

南通城市建设集团有限公司

2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：曹梅芳 mfcao@ccxi.com.cn

项目组成员：王梦怡 mywang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2022 年 6 月 27 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 1594 号

南通城市建设集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“G21 城建 1/21 南通地铁绿色债 01”、“G21 城建 2/21 南通地铁绿色债 02”、“17 南通城建 MTN001”、“20 南通城建 MTN001”、“20 南通城建 MTN002”、“19 南通国投 MTN001”和“20 南通国投 MTN001”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十七日

评级观点：中诚信国际维持南通城市建设集团有限公司（以下简称“南通城建”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“G21 城建 1/21 南通地铁绿色债 01”、“G21 城建 2/21 南通地铁绿色债 02”、“17 南通城建 MTN001”、“20 南通城建 MTN001”、“20 南通城建 MTN002”、“19 南通国投 MTN001”和“20 南通国投 MTN001”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了南通市很强的区域经济实力为公司发展所营造的良好外部环境，南通市政府持续的有力支持，多元化的业务发展格局等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持；同时，中诚信国际也关注到公司收入结构及盈利稳定性不足、债务规模增长较快、财务杠杆比率趋高以及资产受限比例偏高等因素对公司整体信用状况的影响。

概况数据

南通城建（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	795.82	913.31	1,053.07	1,109.99
所有者权益合计（亿元）	374.24	385.43	414.12	419.95
总负债（亿元）	421.58	527.88	638.95	690.04
总债务（亿元）	307.09	352.35	440.16	501.19
营业总收入（亿元）	31.48	45.03	94.21	26.81
经营性业务利润（亿元）	-0.39	-0.24	2.67	1.53
净利润（亿元）	2.15	4.05	4.77	1.43
EBITDA（亿元）	11.57	19.73	24.63	11.56
经营活动净现金流（亿元）	-17.81	18.89	-18.47	0.74
收现比(X)	1.05	1.45	0.85	0.83
营业毛利率(%)	11.96	12.23	9.83	11.75
应收类款项/总资产(%)	17.21	13.42	10.05	20.32
资产负债率(%)	52.97	57.80	60.68	62.17
总资本化比率(%)	45.07	47.76	51.52	54.41
总债务/EBITDA(X)	26.55	17.86	17.87	10.84*
EBITDA 利息倍数(X)	1.23	2.22	1.27	2.26

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际分析时将“其他流动负债”、“其他应付款”中的带息债务纳入短期债务核算，将“长期应付款”中的带息债务纳入长期债务核算；3、带*的指标已经过年化。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000 2019_02)

南通城市建设集团有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	1.16	7
	收现比(X)*	1.07	8
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.64	5
	受限资产占总资产的比重(X)	0.17	7
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	414.12	8
	总资本化比率(X)	0.52	7
	资产质量	8	8
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	8	8
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	8	8
打分结果			a+
BCA			a+
支持评级调整			4
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明： 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(a+)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

*指标采用 2019 年~2021 年三年数据计算得出

正面

■ **很强的区域经济。**南通市依托港口资源和区位优势，近年积极推进产业结构调整，区域经济持续增长，在江苏省内排名靠前，2021 年，南通市实现地区生产总值 11,026.90 亿元，同比增速为 8.90%，南通市很强的经济实力为公司发展营造了良好的外部环境。

■ **南通市政府持续的有力支持。**公司是南通市属一类企业，是南通市重大城市基础设施建设主体和公用事业资产的运营主体，在南通市国有企业中具有重要地位。2021 年，南通市国资委同意以资本公积增加公司注册资本 54.8 亿元，当年末公司实收资本增至 209.65 亿元，同年收到财政拨款资本金 46.40 亿元，整体资本实力大幅扩充。

■ **多元化的业务发展格局。**公司业务涉及城市基础设施建设、轨道交通、公安、水务服务、城市公交、港口等多个板块，业务格局呈现多元化，且公司多个核心业务在南通市均具有垄断优势，公司的竞争力及抗风险能力极强。

关注

■ **公司收入结构及盈利稳定性不足。**公司收入来源多样，近年受合并范围的变动以及主要业务板块模式调整等多方面因素影响，公司整体营业收入结构波动较大，不同业务板块毛利水平不一亦导致盈利波动，需关注收入及盈利稳定性。

■ **债务规模增长较快，财务杠杆比率趋高。**近年随着并表范围的扩大及多元化业务的开展，公司外部融资需求加大，债务规模攀升较快，截至 2022 年 3 月末总债务较上年末进一步增长 13.87%，期末资产负债率和总资本化比率亦呈持续上升态势，未来的债务规模及财务杠杆控制情况有待关注。

■ **资产受限比例偏高。**截至 2022 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 183.06 亿元，占期末总资产的比例为 16.49%，主要包括在建工程、投资性房地产、无形资产、固定资产及货币资金，受限资产规模偏大，一定程度影响资产流动性。

评级展望

中诚信国际认为，南通城市建设集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **能触发评级下调因素。**若公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱等；若公司的财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

评级历史关键信息

南通城市建设集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	G21 城建 2/21 南通地铁绿色债 02 (AAA)	2021/07/30	曹梅芳、王梦怡	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	阅读全文
AAA/稳定	G21 城建 1/21 南通地铁绿色债 01 (AAA)	2021/06/09	曹梅芳、王梦怡	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	阅读全文
AAA/稳定	20 南通城建 MTN002 (AAA) 20 南通城建 MTN001 (AAA) 17 南通城建 MTN001 (AAA)	2021/06/17	曹梅芳、王梦怡	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	阅读全文
AAA/稳定	20 南通城建 MTN002 (AAA)	2020/10/09	陈小中、王璐、曾永健	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	阅读全文
AAA/稳定	20 南通城建 MTN001 (AAA)	2020/08/05	陈小中、王璐、曾永健	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	阅读全文
AAA/稳定	19 南通国投 MTN001 (AAA) 20 南通国投 MTN001 (AAA)	2022/03/31	曹梅芳、王梦怡	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	阅读全文
AA+/稳定	20 南通国投 MTN001 (AA+)	2020/02/28	杨晨晖、李转波、文玥	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	阅读全文
AA+/稳定	19 南通国投 MTN001 (AA+)	2019/07/16	尹玉洁、李转波、文玥	中诚信国际基础设施投融资行业信用评级工具 v2018	阅读全文
AAA/稳定	17 南通城建 MTN001 (AAA)	2018/07/27	仇芑、刘建平	中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000 2018_01	阅读全文
AA+/稳定	17 南通城建 MTN001 (AA+)	2017/08/04	杨晨晖、刘建平	中诚信国际地方投融资平台行业评级方法 CCXI_140200 2014_01	阅读全文

同行业比较

同区域同类企业 2021 年主要指标对比表							
公司名称	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	总债务 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
南通城建	1,053.07	414.12	60.68	440.16	94.21	4.77	-18.47
南通沿海	797.03	323.97	59.35	386.96	121.19	1.89	-14.49
南通经开	683.82	233.32	65.88	390.60	76.22	2.98	-23.39

注：“南通沿海”为“南通沿海开发集团有限公司”简称；“南通经开”为“南通经济技术开发区控股集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
G21 城建 2/21 南通地铁绿色债 02	AAA	AAA	2021/07/30	14.00	14.00	2021/09/23-2028/09/23	本期债券设置本金提前偿还条款,分别于本期债券的第 3、第 4、第 5、第 6 和第 7 个计息年度末偿还本期债券发行总额的 20%
G21 城建 1/21 南通地铁绿色债 01	AAA	AAA	2021/06/09	14.00	14.00	2021/06/25-2028/06/25	本期债券设置本金提前偿还条款,分别

							于本期债券的第 3、第 4、第 5、第 6 和第 7 个计息年度末偿还本期债券发行总额的 20%
20 南通城建 MTN002	AAA	AAA	2021/06/17	10.00	10.00	2020/10/14~2025/10/14	附第三年末调整票面利率及回售选择权
20 南通城建 MTN001	AAA	AAA	2021/06/17	10.00	10.00	2020/08/28~2025/08/28	附第三年末调整票面利率及回售选择权
20 南通国投 MTN001	AAA	AAA	2022/03/31	13.00	13.00	2020/03/12~2025/03/12	-
19 南通国投 MTN001	AAA	AAA	2022/03/31	5.00	5.00	2019/10/18~2024/10/18	-
17 南通城建 MTN001	AAA	AAA	2021/06/17	7.50	7.50	2017/09/06~2022/09/06	-

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“G21 城建 1/21 南通地铁绿色债 01”于 2021 年 6 月 25 日起息，2028 年 6 月 25 日到期，发行金额为 14 亿元。根据《南通城市建设集团有限公司公司债券年度报告（2021）年》（以下简称“《年度报告》”），截至《年度报告》出具日，“G21 城建 1/21 南通地铁绿色债 01”的募集资金已全部使用，7 亿元用于南通轨道交通 1 号线一期工程项目，剩余 7 亿元用于补充营运资金，与募集资金法定用途一致。

“G21 城建 2/21 南通地铁绿色债 02”于 2021 年 6 月 25 日起息，2028 年 6 月 25 日到期，发行金额为 14 亿元。根据《南通城市建设集团有限公司公司债券年度报告（2021）年》（以下简称“《年度报告》”），截至《年度报告》出具日，“G21 城建 2/21 南通地铁绿色债 02”的募集资金已全部使用，7 亿元用于南通轨道交通 1 号线一期工程项目，剩余 7 亿元用于补充营运资金，与募集资金法定用途一致。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保

持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及

流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

南通市经济稳步增长，下辖各县（市）经济实力较强，整体财政实力稳步增强，但随着刚性支出增加，近年财政平衡率有所下降

南通市位于江苏省东南部，长江入海口北岸，是江海交汇的港口城市，毗邻无锡市、苏州市和上海市，区位优势显著。南通市原下辖 3 区、5 县（市）及 1 个国家级经济技术开发区，根据 2020 年 7 月江苏省人民政府发布苏政发[2020]60 号《省政府关于调整南通市部分行政区划的通知》，撤销南通市崇川区、港闸区，设立新的南通市崇川区；同时撤销县级海门市，设立南通市海门区。行政区划调整后，南通市现下辖 3 区、4 县（市）及 1 个国家级

