

2022 年启东国有资产投资控股有限公司

小微企业增信集合债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2022]101063】

评级对象： 2022 年启东国有资产投资控股有限公司小微企业增信集合债券

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪	AA ⁺	稳定	AA ⁺	2022 年 6 月 29 日
首次评级：	AA ⁺	稳定	AA ⁺	2021 年 12 月 7 日

主要财务数据

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
金额单位：人民币亿元			
发行人母公司数据：			
货币资金	12.80	8.49	7.79
刚性债务	41.22	63.27	89.52
所有者权益	86.84	111.24	103.79
经营性现金净流入量	-8.79	-31.41	-22.67
发行人合并数据及指标：			
总资产	317.39	656.36	575.85
总负债	174.66	318.46	304.89
刚性债务	137.84	258.81	283.31
所有者权益	142.73	337.91	270.96
营业收入	19.46	33.95	31.31
净利润	2.31	4.31	4.20
经营性现金净流入量	-11.76	-51.68	-29.96
EBITDA	4.65	7.07	6.10
资产负债率[%]	55.03	48.52	52.95
长短期债务比[%]	139.07	168.22	135.85
营业利润率[%]	12.65	13.52	14.74
短期刚性债务现金覆盖率[%]	75.92	104.10	49.69
营业收入现金率[%]	95.40	97.49	97.91
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-9.72	-30.07	-20.65
EBITDA/利息支出[倍]	0.79	0.58	0.46
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.04	0.02

注：发行人数据根据启东国投经审计的 2019-2021 年财务数据整理、计算。其中，2021 年启东国投发生重大资产重组，无偿划入的启晟集团作同一控制企业合并处理，因此 2021 年审计报告对 2020 年财务报表进行追溯调整；本次评级所使用的 2020 年财务数据为 2021 年审计报告期初数/上期数。

分析师

罗媛媛 lyy@shxsj.com
邵一静 syj@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对启东国有资产投资控股有限公司（简称启东国投、发行人、该公司或公司）及其发行的 22 启国债的跟踪评级反映了 2021 年以来启东国投在外部环境、区域重要性与政府支持、业务专营性等方面保持优势，同时也反映了公司在投融资压力、即期债务偿付、资产质量、代偿风险及募集资金回收等方面继续面临压力。

主要优势：

- **外部环境较好。**启东市产业基础较强，受益于长三角一体化以及江苏省沿海大开发两大国家战略叠加，面临较好的发展机遇，2021 年疫后经济恢复较好。
- **具备区域重要性，政府支持较大。**启东国投是启东市新整合的四大集团之一，具备区域重要性，能够在资产划转、资金注入、项目获取及补助等方面获得政府较大支持；2021 年公司获得启晟集团无偿划入，并获得财政增资和政府补助。
- **业务专营性。**跟踪期内，启东国投承担了启东城区外的道路、桥梁等基础设施建设，随着启晟集团并入后交通设施投建任务加重，并负责全市除吕四地区外的水务业务，具有一定的区域专营性。

主要风险：

- **投融资压力。**跟踪期内，启东国投代建项目资金回笼滞后，已有一定的债务负担，安置房销售存在不确定性，公司未来仍有一定的在建及拟建项目支出，将面临一定的投融资压力。
- **即期偿债压力上升。**随着中长期借款陆续开始偿付，启东国投短期刚性债务规模增长较快，可动用货币资金覆盖相对有限，公司即期偿债压力加大。

- **资产质量一般。**跟踪期内，因国企资产重组，启东国投部分控股及参股企业股权被无偿划出，相关资产被剥离；年末公司资产仍集中于项目及安置房建设成本、土地使用权以及应收款项等，资产流动性欠佳，质量一般。
- **代偿风险。**跟踪期内，启东国投对外担保规模较大，且存在对民营企业担保事项，公司面临一定的代偿风险。
- **募集资金回收风险。**本期债券部分募集资金将以委托贷款形式发放给经确认的中小微企业使用，中小微企业经营稳定性一般，可能将影响资金后续归集，且启东国投对中小微企业信用风险的识别能力相对较弱，委托对象选择或将较大程度依赖南京银行。

➤ 未来展望

通过对启东国投及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA⁺ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券 AA⁺ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2022 年启东国有资产投资控股有限公司

小微企业增信集合债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2022 年启东国有资产投资控股有限公司小微企业增信集合债券（简称“22 启国债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据启东国投提供的经审计的 2021 年财务报表及相关经营数据，对启东国投的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

据《国家发展改革委关于启东国有资产投资控股有限公司发行公司发行小微企业增信集合债券注册的通知》（发改企业债券〔2022〕98 号），该公司于 2022 年 5 月发行了 10.5 亿元的企业债券（即“22 启国债”），发行期限为 5 年期，第 3 年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率为 3.48%。债券募集资金中 9 亿元委托南京银行南通分行以委托贷款形式，投放于南京银行南通分行推荐并经公司确认的，启东市区域内或者经启东市人民政府国有资产监督管理办公室（简称“启东市国资办”）同意的其他区域的受疫情影响的中小微企业，剩余 1.50 亿元用以补充营运资金，截至 2022 年 5 月末，募集资金已全部到位，因发行时间不长，募集资金仅少量使用。

2021 年以来，该公司加大直接融资力度，截至 2022 年 3 月末，存续期债券发行金额合计 127.25 亿元，债券余额 127.25 亿元，目前均正常还本付息。

图表 1. 公司存续期债券概况

债项名称	发行金额（亿元）	期限（年）	发行利率（%）	发行时间	本息兑付情况
12 启东债	15.00	10	7.30	2012 年 11 月	未到期
16 启国投债	15.00	7	4.00	2016 年 3 月	未到期
20 启国 01	15.00	7	4.00	2020 年 4 月	未到期
启东供水收费收益权资产支持专项计划	8.15	7	-	2016 年 1 月	未到期
2020 年度第一期债权融资计划	1.10	3	5.00	2020 年 9 月	未到期
2020 年度第二期债权融资计划	0.90	3	5.00	2020 年 11 月	未到期
上海银行理财直融工具	2.00	2	4.90	2020 年 10 月	未到期
张家港农商行理财直融工具	2.50	2	5.20	2020 年 5 月	未到期
21 启国 01	20.00	7	4.70	2021 年 1 月	未到期
张家港农商行理财直融工具	2.00	2	5.20	2021 年 2 月	未到期
南京银行理财直融工具	3.00	1	5.00	2021 年 3 月	未到期
兴业银行理财直融工具	3.00	2	5.14	2021 年 4 月	未到期
22 启国债	15.00	5	3.48	2022 年 5 月	未到期
16 启东交通债	15.00	7	4.00	2016 年 3 月	未到期

债项名称	发行金额（亿元）	期限（年）	发行利率（%）	发行时间	本息兑付情况
22 江苏启晟 PPN002	9.60	0.49	3.03	2022 年 2 月	未到期

资料来源：启东国投（截至 2022 年 3 月末）

业务

1. 外部环境

（1）宏观环境

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严

禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022 年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

（2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式渐趋规范，市场化转型进度不断推进。2021 年以来，疫后经济逐步修复，政府隐性债务管控政策常态化趋严，城投企业融资环境有所收紧。中短期内，政府隐性债务“控增化存”的政策导向预计仍将延续，“分类管控”和房地产调控等因素或将加剧区域融资分化。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。“十四五”时期，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是我国经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性预计中短期内仍将继续保持。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《关于加强地方政府性债务管

理的意见》(国发[2014]43号,简称“43号文”),明确提出政府债务不得通过企业举借,剥离城投企业的融资职能。此后,地方政府债务管理日益严格,城投企业所面临的融资政策环境持续调整,但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势,市场化转型的进度也不断推进。具体来看,2017年至2018年上半年,随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为,以及一系列地方融资监管政策的密集出台,行业监管力度显著趋严,“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。2018年下半年至2019年,随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布,城投企业融资政策环境一定程度上有所改善。2020年初,我国出现新型冠状病毒肺炎疫情,为应对疫情冲击、稳固经济增长,基建扩容被普遍认为是重要抓手之一,城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体,其在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强,全年融资环境整体相对宽松。

