



内部编号:2023060589

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

分析师: 罗媛媛  lyy@shxsj.com  
邵一静  syj@shxsj.com

评级总监: 鞠海龙 

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



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.

## 评级声明

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调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

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，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告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。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

## 概述

编号：【新世纪跟踪（2023）100445】

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

22 启国债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪：AA+/稳定/AA+/2023 年 6 月 28 日

前次跟踪：AA+/稳定/AA+/2022 年 6 月 29 日

首次评级：AA+/稳定/AA+/2021 年 12 月 7 日



### 跟踪评级观点

#### 主要优势：

- 外部环境较好。启东市经济基础较好，2022 年全市经济保持增长态势；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，启东市面临较好的发展机遇。
- 政府支持。启东国投是启东市主要的政府性项目投建主体之一，承担了启东城区外的道路、桥梁等基础设施以及文旅设施的建设，具备一定的区域专营性，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支持。

#### 主要风险：

- 债务负担较重。启东国投代建项目资金回笼滞后，而安置房销售收入持续下降，目前债务负担已较重，且未来在建及拟建项目支出较大，公司债务规模或将进一步扩大。
- 盈利能力偏弱。近年来，启东国投毛利率偏低，期间费用对营业毛利侵蚀较重，政府补助是利润实现的重要补充，公司业务盈利能力偏弱。
- 资产质量一般。启东国投资产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。启东国投下属的担保公司开展了小微企业融资担保业务，已出现代偿事项；同时公司对外担保规模较大，不利于财务风险控制。
- 募集资金回收风险。本期债券部分资金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委托银行。

### 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。

### 主要财务数据及指标

| 项 目               | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 |
|-------------------|--------|--------|--------|
| <b>母公司口径数据:</b>   |        |        |        |
| 货币资金[亿元]          | 8.49   | 7.79   | 4.86   |
| 刚性债务[亿元]          | 63.27  | 89.52  | 99.04  |
| 所有者权益[亿元]         | 111.24 | 103.79 | 107.05 |
| 经营性现金净流入量[亿元]     | -31.41 | -22.67 | 0.71   |
| <b>合并口径数据及指标:</b> |        |        |        |
| 总资产[亿元]           | 656.36 | 575.85 | 630.61 |
| 总负债[亿元]           | 318.46 | 304.89 | 358.80 |
| 刚性债务[亿元]          | 258.81 | 283.31 | 319.88 |
| 所有者权益[亿元]         | 337.91 | 270.96 | 271.82 |
| 营业收入[亿元]          | 33.95  | 31.31  | 26.78  |
| 净利润[亿元]           | 4.31   | 4.20   | 4.25   |
| 经营性现金净流入量[亿元]     | -51.68 | -29.96 | -13.47 |
| EBITDA[亿元]        | 7.07   | 6.10   | 5.99   |
| 资产负债率[%]          | 48.52  | 52.95  | 56.90  |
| 长短期债务比[%]         | 168.22 | 135.85 | 140.04 |
| 短期刚性债务现金覆盖率[%]    | 104.10 | 49.69  | 47.20  |
| EBITDA/利息支出[倍]    | 0.58   | 0.46   | 0.41   |
| EBITDA/刚性债务[倍]    | 0.04   | 0.02   | 0.02   |

注：发行人数据根据启东国投经审计的 2020-2022 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，同期无偿划出了汇才科创园、吕四港开发和新建发等子公司，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。

### 发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）

| 评级要素   |                                       |                 | 风险程度            |
|--------|---------------------------------------|-----------------|-----------------|
| 个体信用   | 业务风险                                  |                 | 3               |
|        | 财务风险                                  |                 | 4               |
|        | 初始信用级别                                |                 | aa <sup>-</sup> |
|        | 调整因素                                  | ESG 因素          | 0               |
|        |                                       | 表外因素            | 0               |
|        |                                       | 业务持续性           | 0               |
|        |                                       | 其他因素            | 0               |
|        | 调整理由：<br>无                            |                 |                 |
| 个体信用级别 |                                       | aa <sup>-</sup> |                 |
| 外部支持   | 支持因素                                  |                 | +2              |
|        | 支持理由：<br>公司系启东市主要的政府性项目投建主体之一，可获政府支持。 |                 |                 |
|        | 主体信用级别                                |                 | AA <sup>+</sup> |

### 同类企业比较表

| 企业名称（全称）       | 2022 年/末主要数据 |               |              |              |             |                   |
|----------------|--------------|---------------|--------------|--------------|-------------|-------------------|
|                | 总资产<br>（亿元）  | 所有者权益<br>（亿元） | 资产负债率<br>（%） | 营业收入<br>（亿元） | 净利润<br>（亿元） | 经营性现金净流入<br>量（亿元） |
| 宁波市奉化区投资集团有限公司 | 650.85       | 229.42        | 64.75        | 37.02        | 1.97        | -43.85            |
| 江苏海润城市发展集团有限公司 | 585.56       | 246.96        | 57.83        | 25.19        | 3.13        | 7.42              |
| 启东国有资产投资控股有限公司 | 630.61       | 271.82        | 56.90        | 26.78        | 4.25        | -13.47            |

# 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 2022 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 亿元通过委托银行以委托贷款形式，投放于经公司确认的，启东市区域内或者经启东市人民政府国有资产监督管理委员会（简称“启东市国资办”）同意的其他区域的中小微企业，剩余 1.50 亿元用于补充营运资金，截至 2023 年 3 月末，募集资金使用完毕。

该公司本部和江苏启晟集团有限公司（简称“启晟集团”）通过债券进行直接融资，目前公司尚在存续期的债券本金规模 72.10 亿元，还本付息正常。

图表 1. 公司存续债券概况

| 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 |
|------------------|----------|----------|---------|-------------|--------|
| 20 启国 01         | 15.00    | 7（3+2+2） | 4.00    | 2020 年 4 月  | 正常     |
| 2020 年度第一期债权融资计划 | 1.10     | 3        | 5.00    | 2020 年 9 月  | 正常     |
| 2020 年度第二期债权融资计划 | 0.90     | 3        | 5.00    | 2020 年 11 月 | 正常     |
| 21 启国 01         | 20.00    | 7（3+2+2） | 4.70    | 2021 年 1 月  | 正常     |
| 21 启东国投 PPN001   | 5.00     | 3        | 3.90    | 2021 年 12 月 | 正常     |
| 22 启国债           | 10.5     | 5（3+2）   | 3.48    | 2022 年 5 月  | 正常     |
| 22 苏启东国投 ZR001   | 5.00     | 3        | 4.50    | 2022 年 5 月  | 正常     |
| 23 启东国资 PPN01    | 5.00     | 1        | 4.59    | 2023 年 1 月  | 正常     |
| 23 启东国资 PPN001   | 5.00     | 1        | 4.59    | 2023 年 1 月  | 未到期    |
| 22 江苏启晟 PPN004   | 4.60     | 1        | 3.83    | 2022 年 11 月 | 正常     |

资料来源：Wind、启东国投（截至 2023 年 5 月末）

## 业务

### 1. 外部环境

#### （1）宏观因素

2023 年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；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，我国经济基本面长期向好。

2023 年第一季度,全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升,主要经济体的通胀压力依然很大,美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化,我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露,政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力,但金融领域的潜在风险并未完全消除;美欧货币政策紧缩下,美元、欧元的供给持续回落,对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展,俄乌军事冲突的演变尚不明确,对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解,消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产和盈利增长明显放缓;除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外,大多数制造业生产及经营绩效持续承压,且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平;公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善,其中餐饮消费显著回暖,除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长;基建和制造业投资延续中高速增长,房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄;剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展,实际有效汇率稳中略升,境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长,人民币的基本面基础较为坚实。

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;短期内宏观政策调控力度仍较大,为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效,专项债靠前发行,延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策,在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策,综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具,加大对国内需求和供给体系的支持力度,保持流动性合理充裕,引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革,有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建,对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023 年,随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效,我国经济将恢复性增长:高频小额商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复;基建投资表现平稳,制造业投资增速有所回落,房地产投资降幅明显收窄;出口在外需放缓影响下呈现疲态,或将对工业生产形成拖累。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) 行业因素

