信用评级公告

联合〔2022〕2175 号

联合资信评估股份有限公司通过对如皋市经济贸易开发有限公司及其拟发行的 2022 年如皋市经济贸易开发有限公司公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定如皋市经济贸易开发有限公司主体长期信用等级为 AA^{+}，2022 年如皋市经济贸易开发有限公司公司债券的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年四月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

2022 年如皋市经济贸易开发有限公司
公司债券信用评级报告

评级结果：

发行人主体长期信用等级：AA+

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 7.30 亿元（含）

本期债券期限：7 年

偿还方式：按年付息，分期还本

募集资金用途：项目建设、补充流动资金

评级时间：2022 年 4 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公示披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a	评级结果		AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
外部支持				4

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

如皋市经济贸易开发有限公司（以下简称“公司”）是江苏省如皋经济技术开发区（以下简称“如皋经开区”）最重要的基础设施建设及土地整理主体。2018－2020 年，如皋市及如皋经开区经济平稳发展，财政实力较强。公司持续获得政府在资金注入、资产注入、股权划拨和财政补贴等方面的有力支持，资产和所有者权益规模保持增长。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，公司有息债务持续增长且短期偿债压力较大、存在较大资本支出压力和或有负债风险等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

公司拟发行的 2022 年公司债券（以下简称“本期债券”）由江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“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，经联合资信评定，江苏省再担保主体长期信用等级为 AAA，其担保能够有效提升本期债券偿付的安全性。本期债券设置了分期还本条款，有利于降低公司的集中偿付压力。

未来，公司将继续以基础设施建设和土地整理为主业，以市场化手段提升国有资产运营水平，联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA+，本期债券的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **经营环境良好。**2018－2020 年，如皋市及如皋经开区经济平稳发展，财政实力较强。2020 年，如皋市实现地区生产总值 1305.22 亿元，同比增长 5.3%；一般公共预算收入 72.01 亿元，同比增长 2.85%。同期，如皋经开区实现地区生产总值 776.50 亿元，同比增长 7.98%；一般公共预算收入为 56.07 亿元。
2. **公司业务具有区域专营优势，并持续得到政府的有力支持。**公司作为如皋经开区最重要的基础设施建设及土地整理主体，区域专营优势明显。近年来，公司持续获得政府在资金注入、资产注入、股权划拨和财政补贴方面的有力支持。
3. **增信措施有效提升本期债券偿付的安全性。**江苏省再担保

分析师：夏妍妍　高锐
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

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，可有效提升本期债券偿付的安全性。

4. **本期债券设置本金分期偿付条款，有利于降低公司的集中偿付压力。**在本期债券存续期的第 3~7 个计息年度末，本期债券每年偿还 20%的本金。

关注

1. **资产流动性较弱。**公司资产以应收类款项及存货为主，应收类款项对公司资金占用明显，存货中代建项目及土地整理投入规模大。
2. **存在较大资本支出压力。**公司在建及拟建基础设施建设项目、保障房项目以及土地一级开发项目尚需投资规模较大。
3. **债务规模持续增长，存在较大的短期偿债压力。**2018－2020 年底，公司有息债务年均复合增长 29.88%；2021 年 6 月底，公司现金短期债务比为 0.40 倍，存在较大的短期偿付压力。
4. **对外担保规模很大，存在或有负债风险。**截至 2021 年 6 月底，公司对外担保余额 116.00 亿元，担保比率为 44.84%。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
现金类资产（亿元）	32.30	55.07	34.23	56.96
资产总额（亿元）	399.28	560.10	590.14	619.33
所有者权益（亿元）	184.21	243.66	250.86	258.70
短期债务（亿元）	46.57	94.93	132.85	142.00
长期债务（亿元）	141.12	195.80	183.76	201.41
全部债务（亿元）	187.69	290.73	316.61	343.41
营业收入（亿元）	16.95	24.36	24.33	13.45
利润总额（亿元）	2.85	6.40	5.38	2.44
EBITDA（亿元）	4.51	8.45	7.73	--
经营性净现金流（亿元）	-13.94	7.75	2.04	4.75
现金收入比（%）	64.91	89.94	73.80	50.56
营业利润率（%）	3.35	8.81	10.36	14.35
净资产收益率（%）	1.68	2.01	1.74	--
资产负债率（%）	53.87	56.50	57.49	58.23
全部债务资本化比率（%）	50.47	54.40	55.79	57.03
现金短期债务比（倍）	0.69	0.58	0.26	0.40
流动比率（%）	506.31	441.21	363.97	373.95
速动比率（%）	330.07	277.17	213.65	223.80
经营现金流动负债比（%）	-18.84	6.42	1.31	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.41	0.77	0.43	--

全部债务/EBITDA（倍）	41.58	34.42	40.98	--

公司本部（母公司）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
资产总额（亿元）	287.98	323.30	335.69	368.26
所有者权益（亿元）	150.95	158.80	142.72	144.19
全部债务（亿元）	82.67	113.48	158.41	195.01
营业收入（亿元）	15.36	6.69	7.52	4.75
利润总额（亿元）	5.43	3.86	3.19	1.56
资产负债率（%）	47.58	50.88	57.49	60.85
全部债务资本化比率（%）	35.39	41.68	52.61	57.49
现金短期债务比（倍）	0.30	0.76	0.18	0.21
流动比率（%）	329.22	347.86	252.96	240.78
经营现金流动负债比（%）	-15.03	3.11	3.16	--

注：1.2021 年上半年财务数据未经审计；2. 本报告已将其他流动负债中有息部分调整至短期债务及相关指标计算；3. 本报告已将长期应付款和其他非流动负债中有息部分调整至长期债务及相关指标计算
资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA+	稳定	2021/9/22	夏妍妍 文中	城市基础设施投资企业信用评级方法（V3.0.201907） 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
AA+	稳定	2019/12/04	文中 徐羚晏	城市基础设施投资企业信用评级方法（V3.0.201907） 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	--

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声　明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受如皋市经济贸易开发有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次信用评级结果仅适用于本期债券，有效期为本期债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

2022 年如皋市经济贸易开发有限公司
公司债券信用评级报告

一、主体概况

如皋市经济贸易开发有限公司（原名如皋市经济贸易开发总公司，以下简称“公司”）系如皋经济技术开发区管理委员会（以下简称“如皋经开区管委会”）根据皋政发〔1992〕223 号《关于建立如皋市经济贸易开发总公司的批复》于 1993 年 2 月出资设立，成立时为全民所有制企业，注册资本 200.00 万元。2020 年 12 月，根据如皋市人民政府出具的《市政府关于如皋市经济贸易开发总公司改制的批复》（皋政复〔2020〕139 号），公司改制为有限责任公司并更名为如皋市经济贸易开发有限公司；同时如皋经开区管委会、江苏皋开投资发展集团有限公司（以下简称“皋开集团”）对公司进行增资。截至 2021 年 6 月底，公司注册资本 50.00 亿元，实缴资本 40.00 亿元，剩余认缴出资 10.00 亿元计划于 2021 年底前实缴到位；如皋经开区管委会和皋开集团分别持有公司 70.00%和 30.00%股权，如皋经开区管委会为公司的实际控制人。

公司经营范围：为工业园区基础设施建设、项目开发、招商引资提供咨询服务；基础设施建设；实业投资；房屋拆迁；项目招商及配套服务；自有房屋租赁服务；建筑材料、钢材、木材、针纺织品销售（上述涉及资质的凭资质经营）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）一般项目：高性能有色金属及合金材料销售（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）。

截至 2021 年 6 月底，公司本部内设人力资源部、投融资管理部、工程建设部、财务部和办公室共 5 个职能部门（见附件 1-2）。截至 2021 年 6 月底，公司拥有合并范围内子公司 13 家（见附件 1-3）。

截至 2020 年底，公司资产总额 590.14 亿元，所有者权益 250.86 亿元。2020 年，公司实现营业收入 24.33 亿元，利润总额 5.38 亿元。

截至 2021 年 6 月底，公司资产总额 619.33 亿元，所有者权益 258.70 亿元；2021 年 1－6 月，公司实现营业收入 13.45 亿元，利润总额 2.44 亿元。

公司住所：如皋市如城镇益寿路（如皋经济开发区工发大厦八楼 808 室）；法定代表人：白志东。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划发行 2022 年如皋市经济贸易开发有限公司公司债券（以下简称“本期债券”），发行规模不超过 7.30 亿元（含），期限为 7 年。本期债券按年付息，分期还本，在债券存续期的第 3~7 个计息年度末每年偿还 20%的本金，后五年的债券利息随本金一起支付。

本期债券计划募集资金不超过 7.30 亿元，其中 4.40 亿元拟用于 R2018113（KFQ2013-24#B）地块安置房项目（以下简称“募投项目”）建设，2.90 亿元用于补充公司流动资金。

江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“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。

2. 募投项目概况

本期债券募集资金中 4.40 亿元用于募投项目建设。募投项目建设期 2 年，计划总投资 6.40 亿元，用地面积 38855.00 平方米，总建筑面积 119121.00 平方米；共建设安置房 680 套，共计 81712.00 平方米，拟安置拆迁居民 192 户，对应拆迁面积 77660.63 平方米。

截至报告出具日，募投项目相关手续已经获得相关主管部门的批复，具体批复文件见表 1。

表 1　募投项目批复文件获取情况

项目批文	批准文号	发文机关	印发时间
市行政审批局关于南通融禾置业有限公司实施 R2018113（KFQ2013-24#B）地块新建安置房项目核准的批复	皋行审投资〔2020〕63 号	如皋市行政审批局	2020/10/13
市行政审批局关于南通融禾置业有限公司实施 R2018113（KFQ2013-24#B）地块新建安置房项目调整内容意见	皋行审投资〔2021〕56 号	如皋市行政审批局	2021/08/05
市行政审批局关于南通融禾置业有限公司实施 R2018113（KFQ2013-24#B）地块新建安置房项目调整内容意见	皋行审投资〔2020〕69 号	如皋市行政审批局	2020/11/07
建设项目环境影响登记表	--	--	2020/11/08
建设用地规划许可证	地字第如 320682202000034 号	如皋市行政审批局	2020/08/13
不动产权证书	苏（2019）如皋市不动产权第 0013951 号	如皋市自然资源局	2019/06/11
施工许可证	320682202102070101	如皋市行政审批局	2021/02/07
如皋市社会稳定风险评估评审表	--	如皋市维护稳定工作领导小组办公室	2020/09/10
固定资产投资项目节能承诺表	--	如皋市行政审批局	2021/08/06

资料来源：公司提供

根据江苏苏维工程管理有限公司编制的《R2018113（KFQ2013-24#B）地块新建安置房项目可行性研究报告》（以下简称《募投项目可研报告》），募投项目预计在本期债券存续期内完成所有相关物业的销售，可实现安置房销售收入69455.20万元、配套商业用房销售收入3162.00万元、机动车位销售收入8840.00万元，合计收入81457.20万元。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2021年，我国统筹经济发展和疫情防控、积极应对经济下行压力，宏观经济政策保持了连贯性、稳定性。积极的财政政策保持了一定力度，加大了对中小微企业的支持，保持了市场主体的活跃度；稳健的货币政策灵活精准，货币供应量和社会融资规模同名义经济增速基本匹配。整体看，2021年实现了“十四五”良好开局，宏观政策稳健有效。