2021年以来,随着疫后经济逐步修复,政府隐性债务“控增化存”监管政策常态化趋严,城投企业融资环境总体有所收紧。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》(国发[2021]5号)发布,再次提出坚决遏制隐性债务增量,妥善处置和化解隐性债务存量;严禁地方政府以企业债务形式增加隐性债务。同年,沪深交易所公司债发行上市审核指引、银保监发[2021]15号文及补充通知等政策出台,明确了侧重于对小规模或者承担地方政府隐性债务的城市建设企业等的融资管理条款,增加了相关主体部分融资渠道的限制。城投企业债务增速放缓,但区域融资分化继续,头部地区城投企业净融资规模依然扩张,且在融资成本方面具有良好的议价能力,尾部区域城投企业再融资压力有所加大,净融资规模受限。

2022年,在“稳字当头、稳中求进”的政策主基调下,作为城市基础设施的主要投资建设主体,城投企业的合理融资需求预计仍有一定保障,存量债务周转及应政策要求适度超前开展基础设施投资相关的资金需求有望获得支持,但同时预计政府隐性债务“控增化存”的政策导向仍将延续,城投企业融资仍会受到重点管控,业务模式调整 and 市场化转型仍是可持续发展的题中之义。监管层面对于高债务地区、低层级城投企业的关注度提高,在“分类管控”和房地产调控等政策综合影响下,区域融资分化或将加剧,债务负担重、土地财政依赖度高而房地产市场景气度下行区域的城投企业整体再融资压力可能进一步加大。

(3) 区域经济环境

启东市是江苏省出江入海的重要门户,地理位置优越,随着长三角一体化全面推进、江苏沿海大开发战略纵深发展,未来面临较好的发展机遇。启东市产业基础较好,2021年随着疫情防控和经济社会统筹发展,区域经济迅速复苏。

启东市是江苏省南通市下辖县级市,地处长江入海口,是江苏省出江入海的重要门户,属于上海一小时经济圈。启东市是全国著名“海洋经济之乡”,拥有203公里江海岸线,60多万亩滩涂,吕四渔场是全国四大渔场之一,吕四渔港亦是全国六大中心渔港;全市下辖12个镇、2个街道办事处和2个省级经济开发区,陆地面积1208平方公里;截至2021年末常住人口为96.15万人。随着长三角一体化全面推进,叠加江苏沿海大开发战略纵深发展,处于两大国家战略交汇点的启东市已全面进入港桥经济新时代,面临较好发展机遇。

启东市经济实力较强，在赛迪顾问县域经济研究中心发布的 2021 年中国县域经济百强榜单中位列第 27 名。随着疫情后经济迅速复苏，2021 年全市实现地区生产总值为 1345.94 亿元，按可比价计算，较上年增长 8.4%。分产业看，第一产业增加值 88.66 亿元，同比增长 4.5%；第二产业增加值 656.96 亿元，同比增长 9.1%；第三产业增加值 600.32 亿元，同比增长 8.2%。2021 年三次产业结构由 2020 年的 6.9:48.2:44.9 调整为 6.6:48.8:44.6。

图表 2. 近年来启东市主要经济指标及增速

指标	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	1157.55	5.5	1223.10	4.2	1345.94	8.4
人均生产总值 (万元)	12.19		12.81		13.95	
规上工业总产值 (亿元)	789.88	-5.9	845.93	5.0	1120.58	28.2
全社会固定资产投资 (亿元)	483.22	7.2	-	10.3	-	7.7
社会消费品零售总额 (亿元)	397.45	5.4	413.58	0.7	482.57	16.7
进出口总额 (亿元)	249.53	28.2	215.34	-13.7	404.18	87.7
三次产业比例	6.9:50.2:42.9		6.9:48.2:44.9		6.6:48.8:44.6	

资料来源：启东市国民经济和社会发展统计公报，政府网站

启东市工业基础较好，已形成了电子信息、化学工业、医药制造、船舶装备、精密机械、电动工具、电力能源和纺织服装等为支柱的产业体系，随着疫情后经济复苏，工业发展指标回升明显，2021 年启东市实现规模以上工业总产值 1120.58 亿元，同比增长 28.2%，较上年增速上升 23.2 个百分点。结合国家产业政策及当地工业经济发展状况，启东市加快培育新材料、新能源、新医药等战略新兴产业和高成长性产业，着力打造“两主两优两新”产业集群¹，其中 2021 年海工及重装备产业产值 244.98 亿元，同比增长 55.6%；新能源产业产值 183.28 亿元，同比增长 49.1%；新材料产业产值 165.85 亿元，同比增长 38.2%；精密机械产业产值 252.82 亿元，同比增长 18.6%；电子信息产业产值 111.81 亿元，同比增长 14.2%。战略新兴产业产值 461.58 亿元，占规模以上工业产值的比重为 41.2%。寰宇东方、东成电动工具应税销售突破 100 亿元。主要受全市重点工业发展带动影响，2021 年启东市实现进出口总额 404.18 亿元，同比增长 87.7%，创历史新高。

固定资产投资方面，2021 年启东市完成固定资产投资较上年增长 7.7%，增速较上年下降 2.6 个百分点。从固定资产投向看，2021 年完成工业投资同比增长 12.3%，增速较上年上升 6.9 个百分点；完成服务业投资同比增长 2.7%，增速较上年下降 14.0 个百分点。此外，2021 年全市基础设施投资增长 2.9%，2+2” 码头工程建成开港运营，疏港公路 S335 省道及通港大道南延全线完工，通港大道与 G328 国道交叉口完成改造。此外，2021 年启东市完成房地产开发投资 146.32 亿元，同比增速 20.4%，但为遏制房价过快上涨，房地产政策调控频出，同年 4 月住房和城乡建设部将南通列入房地产市场监测重点城市名单，需关注未来房地产市场景气度。

¹ “两主两优两新”产业集群指生命健康科技、海工及重装备两大主导产业集群，电子信息及半导体装备、精密机械两大优势产业集群，新材料、新能源两大新兴产业集群。

图表 3. 近年来启东市主要固定资产投资情况（单位：亿元，%）

行业	2019 年		2020 年		2021 年	
	完成投资	增速	完成投资	增速	完成投资	增速
工业	273.5	6.1	-	5.4	-	12.3
服务业	209.02	8.4	-	16.7	-	2.7

资料来源：启东市国民经济和社会发展统计公报

2021 年启东市土地市场景气度持续较好，全市新增供应部分商品住宅用地，同时住宅用地出让单价上升，全年实现土地成交总价为 154.32 亿元，同比增长 24.68%，土地出让均价同比增长 29.92%至 4150.22 元/平方米。按土地性质来看，住宅用地及商业办公用地贡献了主要的成交额，其中住宅用地出让总价占比 73.07%。

图表 4. 2019 年以来启东市土地市场交易情况

指标	2019 年	2020 年	2021 年
土地出让总面积（万平方米）	379.70	387.47	371.84
其中：工业用地出让总面积（万平方米）	109.19	156.70	191.79
住宅/综合用地出让总面积（万平方米）	159.68	81.58	117.91
商业/办公用地出让总面积（万平方米）	100.49	68.92	45.22
其他用地出让总面积（万平方米）	10.35	80.27	16.92
土地出让总价（亿元）	101.36	123.77	154.32
其中：工业用地出让总价（亿元）	2.53	3.80	4.47
住宅/综合用地出让总价（亿元）	63.72	69.11	112.76
商业/办公用地出让总价（亿元）	34.29	46.65	35.05
其他用地出让总价（亿元）	0.81	4.21	2.04
土地出让均价（元/平方米）	2669.41	3194.37	4150.22
其中：工业用地出让单价（元/平方米）	231.75	242.70	233.25
住宅/综合用地出让单价（元/平方米）	3990.55	8470.84	9563.19
商业/办公用地出让单价（元/平方米）	3412.49	6768.06	7750.80
其他用地出让单价（元/平方米）	786.47	525.00	1203.87