近年来,随着政府隐性债务“控增化存”管理政策常态化,城投企业融资重点受控,区域融资表现持续分化。城投企业有望在区域开发中保持重要作用,中短期内对其的融资监管预计仍将有保有压,自身市场化转型也将加速推进,期间高债务率而化债资源相对有限地区的城投企业债务周转压力值得关注。

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

企业举措，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。

近年来，政府隐性债务“控增化存”监管政策常态化趋严，城投企业融资环境相对较紧。2021 年，国发[2021]5 号文、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相继发布；2022 年 5 月和 7 月，财政部先后通报和问责了 16 个新增隐性债务和隐性债务化解不实的典型案例，再次强调要坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量；此外，2022 年 6 月，国务院办公厅下发《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20 号），要求加强地方政府债务管理，明确坚持省级党委和政府对本地区债务风险负总责。但在“稳增长、防风险”的政策基调下，有效投资仍可受到金融支持。2022 年 4 月，政策层面提出金融机构要合理购买地方政府债券，支持地方政府适度超前开展基础设施投资；要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。此外，在城投融资“分类管控”、房地产调控政策和土地市场景气度变化等因素综合影响下，区域融资分化加剧。

2023 年，稳增长、防风险的政策基调未变。随着地方经济增长的恢复，城投企业所处外部环境有望回稳，但政府隐性债务严监管预计仍将延续，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。中短期内，城投企业融资监管预计仍将有保有压，承担新型城镇化建设等重大项目的城投企业合理融资需求预计仍有一定保障，但高债务率而化债资源相对有限、同时近年土地出让大幅下降地区的城投企业再融资压力可能进一步加大。

### （3）区域因素

启东市经济基础较好，近年来持续推动工业体系高端转型，现已形成海工及重装备、精密机械、新能源等多个重点产业；2022 年全市经济继续保持增长态势，综合财力受留抵退税政策实施及土地成交波动影响而有所下滑，财政收支平衡压力有所上升。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，启东市未来面临较好的发展机遇。

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。启东市是全国有影响力的“海洋经济之乡”，拥有国家一类开放口岸，江海岸线 178 公里，可利用深水海岸线 30 公里，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之一。截至 2022 年末，全市下辖 12 个镇，陆地面积 1208 平方公里；常住人口 95.7 万人，较上年减少 0.45 万人；城镇化率为 61.4%，较上年提高 0.7 个百分点。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 2022 年中国县域经济百强榜单中位列第 24 名。经历上年恢复性增长后，2022 年启东市经济呈低速增长，当年全市实现地区生产总值 1391.14 亿元，同比增速 2.2%。分产业看，2022 年全市第一产业增加值 92.96 亿元，增长 3.5%；第二产业增加值 685.87 亿元，增长 3.9%；第三产业增加值 612.3 亿元，增长 0.1%；三次产业结构为 6.7:49.3:44.0，仍呈现二三产业并重的经济发展格局。2022 年启东市人均地区生产总值为 14.50 万元，是全国平均水平的 1.69 倍。

图表 2. 启东市主要经济数据指标及增速

|               | 2020 年  |       | 2021 年  |       | 2022 年  |       |
|---------------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|
|               | 金额      | 增速（%） | 金额      | 增速（%） | 金额      | 增速（%） |
| 地区生产总值（亿元）    | 1223.10 | 4.2   | 1345.94 | 8.4   | 1391.14 | 2.2   |
| 人均地区生产总值（元）   | 12.81   | --    | 13.95   | 8.5   | 14.50   | 3.1   |
| 人均地区生产总值倍数（倍） | 1.78    | --    | 1.71    | --    | 1.69    | --    |
| 规模以上工业总产值     | 845.93  | 5.0   | 1120.58 | 28.2  | 1249.74 | 8.4   |

|                |               |       |               |      |               |       |
|----------------|---------------|-------|---------------|------|---------------|-------|
| 全社会固定资产投资 (亿元) | --            | 10.3  | --            | 7.7  | --            | 3.2   |
| 社会消费品零售总额 (亿元) | 413.58        | 0.7   | 482.57        | 16.7 | 477.24        | -1.1  |
| 进出口总额 (亿元)     | 215.34        | -13.7 | 404.18        | 87.7 | 338.36        | -16.3 |
| 三次产业比例         | 6.9:48.2:44.9 |       | 6.6:48.8:44.6 |      | 6.7:49.3:44.0 |       |

资料来源：启东市国民经济和社会发展统计公报、启东市及南通市政府网站

启东市工业基础较好，近年来，结合国家产业政策及当地工业经济发展状况，全市工业体系实现了从“八大产业”到“五大产业”集群再到“三优三新”、“两主两新两优”<sup>1</sup>的高端转型，已形成了海工及重装备、生命健康科技、新材料、新能源、电子信息及半导体装备、精密机械等重点产业体系。2022 年启东市完成规模以上工业产值 1249.74 亿元，比上年增长 8.4%，其中，高新技术产业产值 692.88 亿元，增长 5%，占全市规模工业总产值的 55.4%，实现工业应税销售 1308.5 亿元，同比增长 8.8%，其中新能源装备、生命健康、电子信息及半导体产业分别增长 21%、16.8%和 10.4%。消费市场方面，2022 年启东市实现消费品零售总额 477.24 亿元，较上年下降 1.1%，日用消费品、烟酒和饮料增速降幅较大，2022 年分别下降 10.3%、15.7%和 22.7%，此外，汽车和金银珠宝等贵重消费品也有不同程度下降。

固定资产投资方面，2022 年启东市全社会固定资产投资同比增速为 3.2%，增速较上年下降 4.5 个百分点。从投向看，全市固定资产投资主要集中于二三产业，其中 2022 年第二产业投资同比增长 0.6%，第三产业投资同比增长 6.4%；制造业投资占固定资产投资的比重达 47.2%，较上年提升 0.8 个百分点；基础设施投资同比增长 11.6%，较上年提升 8.7 个百分点；房地产开发投资同比下降 19.5%。此外，2022 年启东市实现进出口总额 338.36 亿元，同比下降 16.3%。其中，出口总额 271.11 亿元，同比增长 4.3%；进口总额 67.25 亿元，同比下降 53.4%。

2022 年启东市土地市场总体呈现量升价减态势，其中涉宅用地成交面积有所增长，但受土地市场景气度及地块区位影响，成交均价有所下降，工业用地价格较低贡献有限。2022 年启东市全市实现土地成交总价 124.97 亿元，同比下降 18.47%，土地成交均价由上年的 4136 元/平方米降至 2940 元/平方米。

图表 3. 启东市土地市场交易情况

| 项目                    | 2020 年        | 2021 年        | 2022 年        |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>土地出让总面积 (万平方米)</b> | <b>387.47</b> | <b>370.57</b> | <b>425.02</b> |
| 其中：住宅用地               | 81.58         | 71.25         | 108.89        |
| 综合用地 (含住宅)            | --            | 46.66         | 37.09         |
| 商业/办公用地               | 68.92         | 43.95         | 2.03          |
| 工业用地                  | 156.70        | 184.73        | 201.59        |
| 其它用地                  | 80.27         | 23.98         | 75.42         |
| <b>土地出让总价 (亿元)</b>    | <b>123.77</b> | <b>153.28</b> | <b>124.97</b> |
| 其中：住宅用地               | 69.11         | 88.23         | 87.73         |
| 综合用地 (含住宅)            | --            | 24.53         | 27.20         |
| 商业/办公用地               | 46.65         | 34.02         | 0.50          |
| 工业用地                  | 3.80          | 4.26          | 4.70          |
| 其它用地                  | 4.21          | 2.25          | 4.84          |
| <b>土地出让均价 (元/平方米)</b> | <b>3194</b>   | <b>4136</b>   | <b>2940</b>   |
| 其中：住宅用地               | 8471          | 12383         | 8056          |
| 综合用地 (含住宅)            | --            | 5257          | 7334          |
| 商业/办公用地               | 6768          | 7739          | 2453          |
| 工业用地                  | 243           | 231           | 233           |
| 其它用地                  | 525           | 937           | 642           |

