000.00	2020/11/20	单人担保	否
启东市融海综合开发建设有限公司	1,800.00	2028/12/10	单人担保	否
启东创新投资集团有限公司	24,000.00	2025/12/31	单人担保	否
启东临海城镇开发经营有限公司	23,000.00	2020/7/8	单人担保	否
启东苏沪现代农业发展有限公司	18,500.00	2020/7/14	单人担保	否
启东市融海综合开发建设有限公司	19,400.00	2020/10/28	单人担保	否
启东市通江水利开发有限公司	18,000.00	2022/9/24	单人担保	否
启东交通投资集团有限公司	14,000.00	2022/6/17	单人担保	否
启东交通投资集团有限公司	14,800.00	2022/7/21	单人担保	否
启东交通投资集团有限公司	14,500.00	2020/6/16	单人担保	否
启东临海城镇开发经营有限公司	12,000.00	2020/6/25	单人担保	否
启东市临海公路建设工程有限公司	11,250.00	2020/12/24	单人担保	否
启东交通投资集团有限公司	10,000.00	2020/3/27	单人担保	否
启东市临海贸易有限公司	3,750.00	2020/12/24	单人担保	否
启东市天卓贸易有限公司	3,000.00	2020/12/25	单人担保	否
启东市阳启开发建设有限公司	800.00	2023/12/30	单人担保	否
启东创新型经济园开发有限公司	7,000.00	2023/10/1	单人担保	否
启东祥瑞建设有限公司	15,000.00	2020/12/23	单人担保	否
启东茂材实业有限公司	12,000.00	2020/6/15	单人担保	否
启东创新投资集团有限公司	30,000.00	2020/11/16	单人担保	否
启东创新投资集团有限公司	500.00	2020/12/20	单人担保	否
启东创新投资集团有限公司	21,510.00	2020/3/15	单人担保	否
启东创新投资集团有限公司	16,000.00	2020/12/20	单人担保	否
启东创新投资集团有限公司	15,000.00	2024/12/27	单人担保	否
启东祥瑞建设有限公司	9,900.00	2020/12/18	单人担保	否
启东市保障房建设投资有限公司	16,800.00	2020/2/10	单人担保	否
启东创新投资集团有限公司	6,175.00	2021/5/15	单人担保	否
启东创新投资集团有限公司	8,000.00	2020/6/14	单人担保	否
启东创新投资集团有限公司	4,200.00	2020/1/22	单人担保	否
启东天诺建设有限公司	5,800.00	2020/8/14	单人担保	否
启东茂材实业有限公司	5,000.00	2022/12/17	单人担保	否
启东茂材实业有限公司	3,000.00	2020/5/31	单人担保	否
启东茂材实业有限公司	3,800.00	2020/2/3	单人担保	否
启东创新投资集团有限公司	4,500.00	2022/8/7	单人担保	否
启东黄海建材贸易有限公司	4,000.00	2020/7/22	多人联保	否
启东茂腾贸易有限公司	4,000.00	2020/6/20	多人联保	否
启东衡麓市政工程有限公司	14,660.00	2021/3/26	抵押物担保	否

启东市保障房建设投资有限公司	13,920.00	2028/1/18	抵押物担保	否
启东临海城镇开发经营有限公司	20,850.00	2021/3/28	单人担保	否
启东市德辰实业有限公司	20,000.00	2022/3/10	单人担保	否
启东滨海工业园污水处理有限公司	16,505.53	2024/7/18	单人担保	否
启东市嘉致源实业有限公司	9,000.00	2025/1/2	单人担保	否
尚华科创投资管理（江苏）有限公司	14,000.00	2022/3/3	单人担保	否
启东鑫隆源贸易有限公司	13,500.00	2020/9/29	单人担保	否
启东临海城镇开发经营有限公司	6,000.00	2020/6/21	单人担保	否
启东滨海工业园污水处理有限公司	5,000.00	2020/6/19	单人担保	否
启东临海城镇开发经营有限公司	2,000.00	2020/6/11	单人担保	否
启东市德辰实业有限公司	50,400.00	2020/9/23	抵押物担保	否
启东临海城镇开发经营有限公司	22,554.60	2021/3/9	抵押物担保	否
启东市德辰实业有限公司	22,139.10	2022/3/10	抵押物担保	否
启东滨海工业园污水处理有限公司	20,001.55	2020/6/19	抵押物担保	否
启东鑫隆源贸易有限公司	18,030.00	2020/6/16	抵押物担保	否
启东滨海工业园污水处理有限公司	8,120.00	2021/3/9	抵押物担保	否
启东滨海工业园污水处理有限公司	6,000.00	2021/3/28	抵押物担保	否
启东沿海水利建设有限公司	41,000.00	2025/11/10	单人担保	否
启东市文化旅游投资集团有限公司	19,000.00	2025/5/28	单人担保	否
启东吕四港水务有限公司	15,000.00	2022/4/27	单人担保	否
启东沿海水利建设有限公司	10,000.00	2024/12/20	单人担保	否
启东沿海水利建设有限公司	12,500.00	2022/3/30	单人担保	否
启东吕四港口投资有限公司	6,800.00	2020/7/22	单人担保	否
启东吕四港口投资有限公司	4,500.00	2021/1/20	单人担保	否
启东吕四港水务有限公司	3,000.00	2020/10/28	单人担保	否
启东市滨化供水有限公司	8,000.00	2020/11/21	单人担保	否
南通皓得江实业有限公司	2,000.00	2020/6/17	单人担保	否
合计	1,432,023.78	-	-	-

资料来源：公司2019年审计报告及公司提供，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年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款（有息部分）

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。