资料来源：中指数据库

2. 业务运营

根据新一轮国有企业重组安排，该公司系启东市新组建的四大集团之一，定位为集投资、建设和运营于一体的城市综合载体。跟踪期内，相关股权划转事项完成后，公司业务涵盖基础设施和安置房投建、供水、土地复垦等政府性业务，并涉及安保服务、租赁和商品贸易等，业务趋于多元化。随着启晟集团纳入合并范围，公司建设任务加重，未来在建及拟建项目待投资规模大，公司面临一定的投融资压力。

2021 年启东市开展了国有企业资产重组，并组建四大集团，分别为该公司、启东城投集团有限公司、江苏吕四港集团有限公司和江苏锦汇集团有限公司。整合重组后，公司将立足启东城市发展，优化布局城市更新与综合开发、城市综合运营服务、工程建设和建设服务三大领域，做好基础设施、公用事业、医疗健康和文体服务等，成为集投资、建设、运营于一体的城市综合运营载体。

该公司系启东市主要的政府项目投建主体之一，原主要承担了启东市城区外的道路、桥梁等基础设施建设职能，以及安置房建设及水务业务，并涉及安保服务、租赁、商品贸易等业务，本次国有企业重组后，江苏启晟集团有限公司（简称“启晟集团”）及其下属的启东市文化旅游投资集团有限公司（简称“启东文旅”）等 36 家子公司的 100% 股权无偿划入公司，业务范围拓展至交通设施及文旅项目建设运营等，公司收入类别逐渐趋于多元化。

2021 年，该公司实现营业收入 31.31 亿元，同比下降 7.79%，主要因安置房及商品贸易收入规模下降影响。其中，随着代建项目的陆续结算，当年公司实现代建业务收入 16.18 亿元，占比 51.69%，仍为公司第一大收入来源；同年公司为管理贸易风险，主动压缩煤炭贸易规模，商品贸易业务同比下降 25.01% 至 6.83 亿元，对收入贡献次之；同年公司进行农村建设用地复垦形成的部分土地指标被收购，实现土地整理业务收入 2.10 亿元，但上述业务收入确认依赖政府安排，稳定性欠佳；公司水务业务具有一定区域专营性，当年随着售水量的增长，销售收入稳步提升。此外，受待售房产减少以及子公司划出影响，安置房销售收入规模大幅下降 68.07%；此外，公司还涉及租赁、安保服务、工程施工以及担保收入、车辆检测等其他业务，各自占营业收入总额比重相对较小。

图表 5. 2019 年以来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类型	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	19.46	100.00	33.95	100.00	31.31	100.00
代建业务	7.82	40.16	16.40	48.29	16.18	51.69
土地整理	2.50	12.85	2.11	6.22	2.10	6.71
安置房销售	6.68	34.32	2.64	7.79	0.84	2.70
自来水销售	1.56	8.03	1.64	4.83	1.78	5.69
商品销售	-	-	9.11	26.83	6.83	21.82
租赁	0.18	0.95	0.21	0.61	0.30	0.95
安保服务	-	-	0.63	1.87	0.76	2.43
工程施工	-	-	0.38	1.12	0.29	0.94
其他	0.72	3.70	0.83	2.44	2.22	7.08
毛利率	23.76		15.80		17.05	
代建业务	23.08		18.91		16.90	
土地整理	75.43		51.52		50.67	
安置房销售	4.14		5.16		5.19	
自来水销售	12.72		19.84		18.35	
商品销售	-		2.30		3.25	
租赁	91.23		6.81		32.51	
安保服务	-		25.45		18.88	
工程施工	-		25.38		5.59	
其他	40.36		27.91		5.10	

资料来源：启东国投

(1) 项目建设

A. 代建业务

该公司原主要承担了启东市城区外的交通基础设施建设投建，以及惠萍镇拆迁及配套基础设施建设任务²，并涉及吕四港、汇才科创园及滨海工业园内部分项目建设。随着 2021 年以来的国有企业资产重组，原吕四港及汇才科创园内的部分项目建设职能剥离，城区外干线公路及桥梁等建设任务增加，同时业务范围扩展至海工船舶工业园³和圆陀角旅游度假区⁴等。业务运营主体方面，公司代建业务主要由公司本部、子公司启东市新世纪交通建设投资有限公司（简称“新世纪交投”）、启东滨海工业园开发有限公司（简称“滨海工业园开发”）及启晟集团负责。

业务模式方面，该公司主要采取委托代建的模式进行项目建设，委托方是当地政府部门及国有企业。具体执行方面，公司本部、新世纪交投及滨海工业园开发等项目建设资金自筹，待项目完工后由启东市财政统筹安排按照项目总款项（包含工程建设成本、设计费、拆迁成本、资金成本等）上浮一定比例确认收入并结算支付；启晟集团一般按支出的项目建设成本的 10%-20% 计算代建管理费，在每年年度末对已完工项目出具费用结算单，经委托方审核后，作为当年度应收取的项目建设款并确认收入，委托方根据项目建设的资金实际需求，在年度间分批支付。

2021 年，该公司完成基础设施代建业务投入主要用于高标准农田、江海产业园整治、农路提档升级和道路建设等项目的建设。当年公司实现代建业务收入 16.18 亿元，主要来源于滨海工业园围滩及道路、农路提档升级工程等项目；主要因各运营主体代建项目结算时成本加成比例存在一定差异导致代建业务毛利率年度间有所波动，2021 年为 16.90%，较上年下降 2.01 个百分点；当年公司实际收到回款 11.99 亿元（含以往年度的完工项目资金回笼）。公司代建项目受政府回购安排、工程建设及竣工结算进度影响，资金回笼存在滞后，截至 2021 年 12 月末公司账面仍有大量项目投资因未竣工结算而挂账“存货”科目。

该公司目前主要在建项目为火车站片区开发项目、高标农田三期、345 国道启东段改造扩建工程及志圩公路等，计划总投资 152.33 亿元，截至 2021 年末累计已投资 86.66 亿元，剩余待投资 65.67 亿元，其中高标农田三期项目涉及乡镇 11 个，亩数 15 万亩，包括土地平整、灌溉与排水、田间道路等工程建设，计划总投资 15.53 亿元。此外，公司拟建的代建项目主要包括北沿江公铁两用桥、北沿江高铁西站、协兴港综合开发二期等，拟投资规模 25.00 亿元。

² 根据 2017 年 10 月 11 日启东市政府专题会议纪要（第 149 次），惠萍镇范围内的拆迁及配套基础设施建设任务，2017 年 9 月 26 日以前已招标的项目由启东市城市建设投资开发总公司实施，上述时间节点以后的项目由该公司负责，拆迁工作由惠萍镇属地管理。

³ 海工船舶工业园总面积约 120 平方公里，实施区镇合一新体制，与寅阳镇合署办公，组建启东海工船舶工业园党工委、管委会。海工船舶工业园规划用地面积 35.80 平方公里，近期控制规划用地面积约 23.85 平方公里，预留中远期发展用地 11.95 平方公里。目前，园区主要产业涉及海洋工程装备、特种船舶制造、重大技术装备、海工船舶配套等领域。

⁴ 圆陀角旅游度假区规划面积为 33.00 平方公里，依托紧靠上海的优势，探索与上海度假区共建模式，计划打造成为长三角区的旅游胜地。

图表 6. 截至 2021 年末公司主要在建和拟建代建项目⁵ (单位: 亿元)