<sup>1</sup> “两主两新两优”六大产业指海工及重装备、生命健康科技两大主导产业，精密机械、电子信息及半导体装备两大优势产业和新能源、新材料两大新兴产业。

资料来源：中指数据

启东市财政收入主要来源于一般公共预算收入和政府性基金预算收入。截至 2022 年末，启东市地方政府债务余额为 250.16 亿元，较上年增长 11.32%，其中一般债务余额 108.97 亿元，专项债务余额 141.19 亿元。

2022 年启东市完成一般公共预算收入 67.16 亿元，按自然口径计算较上年下降 13.7%，考虑留抵退税因素后同口径一般公共预算收入为 84.4 亿元，较上年同口径增长 8.5%。同年税收收入为 48.32 亿元，构成以增值税、企业所得税、契税为主，当年分别为 9.29 亿元、14.13 亿元和 8.52 亿元，分别较上年下降 56.7%、3.4%和 16.1%；税收收入占一般公共预算收入比重为 72.0%，较上年下降 10 个百分点，主要受大规模留抵退税政策实施导致增值税同比大幅减少，以及计提教育资金收入导致专项收入大幅增加影响。2022 年启东市一般公共预算支出为 126.26 亿元，较上年增长 6.8%，一般公共预算自给率为 53.2%，较上年下降 12.6 个百分点，财政支出对上级转移支付的依赖度有所提升。

政府性基金收支方面，2022 年启东市完成政府性基金收入 128.79 亿元，较上年下降 15.5%，其中国有土地使用权收入 119.86 亿元，占比 93.06%；同年政府性基金预算支出 140.55 亿元，较上年下降 4.7%；2022 年主要受土地出让规模下滑影响，政府性基金预算收支平衡压力有所上升。

## 2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍主要负责启东市城区外公建配套、交通和文旅等项目的投建，以及安置房项目建设，同时业务还涵盖土地复垦、安保服务、租赁和商品贸易等。2022 年主要因公司压降贸易业务规模，加之水务业务剥离，公司营业收入下滑；公司营业收入主要来源于项目代建，但资金回笼滞后，而未来基础设施及安置房仍有较大规模投资需求，公司将持续面临较大的投融资压力。

跟踪期内，该公司仍是启东市主要的政府项目投建主体之一，主要承担了启东市城区外的道路、桥梁、重大交通设施以及文旅项目投建，公司业务还涉及安置房建设、安保服务、租赁、商品贸易等业务；2022 年因子公司启东市自来水厂有限公司（简称“启东自来水厂”）全部股权被出售，公司水务业务被剥离。

2022 年该公司进一步压降了商品贸易规模，叠加水务业务剥离，当年公司营业收入较上年下降 14.47%至 26.78 亿元。从收入构成看，基础设施代建、商品销售和农用地复垦是公司营业收入的主要来源，2022 年上述收入合计占比超 70%；其中基础设施代建和农用地复垦收入稳定性尚可，而商品销售因公司为防控资金和商品价格波动风险收入规模逐年下降；主要由于受待售房产减少以及子公司划出影响，公司安置房销售收入规模逐年下降；2022 年水务业务运营主体被出售，当年收入大幅下降；上述业务外，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 4. 公司营业收入构成情况

| 业务类型    | 2020 年     |           | 2021 年     |           | 2022 年     |           |
|---------|------------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|
|         | 金额<br>(亿元) | 占比<br>(%) | 金额<br>(亿元) | 占比<br>(%) | 金额<br>(亿元) | 占比<br>(%) |
| 营业收入    | 33.95      | 100.00    | 31.31      | 100.00    | 26.78      | 100.00    |
| 其中：代建业务 | 16.40      | 48.29     | 16.18      | 51.69     | 14.89      | 55.60     |
| 土地整理    | 2.11       | 6.22      | 2.10       | 6.71      | 2.10       | 7.84      |
| 安置房销售   | 2.64       | 7.79      | 0.84       | 2.70      | 0.30       | 1.11      |
| 商品销售    | 9.11       | 26.83     | 6.83       | 21.82     | 2.75       | 10.27     |
| 自来水销售   | 1.64       | 4.83      | 1.78       | 5.69      | 0.54       | 2.01      |
| 租赁收入    | 0.21       | 0.61      | 0.30       | 0.95      | 0.49       | 1.84      |
| 安保服务    | 0.63       | 1.87      | 0.76       | 2.43      | 0.98       | 3.65      |
| 环卫服务    | -          | -         | 0.51       | 1.63      | 1.32       | 4.94      |

| 业务类型 | 2020 年     |           | 2021 年     |           | 2022 年     |           |
|------|------------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|
|      | 金额<br>(亿元) | 占比<br>(%) | 金额<br>(亿元) | 占比<br>(%) | 金额<br>(亿元) | 占比<br>(%) |
| 其他   | 1.21       | 3.56      | 2.00       | 6.39      | 3.41       | 12.74     |

资料来源：启东国投

#### (1) 主业运营状况/竞争地位

##### A. 项目建设

##### a) 代建业务

跟踪期内，该公司仍主要负责启东市城区外的交通设施、海工船舶工业园<sup>2</sup>和圆陀角旅游度假区<sup>3</sup>内基建项目投建，以及惠萍镇拆迁及配套基础设施建设任务<sup>4</sup>，业务模式未有重大变化，仍采用委托代建模式。

2022 年该公司完成基础设施代建投入 14.89 亿元，主要用于 335 省道和新兴线改造等项目建设；同年公司确认代建业务收入 14.89 亿元，较上年下降 7.98%，收到资金回笼 11.22 亿元。截至 2022 年末公司应收已结算项目款项 27.06 亿元。公司代建项目受委托单位回购安排、工程建设及竣工结算进度影响，资金回笼存在滞后，同年末仍有约 291 亿元已完工及在建项目成本因尚未结转而挂账“存货”科目。

该公司目前主要在建项目为高标农田三期、345 国道启东段改造扩建工程及志圩公路等，计划总投资 112.60 亿元，截至 2022 年末累计已投资 71.19 亿元，剩余待投资 41.41 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，申请专项债资金 12.40 亿元，截至 2022 年末已投资 6.47 亿元，已收到专项债资金 8.07 亿元；345 国道启东段改造扩建工程线路全长约 47 公里，全线按四车道一级公路标准改扩建，设计速度 100 公里/小时，路基宽度 26 米，城镇段可增设非机动车道，计划总投资 21.60 亿元，主要通过金融机构借款筹集资金，截至 2022 年末已投资 6.47 亿元；火车站片区开发项目建设内容主要包括新建道路、桥梁等沿线配套工程、新建物流仓库和交易展示中心及物联网等，计划总投资 25.03 亿元，建设资金主要为公司自筹，其中 15 亿元采用企业债筹集，截至 2022 年末已投资 24.78 亿元，目前已基本完工，仅有部分零星收尾工作。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、启隆镇整体老旧房屋搬迁项目等，拟投资规模 25.70 亿元。

图表 5. 公司主要在建及拟建代建项目一览表<sup>5</sup>（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 | 6.74  |
| 南通大学四期工程          | 2.30  | 2020/05-2022/12 | 2.28  |
| 国投商务中心（检察院业务办公用房） | 5.00  | 2021/05-2023/05 | 4.24  |
| 公安业务技术大楼          | 2.50  | 2018/12-2022/12 | 1.88  |
| 看守所、拘留所项目         | 2.50  | 2019/06-2022/12 | 1.76  |
| 火车站片区开发项目         | 25.03 | 2015/06-2022/12 | 24.78 |
| 345 国道启东段改造扩建工程   | 21.60 | 2017/01-2025/12 | 6.47  |