经初步核算，2021年我国国内生产总值114.37万亿元，按不变价计算，同比增长8.10%，两年平均增长[1]5.11%。分季度来看，GDP当季同比增速在基数影响下逐季回落，分别为18.30%、7.90%、4.90%和4.00%。从两年平均增速来看，上半年我国经济稳定修复，一、二季度分别增长4.95%、5.47%；三季度两年平均增速回落至4.85%，主要是受供给端约束和内生动能不足的共同影响所致；随着保供稳价和助企纾困政策的有力推进，供给端限电限产的约束有所改善，四季度经济增长有所加快，GDP两年平均增速小幅回升至5.19%。

三大产业中，第三产业增速受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平。2021 年，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 5.08%和 5.31%，均高于疫情前 2019 年的水平，恢复情况良好；第三产业增加值两年平均增速为 5.00%，远未达到 2019 年 7.20%的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 2　2017－2021 年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年两年平均
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.36	114.37	--
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.20	8.10	5.11

[1]为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	9.60	6.15
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	4.90	3.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	12.50	3.98
出口增速（%）	7.90	9.87	0.51	3.62	29.90	--
进口增速（%）	16.11	15.83	-2.68	-0.60	30.10	--
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.90	--
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	8.10	--
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.10	--
全国居民人均可支配收入增速（%）	7.32	6.50	5.80	2.10	8.10	5.06
一般公共预算收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	10.70	--
一般公共预算支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	0.30	--

注：1.GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3.GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数；
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

需求端整体表现为外需强、内需弱的格局，内生增长动能偏弱。消费方面，2021 年我国社会消费品零售总额 44.08 万亿元，同比增长 12.50%；两年平均增速 3.98%，与疫情前水平（2019 年为 8.00%）差距仍然较大，主要是疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2021 年全国固定资产投资（不含农户）54.45 万亿元，同比增长 4.90%；两年平均增长 3.90%，较疫情前水平（2019 年为 5.40%）仍有一定差距。其中，房地产开发投资持续走弱；基建投资保持低位运行；制造业投资持续加速，是固定资产投资三大领域中的亮点。外贸方面，海外产需缺口、出口替代效应以及价格等因素共同支撑我国出口高增长。2021 年，我国货物贸易进出口总值 6.05 万亿美元，达到历史最高值。其中，出口金额 3.36 万亿美元，同比增长 29.90%；进口金额 2.69 万亿美元，同比增长 30.10%；贸易顺差达到 6764.30 亿美元，创历史新高。

2021 年，CPI 温和上涨，PPI 冲高回落。2021 年，CPI 同比上涨 0.90%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.80%，总体呈现波动上行的态势；2021 年 PPI 同比上涨 8.10%，呈现冲高回落的态势。输入性因素和供给端偏紧等因素推动 PPI 升至高位，而随着四季度保供稳价政策落实力度不断加大，煤炭、金属等能源和原材料价格快速上涨势头在年底得到初步遏制，带动 PPI 涨幅高位回落。

2021 年，社融增速整体呈现高位回落的态势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年末，社融存量余额为 314.13 万亿元，同比增长 10.30%，增速较 2020 年末低 3 个百分点。从结构看，人民币贷款是主要支撑项；政府债券同比大幅下降，但显著高于 2019 年水平，发行错期效应使得政府债券支撑社融增速在年底触底回升；企业债券融资回归常态；非标融资规模大幅压降，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，M1 同比增速持续回落，M2 同比增速相对较为稳定，2021 年 M2-M1 剪刀差整体呈扩大趋势，反映了企业融资需求减弱，投资意愿下降。

财政收入呈现恢复性增长，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.70%，财政收入呈现恢复性增长态势。其中，全国税收收入 17.27 万亿元，同比增长 11.90%，主要得益于经济修复、PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素。同时，2021 年全国新增减税降费超过 1 万亿元，各项减税降费政策得到有效落实。支出方面，2021 年全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.30%。其中，教育、科学技术、社会保障和就业领域支出分别同比增长 3.50%、7.20%、3.40%，高于整体支出增速，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国政府性基金预算收入 9.80 万亿元，同比增长 4.80%。其中国有土地使用权出让收入 8.71 万亿元，同比增

长 3.50%，增速较上年（15.90%）明显放缓；全国政府性基金预算支出 11.37 万亿元，同比下降 3.70%，主要是受专项债项目审核趋严、项目落地与资金发放有所滞后等因素影响。

就业形势总体稳定，居民收入增幅放缓。2021 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.10%，低于全年 5.50%左右的调控目标。2021 我国全国居民人均可支配收入 3.51 万元，实际同比增长 8.10%；两年平均增速 5.06%，仍未恢复到疫情前 2019 年（5.80%）水平，也对居民消费产生了一定的抑制作用。

2. 宏观政策和经济前瞻

2022 年我国经济发展面临“三重压力”，宏观政策以稳增长为重点。2021 年 12 月，中央经济工作会议指出我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”，提出 2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进，政策发力适当靠前，宏观政策要稳健有效：积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续；稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕；实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。在宏观政策托底作用下，2022 年我国经济或将维持稳定增长，运行在合理区间。

2022 年经济增长更加依赖内生动力。从三大需求来看，2022 年出口的拉动作用或将有所减弱，但固定资产投资，尤其是以政府投资为主的基建投资有望发力，房地产投资增速也有望企稳回升；随着疫情影响弱化、居民增收和相关政策的刺激，消费需求增长可期，2022 年我国经济有望实现更加依赖内生动力的稳定增长。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014 年，《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》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》

（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020 年 7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为 2021 年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021 年 4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 3　2020 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

2018－2020 年，如皋市及江苏省如皋经济技术开发区（以下简称“如皋经开区”）经济平稳发展，财政实力较强，公司经营环境良好。

（1）如皋市

如皋市隶属于江苏省南通市，总面积 1576.47 平方公里。如皋市是中国首批对外开放的沿海城市、中国县域经济基本竞争力百强县之一，江苏沿江开发的 15 个重点县（市）之一。如皋市辖如城、城南、城北 3 个街道和东陈、丁堰、白蒲、下原、九华、石庄、吴窑、江安、搬经、磨头、长江 11 个镇。城北街道与如皋经开区、城南街道与如皋高新技术产业开发区、如城街道与如皋工业园区实行“以区带街、区街合一”管理机制。截至 2020 年底，如皋市户籍人口 140.39 万人。

如皋市拥有 48 公里的长江岸线，其中深水岸线长达 20.2 公里。依靠优越的沿江岸线资源，如皋市大力发展造船及配套产业。如皋市作为长三角一体化中承接上海和苏南的发展高地具有地理优势。

根据如皋市国民经济和社会发展统计公报，

2018－2020 年，如皋市分别实现地区生产总值 1120.48 亿元、1215.18 亿元和 1305.22 亿元，同比分别增长 7.3%、6.1%和 5.3%。2020 年，如皋市第一产业增加值 77.71 亿元，增长 2.6%；第二产业增加值 623.30 亿元，增长 4.5%，其中工业增加值 517.47 亿元，增长 4.9%；第三产业增加值 604.21 亿元，增长 6.6%。三次产业结构为 5.9: 47.8: 46.3。

2018－2020 年，如皋市分别完成固定资产投资 400.82 亿元、432.75 亿元和 476.44 亿元，分别同比增长 8.5%、8.0%和 10.1%。2020 年，如皋市第二产业投资 300.73 亿元，增长 14.2%；第三产业投资 175.70 亿元，下降 1.5%，其中房地产开发投资 108.50 亿元，增长 39.3%。

根据如皋市财政决算及预算执行情况报告，2018－2020 年，如皋市一般公共预算收入分别为 70.01 亿元、70.01 亿元和 72.01 亿元。其中，税收收入分别为 59.20 亿元、58.50 亿元和 61.01 亿元，分别占一般公共预算收入的 84.56%、83.56%和 84.72%。同期，如皋市一般公共预算支出分别为 107.77 亿元、121.96 亿元和 125.13 亿元，自给率分别为 64.96%、57.40%和 57.55%；政府性基金收入分别为 51.59 亿元、84.30 亿元和 107.93 亿元，主要为国有土地使用权出让收入。2018－2020 年，如皋市分别收到上级补助 44.26 亿元、42.94 亿元和 49.36 亿元。截至 2020 年底，如皋市政府债务余额 229.02 亿元，其中一般债务余额 122.84 亿元，专项债务余额 106.18 亿元。

根据如皋市统计局公开信息，2021 年 1－12 月，如皋市实现规模工业企业总产值 1415.63 亿元，同比增长 13.67%；完成固定资产投资 499.48 亿元，同比增长 4.8%。同期，如皋市一般公共预算收入 77.81 亿元，同比增长 8.1%；一般公共预算支出 139.26 亿元，同比增长 11.3%。

（2）如皋经开区

如皋经开区于 1992 年 9 月创立，1993 年 12 月成为江苏省首批 13 个省级开发区之一，2013 年 1 月晋级国家经济技术开发区。十四五期间，如皋经开区将重点打造“2+2+1”产业体系，在发展壮大智能装备制造、汽车及核心零部件两大主导产业的同时，引导培育氢能、电子信息科技两大新兴产业，大力发展现代服务业。

根据如皋经开区财政局提供的资料，2018－2020 年，如皋经开区地区生产总值分别为 665.56 亿元、719.08 亿元和 776.50 亿元，同比分别增长 9.43%、8.03%和 7.98%。2018－2020 年，如皋经开区一般公共预算收入分别为 56.92 亿元、56.13 亿元和 56.07 亿元。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2021 年 6 月底，公司注册资本 50.00 亿元，实收资本 40.00 亿元，如皋经开区管委会和皋开集团分别持有公司 70.00%和 30.00%股权；如皋经开区管委会是公司的控股股东和实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是如皋经开区最重要的基础设施建设和土地开发整理主体，业务具有区域专营优势。

公司主要从事如皋经开区范围内的基础设施建设、保障房建设和土地开发整理等业务。如皋经开区内其他主要平台公司包括如皋经济技术开发区投资发展有限公司（以下简称“开投公司”）。如皋经济技术开发区招商中心是开投公司的唯一股东，开投公司定位为项目的发包主体，不承担任何代建和土地开发职能，总体看与公司业务差异化明显，且其资产总额和所有者权益规模与公司相比很小。

表 4　截至 2020 年底如皋经开区主要平台情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	工作职责	2020 年底/2020 年			
			资产总额	所有者权益	营业收入	全部债务
公司	**50.00**	**如皋经开区范围内的基础设施建设、保障房建设和土地开发整理等业务**	**590.14**	**250.86**	**24.33**	**316.61**
开投公司	3.00	如皋经开区范围内基础设施建设等项目的发包主体	34.94	9.41	10.70	--