经济技术开发区，总面积仍为 8,544 平方公里。2021 年末南通市全市常住人口 773.3 万人。

南通市是我国首批对外开放的 14 个沿海城市之一，拥有丰富的岸线资源，包括长江岸线 226 公里、海岸线 210 公里、海岸带面积 1.3 万平方公里，可建万吨级深水泊位的岸线 30 多公里和 5 万吨级以上深水泊位的岸线 40 多公里。此外，南通市水产资源丰富，境内吕四渔场是全国四大渔场、世界九大渔场之一。

南通市依托港口资源和区位优势，逐步推进产业结构升级。目前南通市已建成纺织服装业、船舶海工及重装备业、能源及其装备业、化工医药业、电子信息业、轻工食品业六个产业板块，均已经形成千亿级产业规模，其中家纺、船舶、海洋工程等产业在国内外具有一定的产业优势，并且是全国五大修造船基地之一。同时，南通市进一步推进制造产业升级和现代服务业建设，通过发展海洋工程装备、新能源、新材料、生物技术和新医药、智能装备和节能环保等六大新兴产业，并利用铁路、港口、机场、公路等交通优势，规划发展物流园区，加快建设长三角北翼现代物流中心。目前，南通市下辖各县（市）全部进入“全国综合实力百强县（市）”行列。

2019~2021 年，南通市分别实现地区生产总值（GDP）9,383.39 亿元、10,036.31 亿元和 11,026.90 亿元，按可比价计算，同比增速分别为 6.15%、4.70% 和 8.9%。2021 年南通市 GDP 在江苏全省排名第 4 名，与上年持平。2021 年南通市第一产业增加值 485.0 亿元，增长 4.5%；第二产业增加值 5,357.9 亿元，增长 9.8%；第三产业增加值 5,184.0 亿元，增长 8.3%。三次产业增加值比例调整为 4.4：48.6：47.0。

近年南通市财政收入亦保持增长态势，2021 年实现一般公共预算收入 710.18 亿元，同比增长 11.09%，其中税收收入为 572.90 亿元，仍是当地财政收入的重要来源。同期，得益于区域内土地市场的活跃，南通市政府性基金收入增至 1,441.82 亿元，

同比 8.14%。随着一般公共预算支出的持续增加，南通市财政平衡率波动下滑。

从债务规模看，地方政府债务余额逐年增长，但整体风险可控。截至 2021 年末，南通市地方债务余额 1,862.70 亿元，其中一般债务余额 790.74 亿元，专项债务余额 1,071.96 亿元。按债务余额排序，位列江苏省内第三。

表 1：2019~2021 年南通市主要财政数据（亿元、%）

	2019	2020	2021
一般公共预算收入	619.26	639.30	710.18
其中：税收收入	507.55	523.23	572.90
税收收入占比	81.96	81.84	80.70
政府性基金预算收入	948.29	1,333.29	1,441.82
一般公共预算支出	972.64	1,080.50	1,122.23
政府性基金预算支出	872.29	1,248.92	1,331.36
财政平衡率	63.67	59.17	63.28
地方政府债务余额	1,562.69	1,684.19	1,862.70

资料来源：南通市财政决算报告及预算执行报告，中诚信国际整理

南通市是国家新一轮发展战略布局的重点，长江经济带、一带一路、长三角一体化以及江苏沿海开发、上海大都市圈规划等多重战略在南通市叠加落地，南通市正在发展成为江苏新的增长级和长江经济带的新的战略支撑点。强大的政治优势将使南通市成为集聚国内外资源，加快现代产业发展的强磁场。根据长三角一体化发展国家规划和省委省政府对南通市的定位，南通市将着力建设长三角北翼的中心城市，创建沪苏跨江融合实验区和成为长三角辐射传导区，向西加强与长江沿线城市合作，向东直面沿太平洋国家和地区，成为陆海统筹、江海联动的示范区，成为具有江海门户功能的上海国际大都市北翼拓展区。

中诚信国际认为，依托优越的地理位置，近年来南通市经济保持了平稳增长，财政实力不断增强，良好的经济和财政状况对城市基础设施建设提供了较好的保障。

跟踪期内，公司股权结构未发生变化，并表范围进一步扩大

截至 2022 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 209.65 亿元，南通市人民政府国有资产监督

管理委员会仍持有公司 100% 股权。跟踪期内，公司新设立南通新豪置业有限公司（以下简称“新豪置业”）和南通招城置业有限公司（以下简称“招城置业”），主要经营房地产开发项目的投资。此外，公司并表范围及内部治理结构未有大的变化。

近年通过不断的资产整合，公司在南通市的地位进一步稳固，自身业务也更趋多元，受益于多元化业务良好发展，跟踪期内公司整体营收规模大幅增长

公司目前形成了以城市基础设施建设、市政公用事业保障供应为核心，金融投资、产业投资和实业经营等为辅助的多元化经营格局，业务主要包括城市基础设施建设、轨道交通、港口、公交客运、水务（自来水供应、污水处理）等。此外，公司还从事绿化、公安、城市照明等业务。2021 年，公司实现营业总收入 94.21 亿元，同比增长 109.21%。从收入板块看，自 2018 年 8 月后，公司的基建板块的业务模式及收入确认方式有所调整，2021 年板块收入仍维持较低水平；2020 年 1 月，公司将南通路桥工程有限公司（以下简称“南通路桥”）纳入合并范围，同年 6 月，南通市国资委将南通产业控股集团有限公司所持江苏致豪房地产开发有限公司（以下简称“江苏致豪”）70% 的股权无偿划转给公司，由此增加路桥工程及商品房开发收入，主要受益于路桥工程业务量的增长，2021 年路桥工程收入同比增长 444.10%；商品房开发项目的竣工交付带动当年板块收入同比增加 11.07 亿元；港口业务方面，随着搬迁事项的完成及港口货运收入大幅增长，2021 年港口业务收入同比增加 20.16 亿元；自来水（含污水处理）及公交客运业务（含南通汽运实业集团有限公司收入，2019 年划入，以下简称“汽运集团”）2021 年运营情况基本稳定；其余业务板块均有一定程度变化，但收入贡献相对较小。2022 年 1~3 月，公司实现营业总收入 26.81 亿元，同比增长 23.68%，主要受益于货运收入的增长及商品房项目的收入确认。

表 2：近年公司主要板块收入结构（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
城市基础设施建设	5.05	0.13	0.38	0.02
路桥工程	-	8.37	19.43	3.57
绿化业务	3.20	1.72	1.45	0.56
城市照明	0.80	1.13	2.39	0.00
自来水供应	8.89	12.12	12.87	3.06
保安业务	2.19	2.16	2.90	0.80
公交客运	1.07	8.19	9.05	1.53
港口业务	4.37	3.31	23.47	4.88
担保业务	1.03	0.22	--	--
管片销售	3.06	2.83	4.26	0.30
混凝土销售	0.04	1.97	4.73	0.98
商品房开发	--	0.60	11.67	10.79
驾校培训业务	0.02	0.02	0.02	0.01
其他	1.64	1.81	1.58	0.34
合计	31.39	45.03	94.21	26.81

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司是市属唯一的基建主体，业务承接较有保障，新模式下项目建设由南通市财政全额投资，公司的垫资压力减小，但同时需关注已完结项目的回款情况

公司是南通市市属唯一的城市基础设施建设主体，主要负责市级城市主次道路、路灯、桥梁、绿化造园、景区等设施以及附属设施的建设，由公司本部负责，业务模式为委托建设。公司受业主方南通市政府委托进行政府投资项目建设，完工验收合格后，南通市政府接管项目，并由南通市财政局按项目投资总额（含前期费用、建设成本、融资费用、应缴税费等各项支出）的 108% 向公司支付项目

表 3：截至 2021 年末公司主要在建工程建设项目情况（亿元）

项目名称	建设期间	计划总投资	已投资额	2022 年拟投资
西站大道一期工程	2019-2022	10.20	10.05	0.15
虹桥路综合提升改造工程（长江路-工农路）	2021-2022	5.90	5.00	0.90
长泰路跨九圩港大桥工程	2019-2022	2.50	1.60	0.90
合计	-	18.60	16.65	1.95

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司主要拟建基础设施项目为深南路大桥、太平路大桥工程和通京大道快速化

建设资金。2018 年 8 月，南通市政府印发了《南通市市本级政府投资建设项目资金管理暂行办法》（通政发[2018]40 号，以下简称“《暂行办法》”），该办法实施后新开工的代建项目，由南通市财政全额投资，公司不再负责资本金出资和项目融资，改为收取委托代建管理费，管理费率为 0.40%~2.00%。

收入确认方面，《暂行办法》实施前，公司每年末根据竣工项目投资总额的 108% 全额确认工程建设收入；《暂行办法》实施后新开工代建项目，公司仅确认管理费。2021 年及 2022 年 1~3 月，公司分别确认城市基础设施建设收入 0.38 亿元和 0.02 亿元。

回款方面，公司建设项目的资金回笼主要取决于市级财政状况。2018~2019 年，公司分别收到南通市财政局支付的工程建设款 38.96 亿元和 4.34 亿元，2020~2021 年及 2022 年一季度未收到工程建设款。其中，2018 年因业务模式调整，财政当年对已完工项目进行了大规模结算，公司收到财政支付的工程款较多。

截至 2021 年末，公司主要在建基础设施项目为西站大道一期工程、虹桥路综合提升改造工程（长江路-工农路）和长泰路跨九圩港大桥工程等项目，上述在建项目计划总投资 18.60 亿元，已完成投资 16.65 亿元，2022 年拟投资 1.95 亿元。

改造一期工程等项目，项目总投资 11.38 亿元，2022~2023 年拟分别投资 1.50 亿元和 5.40 亿元。

表 4：截至 2021 年末公司主要拟建工程建设项目情况（亿元）

项目名称	计划开工日期	计划建设期	计划总投资	2022 年拟投资	2023 年拟投资
深南路大桥	2022	730 天	4.66	0.50	2.00
太平路大桥工程	2022	540 天	2.72	0.50	1.40
通京大道快速化改造一期工程	2022	540 天	4.00	0.50	2.00