<sup>2</sup> 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。

<sup>3</sup> 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。

<sup>4</sup> 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。

<sup>5</sup> 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         | 建设周期            | 累计已投资        |
|-------------------|---------------|-----------------|--------------|
| 335 省道改扩建工程       | 6.00          | 2018/02-2023/12 | 4.50         |
| 志圩公路              | 8.77          | 2019/03-2025/09 | 2.98         |
| 天汾大桥与鹤港大桥接线工程     | 1.66          | 2020/03-2022/12 | 1.60         |
| 区域医疗项目            | 6.80          | 2020/08-2023/07 | 4.00         |
| 新农村项目             | 3.00          | 2018/06-2023/12 | 2.67         |
| 省级湿地公园            | 1.50          | 2019/03-2022/12 | 1.52         |
| 长江口-黄金海滩海岸生态修复    | 1.82          | 2015/02-2022/12 | 1.78         |
| 启东市海堤生态综合整治工程项目   | 3.50          | 2022/01-2023/12 | 1.75         |
| 江海产业园达标堤提升修复线整治项目 | 5.09          | 2022/01-2024/12 | 2.24         |
| <b>在建项目小计</b>     | <b>112.60</b> | -               | <b>71.19</b> |
| 启隆镇整体老旧房屋搬迁项目     | 3.20          | 2 年             | -            |
| 北沿江公铁两用桥          | 18.00         | 5 年             | -            |
| 北沿江高铁西站           | 4.50          | 5 年             | -            |
| <b>拟在建项目小计</b>    | <b>25.70</b>  | -               | -            |

资料来源：启东国投（截至 2022 年末）

#### 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 2022 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、国投金融大厦、蝶湖商务中心及启东经济开发区内河码头项目等，计划总投资 87.93 亿元，累计已投资 39.50 亿元，尚余 48.43 亿元待投资；此外公司拟建项目包括启东海复镇片区开发项目、启东吴江高端制造产业园项目和版画院南侧地块开发项目等，拟投资规模为 96.65 亿元。

图表 6. 截至 2022 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  | 累计已投资        |
|----------------------|--------------|---------|--------------|
| 国投金融大厦               | 5.00         | 2023/9  | 4.24         |
| 汇泰生活集市               | 2.10         | 2023/12 | 1.10         |
| 强村加油站                | 1.80         | 2022/12 | 1.82         |
| 渔家小镇                 | 11.80        | 2023/12 | 8.67         |
| 圆陀角旅游度假区智慧交通综合系统建设项目 | 7.20         | 2026/12 | 3.44         |
| 新城区综合电力管廊            | 3.50         | 2023/3  | 2.50         |
| 现代农业产业基地建设           | 2.42         | 2023/6  | 1.42         |
| 华滋片区配套服务区            | 3.72         | 2023/6  | 1.88         |
| 启晟写字楼                | 6.50         | 2024/12 | 2.08         |
| 启东市循环经济产业园           | 3.38         | 2024/12 | 0.99         |
| 蝶湖商务中心               | 20.00        | 2028/12 | 10.31        |
| 启东经济开发区内河码头项目        | 20.51        | 2026/10 | 1.05         |
| <b>在建项目小计</b>        | <b>87.93</b> |         | <b>39.50</b> |
| 21019 地块房地产开发项目      | 13.30        | 3 年     | -            |
| 版画院南侧地块开发项目          | 11.70        | 3 年     | -            |
| 启东吴江高端制造产业园项目        | 11.57        | 5 年     | -            |
| 晟惠电子专用设备制造项目         | 5.00         | 2 年     | -            |
| 启东市通海垦牧公司复建项目        | 2.00         | 1.5 年   | -            |
| 南通大学北侧地块开发项目         | 10.00        | 4 年     | -            |

| 项目名称          | 计划总投资        | 预计完工时间 | 累计已投资 |
|---------------|--------------|--------|-------|
| 江海澜湾产业园项目     | 8.50         | 3 年    | -     |
| 启东海复镇片区开发项目   | 24.58        | 5 年    | -     |
| 屋顶分布式光伏项目     | 5.00         | 2 年    | -     |
| 滩涂光伏项目        | 5.00         | 2 年    | -     |
| <b>拟建项目小计</b> | <b>96.65</b> | -      | -     |

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。

## B. 安置房建设

该公司还承担了启东市部分安置房建设任务，跟踪期内公司建设安置房仍主要为自建房，即由公司自筹资金进行项目建设，建成后按政府指导价定向销售给拆迁居民，剩余部分通过市场价格销售。该项业务运营主体主要包括公司本部、启东市垦牧小镇置业有限公司（简称“垦牧小镇置业”）、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，其中垦牧小镇置业、忠诚信开发和御龙地产具有房地产贰级开发资质。

受上年国企整合部分分子公司划出影响，该公司完工待售房产减少，2022 年公司仅少量存量房销售，当年实现销售收入 0.30 亿元，主要来自台角新村和滨海商务中心等，受尾盘销售影响，当年业务毛利率较上年提升 6.3%个百分点至 11.49%。截至 2022 年末公司账面仍有约 36.22 亿元的在建及已完工安置房成本待结转，其中完工待售安置房项目主要包括台角新村、克明花园、东郊花苑和紫薇二村等。

目前该公司主要在建项目包括惠萍家园三期、汇泰嘉苑三期、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 36.87 亿元，截至 2022 年末已完成投资 17.45 亿元。此外，同期末公司主要拟建项目为高铁新城安置房二期，拟投资 6 亿元。

图表 7. 截至 2022 年末公司主要在建/拟建项目明细（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        | 已完成投资        |
|-------------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 惠萍家园三期安置房                           | 11.50         | 8.34         | 4.00         | 1.96         |
| 汇泰嘉苑三期安置房                           | 24.50         | 20.80        | 9.00         | 2.34         |
| 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         | 3.28         |
| 农武安置小区四期                            | 17.12         | 13.69        | 8.14         | 4.64         |
| 海复镇、南阳镇及吕四镇安置房建设项目工程（丹桂花园、兴港嘉苑及万阳苑） | 24.21         | 19.37        | 10.66        | 4.26         |
| 高铁新城安置房                             | 19.87         | 13.83        | 9.00         | 0.63         |
| <b>在建项目小计</b>                       | <b>104.34</b> | <b>81.31</b> | <b>36.87</b> | <b>17.45</b> |
| 高铁新城安置房（二期）                         | 14.52         | 10.11        | 6.00         | -            |
| <b>拟建项目小计</b>                       | <b>14.52</b>  | <b>10.11</b> | <b>6.00</b>  | -            |
| <b>合计</b>                           | <b>118.86</b> | <b>91.42</b> | <b>42.87</b> | <b>17.45</b> |

资料来源：启东国投

## C. 农用地复垦

跟踪期内，该公司农用地复垦业务模式及运营主体未有变更。2022 年公司土地复垦业务投入 8.87 亿元，同年将复垦完毕的土地指标以 60 万元/亩价格交付了 350 亩交付给启东苏沪现代农业发展有限公司（简称“苏沪农业”），当年实现土地整理业务收入 2.10 亿元，当年已收到全部资金。截至 2022 年末全市已复垦 49.7 万亩，其中可被收购的土地指标面积 9410 亩，同期末公司存货中土地复垦成本约

36 亿元；2023-2025 年公司计划复垦土地 5 万亩，其中可用于收购的土地指标面积 1000 亩（按用于增减挂钩占补平衡占比 2%测算），计划总投资 5 亿元。

#### D. 商品贸易业务

该公司商品贸易业务仍主要由南通卓强贸易经营有限公司（简称“卓强贸易”）<sup>6</sup>和启东市天卓贸易有限公司（简称“天卓贸易”）负责，仍实行“以销定购”贸易模式。

继上年压缩煤炭贸易规模后，为管控风险，2022 年该公司进一步压降了贸易业务，当年公司实现贸易业务收入 2.75 亿元，较上年大幅减少 4.08 亿元，该项业务盈利仍有限，同年毛利率为 3.25%。当年公司贸易商品主要为建材，从贸易对象来看，公司下游客户主要包括中铁一局集团桥梁工程有限公司、上海住总住博建筑科技有限公司、中亿丰建设集团股份有限公司、江苏常鑫路桥集团有限公司和江苏南通二建集团有限公司，2022 年上述客户与公司贸易规模占比合计为 75.93%，客户集中度较高。