资料来源：公司提供

公司土地一级开发业务主要由控股子公司如皋经开建设开发有限公司（以下简称“如皋建发”）[2]负责实施，基础设施建设业务主要由公司本部、如皋建发及全资子公司南通嘉禾水务投资有限公司（以下简称“嘉禾水务”）负责实施，贸易业务主要由如皋建发全资子公司如皋市富禾贸易有限公司（以下简称“富禾贸易”）运营。

3. 人员素质

公司高级管理人员拥有丰富的金融行业从业经验，员工综合素质水平较高，能够满足公司目前业务发展需要。

截至2021年6月底，公司共有高级管理人员1人，为董事长兼总经理。

白志东，男，1985 年 3 月出生，中共党员，大学本科学历，曾任江苏如皋农村商业银行股份有限公司长江支行客户经理、业务部业务主管、业务部副总经理、信贷管理部副总经理，现任公司董事长兼总经理。

截至 2021 年 6 月底，公司拥有在职员工 168 人。按学历划分，高中及以下学历员工占 2.38%，大专、中专学历员工占 30.36%，本科及以上学历员工占 67.26%。按年龄划分，35 岁及以下员工占 66.07%，36~45 岁员工占 21.43%；46 岁以上员工占 12.50%。按职称划分，初级及以下员工占 76.78%，中级职称员工占 14.29%，高级职称员工占 8.93%。

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好，未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行《企业信用报告》（中征码：3204030000180353），截至 2022 年 3 月 25 日，公司本部无未结清关注类或不良信贷信息，存在已结清不良/违约类贷款 4 笔，关注类贷款 9 笔。根据中国银行股份有限公司如皋分行于 2013 年 11 月 18 日出具的说明，4 笔不良/违约类贷款系银行系统故障所致；根据中国工商银行股份有限公司如皋支行、国家开发银行股份有限公司江苏省分行、交通银行股份有限公司南通分行于 2013 年出具的相关说明，9 笔关注类贷款系银行内部分类政策要求所致，公司信用良好。

截至 2022 年 4 月 22 日，联合资信未发现公司被列入失信被执行人名单。

六、管理分析

公司建立了较为完善的法人治理结构和内部管理制度，可以满足现阶段经营发展需要。

1. 法人治理结构

公司根据有关法律、法规的规定，制定了公司章程。

公司设股东会，由全体股东组成。股东会是公司的权力机构，行使决定公司的经营方针和投资计划、审议批准董事会和监事会的报告以及审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案等职权。

公司设董事会，成员为 3 人，其中董事长 1 人。董事会成员由股东会选举产生，任期 3 年，

[2] 截至 2021 年 6 月底，公司持有如皋建发 56.10%的股权，陆家嘴国际信托有限公司持有其剩余股权但不拥有表决权，公司拥有其全部表决权。

任期届满，可连选连任。董事会对股东会负责，行使向股东会报告工作、执行股东会的决议以及决定公司的经营计划和投资方案等职权。

公司不设监事会，设 1 名监事，由股东会选举产生。监事任期每届 3 年，期满可连选连任。监事行使检查公司财务、对董事及高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职权。

公司设经理 1 人，由董事会聘任或者解聘。经理行使主持公司的生产经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投资方案等职权。

截至 2022 年 4 月 22 日，公司有董事 3 人，监事 1 人，总经理 1 人，董监高全部到位。

2. 管理水平

截至 2021 年 6 月底，公司本部内设人力资源部、投融资管理部、工程建设部、财务部和办公室共 5 个职能部门；公司根据实际管理需要，制定了财务管理、投融资管理、工程项目管理、子公司管理等内部管理制度。

财务管理方面，公司根据国家有关法律、法规，结合公司具体情况，制定了财务管理制度，定期向如皋经开区管委会和政府有关部门报送会计报表和财务报告书。公司财务管理制度对财务规划、财务预算、财务控制、成本核算、资金控制、资产管理等做出了详尽的规定。

投融资管理方面，公司制定了投融资管理制度，对投、融资及资产项目的管理决策进行了规范，包括对内投资、对外投资、对外融资、重大资产重组、对外担保事项等。

对外担保方面，公司制定了对外担保管理办法，对需要对外提供的担保，由财务部提出申请，报请董事会审议批准。对外担保由财务部具体实施，建立担保备查档案，并落实责任人对担保事项的监督工作。

工程项目管理方面，公司制定的工程项目管理制度适用于公司及分/子公司的新建、扩建、改建、维修、安装等工程项目，工程项目包括建筑工程、安装工程、维修工程、零星工程等。

子公司管理方面，子公司必须遵循公司所制定的章程、管理战略、管理政策与基本管理制度，服从公司各项经济资源一体化整合配置。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要负责如皋经开区的基础设施建设、保障房建设及土地开发任务，并开展市场化经营业务。2018－2020 年，公司营业收入波动增长，毛利率持续提升。

从收入构成看，公司营业收入以基础设施建设收入、保障房建设收入、土地一级开发收入和电解铜销售收入为主，2020 年上述业务收入合计占总收入的 98.63%。2018－2020 年，公司营业收入年均复合增长 19.83%，主要系基础设施建设收入大幅增加所致。

2018－2020 年，公司基础设施建设业务收入快速增长，成为公司收入的最重要来源，2020 年占营业收入的比例超过 50%；保障房建设收入持续下降；受土地整理业务量波动影响，土地一级开发收入有所波动；2019 年，公司新增电解铜销售收入，系子公司富禾贸易开展电解铜销售业务所致，2019 年和 2020 年分别实现收入 2.21 亿元和 4.92 亿元，占营业收入的比重分别为 9.05%和 20.22%；公司还开展汽车零部件销售、房产销售和乙二醇销售等业务，其中 2018 年乙二醇销售收入系偶发一次性业务，汽车零部件销售自 2020 年起不再开展，房产销售规模很少且 2020 年未实现收入。

毛利率方面，2018－2020 年，公司综合毛利持续上升。其中，基础设施建设业务毛利率持续上升，主要系确认收入项目加成比例不同所致；保障房建设业务和土地一级开发业务毛利率相对稳定；电解铜销售业务毛利率很低；房产销售业务毛利率持续为负，系工期延长导致前期投入成本较高，且销售价格不及预期所致。

2021 年 1－6 月，公司营业收入相当于 2020 年的 55.28%，主要来自基础设施建设、保障房建设和土地一级开发；公司综合毛利率上升至

15.84%，主要系毛利率较高的土地一级开发业务收入占比上升所致。

表 5　2018－2020 年以及 2021 年 1－6 月公司营业收入构成与毛利率情况（单位：亿元）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1－6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础设施建设	1.06	6.25%	7.83%	9.96	40.89%	14.57%	12.23	50.25%	14.58%	5.56	41.34%	15.45%
保障房建设	4.44	26.21%	16.36%	4.17	17.12%	15.38%	3.02	12.40%	16.67%	1.90	14.13%	16.67%
土地一级开发	3.66	21.62%	16.67%	4.42	18.12%	16.67%	3.83	15.76%	16.67%	5.95	44.24%	16.67%
汽车零部件销售	6.01	35.44%	0.67%	3.03	12.44%	0.51%	--	--	--	--	--	--
电解铜销售	--	--	--	2.21	9.05%	0.00%	4.92	20.22%	0.01%	--	--	--
房产销售	0.61	3.62%	-16.63%	0.24	0.97%	-45.83%	--	--	--	--	--	--
乙二醇销售	0.78	4.58%	0.10%	--	--	--	--	--	--	--	--	--
其他收入	0.39	2.27%	37.02%	0.34	1.41%	22.49%	0.33	1.37%	26.29%	0.04	0.30%	-94.80%
合计	**16.95**	**100.00%**	**8.86%**	**24.36**	**100.00%**	**11.55%**	**24.33**	**100.00%**	**12.38%**	**13.45**	**100.00%**	**15.84%**

注：1. 其他收入主要为房屋出租收入；2. 合计数出现尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据审计报告及公司提供资料整理

2. 业务经营分析

（1）基础设施建设

公司受如皋经开区管委会和开投公司委托承担了区域内基础设施建设任务，公司基础设施建设业务回款滞后，在建及拟建项目尚需投资规模较大，存在较大的资本支出压力。

公司基础设施建设业务主要由公司本部及子公司如皋建发、嘉禾水务负责实施。根据公司本部与如皋经开区管委会 2009 年 11 月 20 日签订的《委托代建协议书》，公司负责如皋经开区范围内部分基础设施建设项目的投资建设，项目建设完工后，与如皋经开区管委会结算。项目建设资金主要来自公司融资，待工程完工并移交后，公司按工程成本加成 15%管理费确认收入，具体回款时间由如皋经开区管委会结合财政情况而定。合同有效期自签订之日起计算，有效期为 10 年，目前已不再执行。2015 年，公司本部及如皋建发分别与开投公司签订《委托代建协议书》，主要条款与 2009 年签订的协议一致，公司本部约定加成比例为 15%或 20%，如皋建发未明确约定加成比例。2019 年，如皋经开区管委会将嘉禾水务及其全资子公司无偿划入公司。嘉禾水务于 2016 年分别与如皋经开区管委会及开投公司签订委托代建框架协议，由嘉禾水务承担如皋经开区主要道路管网、河道桥梁及配套设施等基础设施建设任务，约定加成比例为 15%~20%。

会计处理方面，公司将开发成本计入“存货”，工程完工后由双方认可的第三方审计机构对工程投入成本进行审计，并按照审计结果将工程成本（包含资金占用成本）加成一定比例管理费确认收入同时结转成本。

2018－2020 年及 2021 年 1－6 月，公司分别确认基础设施建设业务收入 1.06 亿元、9.96 亿元、12.23 亿元和 5.56 亿元，同期收到回款金额分别为 0.23 亿元、4.49 亿元、5.49 亿元和 1.85 亿元，回款质量较差。

截至 2021 年 6 月底，公司主要在建基础设施建设项目计划总投资 102.53 亿元，已完成投资 71.06 亿元，2021 年 7－12 月和 2022 年拟分别投资 13.27 亿元和 18.20 亿元（详见表 6）。公司拟建项目包括氢能小镇二期和千骏两

地块园区产业升级项目，总投资 31.60 亿元，2021－2024 年拟分别投资 9.60 亿元、6.00 亿元、6.00 亿元和 2.00 亿元。公司未来存在较大资本支出压力。

表 6　截至 2021 年 6 月底公司主要在建基础设施建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目建设期	项目回款期	项目类型	总投资	已投资	未来投资计划	
						2021 年 7－12 月	2022 年
氢能小镇一期	2016－2021 年	2021－2023 年	代建	10.20	9.89	0.31	--
新能源产业园区	2017－2022 年	2020－2029 年	代建	8.80	8.79	0.01	--
如皋市经济开发区（柴湾镇）如泰河等 l5 条河流水环境整治工程项目	2015－2021 年	2020－2026 年	代建	8.60	7.78	0.82	--
如皋经济技术开发区东部核心区资源综合利用工程	2015－2022 年	2022－2027 年	代建	12.11	4.40	3.30	4.41
如皋经济技术开发区（城北街道）旧城改造工程	2015－2022 年	2020－2027 年	代建	13.99	3.59	3.47	6.93
如皋经济技术开发区现代农业示范基地（二期工程）	2015－2022 年	2022－2027 年	代建	7.90	2.21	1.90	3.79
开发区污水整治项目	2016－2021 年	2020－2023 年	代建	12.09	11.91	0.18	--
新生社区人居环境提升工程	2016－2021 年	2020－2023 年	代建	7.27	7.23	0.04	--
污水管网施工项目（一期）	2016－2021 年	2021－2023 年	代建	9.97	9.04	0.93	--
污水管网施工项目（二期）	2016－2022 年	2022－2024 年	代建	11.60	6.22	2.31	3.07
合计				**102.53**	**71.06**	**13.27**	**18.20**