项目名称	计划总投资	建设周期	累计已投资
高标农田三期	15.53	2021/09-2023/12	3.80
南通大学四期工程	2.30	2020/05-2022/05	1.60
南通大学四期工程项目二批	1.30	2020/12-2021/12	1.30
国投商务中心 (检察院业务办公用房)	5.00	2021/05-2023/05	0.14
公安业务技术大楼	2.50	2018/12-2022/12	0.93
看守所、拘留所项目	2.50	2019/06-2022/12	0.83
惠萍家园幼儿园	0.80	2019/01-2021/12	0.68
汇泰家园幼儿园	0.60	2019/01-2021/12	0.55
高新区幼儿园工程	1.10	2020/12-2022.12	0.52
火车站片区开发项目	25.03	2015/06-2022/12	23.58
345 国道启东段改造扩建工程	21.60	2017/01-2025/12	4.90
335 省道改扩建工程	6.00	2018/02-2023/12	3.90
志圩公路	8.77	2019/03-2025/09	1.75
县乡道及农路养护化	1.58	2020/01-2021/12	0.23
农村公路提档升级	1.20	2020/01-2021/12	0.20
天汾大桥与鹤港大桥接线工程	1.66	2020.3-2022.12	1.47
区域医疗项目	6.80	2020/08-2023/07	3.20
新农村项目	3.00	2018/06-2023/12	2.65
省级湿地公园	1.50	2019/03-2022/12	1.25
长江口-黄金海滩海岸生态修复	1.82	2015/02-2022/12	0.50
其他项目	42.52	2019/01-2025/12	32.68
在建项目小计	152.33	-	86.66
协兴港综合开发二期	2.50	3 年	-
北沿江公铁两用桥	18.00	5 年	-
北沿江高铁西站	4.50	5 年	-
在建项目小计	25.00	-	-

资料来源: 启东国投

B. 自建业务

除委托代建项目外, 该公司还有部分自建项目, 未来将通过对外出租或销售实现资金回笼。截至 2021 年末, 公司主要自建项目为渔家小镇、圆陀角旅游度假区智慧交通综合系统建设项目及国投金融大厦等, 计划总投资 44.04 亿元, 累计已投资 15.38 亿元, 尚余 28.66 亿元待投资; 此外公司拟建项目包括蝶湖商业中心、果园生态经济发展区项目等, 拟投资规模为 77.37 亿元。

图表 7. 截至 2021 年末公司主要自建项目 (单位: 亿元)

项目名称	计划总投资	预计完工时间/建设周期	2021 年末已完成投资	2022 年拟投资
国投金融大厦	5.00	2023.09	2.07	2.00
汇泰生活集市	2.10	2023.12	0.47	1.00
强村加油站	1.80	2022.12	1.04	0.76
渔家小镇	11.80	2023.12	6.20	3.00

⁵ 该表中部分项目实际已完工, 因未竣工结算而留存账面。

项目名称	计划总投资	预计完工时间/建设周期	2021 年末已 完成投资	2022 年拟投 资
圆陀角旅游度假区智慧交通综合系统建设项目	7.20	2026.12	1.80	1.50
新城区综合电力管廊	3.50	2022.01	0.88	2.62
现代农业产业基地建设	2.42	2023	0.18	1.50
华滋片区配套服务区	3.72	2023	1.52	0.48
启晟写字楼	6.50	2023	1.22	0.78
在建项目小计	44.04	-	15.38	13.64
果园生态经济发展区项目	5.00	3 年	-	2
启东市循环经济产业园	3.38	3 年	-	2
启东港区内河码头及内河水利枢纽建设项目	20.51	3 年	-	2
江苏南通市海洋生态保护修复项目	5.28	2 年	-	3
水果小镇酒店	3.20	3 年	-	1.2
南通大学北侧商业配套	2.00	2 年	-	1.5
中海阔码头工程	3.00	2 年	-	2
跨江融合产业园（吴江高端制造产业园）	15.00	5 年	-	3
蝶湖商务中心	20.00	3 年	-	3
拟建项目小计	77.37	-	-	19.70

资料来源：启东国投

整体来看，该公司承担了较大规模的委托代建业务，但资金回笼存在滞后，未来公司代建及自建项目仍有资本支出需求，公司或将面临一定的投融资和资金平衡压力。

（2）安置房建设

跟踪期内，该公司仍承担了启东市部分安置房建设任务，目前公司主要在建的自建房由公司自筹资金，建成后按政府指导价格定向销售给拆迁居民，剩余部分通过市场价格销售，另有少量统建房（即限价商品房）尾盘在售。跟踪期内，该项业务运营主体除公司本部、启东市忠诚信开发建设有限公司（简称“忠诚信开发”）、启东市御龙房地产开发有限公司（简称“御龙地产”）等原有开发主体外，新增启东市垦牧小镇置业有限公司（简称“垦牧小镇置业”）；其中，垦牧小镇置业、忠诚信开发具有房地产二级开发资质，御龙地产具有房地产三级开发资质。

随着近年来完工房产项目陆续结转，加上 2021 年启东市新城建设发展有限公司（简称“新城建发”）划出，可售房产库存逐渐下降。2021 年公司安置房销售收入 0.84 亿元，较上年大幅下降 68.07%，主要来源于东疆花苑、城东花园及克明花园项目的尾盘销售，当年已收到全部回款；2021 年，安置房销售毛利率为 5.19%，与上年基本持平。截至 2021 年末，公司账面仍有部分在建和已完工安置房成本待结转。

目前该公司主要在建项目包括海复镇、南阳镇及吕四镇安置房项目、汇泰嘉苑三期安置房和农武安置小区四期等，计划总投资合计 33.81 亿元，截至 2021 年末已完成投资 11.59 亿元。此外，同期末公司主要拟建项目为北沿江高铁安置房，拟投资 15.00 亿元。

图表 8. 截至 2021 年末公司主要在建项目明细（单位：亿元、万平方米）

项目名称	建筑面积	可售面积	计划总投资	建设周期	已完成投资
惠萍家园三期安置房	11.50	9.30	4.00	4 年	1.61
汇泰嘉苑三期安置房	24.50	20.80	9.00	4 年	0.89
启东圆陀角旅游度假区连兴花苑安置房建设项目	7.14	5.28	5.07	4 年	2.68
农武安置小区四期	17.12	13.69	8.14	4 年	3.45
海复镇、南阳镇及吕四镇安置房项目	24.21	19.37	7.60	4 年	2.96
合计	-	-	33.81	-	11.59

资料来源：启东国投

（3）土地整理业务

2019 年以来，该公司形成土地整理业务收入主要来源于土地回收和农用地复垦业务，2021 年公司未实现土地回收业务收入，当年土地整理业务主要来源于农用地复垦业务。农用地复垦方面，公司自 2016 年开始承担全市范围内的农用地复垦任务，运营主体为启东市土地开发复垦有限公司（简称“土地复垦公司”），业务内容主要为土地综合开发、土地复垦整理等。该项业务以前年度并未有收入形成，2019 年 5 月启东市政府下发了《关于明确城乡建设用地增减挂钩项目实施主体的通知》，公司完成农村建设用地整理复垦工作后，经自然资源部门验收通过，由启晟集团对复垦出来的增减挂钩土地指标进行收购，公司以收到复垦土地的款项确认收入。2021 年启晟集团并入公司后，调整为土地复垦公司与启东苏沪现代农业发展有限公司（简称“苏沪农业”）签署《土地增减挂钩项目交付确认书》，土地指标收购接收方变更为苏沪农业。2021 年，公司将复垦完毕的土地指标 350 亩以 60 万元/亩价格交付给苏沪农业，实现土地整理业务收入 2.10 亿元。

（4）自来水业务

该公司主要负责启东市（除吕四镇外）范围内的生产、生活及办公用水服务，业务运营具有一定的区域专营性，运营主体为下属全资子公司启东市自来水厂有限公司（简称“启东自来水厂”）。公司服务总人口规模约 110 万人，售水类别主要为居民生活用水、行政事业用水、工商用水和特种用水等，供水主要来源于南通市自来水公司。

随着居民生活用水量的增长，该公司 2021 年自来水销售收入为 1.78 亿元，同比增长 8.67%，同年毛利率为 18.35%，较上年下降 1.49 个百分点，主要系人工成本增加所致。水价方面，2021 年启东市水价较上年无变动。