#### E. 其他业务

2022 年 5 月，根据与启东市水务有限公司（简称“水务公司”）签署的股权转让协议，启东市自来水厂 100%的股权以 7.42 亿元的对价转让，截至 2022 年末股权交割已完成，启东市自来水厂及其子公司启东新城管道有限公司（简称“新城管道公司”）不再纳入合并范围，同年末该公司收到股权转让价款 4.44 亿元，剩余部分挂账应收账款。本次股权转让基准日（2021 年 12 月 31 日）启东自来水厂净资产为 6.82 亿元，占公司资产总额的比重为 2.27%，2021 年实现自来水销售收入 1.78 亿元，对当年公司营业收入的比重为 5.69%，整体看，启东自来水厂股权转出后对公司影响有限。

2021 年 8 月子公司启东交投环卫服务有限公司与东环卫所合并后开始环卫服务业务，2022 年随着该项目业务在全市范围内推开，当年收入规模较上年显著提升至 1.32 亿元。同年，公司无偿受让启东市劳务经济技术开发区有限公司（简称“劳务公司”），主要负责启东市所有机关事业单位、国企、民企等人员的劳务派遣，当年新增劳务服务收入 2.03 亿元。2022 年，公司资产租赁和安保和工程施工等业务平稳运行，当年收入规模分别为 0.49 亿元和 0.98 亿元。

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，但单个业务规模均较小，对公司营收影响有限，2022 年上述业务实现收入 3.41 亿元。其中，公司担保业务运营主体为启东国投融资担保有限公司（简称“担保公司”），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 2022 年末公司担保企业 432 家，在保余额为 16.47 亿元，担保放大倍数 5.03 倍、累计已代偿规模为 0.90 亿元，扣除向客户追偿后的剩余待偿余额为 0.48 亿元。

#### （2）运营规划/经营战略

“十四五”期间，该公司将集中力量深耕拓展主营业务，对标国内优质同类企业，整合相关资源，增强自身造血功能，在工程建设和金融领域持续深耕拓展；同时充分发挥国有资本的引领示范作用，不断创新投资思路，拓宽投资渠道，注重股权、产业投资；此外公司将积极推动高质量工程建设，全力推进重点项目建设。另一方面，根据启东市新一轮国有企业改革重组实施方案，依托启东城市发展规划，公司经重组整合后主业定位为以“区域综合开发+交通”为核心、“文旅+金融”为两翼，多轮驱动、产城融合、促进新兴领域培育和原有产业转型升级的地方龙头企业。

<sup>6</sup> 卓强贸易原名为南通卓琳游娱有限公司，经营范围为滩涂围垦及游乐项目建设，2020 年 1 月更名为现名并增加贸易、工程施工等经营范围，并逐步开展贸易相关业务。

## 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；公司根据股东安排有所调整。

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。

2023 年 3 月，经股东决定，免去范斌董事及董事长职务，委派姚海燕为公司董事及董事长，免去黄凯董事职务，委派龚耀辉为公司董事。上述人事任命完成后，该公司董事会成员变更为姚海燕、龚耀辉、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。

该公司关联交易规模不大，主要体现为关联资金往来。截至 2022 年末公司应收关联方资金 420 万元，其中应收上海城投（启东）江海产业园投资控股有限公司 400 万元。

根据该公司本部及子公司启晟集团提供的 2023 年 5 月 30 日的《企业信用报告》显示，公司本部及启晟集团不存在欠息、关注或不良贷款事项。根据子公司滨海工业园开发公司 2023 年 5 月 30 日的《企业信用报告》显示，滨海工业园开发公司存在 2.49 亿元的未结清关注类担保，根据江苏银行股份有限公司启东支行出具的情况说明，上述关注类担保主要系被担保方债务展期所致。

根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公示平台 2023 年 6 月 2 日信息查询结果，该公司本部及启晟集团未有重大不良记录。

## 财务

该公司承担了较重的项目建设任务，而业务开展依赖外部融资，随着项目投建持续推进，公司财务杠杆已提升至偏高水平，以刚性债务为主的负债结构面临一定的债务负担，且近年来即期债务偿付压力有所上升。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，不利于财务风险控制。

### 1. 数据与调整

中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2022 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。

2022 年该公司合并范围有所调整，当年启东市自来水厂及其子公司新城管道公司因股权转让不再纳入合并范围，同年公司无偿划出启东神禹旅游开发有限公司（简称“旅游公司”）及其下属的 6 家子公司，同期无偿受让劳务公司 100% 股权；2022 年公司还因新设新增 8 家子公司，主业涉及小额贷款、物业管理、体育策划及设施运营、文创及会展服务、资产管理、城市服务、餐饮和技术服务等方面。其中，当年新设子公司均处于业务初期，无偿划出的旅游公司规模不大，当年出售的启东市自来水厂只股权转让基准日（2021 年 12 月 31 日），净资产及收入占比不高，无偿受让的劳务公司 2022 年实现劳务服务收入 2.03 亿元，对公司营业收入能够形成一定补充。截至 2022 年末，公司合并范围内共有 60 家子公司，其中一级子公司 14 家。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

该公司承担了较重的项目建设任务，随着各类项目的持续投建，2022 年末公司负债规模较上年增长 17.68%至 358.80 亿元，同年末资产负债率较上年提升 3.95 个百分点至 56.90%，财务杠杆水平已偏高。公司负债期限仍以中长期为主，2022 年末长短期债务比为 140.04%。

2022 年末该公司权益资本与上年末基本持平，为 271.82 亿元，当年因子公司股权划出，资本公积较上年末下降 1.39%至 184.27 亿元，同年由于经营积累，盈余公积和未分配利润较上年末分别增长 2.35%和 7.49%至 2.29 亿元和 54.40 亿元，抵消了子公司出表对权益资本的影响。

### (2) 债务结构

从负债构成来看，该公司负债主要集中于刚性债务、其他应付款和专项应付款（不含有息债务），2022 年末占负债总额的比重分别为 89.15%、5.53%和 3.43%。受资金往来影响，2022 年末其他应付款上年末提升 55.65%至 19.85 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吕四港集团有限公司（简称“吕四港集团”）及下属子公司 4.70 亿元、应付启东市财政局 3.08 亿元、应付江苏锦汇集团有限公司（简称“锦汇集团”）1.70 亿元、应付启东浦洪水利建设有限公司 1 亿元和应付启东海工船舶工业园管理委员会（简称“海工船舶工业园管委会”）0.57 亿元。2022 年末专项应付款（不含有息债务）余额为 12.29 亿元，主要系公司参与投建的水务、高标准农田及北沿江高铁等收益性项目获得的政府专项债资金<sup>7</sup>。此外，主要由于与施工单位的工程款陆续结算，年末应付账款同比下降 29.21%至 3.41 亿元，年末主要包括应付启东建筑集团有限公司 1.66 亿元、应付启东滨海建设有限公司 0.85 亿元、应付启东市长龙房地产开发有限公司 0.14 亿元、应付明华房地产开发有限公司 0.13 亿元和应付中粮贸易有限公司江苏分公司 0.99 亿元。

该公司主要通过外部融资支持项目建设，2022 年末刚性债务较上年末增长 12.91%至 319.88 亿元，同年末短期刚性债务 118.52 亿元，剔除全额保证金的应付票据，2023-2025 年公司待偿还有息债务规模分别为 91.22 亿元、13.85 亿元和 25.68 亿元，中短期内存在一定的债务偿付压力，公司拟通过银行转贷、发行企业债券、PPN 等直接融资产品来置换到期债务。