合计	-	-	11.38	1.50	5.40
----	---	---	-------	------	------

注：计划投资与实际投资存在偏差。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

除政府委托建设的基础设施项目以外，公司还积极开展自建的基础设施项目，预期未来可获得稳定现金流。公司自营项目主要为政务中心停车综合楼项目及部分商业办公区域。截至 2021 年末，公司商业办公区域出租率为 88.7%，月租金为 60.8 元/平方米，按季度、半年或年收取租金，平均租赁合同期限为 3.3 年；停车楼整体出租至 21 家承租户，按 2,319 万元/年收取租金。2021 年公司实现租赁收入 4,510 万元。

总体来看，公司城市基础设施建设板块投资规模较大，但随着《暂行办法》的实施，新开工代建项目由南通市财政全额投资，公司垫资压力减少，仅收取管理费亦使板块收入规模较小。同时，前期已完结项目的回款情况仍需持续关注。

自南通路桥并表后，公司路桥工程业务稳步推进，项目承接量较为充足，带动板块收入规模大幅提升，为公司创造主要的收入增长点

南通路桥主营业务为高速公路的路基、路面及大型、特大型桥梁以及市政工程施工，拥有国家公路工程施工总承包壹级资质、市政公用工程总承包壹级资质、建筑工程施工总承包壹级资质等多项专业资质，主要采取公开招标形式承揽业务，展业区域集中于苏州及南通等地区。南通路桥根据合同条件，按月计算工程量，由监理及建设方审核后根据工程进度按合同条款支付款项。结算方式方面，部分款项为竣工验收合格之日后一段时间内支付完毕，不同项目具体支付比例不同，故存在较多的应收账款。南通路桥不断加大精细化管理，在集中采购、项目成本管理方面加强突破，以促进成本优化，2021 年以来板块毛利率有所提升。

截至 2021 年末，南通路桥主要已完工路桥项目包括京沪高速公路淮安至江都段扩建工程涉铁应急先导段施工项目 JHK-YJ2 标和 233 国道灌云北环段（204 国道至 236 省道段）建设工程 PPP 项目等，合同额总计 21.64 亿元。2021 年和 2022 年 1~3 月，公司路桥工程收入分别为 19.43 亿元和 3.57 亿元，工程业务量的提升带动板块收入显著增长，对整体收入形成重要补充。

表 5：截至 2021 年末南通路桥主要已完工路桥工程项目情况（亿元）

项目	合同额
京沪高速公路淮安至江都段扩建工程涉铁应急先导段施工项目 JHK-YJ2 标	5.68
233 国道灌云北环段（204 国道至 236 省道段）建设工程 PPP 项目	4.40
吕四港疏港公路（335 省道启东吕四港镇段改扩建一期工程）	2.29
307 省道南通东绕城段桥梁标段 S307-QL1 标	1.99
平海公路快速化改造工程 PHSG3 标	1.74
通洋高速西亭互通连接线（石江公路北段改扩建）工程施工项目 SJGL-1 标段	1.49
沿江高速沙溪服务区改扩建工程道路及服务区域 YJSX-DLCD1 标	1.24
南通西站大道工程 IV 标	0.99
陈张公路 352 省道至张郭段改扩建工程施工项目	0.73
机场大道互通连接线 JHDY-SG01 标	0.61
启东吕四港镇 2018 农村公路提档升级公路与市政工程 1 标	0.37
苏州绕城高速 2019 排水设施维护和日常保洁养护项目 RCGC-WHBJ02 标	0.11
合计	21.64

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年，南通路桥新签合同 12 个，新签合同额 35.92 亿元。当年末，南通路桥主要在建项目 22 个，合同额合计 69.16 亿元，已完成产值 19.89 亿元，已回款 11.32 亿元。

表 6：截至 2021 年末南通路桥主要在建路桥工程项目情况（亿元）

项目	合同额	已完成产值	已回款
345 国道启东市江海北路至西苑路（与中央大道交叉）段工程 G345QD-SG1 标段	6.35	0.44	0.17
启东市 2020 年四座大桥工程	1.14	0.41	0.26
江苏省徐州市城东大道高架快速路剩余工程 CDDD-SYGC-4 标段施工	5.05	2.86	1.60

江苏省京沪高速公路淮安至江都段扩建工程主体施工项目 JHK-BY1 标段施工	6.01	3.43	2.89
启东疏港公路（天汾、鹤港大桥）工程	1.66	1.09	0.57
金沙湾大桥工程施工项目 JSWDQ-SG 标段	1.50	0.84	0.35
南通市城市轨道交通 1 号线一期工程管线回迁及道路恢复工程 01 标	0.78	0.26	0.01
352 省道东台西段工程路基桥涵施工项目 S352XD-LQ1 标段	1.22	0.04	0.00
沪陕高速公路江苏省平潮至广陵段扩建工程主体施工项目 PGK-NT1 标段	3.91	0.99	0.87
江海大道东延（综艺集团东-扬子江路）工程施工 JHDDDY-SG02 标	5.61	4.53	2.07
阜宁至溧阳高速公路建湖至兴化段路基、桥梁工程施工项目 JHX-YC5 标	5.86	2.12	1.71
虹桥路（长江路~工农路）综合提升改造工程	2.43	1.65	0.55
232 省道泰兴段工程（二期）施工项目 S232EQ-SG 标段	5.10	0.70	0.00
南通创新区企业总部中心等配套道路工程一标段	0.52	0.40	0.15
通扬线南通市市区段（通桥线-幸福竖河段）航道整治工程桥梁施工项目（TYXNT-SG-QL 标段）	1.56	0.13	0.10
343 国道大丰至盐都段工程 YF4 标段	5.72	-	-
深南路大桥工程	3.35	-	-
溱湖互通、服务区匝道改造及南区新增场地项目 ZDCD-GZ 标段	0.26	-	-
京沪高速公路高邮服务区改扩建工程广场施工项目 JHK-FJSG14 标	1.06	-	-
西站大道（二期）工程施工一标段	2.60	-	-
崇川路北、盘香路西侧停车楼 EPC 工程总承包项目	1.44	-	-
连云港至宿迁高速公路徐圩至灌云段路基、桥梁工程施工项目 LS-LYG3 标段	6.01	-	-
合计	69.16	19.89	11.32

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

整体看，南通路桥拥有较齐备的业务资质，工程施工业务稳步推进，为公司创造了新的收入增长点，且项目储备较充足，为板块业务发展奠定良好基础。

公司是南通市唯一的轨道交通建设及运营主体，业务具有专营性，目前 1 号线一期工程和 2 号线一期工程正常推进，但投资期较长、资本支出规模较大，需持续关注轨道建设资金的实际到位情况

公司轨道交通建设由全资子公司南通城市轨

道交通有限公司（以下简称“轨道交通”）负责。南通市轨道交通 1、2 号线一期工程于 2014 年获得国家发改委建设规划批复（发改基础[2014]1854 号），其中 1 号线一期工程于 2017 年 8 月取得省发改委工程可行性研究报告批复（苏发改设施发[2017]994 号），于 2017 年 12 月开工建设；2 号线一期工程于 2018 年 6 月取得省发改委工程可行性研究报告批复（苏发改基础发[2018]620 号），于 2018 年 10 月开工建设。轨道交通 1 号线预计 2022 年开通运营，轨道交通 2 号线预计 2024 年开通运营。

表 7：截至 2021 年末公司轨道交通项目情况（公里、亿元）

线路名称	全长	总投资	已投资	资本金占比	资本金到位	资本金来源	建设期
轨道交通 1 号线一期	39.18	272.48	184.96	40%	50.19	财政筹集	2017-2022
轨道交通 2 号线一期	21.04	150.20	62.63	40%	39.91	财政筹集	2018-2023
合计	60.22	422.68	247.59	--	90.10	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

1 号线一期工程总长 39.18 公里，设车站 28 座，其中换乘站 5 座；工程总投资 272.48 亿元，截至 2021 年末，1 号线一期工程累计完成投资 184.96 亿

元；2 号线一期工程总长 21.04 公里，设车站 18 座，工程总投资 150.20 亿元，截至 2021 年末，2 号线一期工程累计完成投资 62.63 亿元。1 号线一期工

程、2 号线一期工程资本金比例均为 40%，截至 2021 年末资本金已到位 90.10 亿元，全部由南通市财政筹集，分年逐步到位，剩余资金通过银团贷款、发行债券解决。

未来，公司轨道交通项目的资金平衡将依靠沿线规划控制用地出让取得的净收入，南通市财政拨付的轨道交通建设资本金，以及票款收入、广告收入、物业开发收入等其他可用于轨道建设发展的资金来实现。在轨道交通项目建设过程中，公司将延伸投资参与轨道交通相关产业，保障南通市地铁建设，同时带动南通市轨道交通相关产业发展。

总体来看，南通市轨道交通建设尚处于建设阶段，随着 1 号线一期工程、2 号线一期工程建设进度的推进，公司投资压力将增加，同时需关注轨道建设资本金到位情况。

公司水务服务收入来源多样，自来水供应及污水处理基本覆盖主城区，整体运营情况较为稳定，未来随着在建项目的投运，该业务仍具备一定的发展空间

合并南通国有资产投资控股有限公司（以下简称“南通国投”）后，公司新增水务业务，由南通国投下属子公司南通市水务有限公司（以下简称“南通水务”）负责。2019 年 1 月，公司将一级子公司南通市东港排水有限公司（以下简称“东港排水”）和南通市洪江排水有限公司（以下简称“洪江排水”）整体并入南通水务，实行统一运营。同年市政府将开发区 3 家污水处理厂划入南通水务，但业务规模有限。南通水务本部负责自来水供应业务，其他则主要负责污水处理相关业务。2019 年污水处理收入及污水运输收入并入南通水务统一核算，整体收入略有波动。

表 8：2019 年水务板块股权结构变化情况

公司全称	公司简称	重组前	重组后
南通市水务有限公司	南通水务	南通国投子公司	公司二级子公司
南通市东港排水有限公司	东港排水	公司一级子公司	公司三级子公司
南通市洪江排水有限公司	洪江排水	公司一级子	公司三级