图表 9. 近年来公司供水业务运营情况

项目名称	2019 年	2020 年	2021 年
供水能力（万 m ³ /日）	18.39	33.00	33.00
供水量（万 m ³ ）	6714	6983	7568
售水量（万 m ³ ）	5545	5889	6349
其中：居民生活用水量（万 m ³ ）	2724	3564	3923
工业及其他用水量（万 m ³ ）	2640	2325	2426
平均售水价格（元/ m ³ ）	3.17	3.15	3.15

项目名称	2019 年	2020 年	2021 年
管道漏失率（%）	17.41	15.65	16.10
供水管网长度（公里）	837.96	957.96	1101.65
水质综合合格率（%）	100.00	100.00	100.00

资料来源：启东国投

（5）商品贸易业务

该公司贸易业务主要由子公司南通卓强贸易有限公司（简称“卓强贸易”）和启晟集团下属子公司启东市天卓贸易有限公司（简称“天卓贸易”）负责，其中，卓强贸易销售商品主要为钢材、混凝土、芯片等，天卓贸易的销售商品主要为螺纹钢、盘螺和高线等建材及煤炭。公司实行“以销定购”贸易模式，先与下游客户签订供货合同，确定供货量和供货价格，再按照下游客户订货合同，向上游供应商组织商品采购。结算方面，公司采购结算根据每批次采购订单付款，一般采取预付方式，现金结算；销售结算根据具体项目合同账期进行结算，一般账期在 1-6 个月，结算方式分为商票结算和现金结算，其中以商票结算的，一般销售合同金额加上一定的商票贴现利息结算；以现金结算的，一般按照协议条款每个月对账，根据约定账期结算。公司下游客户主要包括上海住总住博建筑科技有限公司、江苏南通二建集团有限公司、上海凹灿实业有限公司、上海乾阳德勤进出口有限公司和江苏凹立竹翔工程材料有限公司。2021 年，公司实现贸易业务收入 6.83 亿元，其中卓强贸易和天卓贸易分别实现收入 2.85 亿元和 3.66 亿元，主要为了更好地管理贸易风险，公司压缩煤炭贸易规模，收入规模有所下降；受限业务特征，该项业务盈利水平有限，毛利率为 3.25%。

（6）其他业务

该公司在启东市东海镇外侧拥有万亩左右鱼塘，目前已全部对外出租，租赁合同每年签署，2021 年，主要由于江海汽车车辆租赁服务租赁规模有所扩大，以及收到部分房屋和车辆租金，公司租赁收入增长较快，当年为 0.30 亿元，同比增长 42.46%。

该公司安保服务业务主要包括人防派驻和武装押运，人防派驻点分布在市政府、公安、金融系统、企业单位、学校、医院等各个领域，并承接各种大型商业活动的临时安保任务；目前武装押运队伍人员逾百人，拥有 20 多辆防弹押运车，2021 年，公司实现安保服务收入 0.76 亿元。工程施工业务主要系从事园林绿化工程及市政公用工程等；2021 年，公司实现工程施工收入 0.29 亿元，2021 年随着启东新城园林绿化有限公司（简称“新城园林绿化公司”）划出，公司不再从事该业务。

除上述业务外，该公司还有广告服务、担保、车辆检测和公园管养等业务，但单个规模较小，对公司营收影响有限，2021 年公司实现其他业务收入 2.22 亿元，较上年增加 1.39 亿元，主要由于新增环卫服务业务及管道安装等业务规模快速发展所致。此外，公司担保业务运营主体为启东国投融资担保有限公司，主要系按政府安排对当地民营经济及招商环境提供支持，为当地中小微企业提供担保服务，公司按行业管理办法设立评审委员会，并建立风险管理、操作规程、在保项目管理以及反担保管理等内部制度；公司对企业基本均有质押、抵押、第三人信用担保等反担保措施，其中大部分为全额反担保，敞口部分由客户及第三方信用担保；到期后视企业还款、经营周转等情况续保；截

至 2021 年末担保企业 118 家，在保余额为 11.37 亿元，担保放大倍数为 3.5，累计已代偿规模为 0.72 亿元，扣除向客户追偿后的剩余待偿余额为 0.36 亿元。

管理

跟踪期内，该公司产权状况、法人治理结构及管理制度、机构设置等方面未有重大变化；同期因启东市开展国企重组，公司高管人员进行了调整。

跟踪期内，该公司在产权状况、法人治理结构及管理制度、机构设置等方面未有重大变化；公司控股股东及实际控制人均为启东市人民政府。公司产权状况详见附录一。

跟踪期内，启东市推进国有企业资产重组，该公司高管人员发生较大变动。2021 年 5 月，公司改选董事、监事与总经理人员，其中董事长变更为范斌先生，范斌先生历任启东市人事局人才交流中心工作人员，市委机要室机要秘书，市委机要局局长，市公共资源交易管理中心副主任、党工委委员，启东市城市投资经营中心董事、副总经理，启东交通投资集团有限公司董事长。公司法定代表人、总经理变更为黄凯先生，黄凯先生历任启东市汇龙交通管理所副所长，启东市运输管理处副主任，滨海工业园党工委委员、管委会副主任，启东市港口管理局副局长，启东市交通运输局副局长、党委委员，启东市文化旅游投资集团有限公司董事长、总经理。此外，董事会成员变更为由范斌、黄凯、王栋、施柳柳、姚赛红组成，监事会成员由朱伶心好、潘孟、黄玉叶、张嫣然、陆亚云组成，监事会主席由朱伶心好担任。

根据该公司本部提供的 2022 年 4 月 22 日的《企业信用报告》显示，公司本部不存借贷违约、迟付利息等情况。根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台 2022 年 6 月 15 日信息查询结果，该公司本部未有重大不良记录。

财务

2021 年以来，随着国企资产重组推进，该公司部分控股及参股公司被无偿划出，但随着启晟集团划入，加之财政增资及资产注入，公司权益资本实力仍较强，财务杠杆仍处于合理区间。公司负债以刚性债务为主，债务负担较重，且随着中长期借款陆续开始偿付，即期债务偿付压力上升。公司资产集中于土地使用权资产、基础设施、土地复垦及安置房建设成本，且被地方国企及政府单位占款规模较大，整体资产流动性欠佳。此外，公司对外担保规模较大，且对民营企业提供担保，存在一定代偿风险。

1. 公司财务质量

中兴华会计师事务所对该公司的 2021 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则及其补充规定，并根据财政部企业会计准则修订文件对财务报表进行了相应调整。其中，2021 年公司发生重大资产重组，无偿划入的启晟集团作同一控制企业合并处理，因此 2021 年审计报告对 2020 年财务报表进行追溯

调整；处置的子公司并不调整 2021 年期初比较数。本次评级报告 2020 年度财务数据采用 2021 年审计报告年初数/上年数。

跟踪期，2021 年该公司因新设增加子公司 3 家，分别为启东蓝湾新城投资开发有限公司、北京秦诚贸易有限公司和深圳启晟商业保理有限公司。同期因地方国企整合无偿划入启晟集团及其下属多家子公司，同期无偿划出多家子公司，分别为新城建发、江苏吕四港开发建设有限公司（简称“吕四港开发”）及其子公司启东市吕四污水处理有限公司、启东汇才科创园管理服务有限公司（简称“汇才科创园”或“启东经开”，原称“启东经济开发区总公司”）和新城园林绿化公司；截至 2021 年末，公司合并范围内共有 60 家子公司。

2021 年 8 月，全市国资重组划入的启晟集团系启东市交通设施投建及运营主体，主要负责启东市市区外干线公路建设、县乡道路建设、桥梁工程建设、水运工程建设、公路绿化和养护、农村公路安保工程、道路亮化工程等基础设施项目，2020 年随着启东文旅和启东市通达水利综合开发有限公司无偿划入后，启晟集团业务范围拓展至文旅项目投建、水利资源开发等，其纳入该公司合并范围，将进一步拓展公司业务范围及资产规模。本次国资重组划出的吕四港开发主要负责吕四港区域的部分基础设施建设项目工作、新城建发主要负责部分安置房的投建和销售工作，汇才科创园主要负责启东市经开区的部分基础设施投建工作，随着上述企业股权划出，公司基础设施项目和安置房投建成本随之减少。本次国资重组完成后，公司业务范围拓展至交通设施投建及运营、文旅项目投建、水利资源开发等。