2022 年末该公司银行借款规模 174.08 亿元，年利率主要位于 3.4%-6.17%区间；从贷款来源看，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的比重为 18.52%、27.88%和 53.60%；从借款方式看，公司以保证借款为主，2022 年末余额为 121.57 亿元，占比 69.85%，保证单位主要系公司本部及子公司之间互保，以及城投集团、锦汇集团等地方国企，抵押、质押及混合借款 47.16 亿元，占比 27.10%，其中抵押物主要系土地使用权资产、质押物主要为定期存单，公司还通过信用借款 5.31 亿元，占比 3.05%。2022 年末，公司开立银行承兑汇票和信用证合计 32.19 亿元，均为全额保证金；同年末公司通过理财直融产品融资 10.78 亿元，期限主要为 1 年和 2 年，年利率区间主要位于 4.4%-5.14%区间。公司本部和启晟集团还通过债券进行外部融资，2022 年末应付债券（含一年内到期）余额为 77.51 亿元。此外，公司还有少量非银金融机构借款，主要为信托和融资租赁，2022 年末分别为 4.90 亿元和 2.26 亿元，其中信托借款年利率 5.99%，融资租赁借款年利率区间为 2.85%-4.75%；同年公司获财政拨付的需承担债务责任的专项债资金 16.20 亿元。

## 3. 现金流量

该公司经营活动现金流反映了委托代建及房产项目建设、水务业务等主业现金收支，公司而房产项目及委托代建业务资金回笼存在滞后，水务业务获现情况尚可，但相关业务于 2022 年剥离也将影响当年主业收现水平，2022 年公司营业收入现金率较上年下降 18.94 个百分点至 78.97%。主要因代建业

<sup>7</sup> 2022 年末该公司专项应付款（含一年内到期部分）余额 28.49 亿元，均为公司收到的政府专项债券资金，其中 16.20 亿元公司签署了还款协议，由公司承担还本付息责任，剩余的 12.29 亿元未签署协议，公司不承担还本付息义务。

务、商品销售的规模和回款减少，2022 年主业资金回笼较上年大幅缩减至 21.13 亿元，同年往来及政府补助等其他与经营活动有关的资金流入虽然能够补充一定资金需求，但仍不能覆盖经营活动现金支出，当年公司经营活动产生的现金净流出 13.47 亿元。

该公司自建项目支出、理财及股权投资收支主要在投资活动现金流项下列示。2022 年公司自营项目持续在建，同年公司新增对启东市鑫城城镇建设开发有限公司<sup>8</sup>出资，此外委托贷款收支以及票据保证金支付也对公司投资活动产生一定影响，当年公司投资活动产生的现金净流出 9.85 亿元。公司主要通过外部融资弥补资金缺口，2022 年公司维持较大融资力度，但因兑付较大规模债务本息，加之质押借款保证金规模扩大，当年筹资活动现金净流入规模显著收窄至 4.82 亿元。

#### 4. 资产质量

随着各项业务陆续开展，2022 年末该公司资产规模较上年增长 9.51%至 630.61 亿元，从资产结构看，公司资产主要集中于流动资产，同年末流动资产占比 93.80%。

该公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成，2022 年末占资产总额的比重分别为 9.24%、5.36%和 16.89%和 61.16%。其中年末货币资金余额 58.24 亿元，较上年末增长 8.41%，可动用的货币资金为 15.90 亿元；应收账款较上年末增长 21.19%至 33.78 亿元，主要系已结算但尚未收回的代建工程款、土地款项及暂未收到的股权出售款，年末主要包括应收启东市财政局 12.51 亿元、应收启东市海启开发建设有限公司 9.79 亿元、应收启东金金源实业有限公司 2.35 亿元、应收水务有限公司 2.98 亿元、应收海工船舶工业园管委会 1.19 亿元；其他应收款较上年末下降 3.55%至 106.53 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”）21.06 亿元、应收海工船舶工业园管委会 15.06 亿元、应收启东市融海综合开发建设有限公司 12.59 亿元、应收启东高新技术产业开发区管理委员会 8.95 亿元和应收启东市通江水利开发有限公司 8.61 亿元；存货较上年末增长 14.58%至 385.66 亿元，主要因代建项目持续投入所致，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 75.73%至 0.32 亿元；因部分委托贷款将于一年内收回，期末其他流动资产较上年末增长 207.08%至 6.96 亿元。

该公司非流动资产规模不大，2022 年末主要分布在固定资产、在建工程、权益类投资和其他非流动资产。其中，固定资产余额主要系公司自营项目、自用房屋及机械设备等，在建工程主要系自营基建项目，2022 年随着启东自来水厂相关资产转出，年末余额分别较上年末下降 27.83%及 9.09%至 6.26 亿元和 4.09 亿元；2022 年公司新增对启东市鑫城城镇建设开发有限公司股权投资，年末其他权益工具投资较上年末增长 60.23%至 8.80 亿元，同年因部分赎回对启东汇海股权投资合伙企业（有限公司）、南通东拓创业投资企业（有限合伙）及启东天择产业投资合伙企业（有限合伙）等基金投资，年末长期股权投资较上年末下降 15.04%至 3.21 亿元，因公允价值变动，年末其他非流动金融资产较上年末下降 3.78%至 3.91 亿元，综合影响下，年末权益类投资合计较上年末增长 19.41%至 15.92 亿元；年末其他非流动资产较上年末下降 19.36%至 11.41 亿元，主要因部分委托贷款将于一年内到期调整至其他流动资产科目核算，年末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 4.76 亿元，以及委托贷款 3.00 亿元。

图表 8. 截至 2022 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                  | 科目     |
|----------------|-----------------|------|------|---------------------|--------|
| 启东国有资产投资控股有限公司 | 南通林恒门窗科技有限公司    | 0.50 | 4.00 | 2022/6/10-2023/6/17 | 其他流动资产 |
| 启东国有资产投资控股有限公司 | 启东蒲公英建筑机械设备有限公司 | 0.50 | 4.00 | 2022/6/10-2023/6/17 | 其他流动资产 |
| 启东国有资产投资控股有限公司 | 南通市恒禄机电设备有限公司   | 0.50 | 4.00 | 2022/6/10-2023/6/17 | 其他流动资产 |
| 启东国有资产投资控股有限公司 | 启东市鑫成电力安装有限公司   | 0.50 | 4.00 | 2022/6/22-2023/5/30 | 其他流动资产 |
| 启东国有资产投资控股有限公司 | 南通金厚建设工程有限公司    | 0.50 | 4.00 | 2022/8/4-2023/8/2   | 其他流动资产 |

<sup>8</sup> 启东城投全资子公司，2022 年根据启东市项目投资安排，由启东城投牵头、启晟集团、锦汇集团和吕四港集团共同出资。

| 委托人            | 借款人             | 金额   | 利率   | 期限                    | 科目      |
|----------------|-----------------|------|------|-----------------------|---------|
| 启东国有资产投资控股有限公司 | 启东新城园林绿化有限公司    | 0.50 | 4.00 | 2022/8/4-2023/7/28    | 其他流动资产  |
| 启东国有资产投资控股有限公司 | 南通金典装饰工程有限公司    | 0.50 | 4.00 | 2022/9/16-2023/9/12   | 其他流动资产  |
| 启东国有资产投资控股有限公司 | 南通神禹港湾建设工程有限公司  | 0.50 | 4.00 | 2022/9/16-2023/9/8    | 其他流动资产  |
| 启东国有资产投资控股有限公司 | 启东市俊隆建筑材料有限公司   | 0.50 | 4.00 | 2022/9/28-2023/9/28   | 其他流动资产  |
| 启东国有资产投资控股有限公司 | 江苏巨顺建设有限公司      | 0.50 | 4.00 | 2022/11/16-2023/11/15 | 其他流动资产  |
| 启东国有资产投资控股有限公司 | 南通康博亚新型建材科技有限公司 | 0.50 | 4.00 | 2022/5/27-2025/4/25   | 其他非流动资产 |
| 启东国有资产投资控股有限公司 | 南通市通启公路工程有限公司   | 0.50 | 4.00 | 2022/5/27-2025/4/25   | 其他非流动资产 |
| 启东国有资产投资控股有限公司 | 南通雅林绿化花卉苗木有限公司  | 0.50 | 4.00 | 2022/5/27-2025/4/25   | 其他非流动资产 |
| 启东国有资产投资控股有限公司 | 启东市润熙建设工程有限公司   | 0.50 | 4.00 | 2022/5/27-2025/4/25   | 其他非流动资产 |
| 启东国有资产投资控股有限公司 | 南通市东晋公路养护工程有限公司 | 0.50 | 4.00 | 2022/6/2-2025/4/25    | 其他非流动资产 |
| 启东国有资产投资控股有限公司 | 启东市龙港船舶配件销售有限公司 | 0.50 | 4.00 | 2022/12/28-2025/6/27  | 其他非流动资产 |
| 合计             | -               | 8.00 | -    | -                     | -       |