注：上表项目建设期为预估时间，实际项目建设周期或有所调整
资料来源：公司提供

（2）保障房建设

公司承担如皋经开区范围内保障性住房建设任务，2018－2020 年，保障房建设业务收入持续下降，毛利率保持相对稳定；拟建保障房建设项目尚需投资规模较大，未来存在较大的资本支出压力。

公司保障房建设主要实施主体为公司本部、嘉禾水务、南通臻禾房地产开发有限公司（以下简称“臻禾房地产”）及其下属的项目公司南通融禾置业有限公司、南通皋发置业有限公司。自 2017 年开始，公司保障房建设业务由臻禾房地产统筹负责，臻禾房地产持有江苏省住房和城乡建设厅颁发的房地产开发经营业务贰级资质证书。

2016 年以前，公司本部及相关子公司与如皋经开区管委会及开投公司签订委托代建协议书，建设完工后，与如皋经开区管委会及开投公司结算。2016 年以后，公司每年根据政府制定的保障房建设计划进行建设，项目建设用地由公司通过招拍挂流程取得，公司统筹项目的筹建工作；项目竣工后，公司建设的安置房定向销售给相应地块的被征收人，被征收人根据事先确定好的征收方案选择安置房房源，并与公司签署房屋买卖合同，以约定的价格购买房源。保障房的销售价格根据所处同区位的市场价格同时考虑保障房的保障性质在市场价格上给予一定的折扣进行定价。由于公司保障房的定价普遍低于市场均价，存在个别项目销售收入不足以弥补成本的情况，为弥补项目筹建成本，臻禾房地产与如皋经开区管委会签订《保障性住房项目建设协议书》，由如皋经开区管委会对项目销售收入未达到基准收入水平的部分予以差额补足，基准收入水平依不同的项目有所差异，为项目总成本的 106%~120%。若公司子公司单个项目售房收入超过项目总成本的 120%时，则如皋经开区管委会不需要再进行差额补足。

截至 2021 年 6 月底，公司 2016 年以前承建的保障房项目中，新王庄安置房项目尚处于建设期，总投资 5.28 亿元，已投资完毕，预计 2021 年完工并进入结算周期，回款期限为项目完工后 5 年；公司 2016 年以后承建的保障房项目中，主要在建保障房项目包括城北新村一组团以及城北新村二组团等，总投资 12.19 亿元，

已投资 5.83 亿元，尚需投资 6.36 亿元。

表 7　截至 2021 年 6 月底公司主要在建保障房项目情况（单位：平方米、亿元）

项目名称	项目建设期	工程进度	可售面积	销售进度	总投资	已投资	未来投资计划		
							2021 年 7—12 月	2022 年	2023 年
城北新村一组团	2017—2021 年	80.52%	33147.00	42.00%	0.73	0.59	0.14	--	--
城北新村二组团	2018—2021 年	59.58%	90959.00	29.00%	2.31	1.38	0.93	--	--
邓园新村及配套	2018—2022 年	75.56%	87880.00	5.00%	2.75	2.08	0.30	0.37	--
募投项目	2021—2023 年	20.00%	81712.00	0.00%	6.40	1.78	0.82	3.25	0.55
合计			**293698.00**	--	**12.19**	**5.83**	**2.19**	**3.62**	**0.55**

注：1. 表中不含 2016 年以前开工保障房项目；2 尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

截至 2021 年 6 月底，公司拟建保障房项目包括美凯龙地块安置房建设、明昊地块安置房建设、柴湾小区北侧安置房一期建设、百正电子及周边安置房建设以及第三实验小学西侧安置房建设项目，计划总投资 12.70 亿元。

（3）土地一级开发

公司受开投公司委托开展土地一级开发业务，2018 年以来土地一级开发业务收入规模有所波动，但回款较滞后。公司账面尚有较大规模土地开发投入，后续结算受土地出让情况及政府回款效率影响较大。

公司土地开发业务主要由如皋建发负责。根据如皋建发与开投公司签订的《如皋经济开发区土地一级开发项目合作框架协议书》，公司负责对如皋经开区土地行分期开发整理以达到净地的出让标准，投资成本包括征地、拆迁、补偿、安置、场地平整等。土地平整完成后交由相关政府部门以招、拍、挂的形式进行出让。收入确认方面，财综〔2016〕4 号文发布前，公司根据土地出让金返还（土地出让金扣除相关规费后全额返还）确认收入；财综〔2016〕4 号文发布后，土地完成整理后，公司按照投资成本加成一定比例（20%~30%）确认土地收入。

2018—2020 年及 2021 年 1—6 月，公司分别确认土地一级开发业务收入 3.66 亿元、4.42 亿元、3.83 亿元和 5.95 亿元，同期收到回款金额分别为 0.97 亿元、3.08 亿元、0.40 亿元和 0.96 亿元，回款较滞后。

截至 2021 年 6 月底，公司在建土地开发项目地块面积合计 102.85 万平方米，总投资 79.03 亿元，已完成投资 69.03 亿元；2021 年 7—12 月及 2022 年拟分别投入资金 6.29 亿元和 3.71 亿元。

表 8　截至 2021 年 6 月底公司在建土地开发项目情况（单位：万平方米、亿元）

地块名称	建设期间	项目回款期	地块面积	总投资	已投资	未来投资计划	
						2021 年 7—12 月	2022 年
柴湾镇杨宗村 1、2 组	2011—2021 年	2021—2022 年	6.07	3.03	2.43	0.60	--
如城镇万新村 1、2、7 组	2012—2021 年	2021—2022 年	3.74	2.87	2.11	0.76	--
如城镇万新村 6 组	2012—2021 年	2021—2022 年	0.50	0.30	0.28	0.02	--
柴湾镇里庄村 1、2 组	2012—2022 年	2022—2023 年	1.67	1.33	0.90	0.20	0.23
如城镇新生村 5 组、13 组、村集体	2012—2022 年	2022—2023 年	3.67	2.84	2.17	0.26	0.41
如城镇新生村 5 组、村集体	2012—2021 年	2021—2022 年	2.53	1.67	1.49	0.18	--
如皋市城北街道庆余村 5 组	2013—2021 年	2021—2022 年	1.56	0.94	0.87	0.07	--
城北街道邓园村 23、27 组，鹿门村 9、14 组	2013—2022 年	2021—2022 年	8.36	5.01	4.39	0.29	0.33
如皋市城北街道东风村 2、3、4、5、6 组	2013—2022 年	2021—2022 年	8.67	5.20	4.61	0.19	0.40
如皋市城北街道东风村 1、2 组，太平村 8 组	2013—2021 年	2021—2022 年	3.61	2.17	1.95	0.22	--

地块名称	建设期间	项目回款期	地块面积	总投资	已投资	未来投资计划	
						2021 年 7—12 月	2022 年
如城镇如海路以西、惠民路以北	2012—2021 年	2021—2022 年	0.35	0.20	0.19	0.01	--
城北街道里庄 1 组	2015—2021 年	2021—2022 年	1.96	1.18	1.09	0.09	--
城北街道新生居 4、5 组、村	2015—2021 年	2021—2022 年	4.03	2.61	2.21	0.40	--
城北街道万新村 5 组	2015—2022 年	2022—2023 年	0.83	0.42	0.40	0.01	0.01
如城镇邓园村 15、16、17、18、19 组	2015—2022 年	2022—2023 年	4.91	2.95	2.48	0.17	0.30
如城镇邓园村 16、17、18、19、20 组	2015—2022 年	2022—2023 年	2.72	1.63	1.37	0.10	0.16
如城镇邓园村 21、22 组	2011—2021 年	2021—2023 年	3.33	2.00	1.73	0.27	--
柴湾镇万新村 6 组、村集体	2012—2021 年	2021—2022 年	0.80	0.40	0.35	0.05	--
如城镇城北村 5、7 组、新生村 16 组、新王庄村 1、2、8、12、16 组	2012—2021 年	2021—2022 年	2.22	1.21	1.19	0.02	--
城北街道城北村 5、13 组，新生村	2013—2022 年	2022—2023 年	6.36	3.88	3.39	0.21	0.28
如皋市城北街道新王村庄 4、6、7 组	2014—2021 年	2021—2022 年	3.29	1.65	1.60	0.05	--
如皋市城北街道里庄村 1、2、3 组，新王庄社区 12 组	2016—2022 年	2022—2023 年	3.69	1.84	1.55	0.18	0.11
如皋市经济城北街道东风社区	2016—2022 年	2022—2023 年	1.56	1.94	1.21	0.35	0.38
如皋市城北街道新王庄社区 2、5、7、8 组，城北社区 7 组	2016—2022 年	2022—2023 年	4.30	2.85	2.38	0.29	0.18
如皋市城北街道万新村 5、6 组	2016—2021 年	2021—2022 年	3.30	2.65	2.53	0.12	--
如城镇新生村 1、8 组，城北村 11 组	2020—2021 年	2022—2023 年	3.33	1.20	0.94	0.26	--
城北街道邓元村 21、23 组，鹿门村 11、14 组	2020—2022 年	2023—2024 年	1.36	2.50	2.04	0.23	0.23
城北街道鹿门村 1 组、太平村 18 组	2020—2022 年	2023—2024 年	2.64	4.56	3.96	0.30	0.30
城北街道东风村 2、3、5 组、邓元村 2 组	2020—2022 年	2023—2024 年	11.48	18.00	17.22	0.39	0.39
合计			**102.85**	**79.03**	**69.03**	**6.29**	**3.71**

注：合计数出现尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供.