图表 10. 公司整合重要子公司 2020 年（末）经营及财务情况（单位：亿元，%）⁶

变动原因	股权变动	名称	主要业务	总资产	所有者权益	资产负债率	刚性债务	当年营业收入	当年净利润	账面价值	备注
无偿划入	100	启晟集团	启东市交通及文旅运营主体	271.63	159.72	41.20	108.06	18.35	1.94	-	-
无偿划出	45.95	吕四港投资	渔港基础设施建设							-	9.08
	45.95	沿海水利	水利基础设施建设							-	10.62
	49	临海园林	景观和绿地设施工程建设							0.49	入账“长期股权投资”
	100	汇才科创园	基础设施建设，人才服务	28.87	4.48	84.48	6.75	0.008	-0.41	-	子公司
	53	吕四港开发	基础设施建设	90.23	44.16	51.06	15.91	-	0.00	-	
	100	新城建发	安置房建设	63.86	41.53	74.74	12.07	1.39	0.09	-	

资料来源：启东国投

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

随着国企资产重组完成，该公司支付或冲消了大额往来款项，2021 年末负债总额较上年末下降 4.26%至 304.89 亿元，同年末资产负债率为 52.95%，较上年末下降 2.96

⁶ 吕四港投资划出的 45.95%股权原作为公司长期股权投资，账面价值 9.08 亿元；沿海水利划出的 45.95%股权原作为公司长期股权投资，账面价值 10.62 亿元；临海园林划出的 49%股权原作为公司长期股权投资，账面价值 0.49 亿元。

个百分点。从负债期限结构看，2021 年末公司长短期债务比为 135.85%，较上年末下降 2.22 个百分点，债务期限结构仍偏长期。

从债务构成来看，该公司负债主要集中于刚性债务和其他应付款，2021 年末占负债总额的比重分别为 92.92%和 4.18%。2021 年因国资重组，公司梳理了与地方政府单位和企业的往来资金，随着资金陆续收回或冲消应收款项，2021 年末其他应付款较上年末下降 75.60%至 12.75 亿元，主要系公司与地方企业的往来款项和项目押金、保证金等，年末主要包括应付江苏省吕四海洋经济开发区开发建设有限公司 1.96 亿元、应付启东黄金海滩建筑工程有限公司 0.86 亿元、应付启东市新农村建设发展有限公司 0.77 亿元、应付财政局 0.60 亿元及应付临海园林 0.50 亿元。此外，主要由于增加与施工单位的工程款，年末应付账款同比增长 61.57%至 4.82 亿元。

2021 年末，该公司刚性债务为 283.31 亿元，同比增长 9.47%，主要系当年私募债及定向融资工具募集资金到位，票据融资增加，以及启晟集团新增政府专项债券资金拨付。同期末短期刚性债务为 108.13 亿元，占刚性债务比重为 38.17%，2022-2024 年公司测算的到期的债务规模分别约为 69 亿元、32 亿元和 11 亿元，中短期内存在较大债务偿付压力。

该公司主要通过银行、信托和租赁等金融机构借款及发行债券取得外部融资，2021 年末占刚性债务比重分别为 60.12%和 27.72%，期末金融机构借款及债券融资余额分别为 170.32 亿元和 78.53 亿元；承贷主体主要为公司本部和启晟集团。公司金融机构借款以银行借款为主，同期末银行借款 143.34 亿元，占金融机构借款总额的比重在 84%以上，年利率主要位于 3.70%-5.20%区间，其中政策性银行、国有大型商业银行以及其他商业银行借款分别占银行借款比重为 25.48 %、34.00 %和 38.99%；信托借款 18.16 亿元，年利率主要位于 5.18-6.00%区间，期限主要为 2 年、3 年和 7 年，其中 11.66 亿元将于 2022 年上半年到期；融资租赁及其他借款 8.79 亿元，年利率主要为 4.50%-7.00%，期限主要为 2 年、7 年和 9 年。公司银行借款方式主要为保证借款、抵质押借款和信用借款等，其中 2021 年末保证借款余额 119.88 亿元，担保单位主要系公司本部及子公司之间互保，以及启东市城市投资开发有限公司等地方国企；抵质押借款 11.65 亿元，抵押物主要系土地使用权资产。此外，公司还收到了地方政府专项债资金，2021 年末余额 14.00 亿元，期限 10 年和 15 年，计入长期应付款；同期末随着公司合并范围变动，账面应付票据 18.29 亿元，保证金率为 66.21%。

该公司对外担保规模较大，被担保对象较分散且存在对民企担保事项，2021 年末公司对外担保金额为 135.83 亿元，年末担保比率为 50.13%。其中公司对民营企业担保余额为 10.69 亿元，占比 7.87%，担保对象主要包括尚华科创投资管理（江苏）有限公司以及公司下属子公司启东国投融资担保有限公司所担保的中小微企业（均有反担保措施）等 106 家民企，到期后视公司经营情况再确定是否续保；其他担保对象主要为启东市内的国有企事业单位。整体来看，公司对外担保规模较大，且担保对象涉及较多民企，公司面临一定的代偿风险。

图表 11. 截至 2021 年末公司主要对外担保情况（单位：万元）

被担保对象	担保金额	占比	企业性质
启东市阳启开发建设有限公司	18.28	13.46	国企

被担保对象	担保金额	占比	企业性质
启东市旅游开发建设有限公司	14.56	10.72	国企
启东苏沪现代农业发展有限公司	12.73	9.37	国企
启东市新城建设投资发展有限公司	9.91	7.30	国企
启东市新城建设发展有限公司	9.91	7.30	国企
启东市融海综合开发建设有限公司	7.85	5.78	国企
启东市临海贸易有限公司	5.63	4.14	国企
启东圆陀角污水处理有限公司	4.19	3.08	国企
启东市临海园林工程有限公司	3.70	2.72	国企
启东市城市建设投资开发有限公司	3.44	2.53	国企
启东市通江水利开发有限公司	3.26	2.40	国企
启东市海启开发建设有限公司	3.25	2.39	国企
江苏锦汇集团有限公司	3.18	2.34	国企
启东滨海工业园污水处理有限公司	2.78	2.05	国企
启东鑫隆源贸易有限公司	2.14	1.58	国企
启东市德辰实业有限公司	1.97	1.45	国企
启东祥瑞建设有限公司	1.80	1.33	国企
启东江海园投资开发有限公司	1.70	1.25	国企
南通皓得江实业有限公司	1.60	1.18	民企
启东赫山贸易有限公司	1.60	1.18	国企
启东吕四港口投资有限公司	1.46	1.08	国企
启东沿海水利建设有限公司	0.98	0.72	国企
尚华科创投资管理（江苏）有限公司	0.90	0.66	民企
启东市花花苑实业有限公司	0.86	0.63	国企
合计	117.69	86.64	-

资料来源：启东国投

（2）现金流分析

该公司水务业务、商品贸易等经营性业务资金回笼尚属及时，委托代建、安置房及土地整理等业务受开发周期或委托方资金拨付等因素影响存在跨周期性。2021 年公司营业收入现金率为 97.91%，与上年基本持平，资金回笼表现尚可。同年随着公司业务范围拓展及项目量增加，公司主业支出规模扩大，但以往来资金收支为主的其他经营活动现金大额净流入，2021 年公司经营活动产生的现金净流出 29.96 亿元，较上年显著收窄。2021 年公司自建项目持续推进，子公司启晟集团委托贷款支出现金和大型交通项目资本金陆续支出（入账“支付其他与投资活动有关的现金”），加之公司新增对江苏启东农村商业银行股份有限公司、南通市欣辉交通投资合伙企业（有限合伙）等权益工具投资，当年投资性现金净流出 26.01 亿元。公司主要通过外部融资及股东增资偿还到期债务及弥补资金缺口，同年主要由于融资款项陆续到位及财政资金拨付，筹资活动现金净流入 32.56 亿元。