		公司	子公司
南通市经济技术开发区通盛排水有限公司	通盛排水	不属于公司	公司三级子公司
南通市经济技术开发区富民港排水有限公司	富民港排水	不属于公司	公司三级子公司
南通能达水务有限公司	能达水务	不属于公司	公司三级子公司

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

南通水务系南通市主城区唯一的自来水生产供应企业，集自来水生产、供应、工程设计、工程施工为一体，主要负责南通市全市的自来水管网施工铺设，市区范围的自来水供应以及如东、海门等部分县市的原水供应。截至 2021 年末，已投入运营的自来水厂共 3 座，日供水能力共计 200 万立方米，其中狼山水厂 60 万立方米/日、洪港水厂 60 万立方米/日、崇海水厂 80 万立方米/日。近年来随着南通市区域经济发展及下属水厂扩建并投入运营，公司自来水生产量、销售量持续平稳增长。

表 9：近年南通水务业务运营情况

	2019	2020	2021
日供水能力（万立方米）	200	200	200
生产量（亿立方米）	5.23	5.40	5.99
销售量（亿立方米）	4.74	4.92	5.38
网管漏损率（%）	8.50	8.01	7.05
水压合格率（%）	100	100	100

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

售水结构方面，南通水务的售水类别主要分为原水供应、居民生活用水、行政事业用水、工商用水和特种用水，其中原水供应、工商用水和生活用水销售量仍为公司主要的售水种类。水价方面，根据江苏省财政厅《关于取消调整部分政府性基金有关政策的通知》（苏财综[2017]17 号）的规定，自 2017 年 4 月 1 日起，南通市取消城市公用事业附加费，市区自来水价格相应小幅下调，居民生活用水第一阶梯价格由 2.90 元/立方米调整为 2.84 元/立方米，第二阶梯价格由 3.67 元/立方米调整为 3.61 元/立方米，第三阶梯价格由 5.98 元/立方米调整为 5.92 元/立方米；生产用水到户价由 3.50 元/立方米调整为 3.44 元/立方米；特种用水价格由 4.50 元/立方米调整为 4.38 元/立方米。

表 10：近年南通水务售水结构情况（万立方米、元/立方米）

类别	2019		2020		2021	
	销量	单价	销量	单价	销量	单价
原水供应	31,818.04	0.95	30,994.10	0.95	33,788.84	0.95
生活用水	7,248.81	2.84	7,569.05	2.84	8,000.16	2.84
行政事业用水	403.35	2.87	393.06	2.87	484.37	2.87
工商用水	7,312.94	3.44	7,296.14	3.44	8,175.86	3.44
特种用水	645.94	4.38	733.86	4.38	739.30	4.38
小区域农村转供水	-	-	2,179.23	1.64	2,661.61	1.64
合计	47,429.08	--	49,165.23	--	53,850.50	--

注：单价为到户价，含 0.20 元/立方米的水资源费和 1.10 元/立方米的污水处理费（特种用水的污水处理费为 1.42 元/立方米）。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年末，南通水务在建的水利设施项目为李港水厂，在建项目总投资为 18.00 亿元，已投资 5.45 亿元，2022 年计划投资 5.91 亿元，李港水厂建成后的水处理能力约 40 万立方米/日。

东港排水承担南通市港闸区 134 平方公里范围内 30 万人的污水处理任务，区域内污水管网基本形成，东港三期改扩建项目上线后，超负荷运转状态已大幅改善。东港排水持有的市、区排水设施总评估价值 9.64 亿元，其中污水管道长度 355.93 公里，雨水管道 517.08 公里。洪江排水承担南通崇川经济开发区约 64 平方公里范围内 65 万人的污水处理任务。截至 2021 年末，东港排水和洪江排水污水处理能力合计为 39.80 万立方米/日，出水水质均为国内最高标准一级 A。此外，通盛排水、富民港排水及能达水务的污水处理能力分别为 14.8 万立方米/日、12.8 万立方米/日及 5.75 万立方米/日。2021 年末公司污水处理能力总计 73.15 万立方米/日，得益于通盛污水三期二阶段改造的完成，当年末污水处理能力略有提升。

南通市财政局每年向东港排水、洪江排水购买污水处理服务，并根据约定的污水处理单价以及两家排水公司的实际污水处理吨数进行结算。考虑到南通市水价调升以及两家排水公司污水处理设备更新、扩建导致运营成本上升，自 2015 年起，两家排水公司的污水处理单价提升至 1.30 元/立方米。

表 11：近年污水处理业务运营情况

项目名称	2019	2020	2021
污水处理能力（万立方米/日）	40	68.15	73.15
污水处理量（万立方米）	11,680	13,279	23,260

污水处理收入（亿元）	0.00	2.48	2.53
------------	------	------	------

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司在建污水工程为通盛排水有限公司三期二阶段扩容工程和洪江四期改造，设计处理能力分别为 5 万立方米/日和 10 万立方米/日，项目总投资 7.90 亿元。

表 12：截至 2021 年末公司在建污水工程情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资	2022 年拟投资
通盛三期二阶段	2.40	1.40	0.74
洪江四期改造	5.50	0.36	3.15
合计	7.90	1.76	3.89

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，自 2014 年起南通市财政局每年向东港排水购买市区排水管网污水运输服务，并支付相应的运输服务费，污水运输服务收费标准根据污水运输服务单价与东港排水实际管理的排水管网长度进行结算。

2021 年以来，公司污水处理业务结算模式有所变化，转为财政以购买服务方式（前期为补贴形式计入其他收益），公司水务服务板块获利水平较 2020 年有所提升，2021 年及 2022 年 1~3 月，供水业务毛利率分别为 24.52%和 23.43%。

总体来看，公司水务服务收入来源多样，其中自来水供应基本覆盖主城区，近年售水量的增加带动自来水销售收入呈增长趋势。污水处理亦处于区域垄断地位，运营情况也较平稳。未来随着供水、污水处理新产能的投入运营，该业务将进一步增长，但投资的资金支出情况需关注。

随着港口搬迁事宜的完成及货运收入的大幅增长，公司港口业务收入增幅显著，但板块毛利率呈倒挂状态，未来盈利改善有待观察，同时需关注在建项目的资金平衡状况

南通港由海港区与河港区组成，为国家一类对外开放口岸，国家主枢纽港，上海国际航运中心组合港的主要成员，目前南通港口集团有限公司（以下简称“南通港口集团”）的业务仅在河港区范围内开展。截至 2021 年末，南通港口集团拥有长江岸线 1,004.50 米，码头设计年通过能力 964.50 万吨；总占地面积 61.48 万平方米，其中堆场面积 29.24 万平方米，仓库面积 7.51 万平方米；拥有生产性泊位总数 2 座（散货泊位 2 个，其余为通用泊位），其中万吨级以上泊位 5 座，最大靠泊能力 7 万吨级。

表 13：近年公司吞吐量及其在南通港吞吐量的占比情况（万吨、%）

	2019		2020		2021	
	吞吐量	占比	吞吐量	占比	吞吐量	占比
货物	2,035.30	6.05	791.77	2.55	707.00	2.28

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司港口业务主要包括装卸业务、堆存业务、港务业务及其他（含理货、拖轮等）业务，其中装卸业务系其主要收入来源。公司装卸业务主要包括大宗散货中转、件杂货中转、集装箱中转以及专业煤炭、江海中转等业务，主要作业货种有金属矿石（含铁矿石和铜精矿）、非金属矿石（主要是硫磺）、水泥和煤炭等，主要客户包括大型钢铁集团、航运公司、水泥企业、化工及冶金等企业。2021 年及 2022 年 1~3 月，南通港口集团分别实现收入 23.47 亿元和 4.88 亿元，其中 2021 年同比大幅增加 20.16 亿元。随着搬迁事项的完成以及港口货运收入大幅增长，2021 年港口业务收入规模显著增长，其中货运收入增长主要系当年新增贸易业务拓展，目前贸易业务已逐渐形成以钢贸为主，建材、粮食等贸易为补充的经营格局。基于多年的铁矿石港口装卸服务，南通港口集团积累了较多钢厂伙伴与资源，与江苏鑫典钢业发展有限公司等公司开展钢坯代采、钢材代销合作。另外南通港口集团以吕四 2+2、横

港沙码头等新建的码头自用建材为基础，逐步涉足砂石贸易市场，与江苏达石供应链管理有限公司等公司达成砂石贸易合作。公司贸易业务盈利模式为赚取供销差价，采购为现款结算，销售结算账期在 3 个月以内。此外，一方面，由于新增的货运业务利润微薄，另一方面，新码头投产初期收入难以有效覆盖成本，2021 年公司港口业务毛利率处于倒挂状态，为-0.57%。随着运营情况趋于稳定，2022 年一季度港口业务毛利率回升至 3.07%。

此外，截至 2021 年末，南通港口集团在建项目主要包括天生港区横港沙作业区 10 万吨级粮油泊位工程和通州湾港区三港池 1#—3#泊位工程两项，其中天生港区横港沙作业区 10 万吨级粮油泊位工程项目总投资 21.11 亿元，已投资 1.59 亿元，根据项目可研该项目的总投资收益率为 6.00%；通州湾港区三港池 1#—3#泊位工程总投资 25.20 亿元，已投资 1.22 亿元，根据项目可研该项目的总投资收益率为 5.74%，上述在建项目主要通过申请政府专项债券及自筹等方式实现资金平衡。随着上述在建泊位的建设及投入运营，公司的港口吞吐能力将有所提升，为板块收入增长提供助力。

总体来看，受港口搬迁及疫情等因素的影响，公司 2019 年以来港口业务收入规模呈现下降态势。但随着新码头的投入运营以及贸易业务的发展，公司 2021 年港口收入增幅较为明显，但在建项目待投资规模较大，面临较大的资本支出压力，且板块未来的盈利改善情况有待关注。