资料来源：启东国投

## 5. 盈利能力

该公司盈利主要来源于代建及土地复垦业务营业毛利，且公司主要通过成本加成模式确认收入，故近年来综合业务毛利率总体较稳定。2022 年公司营业毛利为 4.91 亿元，随着营业收入规减少，较上年下降 8.06%；同年综合业务毛利率为 18.35%，主要因安置房尾盘中部分市场化销售拉动，较上年提升 1.3 个百分点。公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，2022 年为 1.86 亿元，同年期间费用率为 7%。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，2022 年为 1.10 亿元；同时因持有或处置权益性投资也可获得部分投资收益，2022 年主要因启东自来水厂股权出售获得投资收益 0.87 亿元；同年公司实现净利润 4.25 亿元。

## 6. 偿债能力与流动性

2022 年该公司 EBITDA 为 5.99 亿元，主要由利润总额、列入财务费用的利息支出及固定资产折旧构成。公司业务开展主要依赖外部融资，近年来刚性债务规模持续扩大，EBITDA 对利息支出的保障弱。公司主业资金回笼无法覆盖主业支出，同期公司投资活动持续净流出，经营活动现金净流量及非筹资性现金净流入量均无法覆盖公司债务。

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 年以来主要因中长期借款逐步开始偿付，流贷及票据等短期融资增加，流动负债及短期刚性债务规模均有不同程度提升，且公司货币资金中较大部分因作为开具银行承兑汇票保证金、信用证保证金和定期存单等而受限，即期债务偿付压力有所上升。

图表 9. 公司偿债能力主要指标情况

| 指标名称                | 2020 年（末） | 2021 年（末） | 2022 年末 |
|---------------------|-----------|-----------|---------|
| EBITDA/利息支出(倍)      | 0.58      | 0.46      | 0.41    |
| EBITDA/刚性债务(倍)      | 0.04      | 0.02      | 0.02    |
| 经营性现金净流入与流动负债比率(%)  | -53.89    | -24.16    | -9.66   |
| 经营性现金净流入与刚性债务比率(%)  | -26.06    | -11.05    | -4.47   |
| 非筹资性现金净流入与流动负债比率(%) | -62.18    | -45.14    | -16.73  |
| 非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%) | -30.07    | -20.65    | -7.73   |
| 流动比率（%）             | 512.85    | 412.44    | 395.71  |

| 指标名称           | 2020 年（末） | 2021 年（末） | 2022 年末 |
|----------------|-----------|-----------|---------|
| 现金比率（%）        | 52.11     | 41.56     | 38.97   |
| 短期刚性债务现金覆盖率（%） | 104.10    | 49.69     | 47.20   |

资料来源：启东国投

截至 2022 年末，该公司受限资产余额 69.25 亿元，占资产总额的比重为 10.98%，主要为抵质押的货币资金和存货。

图表 10. 截至 2022 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 | 42.35 | 72.72          | 对外担保、承兑保证金、定期存单质押 |
| 存货   | 26.90 | 6.97           | 长期借款抵押、反担保        |

资料来源：启东国投

## 7. 表外事项

该公司对外担保规模较大，被担保对象较分散，2022 年末对合并范围外企业的担保余额为 117.58 亿元，年末担保比率为 43.26%，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，担保对象众多，不利于财务风险控制。

图表 11. 截至 2022 年末公司主要对外担保情况（单位：亿元、%）

| 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   | 16.45 | 13.99 | 国企   |
| 启东市新城建设投资发展有限公司 | 15.06 | 12.81 | 国企   |
| 启东市旅游开发建设有限公司   | 12.10 | 10.29 | 国企   |
| 启东苏沪现代农业发展有限公司  | 11.82 | 10.05 | 国企   |
| 启东市融海综合开发建设有限公司 | 6.93  | 5.90  | 国企   |
| 启东市通江水利开发有限公司   | 4.86  | 4.13  | 国企   |
| 启东市临海贸易有限公司     | 4.42  | 3.76  | 国企   |
| 启东黄金海滩建筑工程有限公司  | 3.99  | 3.39  | 国企   |
| 启东江鼎实业有限公司      | 3.57  | 3.04  | 国企   |
| 启东祥瑞建设有限公司      | 3.27  | 2.78  | 国企   |
| 启东市城市建设投资开发有限公司 | 2.83  | 2.41  | 国企   |
| 启东市海启开发建设有限公司   | 2.39  | 2.03  | 国企   |
| 启东滨海工业园污水处理有限公司 | 2.27  | 1.93  | 国企   |
| 启东金金源实业有限公司     | 2.08  | 1.77  | 国企   |
| 江苏吕四港集团有限公司     | 1.99  | 1.69  | 国企   |
| 启东市德辰实业有限公司     | 1.65  | 1.40  | 国企   |
| 启东江海园投资开发有限公司   | 1.62  | 1.38  | 国企   |
| 启东浦洪水利建设有限公司    | 1.60  | 1.36  | 国企   |
| 启东大高贸易有限公司      | 1.39  | 1.18  | 国企   |
| 启东鑫隆源贸易有限公司     | 1.33  | 1.13  | 国企   |
| 启东临海城镇开发经营有限公司  | 1.20  | 1.02  | 国企   |
| 江苏锦汇集团有限公司      | 1.00  | 0.94  | 国企   |

| 被担保对象 | 担保金额   | 占比    | 企业性质 |
|-------|--------|-------|------|
| 合计    | 103.91 | 88.38 | -    |

资料来源：启东国投

## 外部支持

该公司承担了启东城区外的道路、桥梁等基础设施建设，主业具有一定的区域专营优势。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。

该公司融资渠道较通畅，截至 2022 年末共获得金融机构授信总额为 352.68 亿元，其中已使用授信额度为 223 亿元，尚未使用授信额度为 129.68 亿元。

## 跟踪评级结论

启东市经济基础较好，近年来持续推动工业体系高端转型，现已形成海工及重装备、精密机械、新能源等多个重点产业；2022 年全市经济继续保持增长态势，综合财力受抵退税政策实施及土地成交波动影响而有所下滑，财政收支平衡压力有所上升。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，启东市未来面临较好的发展机遇。

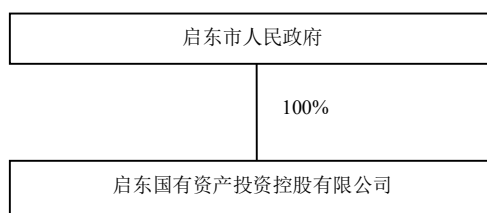
跟踪期内，该公司仍主要负责启东市城区外公建配套、交通和文旅等项目的投建，以及安置房项目建设，同时业务还涵盖土地复垦、安保服务、租赁和商品贸易等。2022 年主要因公司压降贸易业务规模，加之水务业务剥离，公司营业收入下滑；公司营业收入主要来源于项目代建，但资金回笼滞后，而未来基础设施及安置房仍有较大规模投资需求，公司将持续面临较大的投融资压力。

该公司承担了较重的项目建设任务，而业务开展依赖外部融资，随着项目投建持续推进，公司财务杠杆已提升至偏高水平，以刚性债务为主的负债结构面临一定的债务负担，且近年来即期债务偿付压力有所上升。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，不利于财务风险控制。