（4）贸易

公司采用以销定采的方式开展贸易业务，主要由二级子公司富禾贸易负责，贸易品种主要为电解铜，利润空间很小。公司电解铜销售业务上下游交易方集中度很高。

公司贸易业务主要通过如皋建发的全资子公司富禾贸易进行运营，贸易品种主要为汽车零部件（整车套件）和电解铜，其中电解铜贸易为 2019 年新增业务，与此同时 2020 年以来公司不再开展汽车零配件贸易业务。公司贸易业务均采用以销定采的模式，根据公司下游客户对贸易产品的需求，在签订销售合同的同时与公司的货物供应商签定同等品种数量的贸易采购合同。销售合同签订后，公司通过委托几家大型的物流公司以购货方自提方式于收到货款的当月进行货物的交割。

2019 年，公司电解铜销售业务供应商为南通汇业供应链科技有限公司（以下简称“汇业供应链公司”），销售客户为上海通茂商贸有限公司（占 58.03%）和云南昆钢钙镁熔剂有限公司（以下简称“昆钢钙镁公司”，占 41.97%）。2020 年，公司电解铜销售业务供应商为云南交投集团物资有限公司（占 60.27%）和汇业供应链（占 39.73%），销售客户为昆钢钙镁公司（占 60.27%）和南通瑞邦金属制品有限公司（占 39.73%）。电解铜销售业务上下游交易方集中度很高。2019—2020 年，公司电解铜销售收入快速增长；电解铜销售业务利润空间很小。

2018—2019 年，公司分别确认汽车零部件销售收入 6.01 亿元和 3.03 亿元。因公司业务调整，2020 年以来公司不再开展汽车零部件销售业务。

2018 年，公司通过下属子公司如皋市经开园区综合服务有限公司开展了乙二醇销售业务，向森翱（上海）实业有限公司采购了 1.30 万吨乙二醇，销售给中船重工物贸集团上海贸易有

限公司，当年实现业务收入 0.78 亿元。但该项业务为偶发一次性业务，不具备可持续性。

（5）房地产开发

2018－2020 年，公司房产销售收入逐年下降。公司已完工房地产项目基本已销售完毕，且暂无在建项目，房地产开发业务可持续性差。

公司房地产开发业务主要由全资子公司臻禾房地产实施，其具备房地产开发二级资质。

臻禾房地产于 2013 年 10 月至 2014 年 8 月开发时代大厦项目。时代大厦项目为办公楼，建筑面积 3.54 万平方米，总投资 4.50 亿元，该办公楼整体出租作为如皋经开区政府办公大楼。公司销售中的房地产项目为新悦广场项目，项目位于如城镇新王庄村 1.7 组，项目占地 48.91 亩，建筑面积 9.58 万平方米（含 1.59 万平方米地下室及地下车库）。截至 2021 年 3 月底，该项目居住用房销售工作已基本完成，剩余少量商铺物业仍在销售中，还有部分商铺作为公司自持产业用于对外出租。新悦广场项目计划总投资 3.95 亿元，累计总投资 4.60 亿元；投资超概系建设进度延后，材料及人工价格大幅上涨，以及设计变更增加部分功能性设施、装饰、装潢部分及地下车库增加人防设施所致。2018－2019 年，公司分别确认房产销售收入 0.61 亿元和 0.24 亿元，毛利率持续为负，2020 年未确认收入。臻禾房地产暂无在建商品房项目。

3. 未来发展

公司将逐步向“市场化城市综合运营商”转型。

未来，公司将紧密围绕国家产业政策以及如皋市、如皋经开区规划确定的发展定位和目标，始终以“立足经开区、服务经开区、发展在经开区”为宗旨，不断提升管理能力和业务能力，以市场化运作为手段，提升国有资产投资经营运作水平。公司将向“市场化城市综合运营商”转型，重点发展具有收益的经营性业务，培育现金流，增强自身造血能力和市场化竞争实力，实现公司转型升级，加速公司发展壮大。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018－2020 年度财务报表，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2021 年上半年财务报表未经审计。

截至 2021 年 6 月底，公司拥有合并范围内子公司 13 家。2019 年，公司合并范围增加 4 家子公司；2020 年，公司合并范围内增加 5 家子公司，减少 8 家子公司；2021 年 1－6 月，公司合并范围无变化。公司合并范围变化对公司财务数据的可比性有一定影响。

截至 2020 年底，公司资产总额 590.14 亿元，所有者权益 250.86 亿元。2020 年，公司实现营业收入 24.33 亿元，利润总额 5.38 亿元。

截至 2021 年 6 月底，公司资产总额 619.33 亿元，所有者权益 258.70 亿元；2021 年 1－6 月，公司实现营业收入 13.45 亿元，利润总额 2.44 亿元。

2. 资产质量

2018 年底以来，公司资产规模持续增长，以应收类款项及存货为主，应收类款项对公司资金占用明显，存货中代建项目及土地整理投入规模大。整体看，公司的资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2018－2020 年底，公司资产规模持续增长，主要来自其他应收款和存货的增加，资产结构以流动资产为主。

表 9　公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2018 年底		2019 年底		2020 年底		2021 年 6 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	**374.44**	**93.78%**	**532.29**	**95.04%**	**566.02**	**95.91%**	**595.37**	**96.13%**
货币资金	32.30	8.09%	55.07	9.83%	34.23	5.80%	56.96	9.20%
应收账款	29.42	7.37%	37.50	6.69%	44.85	7.60%	52.25	8.44%
预付款项	13.99	3.50%	14.64	2.61%	16.18	2.74%	9.57	1.54%
其他应收款	166.26	41.64%	221.05	39.47%	236.98	40.16%	237.52	38.35%
存货	130.34	32.64%	197.90	35.33%	233.76	39.61%	239.06	38.60%
非流动资产合计	**24.84**	**6.22%**	**27.81**	**4.96%**	**24.12**	**4.09%**	**23.95**	**3.87%**
可供出售金融资产	15.96	4.00%	15.96	2.85%	14.21	2.41%	0.00	0.00%
债权投资	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	14.00	2.26%
资产总额	**399.28**	**100.00%**	**560.10**	**100.00%**	**590.14**	**100.00%**	**619.33**	**100.00%**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2018－2020 年底，公司流动资产持续增长，年均复合增长 22.95%。2020 年底，公司流动资产较上年底增长 6.34%，主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。

2018－2020 年底，公司货币资金波动较大。2020 年底，公司货币资金减少主要系偿还债务所致，构成为银行存款 14.81 亿元（占 43.26%）和其他货币资金 19.42 亿元（占 56.74%）。2020 年底，公司货币资金中受限部分 19.42 亿元，包括 2.53 亿元银行汇票保证金和 16.89 亿元质押定期存单，受限比例为 56.73%。

公司应收账款为应收工程建设款及土地开发整理返还款。2018－2020 年底，公司应收账款持续增长，年均复合增长 23.47%。2020 年底，公司应收账款较上年底增长 19.61%，主要系应收开投公司代建工程款增加所致。从集中度看，公司应收账款欠款方主要为如皋经开区财政局（占 29.30%）和开投公司（占 68.08%），客户集中度高。从账龄看，账龄在 1 年以内的占 39.80%，1~2 年占 24.23%，2~3 年占 7.31%，3 年以上占 28.66%。2020 年底，公司应收账款共计提坏账准备 0.23 亿元，计提比例为 0.50%。

公司预付款项主要为预付建设工程款。2018－2020 年底，公司预付款项持续增长。从集中度看，公司预付款项前五名占公司预付款项总额的 80.76%，集中度高。

2018－2020 年底，公司其他应收款持续增长，年均复合增长 19.39%。2020 年底，公司其他应收款较上年底增长 7.21%，主要系对开投公司往来款增加所致；前五名合计欠款 147.01 亿元，在其他应收款账面余额中的占比为 61.72%，集中度较高。往来单位均为当地政府部门和国企，款项回收风险较小，但对公司资金形成明显占用。公司其他应收款账龄在 1 年以内的占 45.96%，1~2 年的占 23.75%，2 年以上的占 30.29%。2020 年底，公司共计提 1.19 亿元坏账准备，计提比例为 0.50%。

表 10　2020 年底公司其他应收款前五名明细

（单位：亿元）

债务人名称	性质	金额	比例
如皋经济开发区财政局	往来款	44.15	18.54%
如皋经济技术开发区投资发展有限公司	往来款	42.01	17.64%
如皋市宏润金属表面处理有限公司	往来款	24.73	10.38%
如皋市高城投资有限公司	往来款	19.75	8.29%
如皋龙游水利建设工程有限公司	往来款	16.37	6.87%
合计	--	**147.01**	**61.72%**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018－2020 年底，随着对土地整理业务和代建项目的持续投入，公司存货快速增长，年均复合增长 33.92%。2020 年底，公司存货主要由土地整理成本（占 49.51%）、代建工程（占 42.79%）和保障房开发成本（占 6.93%）构成，均未计提跌价准备。

2018－2020 年底，公司非流动资产波动下降，年均复合下降 1.46%，构成以可供出售金融资产、固定资产和无形资产为主。

2018－2020 年底，公司可供出售金融资产有所下降，年均复合下降 5.64%。2020 年底，公司可供出售金融资产主要为可供出售债务工具 14.00 亿元和可供出售权益工具 0.21 亿元。可供出售债务工具主要系为融资成立的基金劣后级投资，包括 10.00 亿元的中信民惠 52 号（为中信信托设立的信托计划，信托规模 30.00 亿元，公司投资该信托计划 10.00 亿元，固定利率 6.65%），用于支持如皋市新能源汽车项目；4.00 亿元投资于南通徽银城镇化基金合伙企业，主要投向基础设施建设。公司可供出售权益工具主要为对南通如意物联网产业投资基金管理中心（有限合伙）和中皋融资担保有限公司的投资。

2018－2020 年底，公司固定资产持续增长，年均复合增长 7.15%。2020 年底，公司固定资产 3.70 亿元，主要由房屋及建筑物构成。

2018－2020 年底，公司无形资产波动下降，年均复合下降 1.62%。2020 年底，公司无形资产 3.23 亿元，主要由土地使用权构成。

2021 年 6 月底，公司资产总额较上年底增长 4.95%，主要来自货币资金的增加。资产构成仍以流动资产为主（占 96.13%）。2021 年 6 月底，公司将原计入“可供出售金融资产”的投入转计入“债权投资”。

2021 年 6 月底，公司受限资产合计 80.49 亿元，包括 23.19 亿元的货币资金和 57.30 亿元的土地使用权，占公司资产总额的比例为 13.00%。

3. 负债及所有者权益

2018年底以来，公司所有者权益持续增长，以实收资本和资本公积为主；同期公司债务规模持续增长，整体债务负担较重，2022年存在较大的集中偿付压力。

（1）所有者权益

2018－2020 年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 16.70%。2020 年底，公司所有者权益较上年底增长 2.96%，主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。

表 11　公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元）

项目	2018 年底		2019 年底		2020 年底		2021 年 6 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	30.00	16.29%	30.00	12.31%	40.00	15.94%	40.00	15.46%
其他权益工具	4.96	2.69%	9.91	4.07%	4.96	1.98%	4.96	1.92%
资本公积	125.53	68.14%	170.16	69.84%	167.72	66.86%	173.52	67.07%
未分配利润	21.98	11.93%	31.55	12.95%	35.87	14.30%	37.92	14.66%
所有者权益	**184.21**	**100.00%**	**243.66**	**100.00%**	**250.86**	**100.00%**	**258.70**	**100.00%**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2018－2020 年底，公司实收资本有所增长，2020 年底较上年底增长主要系如皋经开区管委会和皋开集团分别以货币形式注资 7.00 亿元和 3.00 亿元所致。同期，公司其他权益工具有所波动，系公司分别于 2017 年 9 月和 2019 年 1 月发行的永续中期票据“17 如皋经开 MTN001”（5.00 亿元，公司于 2020 年 9 月赎回）和“19 如皋经开 MTN001”（5.00 亿元）。2018－2020 年底，公司资本公积波动增长，年均复合增长 15.59%；2019 年底较上年底增长主要系当期划入三家子公司所致，2020 年底减少系无偿划出子公司所致；资本公积构成主要包括财政拨款、政府注入的土地资产及划拨股权。