公交客运业务具有区域专营性，同时公益性导致该业务经营处于亏损状态，每年财政补贴弥补亏损；2019 年合并汽运集团后，业务范围增加，成为公司新的收入贡献来源

公司公交客运业务主要由南通国投子公司南通市公共交通总公司（以下简称“公交公司”）运营，公交公司是南通从事市（郊）区客运交通的公用事业企业。

截至 2021 年末，公交公司共有营运车辆 1,511

辆，公交线路 105 条，线路长度 1,698.5 公里，行驶里程 5,788 万公里，拥有公交站点 2,110 个。票价方面，近年来南通市公交票价实行一票制，投币票价为 1 元/人或 2 元/人，IC 卡乘车价格标准为执行价格的 7 折。人次方面，主要受疫情因素的影响，近年公交公司客运量有所波动。2021 年，疫情影响有所减弱，当年公交收入为 0.87 亿元，同比增长 7.69%，2022 年 1~3 月收入为 0.15 亿元。

表 14：近年公司公交客运情况

项目	2019	2020	2021
车辆数（辆）	1,483	1,499	1,511
公交线路（条）	107	102	105
线路长度（公里）	1,658.4	1,637.9	1,698.5
客运量（万人次）	8,578	5,142	5,784
行驶里程（万公里）	5,952	5,198	5,788

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

由于城市公共交通业务具有很强的公益性，加之每年的车辆维修、保养、燃料和人员工资等费用支出规模较大，公司公交客运业务处于亏损状态，南通市财政每年根据公交公司实际经营亏损情况给予相应资金补贴，2019~2021 年，公交公司获得的经营补贴分别为 2.83 亿元、2.45 亿元和 2.65 亿元。2019~2021 年及 2022 年 1~3 月，公交客运板块分别实现收入 1.07 亿元、8.19 亿元、9.05 亿元和 1.53 亿元，2020 年以来收入大幅增长主要系 2019 年南通市政府将汽运集团 66.62% 股权划入公司。

汽运集团拥有道路客运一级资质和道路货运三级资质，是省市道路旅客运输龙头企业。目前已基本形成以班线客运和城乡公交为主业，农副产品物流、物业租赁、旅游为支柱，驾驶员培训、汽车维修及销售为补充的多元经济协调发展的产业格局；拥有 7 个一二级客运站和二现代物流园区，营运车辆 2,758 辆、发运班次数 60.55 万班，客运业务覆盖全国 18 个省、市、自治区。近年来受高铁、私家车分流及疫情等因素影响，汽运集团班车客运的客运量及旅客周转量持续下降，2021 年客运量为 632.9 万人，同比下降 12.22%，旅客周转量为 7.55 万人公里，同比下降 14.59%。截至 2021 年末，汽运集团总资产 73.13 亿元，总负债 46.97 亿元，

2021 年营业总收入 8.18 亿元，净利润 0.08 亿元。公交业务具有公益性质，票价收入与营运成本倒挂，主要依靠政府对亏损及燃油等补助，当年汽运集团获得各类补助合计 3.54 亿元。汽运集团的并表，为公司贡献新的收入来源。

总体来看，公交客运业务的运营面临一定压力，尽管随着汽运集团的并入，客运业务收入大幅提升，但整体盈利状况仍需关注。

随着江苏致豪的划入，公司新增商品房开发业务，且 2021 年受益于万濠禧园的竣工交付，板块收入贡献度显著提高，但未来需持续关注房地产行业政策及市场行情波动的影响

公司商品房开发业务由 2020 年划入的江苏致豪负责运营。江苏致豪成立于 2007 年 3 月 16 日，注册资本 3.9 亿元，具备房地产开发壹级资质，经营范围涉及房地产开发，房屋买卖、置换、租赁，装饰装潢服务，建筑工程咨询及管理，旗下拥有南通诚文投资有限公司（全资）、南通致盟房地产开发有限公司（全资）、南通北城致豪房地产开发有限公司（控股）三家子公司。江苏致豪以房地产开发为主业，近年开发了万通城、万濠华府、万濠星城、万濠世家、万濠山庄、万濠瑜园、万濠禧园等商业住宅小区。截至 2021 年末，上述项目已累计确认销售收入 112.20 亿元，累计回笼资金合计 117.40 亿元。2021 年及 2022 年 1~3 月公司实现商品房开发业务收入分别为 11.67 亿元和 10.79 亿元，均来源于万濠禧园项目，随着在售房源的售罄以及在建商品房短期内无法实现竣工交付，预计公司商品房收入将出现下滑。同时中诚信国际将持续关注房地产政策的导向及房地产市场行情的变化对公司该板块业务发展的影响。

在建项目方面，截至 2021 年末，江苏致豪在建项目为嘉盛苑，地处海门区红海路南、江海路东侧，地块编号 CR21005，土地面积 3.41 万平方米，容积率 2，总建筑面积 9.48 万平方米，共 382 套洋房。该项目计划总投资 15.8 亿元（包含土地总价 9.8 亿

元)，截至 2022 年 3 月末已投资 10.4 亿元，预计在 2022 年 9 月首次开盘，2024 年底竣工交付。项目可售面积 67,071.51 平方米，销售备案价等预售前定价。当年末，江苏致豪暂无土地储备，后续将根据南通市土地推出及房地产市场整体情况，参与土地竞拍。

整体看，江苏致豪拥有较丰富的商品房开发经验，随着个别项目的竣工交付，该业务板块确认较多收入，但同时需关注房地产行业政策及市场行情的变化可能导致的业务波动。

公司绿化服务业务市场化程度较高，2021 年主要受中标量减少影响，收入有所下滑，且毛利率因项目定价差异有所波动

公司绿化业务由全资子公司南通市绿化造园开发有限公司（以下简称“绿化造园”）运营。绿化造园拥有城市园林绿化企业一级资质，主要从事绿化服务及花卉苗圃销售等业务。

公司绿化服务包括绿化工程施工和绿化养护，其中绿化工程施工主要系政府性绿化项目，通过招标投标方式获取，绿化养护业务主要由南通市级相关部门直接授权经营。此外，绿化造园拥有 100 亩菊花基地和 1,000 亩苗圃基地，培育的花卉及苗圃主要供应南通市政府用于节假日布置以及其他道路布置。2021 年，公司实现绿化收入 1.45 亿元，同比下降 15.47%，主要系项目中标量减少的影响；2022 年 1~3 月，绿化收入为 0.56 亿元。公司绿化服务业务的获利空间取决于中标项目的定价情况，因定价水平不同，近年绿化业务毛利率有所波动。

总体来看，近年来公司通过招投标积极参与绿化工程施工，市场化程度较高，并通过苗圃花卉销售和绿化养护业务实现多元化经营，丰富了整体的业务结构。

公司多元化业务稳步推进，其中得益于市政亮化工程增加，2021 年照明业务收入增长，保安、金库业

务继续保持区域垄断和品牌优势，同时管片和混凝土等市场化业务开展良好，构成多元化收入来源

公司城市照明业务由全资子公司南通市城市照明管理处（以下简称“照明管理处”）运营。照明管理处拥有城市及道路照明工程专业承包二级资质，主要从事照明工程施工、照明设施的日常维护、照明设施的用电管理等业务。

照明管理处的照明工程项目分为市级、区级和开发商项目。此外，自 2014 年起，南通市财政局每年向公司及其下属企业照明管理处购买照明服务，并向其支付照明服务费。照明服务包括路灯设施维护管理服务和用电管理服务。2021 年及 2022 年 1~3 月，公司照明工程施工及城市照明服务收入分别为 2.39 亿元和 0.0002 亿元，其中 2021 年收入同比增长 112.49%，主要由于新增市政亮化工程；2022 年一季度确认的收入较少系收入确认时点集中于年末，且未进行成本归集。由于市政亮化工程获利空间较大，2021 年公司城市照明业务毛利率上升 26.76 个百分点至 45.90%。

公司保安业务主要由南通市保安服务有限公司（以下简称“保安公司”）负责，其中保安公司本部负责保安和金库业务，保安公司下属南通市红旗机动车驾驶员培训有限公司及南通市通安机动车检测有限公司分别负责培训业务和检测业务。

保安公司包括人防、技防、武装押运和金库四大业务。人防业务方面，保安公司常年为机关、企事业单位提供人防服务，即保安员派驻服务。技防业务方面，主要指联网报警业务，由于保安公司是南通市唯一一家与 110 联网报警的保安公司，与其他民营保安公司相比，具有竞争优势，因此该业务利润率较高。

武装押运及金库方面，由于该业务在国内尚未市场化，仅有国有企业可以运营，受益于业务的垄断性，该业务成为保安公司规模最大、经济效益最好的业务，主要为银行提供钞票押运服务，即将钞票在金库和银行各个网点/ATM 之间押运。考虑到

南通市银行业的金库及凭证库的市场需求较大，保安公司计划分两期完成金库和银行凭证库项目的工程建设，该项目占地面积 3.83 万平方米，建筑面积为 7.98 万平方米，预计总投资 3.90 亿元；其中一期建筑面积为 5.00 万平方米，投资额为 2.80 亿元，于 2018 年底投入运营。金库项目建成后，公司新增尾箱寄库、金库租赁及托管、现金清分及凭证保管等业务，金库收入逐步增长，形成稳定现金流入。2021 年及 2022 年 1~3 月，公司保安和金库业务收入分别为 2.91 亿元和 0.80 亿元。但由于保安、押运人员社保费等成本增加，近年保安服务板块毛利率有所下滑，2021 年及 2022 年 1~3 月分别为 10.65% 和 10.65%，其中 2021 年毛利率同比下滑 18.51 个百分点。

管片销售板块主要是由公司子公司南通铁建建设构件有限公司（以下简称“南通铁建构件”）进行运营。南通铁建构件成立于 2017 年 12 月，是南通第一个地铁管片企业，该企业全面投产后，可年产 10 万平方米绿色装配式建筑构件和 2 万环地铁管片，主要为轨道交通项目的建设提供管片保障。业务模式方面，公司管片加工根据订单生产，管片销售至承揽南通市轨道交通项目建设各个标段的施工单位，售价通过标段采购招标和比价进行确定，销售结算较为及时。受轨道交通项目建设进度及疫情等因素影响，近年公司管片销售收入存在波动，2019~2021 年及 2022 年 1~3 月分别为 3.06 亿元、2.83 亿元、4.26 亿元和 0.30 亿元。