2021 年，主要因列入财务费用的利息支出减少，该公司 EBITDA 同比下降 13.82% 至 6.10 亿元。公司已集聚较大规模刚性债务，EBITDA 对利息支出的保障程度一般，由

于公司建设任务较重，投资支出规模大，经营活动现金净流量及非筹资性现金净流入量持续净流出，均无法覆盖公司债务。

图表 12. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2019 年	2020 年	2021 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.79	0.58	0.46
EBITDA/刚性债务(倍)	0.03	0.04	0.02
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-15.33	-53.89	-24.16
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-8.40	-26.06	-11.05
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	-17.74	-62.18	-45.14
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	-9.72	-30.07	-20.65

资料来源：启东国投

(3) 资产质量分析

跟踪期内，该公司获启晟集团股权划入，同期获得财政拨款转增资本公积 10.73 亿元以及注入中转站净资产增加资本公积 0.76 亿元，但由于吕四港开发、汇才科创园、新城建安及沿海水利等子公司及权益投资无偿划出，加之部分土地使用权被无偿收回，相较 2021 年期初数，公司资本公积减少 63.15 亿元；此外，公司获股东货币增资实收资本增加 1.20 亿元，因无偿划出吕四港开发等多家联营公司股权，年末公司少数股东权益较上年末减少 21.47 亿元至 1.23 亿元；上述因素综合影响下，2021 年末公司所有者权益同比下降 19.81%至 270.96 亿元。同年末公司权益资本主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，2021 年末占比分别为 11.07%、68.97%和 18.68%，资本结构较为稳健。

主要受合并范围变动影响，该公司资产规模较上年末下降 12.27%至 575.85 亿元，公司资产仍以流动资产为主，2021 年末占资产总额比重为 92.59%，其中货币资金、应收账款、其他应收款和存货占资产总额的比重分别为 9.33%、4.84%、19.18%和 58.45%。其中，2021 年末货币资金余额 53.72 亿元，随着偿债及投入项目建设，较上年末下降 13.17%，可动用的货币资金为 30.25 亿元；应收账款较上年末微增 3.62%至 27.88 亿元，主要系已结算但尚未收回的代建工程款及预付土地款项，年末主要包括应收启东市财政局 12.49 亿元、应收启东市海启开发建设有限公司 7.32 亿元、应收启东金源实业有限公司 3.57 亿元、应收启东市汇龙镇财政所 0.83 亿元和应收启东市交通运输局 0.77 亿元；其他应收款较上年末下降 23.40%至 110.45 亿元，主要因账面往来款项规模减少，年末主要包括应收启东市临海贸易有限公司（简称“沿海贸易公司”）20.23 亿元、应收海工船舶工业园管委会 14.66 亿元、应收启东市融海综合开发建设有限公司 12.69 亿元、应收启东市城市建设投资开发有限公司 8.51 亿元和应收启东高新技术产业开发区管理委员会 6.72 亿元；存货较上年末下降 9.69%至 336.58 亿元，主要受吕四港开发等子公司划出影响，年末主要包括项目及安置房建设成本、土地使用权和土地复垦成本。此外，随着业务开展，预付工程款及货款陆续结转，年末预付款项较上年末下降 35.70%至 1.32 亿元；因待抵扣待认证进项税增加，年末其他流动资产较上年末增长 183.45%至 2.27 亿元。

该公司非流动资产规模不大，2021 年末主要分布于固定资产、在建工程、权益类投资和其他非流动资产。其中，年末固定资产余额 8.67 亿元，主要系公司自营项目、自用房屋、机械设备，以及自来水厂管网设施等；在建工程较上年增加 3.04 亿元至 4.50 亿元，主要系自营基建项目、污水管网和给水工程等项目持续投入；同期，因新增对部分股权基金和江苏启东农村商业银行股份有限公司（简称“启东农商行”）的投资 2.03 亿元，期末其他权益工具投资增加 1.68 亿元至 5.49 亿元，其他非流动金融资产增加 2.06 亿元至 4.06 亿元；年末其他非流动资产较上年末增加 8.20 亿元至 14.15 亿元，主要包括盐通铁路项目资本金 2.51 亿元、沿江高铁项目资本金 2.32 亿元，以及委托贷款 8.01 亿元，具体明细见图表 13。此外，随着吕四港投资和沿海水利等股权投资无偿划出，年末长期股权投资较上年末减少 19.87 亿元至 3.78 亿元；因公司购置土地资产，年末无形资产较上年末增加 1.27 亿元至 1.94 亿元。

图表 13. 截至 2021 年末公司委托贷款明细（单位：亿元，%）

委托人	借款人	金额	利率	期限
江苏启晟集团有限公司	启东市临海园林工程有限公司	5.00	5.00	2021/6/23-2023/6/22
启东市天卓贸易有限公司	启东市临海贸易有限公司	3.01	5.00	2021/6/25-2023/6/24
合计	-	8.01	-	-

资料来源：启晟集团

（4）流动性/短期因素

该公司资产集中于流动资产，故流动指标账面表现较好，但公司流动资产主要分布于项目建设成本、土地使用权资产以及应收款项，资产实际流动性欠佳。2021 年以来，公司货币资金规模随着项目建设及偿付债务有所减少，同期主要因中长期借款逐步开始偿付，流动负债及短期刚性债务规模均有不同程度提升，即期债务偿付压力有所上升。同期末公司可动用货币资金为 30.25 亿元，仍可为即期债务偿付提供一定支持。

图表 14. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末
流动比率（%）	413.75	512.85	412.44
现金比率（%）	38.04	52.11	41.56
短期刚性债务现金覆盖率（%）	75.92	104.10	49.69

资料来源：启东国投

截至 2021 年末，该公司受限资产余额 49.15 亿元，占资产总额的比重为 8.54%，主要为抵质押的货币资金和存货。

图表 15. 截至 2021 年末公司受限资产情况

名称	受限金额	受限金额占该科目的比例（%）	受限原因
货币资金	23.48	43.70	存单质押借款、承兑保证金、存出担保保证金
存货	25.67	7.63	抵押借款、对外担保

资料来源：启东国投

3. 公司盈利能力

2021 年，该公司实现营业毛利规模 5.34 亿元，与上年规模相当，主要由代建业务和土地整理业务贡献，两者占比分别为 51.24%和 19.94%。同期公司综合业务毛利率 17.05%，较上年微升 1.25 个百分点，主要系毛利率较低的商品销售业务和安置房销售业务收入占比减少所致。

该公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，2021 年期间费用为 2.19 亿元，同比下降 33.87%，主要由于当年公司将利息支出资本化处理，财务费用同比下降 80.01%至 0.28 亿元所致。公司每年能够获得一定规模的政府补助资金，是公司利润的重要补充，2021 年为 1.16 亿元。同年公司实现净利润 4.20 亿元，主要因当年应缴的所得税增加，同比下降 2.60%；当年总资产报酬率为 0.83%，较上年下降 0.45 个百分点，净资产收益率为 1.38%，较上年下降 0.41 个百分点，资产收益水平较低。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司原承担了启东城区外的道路、桥梁等基础设施建设，并负责全市（除吕四地区外）的水务业务，主业具有一定的区域专营优势，2021 年随着启晟集团的无偿划入，公司业务范围拓展至交通设施投建及文旅项目建设运营等，业务趋于多元化。跟踪期内，公司主业资金回笼仍较快，目前负债经营程度尚可，债务期限结构偏长期，账面保有的可动用货币资金可为即期债务偿付提供一定支持。