2021 年 6 月底，公司所有者权益较上年底增长 3.13%，主要系财政注入资金导致资本公积增加所致；整体结构较 2020 年底变化不大。

（2）负债

2018－2020年底，公司负债规模持续增长。2020年底，公司流动负债和非流动负债分别占45.84%和54.16%，负债结构相对均衡。

表12　近年公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2018年底		2019年底		2020年底		2021年6月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	**73.95**	**34.39%**	**120.64**	**38.13%**	**155.51**	**45.84%**	**159.21**	**44.15%**
短期借款	14.01	6.52%	16.20	5.12%	15.36	4.53%	15.93	4.42%
应付票据	14.30	6.65%	16.85	5.32%	4.90	1.44%	12.20	3.38%
其他应付款	17.47	8.12%	12.81	4.05%	9.24	2.72%	2.34	0.65%
一年内到期的非流动负债	14.19	6.60%	51.93	16.41%	87.59	25.82%	63.87	17.71%
其他流动负债	4.07	1.89%	9.95	3.14%	25.00	7.37%	50.29	13.95%
非流动负债合计	**141.12**	**65.61%**	**195.80**	**61.87%**	**183.76**	**54.16%**	**201.41**	**55.85%**
长期借款	49.55	23.04%	65.74	20.77%	57.67	17.00%	77.23	21.41%
应付债券	25.76	11.98%	35.18	11.12%	84.64	24.95%	92.86	25.75%
长期应付款	61.26	28.48%	90.91	28.73%	41.46	12.22%	31.32	8.69%
负债总额	**215.07**	**100.00%**	**316.44**	**100.00%**	**339.28**	**100.00%**	**360.62**	**100.00%**

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2018－2020年底，公司流动负债快速增长，年均复合增长45.01%。2020年底，公司流动负债较上年底增长28.90%，构成以短期借款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债为主。

2018－2020年底，公司短期借款波动增长，年均复合增长4.68%。2020年底，公司短期借款较上年底下降5.23%，由保证借款（占68.41%）和质押借款（占31.59%）构成。

2018－2020年底，公司应付票据波动下降，年均复合下降41.46%。2020年底，公司应付票据较上年底下降70.91%，主要系划出子公司以及兑付所致，应付票据全部为银行承兑汇票。

2018－2020年底，公司其他应付款快速下降，主要为应付如皋经开区财政局等政府部门及国有企业的往来款。

2018－2020年底，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长148.43%。2020年底，公司一年内到期的非流动负债主要由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构成。

2018－2020年底，公司其他流动负债快速增长，年均复合增长147.92%，主要为公司发行的短期融资券。本报告已将其他流动负债中有息债务调整至短期债务计算。

2018－2020年底，公司非流动负债波动增长，年均复合增长14.11%。2020年底，公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。

2018－2020年底，公司长期借款波动增长，年均复合增长7.88%。2020年底，公司长期借款较上年底下降12.28%，主要由保证借款、保证+抵押借款和保证+质押借款构成。

2018－2020年底，公司应付债券快速增长，年均复合增长81.25%。2020年底，公司应付债券较上年底增长140.58%，主要系公司发行“20如开01”“20如皋经开PPN001”“20如皋经开PPN002”“20如皋经开PPN003”“20如皋01”“20如皋02”“20如皋04”“20禾泽01”，以及发行17.69亿美元债所致。

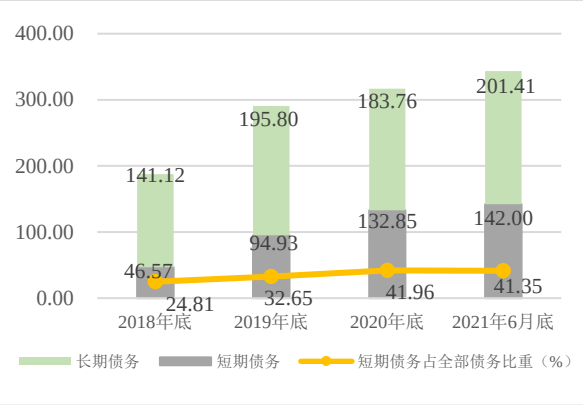
长期应付款主要为公司通过融资租赁、信托、基金和债权融资计划等多种方式进行的融资。2018－2020年底，公司长期应付款波动下降，年均复合下降17.73%，利率区间为5.35%~11.30%。本报告已将长期应付款中有息债务调整至长期债务中计算。

公司其他非流动负债主要为公司发行的非

公开定向融资工具。2018－2019 年底，公司其他非流动负债分别为 4.55 亿元和 3.97 亿元。2020 年底，公司其他非流动负债转入一年内到期的非流动负债。本报告已将其他非流动负债中有息债务调整至长期债务计算。

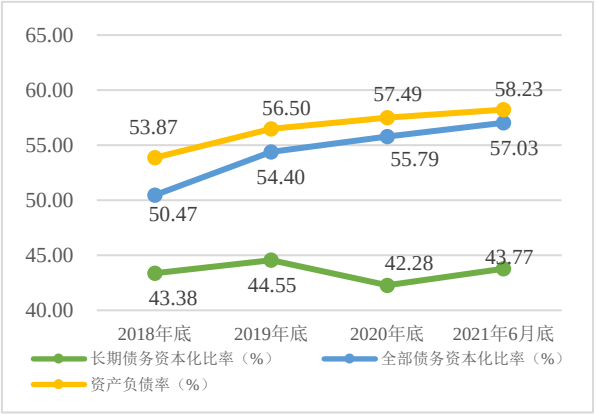
2021 年 6 月底，公司负债总额较上年底增长 6.29%，主要来自长期借款的增加。

图 1　2018－2020 年底及 2021 年 6 月底公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图 2　2018－2020 年底及 2021 年 6 月底公司债务杠杆水平



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2018－2020 年底，公司有息债务快速增长，年均复合增长 29.88%。2020 年底，公司全部债务较上年底增长 8.90%。其中，长期债务占比为 58.04%，较上年底下降 9.31 个百分点，公司有息债务以长期债务为主。

2018－2020 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率均持续上升，长期债务资本化比率有所波动；2020 年底，上述指标分别较上年底上升 0.99 个、上升 1.39 个和下降 2.27 个百分点至 57.49%、55.79%和 42.28%。

2021 年 6 月底，公司全部债务 343.41 亿元，较上年底增长 8.46%。从构成上看，长期债务占比为 58.65%，较上年底变化不大。2021 年 6 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年底均小幅上升。若将其他权益工具中的永续中期票据计入债务，公司债务水平将进一步上升。

有息债务方面，公司 2021 年 7－12 月、2022 年及 2023 年到期的有息债务分别为 59.34 亿元、127.61 亿元和 53.55 亿元，2022 年存在较大的集中偿付压力。

4. 盈利能力

2018－2020年，公司营业收入波动增长，利润主要来自政府的财政补贴。

2018－2020 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 19.83%，同期，公司营业成本年均复合增长 17.49%，增速低于营业收入。2018－2020 年，公司营业利润率持续上升。

期间费用方面，公司期间费用以管理费用和财务费用为主。2018－2020 年，公司期间费用波动下降，占营业收入比重分别为 5.07%、6.04%和 1.95%，2020 年财务费用为负，主要系汇兑收益所致。

2018－2020 年，公司分别获得政府财政补贴 3.42 亿元、6.18 亿元和 3.52 亿元，计入“其他收益”。总体看，公司利润对政府补贴的依赖性强。

从盈利指标看，2018－2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率均有所波动。

表 13　近年公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	16.95	24.36	24.33

期间费用	0.86	1.47	0.47
其他收益	3.42	6.18	3.52
利润总额	2.85	6.40	5.38
营业利润率	3.35%	8.81%	10.36%
总资本收益率	1.21%	1.25%	1.13%
净资产收益率	1.68%	2.01%	1.74%

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2021 年 1－6 月，公司营业收入为 13.45 亿元，相当于 2020 年全年的 55.28%；实现利润总额 2.44 亿元。同期，公司营业利润率为 14.35%，较上年上升 3.99 个百分点。

5. 现金流

2018－2020年，公司经营性净现金流由负转正，收入实现质量有所改善；投资性现金流规模不大；筹资性净现金流由正转负。未来随着项目建设的持续推进及债务还本付息，公司对外筹资需求仍然很高，未来面临一定外部融资压力。

从经营活动来看，2018－2020 年，由于公司与相关单位往来款减少，公司经营活动现金流入量有所下降。2020 年，公司经营活动现金流入构成为销售商品、提供劳务收到的现金 17.96 亿元和收到其他与经营活动有关的现金 134.09 亿元（主要为政府补助、财政拨入款项和往来款）。2018－2020 年，公司现金收入比波动上升，收入实现质量有所改善。2018－2020 年，公司经营活动现金流出量持续下降，2020 年主要为购买商品、接受劳务支付的现金 17.28 亿元和支付其他与经营活动有关的现金 131.89 亿元（主要为支付垫付款、往来款）。2018－2020 年，公司经营活动现金流量净额由负转正。

从投资活动来看，2018－2020 年，公司投资活动现金流入量波动增长，主要为公司赎回理财产品收到的投资款。同期，公司投资活动现金流出量波动增加，主要为购入土地使用权、在建工程投入和购买理财产品支付的现金。2018－2020 年，公司投资活动净现金流净额由负转正。

从筹资活动来看，2018－2020 年，公司筹资活动现金流入量快速增长，分别为 87.95 亿元、173.17 亿元和 179.79 亿元；2020 年主要由取得借款收到的现金 144.35 亿元以及收回保证金 25.44 亿元构成。2018－2020 年，公司筹资活动现金流出量快速增长；2020 年主要由偿还到期债务本息 102.09 亿元和支付其他与筹资活动有关的现金 92.52 亿元（主要为支付的保证金、手续费、其他应付往来款支出等）构成。2018－2020 年，公司筹资活动净现金流由正转负。

2021 年 1－6 月，公司经营活动现金净流入 4.75 亿元，投资活动现金净流出 0.35 万元，筹资活动现金净流入 14.22 亿元。

表 14　近年公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入量	165.32	161.39	152.05
经营活动现金流出量	179.26	153.64	150.01
经营活动现金流量净额	-13.94	7.75	2.04
投资活动现金流量净额	-0.60	-5.50	2.31
筹资活动现金流量净额	7.23	14.06	-14.83
现金收入比	64.91%	89.94%	73.80%

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

6. 偿债指标

公司短期偿债能力指标较弱，长期偿债能力指标很弱；公司对外担保规模很大，存在或有负债风险。

从短期偿债能力指标看，2018－2020 年底，公司流动比率和速动比率均不断下降；经营现金流动负债比有所波动。2021 年 6 月底，公司现金短期债务比为 0.40 倍，剔除受限货币资金后现金短期债务比为 0.24 倍，公司短期偿债能力指标较弱，存在较大的短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2018－2020 年，公司 EBITDA 波动增长，EBITDA 利息倍数波动增长，全部债务/EBITDA 波动下降，公司长期偿债能力指标很弱。