混凝土销售业务的实施主体为南通固盛建材有限公司（以下简称“固盛建材”）。固盛建材成立于 2018 年 7 月，主要从事商品混凝土的研制、生产、销售。业务模式方面，固盛建材根据客户订单需求即时加工，为关联方南通路桥以及非关联的工程施工单位供应混凝土，结算依据与各个需求方签订的施工合同，一般为次月结算至货款的 70~80% 左右，余款结算在工程结束后的 3 个月到 1 年不等。随着混凝土业务的发展以及市场需求的增大，近年公司混凝土销售收入增长较快，2019~2021 年及

2022 年 1~3 月分别为 0.04 亿元、1.97 亿元、4.73 亿元以及 0.98 亿元；板块毛利率分别为 16.12%、22.48%、-7.05% 和 -3.95%，2021 年以来主要因混凝土行业市场竞争较大，价格下行压力大，产品价格有所压降。

总体来看，公司近年积极推进多元化业务发展，其中保安和金库业务依托于显著的区域垄断性和品牌优势，相关业务收入稳步增长，同时积极利用自身业务开展优势，辅以管片和混凝土销售等市场化业务，为整体营收贡献良好的收入补充。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019 年审计报告、经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2021 年审计报告以及公司未经审计的 2022 年 1~3 月财务报表。其中 2019 年采用 2020 年期初数，其余财务数据均为期末数据。各期报表均执行新会计准则。

2021 年，公司多元化业务稳步开展，主要收入贡献板块中路桥工程、港口以及房地产开发业务增幅显著，推动当年收入大幅增长，但整体盈利依赖政府补助和投资收益

2021 年，公司实现营业总收入 94.21 亿元，同比增长 109.21%，收入贡献相对较大的板块包括路桥工程、自来水供应、公交客运、港口业务及商品房开发。其中自来水供应及公交客运业务运营相对稳定；主要受益于路桥工程业务量的增长，2021 年路桥工程收入同比增长 444.10% 至 19.43 亿元；因商品房开发项目竣工交付，当年板块收入同比增加 11.07 亿元至 11.67 亿元；港口业务方面，随着搬迁事项的完成及港口货运收入大幅增长，2021 年港口业务收入为 23.47 亿元，同比增加 20.16 亿元；此外，公司多元化业务稳步推进，城市照明、保安业务、管片及混凝土销售等收入实现不同程度增长，构成多元化收入补充。2022 年 1~3 月，公司实现营

业总收入 26.81 亿元，同比增长 23.68%，主要得益于货运收入的增长及商品房项目的收入确认。

毛利率方面，受基础设施建设业务收入确认方式调整的影响，2020 年以来板块毛利率呈现大幅上升；公司路桥工程业务得益于精细化管理对成本的控制，2021 年毛利率上升至 14.13%；公司绿化业务市场化程度较高，通过招投标积极参与绿化工程施工，受中标价格波动的影响，近年毛利率有所波动；保安业务因人工成本上涨 2021 年以来毛利率呈现下滑；照明业务随着利润空间较大的市政亮化工程增加，2021 年毛利率同比上升 26.76 个百分点，近期成本未进行归集，毛利率为 100.00%；自来水供应业务由于将原来的政府补贴改为财政购买服务性质，记入收入，使得 2021 年板块毛利率提高；公交客运业务处于毛利率持续倒挂状态；港口业务因新码头投运时间较短及贸易业务利润微薄，收入难以完全覆盖成本；混凝土业务受市场竞争加剧的影响产品价格压降，导致 2021 年以来毛利率为负值；2021 年商品房开发业务集中竣工交付，收入成本归集较完全，毛利率为 23.23%。综上因素影响，2021 年公司营业毛利率同比下降 2.40 个百分点；2022 年 1~3 月回升至 11.75%。

表 15：近年公司营业毛利率情况（%）

毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
城市基础设施建设	6.03	55.25	67.42	97.50
路桥工程	--	7.22	14.13	15.15
绿化业务	13.36	21.22	6.87	20.89
城市照明	9.25	19.14	45.90	100.00
保安业务	29.96	29.16	10.65	10.65
垃圾处理	46.80	--	--	--
自来水供应	18.05	20.04	24.52	23.43
公交客运	-284.33	-23.74	-25.48	-100.59
港口业务	15.81	14.46	-0.57	3.07
担保业务	100.00	76.10	--	--
管片销售	23.76	29.42	31.80	30.00
混凝土销售	-8.01	22.48	-7.05	-3.95
收益、利息类	95.21	--	--	--
商品房开发	--	52.67	23.23	25.05
其他	30.39	45.36	18.30	90.46
综合	11.71	12.23	9.83	11.75

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，随着多元化业务发展，公司销售费用规模逐年增长，主要为销售人员薪酬费用、折旧摊销费和维修费等。管理费用主要为职工薪酬、折旧费和咨询费等，支出规模亦保持增长。随着对外融资规模的扩大，公司利息支出亦有所增长，但公司将大部分利息支出进行利息资本化，故与有息债务增幅相比，财务费用增幅相对缓慢。整体看，随着业务规模持续扩张，公司期间费用率逐年下降，但对利润仍形成一定程度侵蚀，期间费用控制能力有待提升。

表 16：近年公司盈利能力相关指标（亿元、%）

项目名称	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	2.60	3.97	4.43	1.14
管理费用	6.31	8.30	9.76	2.14
财务费用	2.46	3.59	4.46	0.48
期间费用合计	11.38	15.97	18.80	3.33
期间费用率	36.14	35.47	19.95	12.42
其他收益	7.69	10.88	13.13	2.02
经营性业务利润	-0.39	0.24	2.67	1.53
投资收益	2.84	2.48	4.86	0.57
营业外损益	0.27	3.72	0.20	0.07
利润总额	2.76	5.98	6.80	2.31

资料来源：根据公司提供财务报告整理

2021 年公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成，其中经营性业务利润主要来自于其他收益。其他收益主要是政府补助，包括自来水及污水经营补助、公交汽运经营补贴和港口停产停业经营损失补偿等，均与公司主业相关，近三年获得的政府补助逐年加大。2021 年公司投资收益主要来自权益法核算的长期股权投资收益、处置交易性金融资产取得的投资收益以及其他权益工具投资在持有期间的股利收入，得益于相关收益的增加，规模较上年增长 95.68%。受益于此，2021 年公司利润总额同比增长 13.78%。取得净利润 4.77 亿元，同比增长 18.03%。2022 年 1~3 月，公司实现利润总额和净利润分别为 2.31 亿元和 1.43 亿元。

随着并表范围的扩大及业务持续发展，近年公司资产及负债规模增幅较大，同时得益于政府注资，自有资本实力进一步增强，但需关注融资规模不断扩大致使财务杠杆水平逐年上升

主要受益于并表范围的扩大及自身业务的发展，公司近年总资产规模增长，总负债亦随之增加。2021 年，根据南通市国资委《关于同意增加城建集团注册资本金的批复》（通国资发[2021]215 号）同意以资本公积增加公司注册资本 54.8 亿元，当年末公司实收资本增至 209.65 亿元。资本公积方面，除转增实收资本外，2021 年公司收到财政拨入资本金 46.40 亿元，此外根据南通市国资委《关于同意减少南通市城市建设集团有限公司公益性授权资产的批复》，将道路桥梁、园林绿化、污水处理类资产等减少授权公司经营基数 26.76 亿元，主要受上述因素影响，当年末资本公积同比减少 32.90 亿元至 81.62 亿元，包括子公司的股权、财政资金及部分土地房产等。主要受益于南通市国资委的注资以及盈余积累，公司自有资本实力稳步提升，2021 年末所有者权益同比增长 7.44%。2022 年 3 月末公司所有者权益规模及结构基本保持稳定。

财务杠杆方面，随着并表范围的扩大及各项业务的发展，公司外部融资需求上升，财务杠杆比率逐年提高。2021 年末及 2022 年 3 月末，公司资产负债率分别为 60.68%和 62.17%，同期末总资本化比率分别为 51.52%和 54.41%，未来的财务杠杆控制情况有待关注。

表 17：近年公司所有者权益主要构成情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
实收资本	144.85	154.85	209.65	209.65
资本公积	108.99	114.52	81.62	88.65
未分配利润	47.29	50.19	53.23	54.57
所有者权益合计	374.04	385.43	414.12	419.95

资料来源：根据公司提供财务报告整理

从资产构成来看，近年公司流动资产和非流动资产比例趋于接近，2021 年末流动资产占年末总资产比例为 48.95%。流动资产方面，2021 年末公司流动资产主要由存货、预付款项、其他应收款、货币资金、其他流动资产和应收账款构成，占流动资产的比例分别为 39.71%、20.15%、14.44%、12.28%、5.39%和 5.02%。随着工程建设的稳步推进，2021 年末公司存货同比增长 8.76%，主要包括工程施工

114.93 亿元和开发成本 85.43 亿元，工程施工为基础设施建设成本，开发成本主要系政府划拨至南通国投的待开发土地资产，面积共有 46.90 万平方米，其中城镇住宅用地为 19.00 万平方米，剩余为住宅、其他商服等，2022 年 3 月末不存在受限情况。预付款项主要为预付财政局购买土地款项，其中新豪置业预付 82.01 亿元、招城置业预付 19.36 亿元，目前招城置业预付的土地款已在洽谈转股事宜，新豪置业购置的土地尚未办理权证，合作事项仍有待进一步商榷；2022 年 3 月末预付款项减少至 3.83 亿元，系当期财务报表未经审计，将预付款项暂挂于其他应收款所致。其他应收款主要是公司与政府部门及其他企业的往来款，前五大应收对象金额合计占比为 78.12%，应收集中度较高，累计计提坏账准备 0.66 亿元。受资金往来变化的影响，2021 年末其他应收款同比下降 21.75%，对于非经营性往来款，南通市财政局已制定详细的回款计划，预计 2021~2026 年每年各回款 10.00 亿元，2027 年预计回款 3.60 亿元，但鉴于款项回收周期偏长，仍需关注往来款资金占用对资产流动性的影响；2022 年 3 月末其他应收款较上年末大幅增长 167.24%，主要因当期科目运用所致。由于日常业务开展资金投入较大，2021 年末公司货币资金同比减少 32.02%，2022 年 3 月末因融资款项的到位货币资金增加至 101.07 亿元，其中受限资金为 1.00 亿元，受限金额较小。其他流动资产主要是理财产品、留抵增值税、委托贷款、联濠资产债权收益权等。应收账款主要为应收工程款，随着路桥工程多元化业务的推进，2021 年末应收账款同比增长 32.44%。