2. 外部支持因素

2021 年启东市政府对下属国企进行资产整合并组建四大集团，启东国投作为四大集团之一，未来将以“区域综合开发+交通”为核心、“文旅+金融”为两翼，助力启东市新兴领域培育和原有产业转型升级，在地方国资体系中地位重要，能够获得政府在资本注入、项目获取及政府补助等方面的支持。2021 年，公司合计收到股东注资 1.20 亿元、财政拨款转增资本公积 10.73 亿元以及财政补贴 1.16 亿元。

该公司融资渠道较通畅，截至 2021 年末共获得金融机构授信总额为 260.80 亿元，其中已使用授信额度为 162.84 亿元，尚未使用授信额度为 97.96 亿元。

跟踪评级结论

启东市是江苏省出江入海的重要门户，地理位置优越，随着长三角一体化全面推进、江苏沿海大开发战略纵深发展，未来面临较好的发展机遇。启东市产业基础较好，2021 年随着疫情防控和经济社会统筹发展，区域经济迅速复苏。

根据新一轮国有企业重组安排，该公司系启东市新组建的四大集团之一，定位为集投资、建设和运营于一体的城市综合载体。跟踪期内，相关股权划转事项完成后，公司

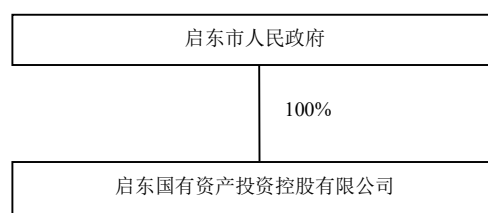
业务涵盖基础设施和安置房投建、供水、土地复垦等政府性业务，并涉及安保服务、租赁和商品贸易等，业务趋于多元化。随着启晟集团纳入合并范围，公司建设任务加重，未来在建及拟建项目待投资规模大，公司面临一定的投融资压力。

2021 年以来，随着国企资产重组推进，该公司部分控股及参股公司被无偿划出，但随着启晟集团划入，加之财政增资及资产注入，公司权益资本实力仍较强，财务杠杆仍处于合理区间。公司负债以刚性债务为主，债务负担较重，且随着中长期借款陆续开始偿付，即期账务偿付压力上升。公司资产集中于土地使用权资产、基础设施、土地复垦及安置房建设成本，且被地方国企及政府单位占款规模较大，整体资产流动性欠佳。此外，公司对外担保规模较大，且对民营企业提供担保，存在一定代偿风险。

同时我们仍将持续关注：（1）启东市经济发展情况；（2）区域房地产、土地市场波动以及国家政策变动对该公司相关业务的影响；（3）委托代建项目后续投入及回款情况；（4）公司安置房项目建设进度及销售情况；（5）公司经营性业务拓展情况；（6）公司中短期偿债资金安排，债务融资环境的变化对公司的影响；（7）公司对外担保风险；（8）募集资金使用及回收情况。

附录一：

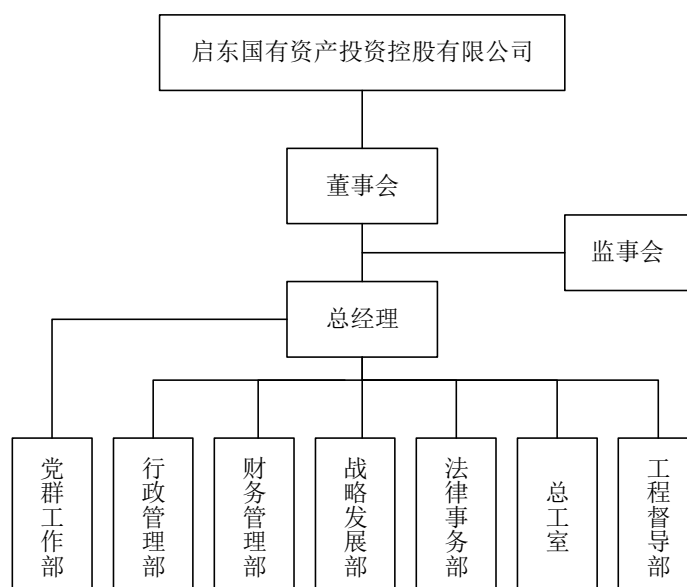
公司股权结构图



注：根据启东国投提供的资料绘制（截至 2021 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据启东国投提供的资料绘制（截至 2021 年末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2021 年（末）主要财务数据				备注
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	
启东国有资产投资控股有限公司	启东国投	-	基础设施及安置房建设	89.52	103.79	0.18	0.64	公司本部
江苏启晟集团有限公司	启晟集团	100%	交通基础设施投建	129.72	166.62	17.60	1.41	合并口径
启东市新世纪交通建设投资有限公司	新世纪交投	99.87%	交通基础设施投建	--	16.91	--	-0.002	
启东市自来水厂有限公司	自来水公司	100%	自来水生产、销售，管道安装与维修	13.19	6.84	2.59	-0.007	
启东市御龙房地产开发有限公司	御龙地产	100%	房地产开发	0.60	0.34	0.09	-0.15	
启东市桥港开发建设有限公司	桥港建设	100%	交通基础设施投建	7.60	11.06	--	-0.006	
启东市土地开发复垦有限公司	土地复垦公司	100%	土地开发复垦	22.11	9.33	2.10	1.07	
南通卓强贸易经营有限公司	卓强贸易	100%	贸易	0.10	2.13	2.85	0.04	

注：根据启东国投提供资料整理

附录四：
发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额 [亿元]	317.39	656.36	575.85
货币资金 [亿元]	27.79	61.88	53.72
刚性债务[亿元]	137.84	258.81	283.31
所有者权益 [亿元]	142.73	337.91	270.96
营业收入[亿元]	19.46	33.95	31.31
净利润 [亿元]	2.31	4.31	4.20
EBITDA[亿元]	4.65	7.07	6.10
经营性现金净流入量[亿元]	-11.76	-51.68	-29.96
投资性现金净流入量[亿元]	-1.85	-7.95	-26.01
资产负债率[%]	55.03	48.52	52.95
长短期债务比[%]	139.07	168.22	135.85
权益资本与刚性债务比率[%]	103.55	130.56	95.64
流动比率[%]	413.75	512.85	412.44
速动比率[%]	96.13	197.25	151.05
现金比率[%]	38.04	52.11	41.56
短期刚性债务现金覆盖率[%]	75.92	104.10	49.69
利息保障倍数[倍]	0.66	0.51	0.38
有形净值债务率[%]	122.62	94.55	113.34
担保比率[%]	100.33	32.33	50.13
毛利率[%]	23.76	15.80	17.05
营业利润率[%]	12.65	13.52	14.74
总资产报酬率[%]	1.25	1.28	0.83
净资产收益率[%]	1.75	1.79	1.38
净资产收益率*[%]	1.59	1.95	1.44
营业收入现金率[%]	95.40	97.49	97.91
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-15.33	-53.89	-24.16
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-8.40	-26.06	-11.05
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-17.74	-62.18	-45.14
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-9.72	-30.07	-20.65
EBITDA/利息支出[倍]	0.79	0.58	0.46
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.04	0.02

注：表中数据依据启东国投经审计的 2019-2021 年度财务数据整理、计算。其中，2021 年启东国投发生重大资产重组，无偿划入的启晟集团作同一控制企业合并处理，因此 2021 年审计报告对 2020 年财务报表进行追溯调整；本次评级所使用的 2020 年财务数据为 2021 年审计报告期初数/上期数。

附录五：
发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	7
		盈利能力	7
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	8
		会计政策与质量	1
		现金流状况	9
		负债结构与资产质量	4
		流动性	7
	个体风险状况		4
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		4	
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AA ⁺

附录六：
发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2021年12月7日	AA ⁺ /稳定	罗媛媛、邵一静	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月29日	AA ⁺ /稳定	罗媛媛、邵一静	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	-
债项评级 (22启国债)	历史首次评级	2021年12月7日	AA ⁺	罗媛媛、邵一静	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月29日	AA ⁺	罗媛媛、邵一静	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

附录七：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录八：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。