表 15　公司偿债指标

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
短期偿债能力	流动比率(%)	506.31	441.21	363.97	373.95
	速动比率(%)	330.07	277.17	213.65	223.80
	经营现金流动负债比(%)	-18.84	6.42	1.31	--
	现金短期债务比(倍)	0.69	0.58	0.26	0.40
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	4.51	8.45	7.73	--
	全部债务/EBITDA(倍)	41.58	34.42	40.98	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	0.41	0.77	0.43	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2021 年 6 月底，公司共获得金融机构授信额度 462.42 亿元，尚未使用额度为 193.44 亿元，公司间接融资渠道通畅。

2021 年 6 月底，公司对外担保余额 116.00 亿元，担保比率为 44.84%，被担保单位主要为当地国有企业（见附件 2）。公司担保比率较高，且被担保单位区域集中度高，存在或有负债风险。

7. 母公司财务分析

母公司资产、负债和所有者权益规模占合并口径比重较大；资产以其他应收款（主要为与子公司的往来）和长期股权投资为主；母公司债务负担较重，存在较大的短期偿债压力。

2020年底，母公司资产规模为335.69亿元，较上年底增长3.83%，相当于合并口径的56.88%。其中，流动资产占82.44%，非流动资产占17.56%。从构成看，流动资产主要由预付款项、其他应收款和存货构成，非流动资产主要由可供出售金融资产和长期股权投资构成。

2020年底，母公司所有者权益为142.72亿元，较上年底下降10.13%，相当于合并口径的56.89%。其中，实收资本、资本公积和未分配利润占比分别为28.03%、52.32%和14.56%。

2020年底，母公司负债总额较上年底增长17.31%至192.97亿元，相当于合并口径的56.88%，主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债、其他流动负债、应付债券和长期应付款构成。母公司2020年底资产负债率为57.49%，全部债务资本化比率为52.61%，整体债务负担较重。

2020年底，母公司经营现金流动负债比为3.16%，现金短期债务比为0.18倍，存在较大的短期偿债压力。

2020年，母公司实现营业收入7.52亿元，相当于合并口径的30.93%，营业利润率为7.53%；母公司利润总额3.19亿元，同比下降17.43%，相当于占合并口径的50.03%。

2021 年 6 月底，母公司资产总额 368.26 亿元，所有者权益 144.19 亿元，负债总额 224.08 亿元；母公司资产负债率为 60.85%，全部债务资本化比率为 57.49%。2021 年 1－6 月，母公司实现营业收入 4.75 亿元，利润总额 1.56 亿元。

九、外部支持

公司是如皋经开区最重要的基础设施建设和土地开发整理主体，自成立以来持续得到如皋经开区管委会在资金及资产注入、股权划拨和财政补贴等方面的有力支持。

1. 资金注入

截至2021年6月底，公司实收资本40.00亿元；2020年，如皋经开区管委会和皋开集团分别以货币形式注资7.00亿元和3.00亿元。

公司承担如皋经开区城市基础设施建设任务，如皋经开区财政局依据具体实施项目拨付一定项目配套资金。截至2021年6月底，公司收到财政拨款18.46亿元，计入“资本公积”。

2. 资产注入

截至2021年6月底，如皋经开区管委会先后

向公司注入土地资产106.01亿元，计入“存货”，同时增加“资本公积”。所注入土地性质以出让用地为主，土地类型以商住用地为主。

3. 股权划拨

2019年3月，如皋经开区管委会将嘉禾水务及其全资子公司100%股权、如皋市氢能小镇投资开发有限公司40%股权无偿划拨至公司，增加公司资本公积50.54亿元。

2020年，如皋皋鼎不动产经营管理有限公司和如皋市鼎峰液压机械有限公司被无偿划拨至公司，增加公司资本公积0.33亿元。

（4）财政补贴

2018－2020年及2021年1－6月，公司分别获得政府财政补贴3.42亿元、6.18亿元、3.52亿元和2.05亿元，公司计入“其他收益”。

十、本期债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司债务水平影响较小。公司经营活动产生的现金流入量对本期债券的保障能力很强。分期还本安排有利于降低公司的集中偿付压力。运营期内募投项目收益对本期债券募投项目拟用资金本息的保障能力较好。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，可有效提升本期债券到期偿付的安全性。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行规模为不超过7.30亿元，按发行规模上限计算（下同）分别相当于2021年6月底公司长期债务和全部债务的3.62%和2.13%，对公司债务水平影响较小。

2021年6月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为58.23%、57.03%和43.77%。以2021年6月底财务数据为基础，预计本期债券发行后，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至58.71%、57.55%和44.65%。

2. 本期债券偿还能力分析

以2020年底公司财务数据为基础，不考虑其他因素变化，本期债券发行后，公司的长期债务有所增长。2020年，公司经营活动现金流入和经营活动现金流量净额对发行后长期债务的覆盖倍数均弱。

表 16 本期债券偿还能力测算

项目	2020 年
发行后长期债务（亿元）	191.06
经营活动现金流入/发行后长期债务（倍）	0.80
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.01
发行后长期债务/EBITDA（倍）	24.73

注：发行后长期债务为将本期债券发行上限计入后测算的长期债务总额
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

3. 募投项目偿债能力分析

本期债券募集资金中 4.40 亿元拟用于募投项目建设。根据《募投项目可研报告》，募投项目收入包括安置房销售收入、配套商业用房销售收入和机动车位销售收入。募投项目所在地周边在售商品住宅小区价格在 1.20~1.50 万元/平方米，募投项目作为保障性住房，均价暂按 8500.00 元/平方米计算，募投项目共建设安置房 81712.00 平方米，安置房销售收入估算 69455.20 万元；募投项目配套商业面积为 1860.00 平方米，计划全部对外销售，运营期均价按 1.70 万元/平方米销售，收入约 3162.00 万元；募投项目机动可售停车位为 884 个，运营期均价按 10 万元/个销售，机动车位销售收入约 8840.00 万元。募投项目预计合计产生收入 81475.20 万元，为本期债券用于募投项目的募集资金本息之和的 1.42 倍。本期债券设置分期偿付条款，在存续期第 3~7 年每年需偿还本金 0.88 亿元。运营期内，募投项目当期收益分别为当期应偿付本息的 1.33~1.62 倍，运营期内募投项目收益对其拟用本期债券募集资金本息的保障能力较好。

此外，项目未来收益实现受项目投资进度、建设进度和宏观经济等影响存在不确定性，同时本期债券实际票面利率受多重因素影响，可能与测算利率存在较大差异。

表 17　募投项目收益测算表（单位：万元）

项目	项目建设期		项目运营期					合计
	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年	第七年	
项目总收入	**0.00**	**0.00**	**16291.44**	**16291.44**	**16291.44**	**16291.44**	**16291.44**	**81457.20**
安置房销售收入	0.00	0.00	13891.04	13891.04	13891.04	13891.04	13891.04	69455.20
配套商业用房销售收入	0.00	0.00	632.40	632.40	632.40	632.40	632.40	3162.00
机动车位销售收入	0.00	0.00	1768.00	1768.00	1768.00	1768.00	1768.00	8840.00
成本、税金及附加	**30680.00**	**30680.00**	**50.00**	**50.00**	**90.40**	**184.23**	**184.23**	**61918.86**
所得税	**0.00**	**0.00**	**1041.51**	**1041.51**	**1031.41**	**1007.95**	**1007.95**	**5130.33**
项目收益	**-30680.00**	**-30680.00**	**15199.93**	**15199.93**	**15169.63**	**15099.26**	**15099.26**	**14408.01**
本期债券用于募投项目还本付息	**2640.00**	**2640.00**	**11440.00**	**10912.00**	**10384.00**	**9856.00**	**9328.00**	**57200.00**
偿还利息	2640.00	2640.00	2640.00	2112.00	1584.00	1056.00	528.00	13200.00
偿还本金	0.00	0.00	8800.00	8800.00	8800.00	8800.00	8800.00	44000.00
项目收益/本期债券用于募投项目还本付息（倍）	**-11.62**	**-11.62**	**1.33**	**1.39**	**1.46**	**1.53**	**1.62**	**0.25**

注：假设本期债券发行利率为6.00%

资料来源：江苏苏维工程管理有限公司编制的《R2018113（KFQ2013-24#B）地块新建安置房项目可行性研究报告》

4. 增信措施分析

根据江苏省再担保出具的担保函，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，担保范围包括债券本金及利息，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；保证期间为本期债券存续期及债券到期之日起二年。

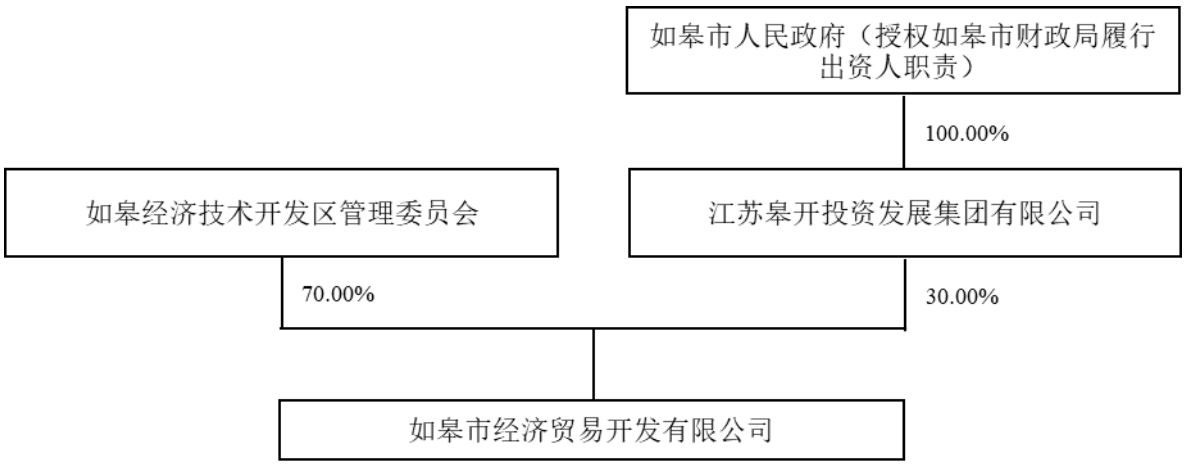
江苏省再担保是江苏省委、省政府为支持中小企业融资和发展而组建的国有控股企业，截至2020年底，江苏省再担保股本为88.17亿元，股东均为江苏省各级地方政府和国有企业，第一大股东和实际控制人为江苏省财政厅。截至2020年底，江苏省再担保资产总额223.40亿元，所有者权益136.36亿元（含少数股东权益7.71亿元）；2020年，江苏省再担保实现营业收入21.57亿元，其中担保业务收入9.59亿元，再担保业务收入1.81亿元，利润总额8.09亿元。

经联合资信评定，江苏省再担保主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。江苏省再担保提供的担保可有效提升本期债券偿付的安全性。