表 18：截至 2021 年末公司其他应收款余额前五大明细（亿元、%）

单位名称	余额	款项性质	占比	账龄
南通市财政局	40.22	政府款项	53.46	1-4 年
市铁路办	7.31	政府款项	9.71	1 年内
南通市崇川区财政局	5.25	政府款项	6.98	1-3 年
南通市不动产登记中心	4.00	保证金	5.32	1 年内
兴东机场	1.99	往来款项	2.65	1 年

				内
合计	58.77	-	78.12	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

非流动资产方面，2021 年末公司非流动资产主要由在建工程、固定资产、长期股权投资、其他权益工具投资和其他非流动资产构成，占非流动资产比例分别为 45.67%、19.52%、10.87%、7.89%和 6.88%。公司在建工程主要包括轨道交通 1 号线一期工程、轨道交通 2 号线一期工程，2021 年末同比增长 39.67%，主要系轨道交通投资规模扩大所致。公司固定资产主要为房屋建筑物及机器设备。2021 年公司追加对南通招通置业有限公司（以下简称“招通置业”）和南通港集团有限公司等公司的投资，带动年末长期股权投资同比增长 22.39%；当年末公司长期股权投资对象主要包括平安南通城市发展投资基金中心（有限合伙）14.50 亿元、江苏沪通大桥铁路有限责任公司 8.93 亿元、南通天生港发电有限公司 8.36 亿元、招通置业 6.00 亿元和沪宁城际铁路股份有限公司 5.65 亿元，当年权益法核算的长期股权投资收益为 1.50 亿元，构成良好的盈利补充。2021 年，因新金融准则实行，可供出售金融资产重分类至其他权益工具投资，包括对江苏银行股份有限公司、清控银杏投资中心（南通有限合伙）及江苏资产管理有限公司等投资，投资标的较为分散，当年取得持有期间的股利收入 1.51 亿元。公司其他非流动资产主要为增值税留抵税额、预付工程款及公益性资产等，当年因道路桥梁类、园林绿化类和污水处理类公益性资产减少，年末其他非流动资产同比下降 31.26%。2022 年 3 月末，公司资产规模变动不大，如前所述，除预付款项及其他应收款外，其余科目变动较小。

表 19：近年公司主要资产情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	89.10	93.10	63.29	101.07
应收账款	6.58	19.55	25.89	22.90
预付款项	0.55	1.50	103.88	3.83
其他应收款	130.29	95.14	74.45	198.95
存货	171.65	188.23	204.71	198.95
其他流动资产	20.04	30.97	27.77	22.58
流动资产	419.78	432.54	515.49	560.60
可供出售金融	32.38	44.25	-	-

资产				
长期股权投资	39.74	47.76	58.46	57.65
其他权益工具投资	-	-	42.43	41.16
固定资产	92.66	108.36	104.92	103.72
在建工程	117.54	175.78	245.51	263.43
其他非流动资产	49.27	53.78	36.96	36.87
非流动资产	375.83	480.76	537.58	549.39
资产总额	792.62	913.31	1,053.07	1,109.99

注：上表中其他应收款含应收利息和应收股利

资料来源：根据公司提供财务报告整理

从负债构成来看，2021 年末公司非流动负债占年末总负债的比例为 59.22%，主要由应付债券、长期借款和长期应付款构成，其中应付债券规模较大，主要系发行的公司债券、中期票据及政府专项债资金，当年末应付债券同比增长 50.03%，主要系新增发行“21 通城 01”、“21 通城 02”、“21 通城 03”、“21 通城 04”、“21 南通地铁绿色债 01”和“21 南通地铁绿色债 02”等多支债券。2021 年以来，随着各项业务稳步开展，公司外部融资规模进一步扩大，当年末长期借款较上年末增长 10.00%。长期应付款主要系公司收到的轨道交通专项资金、投资平安南通城市发展投资基金中心（有限合伙）形成的应付款项。2021 年末公司流动负债主要为短期借款、应付账款、其他应付款、合同负债、一年内到期的非流动负债和其他非流动负债。其中短期借款主要为信用借款。应付账款主要为应付工程款，随着路桥工程业务的开展，年末余额同比增长 21.45%，2022 年 3 月末回落至 59.60 亿元，主要系春节前工程款结算较集中。其他应付款主要系公司与政府部门及其他企业的资金往来款、押金及保证金、工程款等，随着拆借资金以及押金、保证金的增加，年末其他应付款同比增长 56.51%，2022 年 3 月末进一步增至 68.33 亿元。2021 年，预收款项重分类至合同负债，当年末合同负债包括预收房款 13.25 亿元和合同预收款 5.19 亿元，随着房地产开发项目的竣工交付并确认收入，2022 年 3 月末合同负债减少至 5.70 亿元。一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款和应付债券，因债务到期偿付或即将到期转入，近年余额有所波动。2021

年末公司其他非流动负债同比增长 63.94%，主要系当年短期应付债券增加所致，2022 年 3 月末较期初增长 17.56%。2022 年 3 月末，公司总负债较期初增长 8.00%，主要系外部融资规模持续攀升所致，负债结构基本保持稳定。

表 20：近年公司主要负债情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
短期借款	23.09	24.39	37.42	43.79
应付账款	32.71	69.88	84.86	59.60
其他应付款	29.98	29.98	46.92	68.33
预收款项	3.46	31.63	0.07	3.38
合同负债	-	-	18.44	5.70
一年内到期的非流动负债	78.47	46.03	25.70	33.88
其他非流动负债	10.88	21.73	35.62	41.87
流动负债	182.55	229.14	260.58	266.22
长期借款	103.01	130.54	143.60	175.47
应付债券	91.00	130.17	195.30	202.30
长期应付款	31.12	23.24	24.20	30.39
非流动负债	239.03	298.74	378.37	423.83
负债合计	421.58	527.88	638.95	690.04

注：上表中其他付款项含应付利息和应付股利

资料来源：根据公司提供财务报告整理

有息债务方面，受并表范围扩大及业务开展资金需求上升的影响，近年总债务规模大幅上升，2021 年末总债务同比增长 24.92%至 440.16 亿元，2022 年 3 月末进一步增至 501.19 亿元（主要为银行贷款和债券融资）。2021 年末及 2022 年 3 月末公司短期债务/总债务分别为 22.35%和 24.05%，以长期债务为主的结构符合公司基础设施代建周期较长的业务特点。此外，根据公司发布的《南通城市建设集团有限公司关于承继债务融资工具清偿义务的公告》，为优化债务结构，整合存量债券，公司承继南通国投存续 20 亿元中期票据清偿义务，相关手续已履行完毕，债券转移事项已完成。

公司经营活动净现金流波动较大，但筹资活动净现金流持续呈净流入状态，公司融资渠道畅通，能对债务偿还形成一定支撑

经营活动现金流方面，近年公司经营活动净现金流波动较大，其中 2021 年呈净流出状态主要系

开展经营性业务支付的现金多于回收款项，加之当年支出的往来款较多。投资活动现金流方面，近年公司投资活动现金流呈持续净流出状态，主要系购买理财产品、轨道交通建设支出及项目投资支出等，2021 年购置土地款项支出较多，加之轨道交通建设推进及购买理财产品支出等，投资活动现金流大额净流出。筹资活动现金流方面，近年公司筹资活动现金流持续净流入，主要由于南通市国资委对公司持续增资以及公司通过银行、债券等渠道扩大融资。

表 21：近年公司现金流及偿债指标（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1~3
经营活动净现金流	-17.81	18.89	-18.47	0.74
投资活动净现金流	-48.05	-62.26	-193.91	-28.33
筹资活动净现金流	53.37	47.62	182.58	66.15
总债务	307.09	352.35	440.16	501.19
EBITDA	11.57	19.73	24.63	11.56
经营活动净现金流/利息支出	-1.90	2.13	-0.95	0.14
总债务/EBITDA	26.55	17.86	17.87	10.84*
EBITDA 利息保障倍数	1.23	2.22	1.27	2.26
货币资金/短期债务	0.80	1.02	0.64	0.84
收现比	1.05	1.45	0.85	0.83

注：带*指标已经年化处理。

资料来源：根据公司提供财务报告整理

从偿债指标看，2021 年公司经营活动净现金流为负值，无法实现对债务本息的保障。随着利润总额及折旧的增加，2021 年公司 EBITDA 规模同比增长 24.83%。但受有息债务规模攀升速度较快影响，当年 EBITDA 对总债务保障程度维持较低水平，且受年末货币资金减少较多以及短期债务规模继续增长的影响，公司货币资金/短期债务指标有所下降，2022 年 3 月末略有回升。此外，2021 年公司营收规模保持大幅增长，但经营性业务回款相对滞后，导致收现比指标由 2020 年的 1.45 下降至 2021 年的 0.85。

从债务到期分布来看，2022 年 4~12 月~2025 年及以后公司到期债务合计分别为 95.11 亿元、11.42 亿元、39.08 亿元和 333.15 亿元，2022 年为偿付高峰期，公司面临一定偿付压力。

公司外部授信备用流动性较充裕，但存在一定规模的受限资产，且对外担保规模偏大，面临一定代偿风险

银行授信方面，截至 2022 年 3 月末，公司获得银行授信总额 656.74 亿元，已使用 246.50 亿元，未使用 410.24 亿元，备用流动性较好。

受限资产方面，截至 2022 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 183.06 亿元，占期末总资产的比例为 16.49%，主要包括在建工程 169.99 亿元、投资性房地产 8.38 亿元、无形资产 1.86 亿元、固定资产 1.83 亿元及货币资金 1.00 亿元。