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：

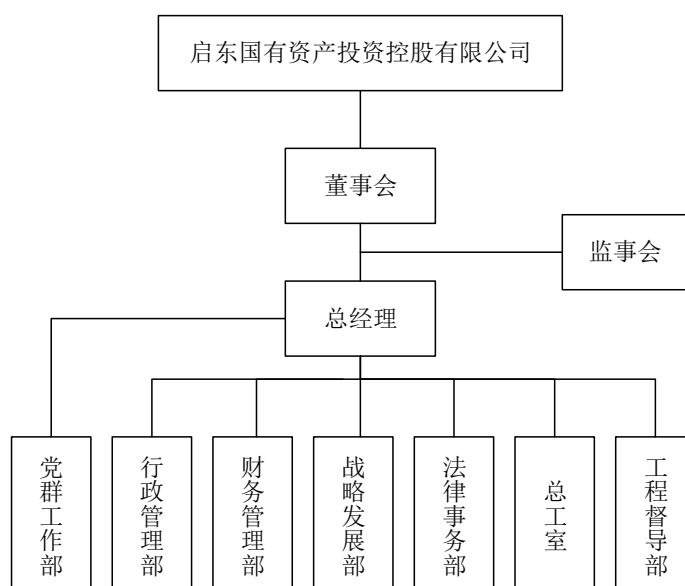
### 公司股权结构图



注：根据启东国投提供的资料绘制（截至 2022 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 2022 年末）

附录三：

主要经营实体数据概览

| 全称               | 简称         | 母公司<br>持股比例<br>(%) | 主营业务           | **年（末）主要财务数据（亿元） |               |              |             |                    | 备注 |
|------------------|------------|--------------------|----------------|------------------|---------------|--------------|-------------|--------------------|----|
|                  |            |                    |                | 刚性债务余额<br>（亿元）   | 所有者权益<br>（亿元） | 营业收入<br>（亿元） | 净利润<br>（亿元） | 经营环节现金净流入量<br>（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<br>安置房建设 | 99.04            | 107.05        | 0.28         | 0.74        | 0.71               | 本部 |
| 江苏启晟集团有限公司       | 启晟集团       | 100.00             | 交通基础设<br>施投建   | 126.51           | 166.62        | 1.76         | 1.41        | 1.39               |    |
| 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<br>施投建   | --               | 16.91         | --           | --          | --                 |    |
| 启东市忠诚信开发建设有限公司   | 忠诚信开发      | 100.00             | 房地产开发          | 6.30             | 2.88          | 0.12         | -0.07       | --                 |    |
| 启东市御龙房地产开发有限公司   | 御龙地产       | 100.00             | 房地产开发          | --               | 0.24          | 0.02         | -0.10       | --                 |    |
| 启东市桥港开发建设有限公司    | 桥港建设       | 99.87              | 交通基础设<br>施投建   | 7.40             | 11.06         | --           | --          | --                 |    |
| 启东市土地开发复垦有限公司    | 土地复垦公<br>司 | 100.00             | 土地开发复<br>垦     | 16.82            | 10.36         | 2.10         | 1.03        | --                 |    |
| 南通卓强贸易经营有限公司     | 卓强贸易       | 100.00             | 贸易             | 21.44            | 2.14          | 0.95         | 0.01        | --                 |    |

注：根据启东国投 2022 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理，除本部及启晟集团外，其他子公司 2022 年末编制现金流量表。

附录四：

发行人主要财务数据及指标

| 主要财务数据与指标[合并口径]     | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 |
|---------------------|--------|--------|--------|
| 资产总额[亿元]            | 656.36 | 575.85 | 630.61 |
| 货币资金[亿元]            | 61.88  | 53.72  | 58.24  |
| 刚性债务[亿元]            | 258.81 | 283.31 | 319.88 |
| 所有者权益[亿元]           | 337.91 | 270.96 | 271.82 |
| 营业收入[亿元]            | 33.95  | 31.31  | 26.78  |
| 净利润[亿元]             | 4.31   | 4.20   | 4.25   |
| EBITDA[亿元]          | 7.07   | 6.10   | 5.99   |
| 经营性现金净流量[亿元]        | -51.68 | -29.96 | -13.47 |
| 投资性现金净流量[亿元]        | -7.95  | -26.01 | -9.85  |
| 资产负债率[%]            | 48.52  | 52.95  | 56.90  |
| 长短期债务比[%]           | 168.22 | 135.85 | 140.04 |
| 权益资本与刚性债务比率[%]      | 130.56 | 95.64  | 84.97  |
| 流动比率[%]             | 512.85 | 412.44 | 395.71 |
| 速动比率[%]             | 197.25 | 151.05 | 137.49 |
| 现金比率[%]             | 52.11  | 41.56  | 38.97  |
| 短期刚性债务现金覆盖率[%]      | 104.10 | 49.69  | 47.20  |
| 利息保障倍数[倍]           | 0.51   | 0.38   | 0.37   |
| 有形净值债务率[%]          | 94.55  | 113.34 | 132.67 |
| 担保比率[%]             | 32.33  | 50.13  | 43.26  |
| 毛利率[%]              | 15.80  | 17.05  | 18.35  |
| 营业利润率[%]            | 13.52  | 14.74  | 17.53  |
| 总资产报酬率[%]           | 1.28   | 0.83   | 0.90   |
| 净资产收益率[%]           | 1.79   | 1.38   | 1.57   |
| 净资产收益率*[%]          | 1.95   | 1.44   | 1.57   |
| 营业收入现金率[%]          | 97.49  | 97.91  | 78.94  |
| 经营性现金净流量与流动负债比率[%]  | -53.89 | -24.16 | -9.66  |
| 经营性现金净流量与刚性债务比率[%]  | -26.06 | -11.05 | -4.47  |
| 非筹资性现金净流量与流动负债比率[%] | -62.18 | -45.14 | -16.73 |
| 非筹资性现金净流量与刚性债务比率[%] | -30.07 | -20.65 | -7.73  |
| EBITDA/利息支出[倍]      | 0.58   | 0.46   | 0.41   |
| EBITDA/刚性债务[倍]      | 0.04   | 0.02   | 0.02   |

注：表中数据依据启东国投经审计的 2020~2022 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，同期无偿划出了汇才科创园、吕四港开发和新建发等子公司，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。

指标计算公式

| 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 |

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

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

## 附录五：

### 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、CCC 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。

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、CCC 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。

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。

附录六：

发行人历史评级

| 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 <sup>+</sup> 稳定 | 罗媛媛、邵一静 | 新世纪评级方法总论（2012）<br>城投类政府相关实体信用评级方法（2015）<br>公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8） | <a href="#">报告链接</a> |
|      | 前次评级   | 2022 年 6 月 29 日 | AA <sup>+</sup> 稳定 | 罗媛媛、邵一静 | 新世纪评级方法总论（2012）<br>城投类政府相关实体信用评级方法（2015）<br>公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8） | <a href="#">报告链接</a> |
|      | 本次评级   | 2023 年 6 月 28 日 | AA <sup>+</sup> 稳定 | 罗媛媛、邵一静 | 新世纪评级方法总论（2022）<br>公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）                     | -                    |
| 债项评级 | 历史首次评级 | 2021 年 12 月 7 日 | AA <sup>+</sup>    | 罗媛媛、邵一静 | 新世纪评级方法总论（2012）<br>城投类政府相关实体信用评级方法（2015）<br>公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8） | <a href="#">报告链接</a> |
|      | 前次评级   | 2022 年 6 月 29 日 | AA <sup>+</sup>    | 罗媛媛、邵一静 | 新世纪评级方法总论（2012）<br>城投类政府相关实体信用评级方法（2015）<br>公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8） | <a href="#">报告链接</a> |
|      | 本次评级   | 2023 年 6 月 28 日 | AA <sup>+</sup>    | 罗媛媛、邵一静 | 新世纪评级方法总论（2022）<br>公共融资评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）                     | -                    |

注 1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。  
注 2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。