十一、 结论

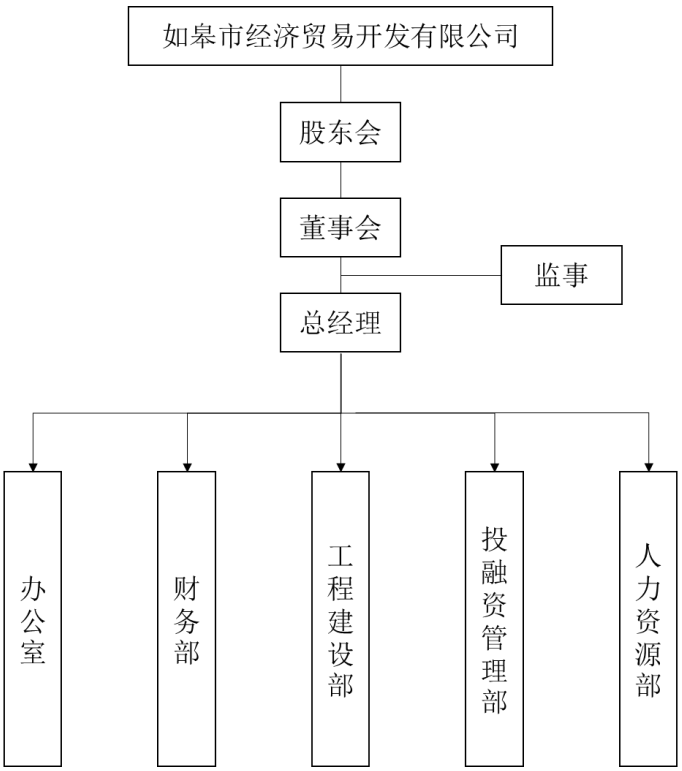
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款、担保方等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA^{+}，本期债券信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 6 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2021 年 6 月底公司合并范围内子公司情况

序号	公司名称	持股比例（%）	表决权比例（%）	子公司层级
1	如皋经开建设开发有限公司	56.10	100.00	一级
2	如皋市新区基础设施投资有限公司	100.00	100.00	二级
3	如皋皋鼎不动产经营管理有限公司	100.00	100.00	一级
4	南通臻禾房地产开发有限公司	100.00	100.00	一级
5	南通禾泽城市建设有限公司	100.00	100.00	一级
6	南通国开生态农业科技有限公司	56.10	100.00	二级
7	如皋禾盛新农村建设有限公司	56.10	100.00	二级
8	如皋市富禾贸易有限公司	56.10	100.00	二级
9	南通嘉禾水务投资有限公司	100.00	100.00	二级
10	南通融禾置业有限公司	100.00	100.00	二级
11	南通皋发置业有限公司	100.00	100.00	二级
12	如皋市鼎峰液压机械有限公司	100.00	100.00	二级
13	南通禾盛水务建设有限公司	100.00	100.00	三级

资料来源：公司提供

附件 2　截至 2021 年 6 月底公司对外担保情况

被担保单位	担保余额（万元）	开始日期	结束日期
如皋市文广传媒商贸有限公司	4000.00	2020/09/29	2021/09/28
	3500.00	2021/03/10	2022/03/09
	2500.00	2020/11/02	2021/11/01
	1400.00	2021/01/15	2023/12/13
如皋市如城新农村投资有限公司	51100.00	2017/04/18	2022/04/18
	65000.00	2016/09/30	2022/09/30
如皋市融媒体中心	12000.00	2018/11/13	2023/11/10
如皋市氢能小镇投资开发有限公司	12100.00	2020/11/20	2031/11/20
	60000.00	2019/11/28	2031/11/20
	3050.00	2021/05/27	2024/02/05
如皋市经开园区综合服务有限公司	28000.00	2019/06/30	2033/04/01
	16000.00	2021/02/18	2030/12/30
	5000.00	2020/12/14	2021/12/13
	1000.00	2021/04/09	2022/04/08
如皋市交通投资发展有限公司	52000.00	2016/08/16	2027/12/10
	60000.00	2021/03/04	2027/12/31
	30000.00	2020/03/18	2024/03/17
	5000.00	2016/08/09	2024/08/08
如皋经济技术开发区投资发展有限公司	29345.00	2020/01/01	2025/12/31
	29000.00	2019/10/12	2022/10/10
	12904.00	2019/04/10	2024/04/10
	9880.00	2019/11/29	2022/08/29
	9800.00	2020/11/11	2021/11/11
	4920.00	2015/02/05	2023/04/30
	10293.00	2019/07/17	2024/07/17
	19535.00	2021/06/29	2030/12/21
	8000.00	2021/01/14	2022/01/13
	1000.00	2021/03/22	2022/03/21
如皋嘉弘商贸有限公司	10000.00	2020/07/28	2021/07/26
	4750.00	2020/06/29	2023/06/22
	4950.00	2020/11/30	2021/11/26
	3000.00	2021/02/03	2024/01/26
	990.00	2021/06/16	2022/06/03
如皋宏皓金属表面水处理有限公司	12763.00	2019/06/27	2024/06/27
	2500.00	2019/06/06	2023/06/06
	1000.00	2020/11/04	2021/11/04
	2300.00	2020/02/19	2022/08/08
	4950.00	2021/06/17	2022/06/03
如皋宝林工业园区开发有限公司	4558.00	2016/09/30	2022/06/20
	950.00	2021/05/27	2024/05/10
南通泽禾贸易有限公司	4750.00	2020/06/29	2023/06/22
	2400.00	2020/11/19	2021/11/18

	3750.00	2020/12/18	2021/09/17
南通瑞邦金属制品有限公司	15000.00	2021/01/20	2022/01/19
	4800.00	2020/06/29	2023/06/22
	950.00	2020/08/28	2021/08/26
	1900.00	2021/05/27	2022/05/25
南通黎花春雨文化创意有限公司	4750.00	2020/06/29	2023/06/22
	2800.00	2020/12/14	2021/12/13
	2750.00	2020/12/18	2021/09/17
南通汇业供应链科技有限公司	15000.00	2021/03/01	2022/03/01
	12910.00	2020/06/09	2022/06/09
	6750.00	2021/01/13	2023/11/30
	1000.00	2021/03/19	2022/03/15
南通恒源制衣有限公司	1000.00	2020/07/15	2021/07/15
南通皋腾建设开发有限公司	39500.00	2016/12/23	2024/11/22
	16338.00	2020/06/11	2025/06/11
	15000.00	2021/06/23	2022/06/22
	14850.00	2019/07/22	2022/06/24
	10000.00	2021/02/07	2022/01/25
	29000.00	2016/01/04	2025/10/25
	33000.00	2016/11/09	2025/11/20
	1000.00	2021/01/08	2022/01/07
	1000.00	2020/11/04	2021/11/03
江苏陆地方舟新能源车辆股份有限公司	9100.00	2020/09/22	2021/09/15
江苏皋开投资发展集团有限公司	40000.00	2017/01/16	2022/01/16
	73000.00	2016/09/14	2027/12/10
	27000.00	2017/04/10	2023/04/10
	6431.00	2019/07/26	2024/07/26
	4750.00	2020/06/29	2023/06/22
	20000.00	2019/07/31	2021/07/31
	10000.00	2021/04/29	2024/04/28
	69000.00	2017/01/17	2027/01/17
	1500.00	2017/04/10	2021/12/31
富皋万泰集团有限公司	60000.00	2021/02/02	2027/12/01
合计	**1160017.00**	--	--

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	32.30	55.07	34.23	56.96
资产总额（亿元）	399.28	560.10	590.14	619.33
所有者权益（亿元）	184.21	243.66	250.86	258.70
短期债务（亿元）	46.57	94.93	132.85	142.00
长期债务（亿元）	141.12	195.80	183.76	201.41
全部债务（亿元）	187.69	290.73	316.61	343.41
营业收入（亿元）	16.95	24.36	24.33	13.45
利润总额（亿元）	2.85	6.40	5.38	2.44
EBITDA（亿元）	4.51	8.45	7.73	--
经营性净现金流（亿元）	-13.94	7.75	2.04	4.75
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.68	0.73	0.59	--
存货周转次数（次）	0.13	0.13	0.10	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.05	0.04	--
现金收入比（%）	64.91	89.94	73.80	50.56
营业利润率（%）	3.35	8.81	10.36	14.35
总资本收益率（%）	1.21	1.25	1.13	--
净资产收益率（%）	1.68	2.01	1.74	--
长期债务资本化比率（%）	43.38	44.55	42.28	43.77
全部债务资本化比率（%）	50.47	54.40	55.79	57.03
资产负债率（%）	53.87	56.50	57.49	58.23
现金短期债务比（倍）	0.69	0.58	0.26	0.40
流动比率（%）	506.31	441.21	363.97	373.95
速动比率（%）	330.07	277.17	213.65	223.80
经营现金流动负债比（%）	-18.84	6.42	1.31	--
全部债务/EBITDA（倍）	41.58	34.42	40.98	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.41	0.77	0.43	--

注：1. 2021 年上半年财务数据未经审计；2. 本报告已将其他流动负债中有息部分调整至短期债务及相关指标计算；3. 本报告已将长期应付款和其他非流动负债中有息部分调整至长期债务及相关指标计算

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

附件 4　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	4.47	18.17	13.13	20.71
资产总额（亿元）	287.98	323.30	335.69	368.26
所有者权益（亿元）	150.95	158.80	142.72	144.19
短期债务（亿元）	14.81	23.92	74.84	99.41
长期债务（亿元）	67.87	89.56	83.57	95.60
全部债务（亿元）	82.67	113.48	158.41	195.01
营业收入（亿元）	15.36	6.69	7.52	4.75
利润总额（亿元）	5.43	3.86	3.19	1.56
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-10.40	2.33	3.45	2.15
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.83	0.55	0.98	--
存货周转次数（次）	0.29	0.14	0.16	--
总资产周转次数（次）	0.05	0.02	0.02	--
现金收入比（%）	50.11	95.92	119.81	42.28
营业利润率（%）	29.04	17.72	7.53	14.43
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	3.08	1.82	1.90	--
长期债务资本化比率（%）	31.01	36.06	36.93	39.87
全部债务资本化比率（%）	35.39	41.68	52.61	57.49
资产负债率（%）	47.58	50.88	57.49	60.85
现金短期债务比（倍）	0.30	0.76	0.18	0.21
流动比率（%）	329.22	347.86	252.96	240.78
速动比率（%）	275.79	302.26	205.14	193.50
经营现金流动负债比（%）	-15.03	3.11	3.16	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--

注：1. 2021 年上半年财务数据未经审计；2. 本报告已将其他流动负债中有息部分调整至短期债务及相关指标计算；3. 本报告已将长期应付款和其他非流动负债中有息部分调整至长期债务及相关指标计算；4. 公司未提供本部折旧、摊销以及费用化、资本化利息数据，相关指标无法计算

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

附件 5　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据
短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
全部债务=短期债务+长期债务
EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 6-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 6-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 6-3　评级展望设置及其含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于2022年如皋市经济贸易开发有限公司公司债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

如皋市经济贸易开发有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。