截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额合计 59.35 亿元，占期末所有者权益的比例为 14.13%，均为对国有企业担保，代偿风险仍需关注。

表 22：截至 2022 年 3 月末公司对外担保情况（万元）

被担保方	担保借款余额
平安南通城市发展投资基金中心（有限合伙）	170,000.00
南通天一置业有限公司	120,000.00
南通沿海开发集团有限公司	100,000.00
南通市中央创新区建设投资有限公司	80,000.00
南通产业控股集团有限公司	53,500.00
南通滨海园区控股发展有限公司	50,000.00
南通粮油集团有限公司	10,000.00
南通招通置业有限公司	10,000.00
合计	593,500.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：公司的债务性筹资渠道包括银行贷款、发行债券等，根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2022 年 5 月 6 日，公司未出现银行借款和已发行债务融资工具到期未偿付情形。

外部支持

公司保持了在南通市市属国企中的重要地位，业务发展亦能够得到政府的持续有力支持

公司为市属一类企业，重点实施城市道路、桥梁、轨道交通、园林绿化等城市基础设施建设，城市公交、水务服务等公用事业运营及以担保为主的金融业务，在南通市国有企业中具有重要地位。南

通市政府在资本注入及财政补贴方面给予公司有力支持。

资本注入方面，2021 年，南通市国资委同意以资本公积增加公司注册资本 54.8 亿元，当年末公司实收资本增至 209.65 亿元，同年收到财政拨款入资本金 46.40 亿元，整体资本实力大幅扩充。

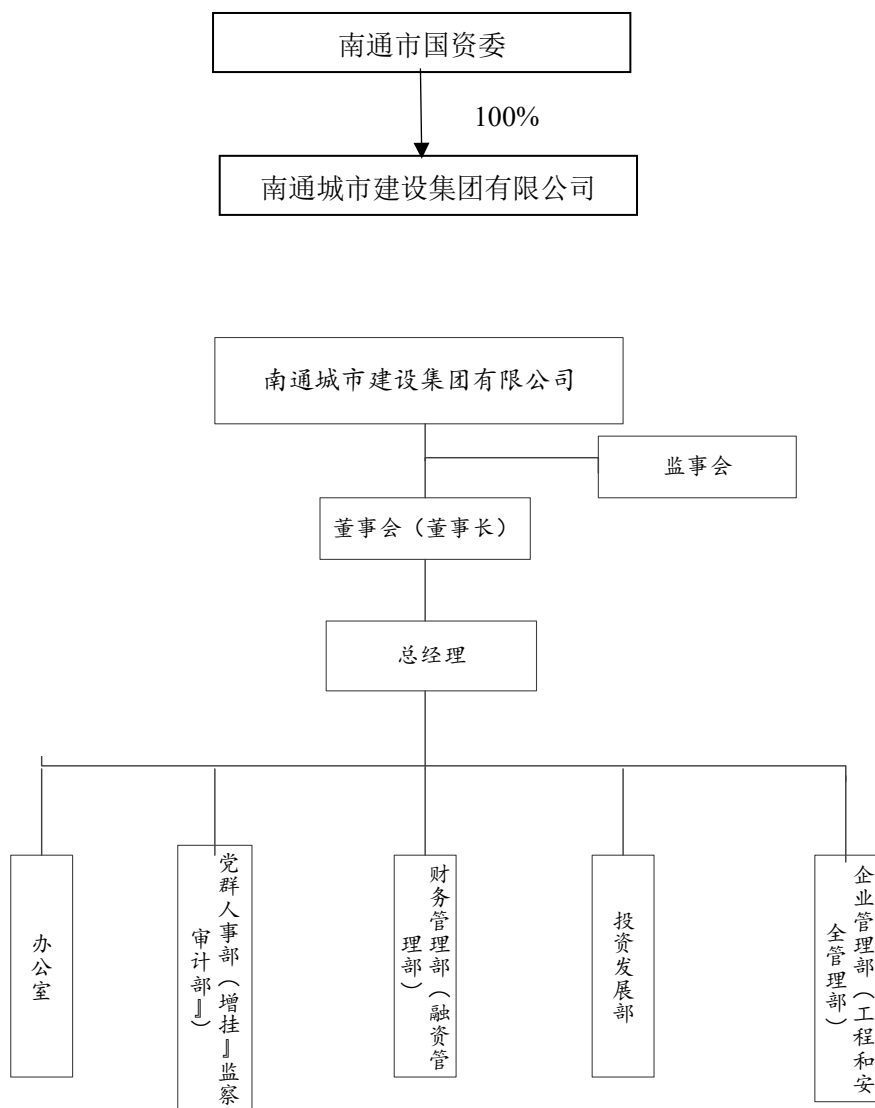
财政补贴方面，近年公司收到的财政补贴逐年加大，2021 年及 2022 年 1~3 月分别收到财政补贴为 13.13 亿元和 2.02 亿元，构成重要的盈利来源。

综上所述，考虑到公司在南通市城市基础设施建设中的重要地位以及获得南通市政府的有力支持，中诚信国际认为公司整体具备了极强的抗风险能力。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持南通城市建设集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“G21 城建 1/21 南通地铁绿色债 01”、“G21 城建 2/21 南通地铁绿色债 02”、“17 南通城建 MTN001”、“20 南通城建 MTN001”、“20 南通城建 MTN002”、“19 南通国投 MTN001”和“20 南通国投 MTN001”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：南通城市建设集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



截至 2022 年 3 月末公司主要一级子公司情况（%）

公司名称	股权比例	主营业务
南通国有资产投资控股有限公司	100	水务服务、城市公交、港口及金融
南通城市轨道交通有限公司	100	城市轨道交通工程项目施工、土地开发
南通市绿化造园开发有限公司	100	绿化服务及花卉苗圃销售等
南通新晟城市发展有限公司	82.15	公路工程、公路路面工程、公路路基工程、桥梁工程
南通市城市照明管理处	100	照明工程施工、照明设施的日常维护、照明设施的用电管理等
南通洁源环保科技有限公司	100	应急填埋场，主要处理焚烧厂的焚烧炉检修期时产生的生活垃圾
南通市保安服务有限公司	100	保安和金库
南通汽运实业集团有限公司	66.62	主要从事汽车客运业务

资料来源：公司提供

附二：南通城市建设集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	891,036.47	931,006.37	632,909.75	1,010,667.52
应收账款	65,839.61	195,472.34	258,874.31	228,991.06
其他应收款	1,303,746.09	951,446.49	744,484.31	1,989,530.59
存货	1,716,455.46	1,882,272.82	2,047,092.89	1,989,539.55
长期投资	721,111.91	920,166.15	1,008,900.74	988,033.94
在建工程	1,171,139.39	1,757,790.94	2,455,117.08	2,634,306.38
无形资产	240,222.00	207,410.80	190,746.85	189,865.19
总资产	7,958,181.46	9,133,082.55	10,530,670.40	11,099,938.40
其他应付款	310,670.25	299,751.67	469,152.00	683,251.11
短期债务	1,117,392.76	913,201.95	983,751.48	1,205,474.15
长期债务	1,953,485.92	2,610,319.47	3,417,816.18	3,806,437.67
总债务	3,070,878.68	3,523,521.42	4,401,567.66	5,011,911.82
总负债	4,215,805.97	5,278,759.81	6,389,496.90	6,900,416.35
费用化利息支出	28,979.64	42,155.07	69,456.55	5,717.21
资本化利息支出	64,675.29	46,512.06	124,227.33	45,403.68
实收资本	1,448,510.00	1,548,510.00	2,096,510.00	2,096,510.00
少数股东权益	599,910.88	550,125.98	580,479.91	582,384.88
所有者权益合计	3,742,375.49	3,854,322.75	4,141,173.50	4,199,522.05
营业总收入	314,795.13	450,339.26	942,140.30	268,072.50
经营性业务利润	-3,911.15	-2,410.72	26,656.89	15,336.45
投资收益	28,448.30	24,833.65	48,593.88	5,675.71
净利润	21,542.14	40,451.66	47,744.82	14,337.28
EBIT	56,591.12	101,957.94	137,500.94	28,811.49
EBITDA	115,650.11	197,279.41	246,260.04	115,606.44
销售商品、提供劳务收到的现金	329,305.25	652,050.47	802,921.78	223,313.62
收到其他与经营活动有关的现金	266,176.45	320,249.92	620,226.68	570,026.27
购买商品、接受劳务支付的现金	186,500.37	437,566.57	932,784.80	209,942.47
支付其他与经营活动有关的现金	444,971.97	161,815.96	463,868.75	485,557.71
吸收投资收到的现金	249,817.50	96,311.61	707,052.75	170,337.45
资本支出	655,287.49	691,492.90	695,852.06	246,990.46
经营活动产生现金净流量	-178,124.28	188,859.26	-184,709.44	7,372.56
投资活动产生现金净流量	-480,468.80	-622,631.55	-1,939,135.86	-283,315.73
筹资活动产生现金净流量	533,718.75	476,154.99	1,825,796.04	661,480.98
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	11.96	12.23	9.83	11.75
期间费用率(%)	36.14	35.47	19.95	12.42
应收类款项/总资产(%)	17.21	13.42	10.05	20.32
收现比(X)	1.05	1.45	0.85	0.83
总资产收益率(%)	0.77	1.19	1.40	1.07*
资产负债率(%)	52.97	57.80	60.68	62.17
总资本化比率(%)	45.07	47.76	51.52	54.41
短期债务/总债务(%)	36.39	25.92	22.35	24.05
FFO/总债务(X)	0.03	0.03	0.04	0.01
FFO 利息倍数(X)	0.86	1.28	0.90	0.14
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-1.90	2.13	-0.95	0.14
总债务/EBITDA(X)	26.55	17.86	17.87	10.84*
EBITDA/短期债务(X)	0.10	0.22	0.25	0.38*
货币资金/短期债务(X)	0.80	1.02	0.64	0.84
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.23	2.22	1.27	2.26

注：1、2022 年 1~3 月财务报表未经审计；2、中诚信国际分析时将公司其他流动负债、其他应付款中的有息债务调整至短期债务、将长期应付款中的有息债务调整至长期债务；3、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
偿债能力	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。