



南通城市建设集团有限公司 2021 年 公司债 2024 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: 信评委函字[2024]跟踪 0810 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，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。
- 根据监管要求，本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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 20 日

本次跟踪发行人及评级结果	南通城市建设集团有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“21 通城 03”、“21 通城 04”	AAA
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。	
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为南通市作为江苏沿海城市，是国家新一轮发展战略布局的重点，区位和政策优势突出，产业结构不断优化，区域经济持续增长，潜在的支持能力很强。南通城市建设集团有限公司（以下简称“南通城建”或“公司”）作为南通市市属重要的城市基础设施建设和公共事业运营主体，对南通市政府重要性高，与南通市政府维持很高的紧密关系。同时，中诚信国际预计，随着公司各板块业务的发展，资产规模将保持增长，加之政府持续的资金和资产注入等方面支持，公司自有资本实力将提升；同时，需关注轨道交通业务经营亏损、债务规模增长较快，财务杠杆比率趋高及房地产业务风险对其经营和整体信用状况造成的影响。	
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。	
	可能触发评级上调因素：不适用。	
调级因素	可能触发评级下调因素：地方经济环境恶化；公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱；重要子公司股权划出或其财务指标出现明显恶化；再融资环境恶化，导致流动性紧张等。	

正面

- **区域经济实力很强。**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，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。**作为南通市属一类企业，公司在资本金注入、股权划转和财政补贴等方面得到当地政府的持续支持，自有资本实力逐年提升。2023年获得资本金注入15.72亿元及财政补助19.64亿元。
- **职能定位重要、业务多元且具有专营优势。**作为南通市市属重要的城市基础设施和公共事业运营主体，公司职能定位重要，其业务布局呈现多元化，轨道交通和公交客运等核心业务在南通市均具有专营优势，整体的业务竞争力很强。

关注

- **轨道交通业务经营亏损。**轨道交通具有较强的公益性，公司轨道交通运营收入成本倒挂，经营主要依赖于政府补贴，该板块经营性业务利润亏损。
- **债务规模增长较快，财务杠杆比率趋高。**近年随着轨道交通建设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，财务杠杆比率整体有所升高，未来的债务规模及财务杠杆控制情况有待关注。
- **房地产业务风险。**近年来持续的房地产调控政策叠加部分房企信用风险事件发酵导致商品房销售明显降温，目前公司存量的房地产项目及土地储备较多，未来去化进度及盈利情况需持续关注。

项目负责人：王梦怡 mywang@ccxi.com.cn

项目组成员：王思宇 sywang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

财务概况

南通城建（合并口径）	2021	2022	2023
资产总计（亿元）	1,053.07	1,227.31	1,302.58
经调整的所有者权益合计（亿元）	414.12	451.63	461.55
负债合计（亿元）	638.95	775.69	841.03
总债务（亿元）	450.14	566.03	617.17
营业总收入（亿元）	94.21	90.39	62.98
经营性业务利润（亿元）	2.67	2.71	-0.78
净利润（亿元）	4.77	3.77	1.36
EBITDA（亿元）	22.95	22.78	21.46
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-18.47	-60.57	-14.60
总资本化比率（%）	52.08	55.62	57.21
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.18	1.22	1.25

注：1、中诚信国际根据南通城建提供的其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 2021~2023 年度审计报告整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；2、本报告中引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，特此说明。

同行业比较（2023 年数据）

项目	南通城建	沿海集团	盐城城资
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA
地区	江苏省-南通市	江苏省-南通市	江苏省-盐城市
GDP（亿元）	11,813.30	11,379.60*	7,079.80*
一般公共预算收入（亿元）	680.16	613.00*	453.26*
所有者权益合计（亿元）	461.55	353.33*	342.61*
总资本化比率（%）	57.21	58.32*	69.16*
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.25	0.38*	0.27*

中诚信国际认为，南通市与盐城市的行政地位相当、经济财政及区域环境与可比组相当，公司与可比公司围绕其职能定位展开，业务运营实力高于可比组；公司权益规模处于比较组较高水平，总体资本实力较强，财务杠杆处于比较组较低水平。同时，当地政府具有很强的支持能力，并对上述公司具有很强或极强的支持意愿。

注：1、“沿海集团”系“南通沿海开发集团有限公司”简称，“盐城城资”系“盐城市城市资产投资集团有限公司”的简称。2、带*均为 2022 年数据。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

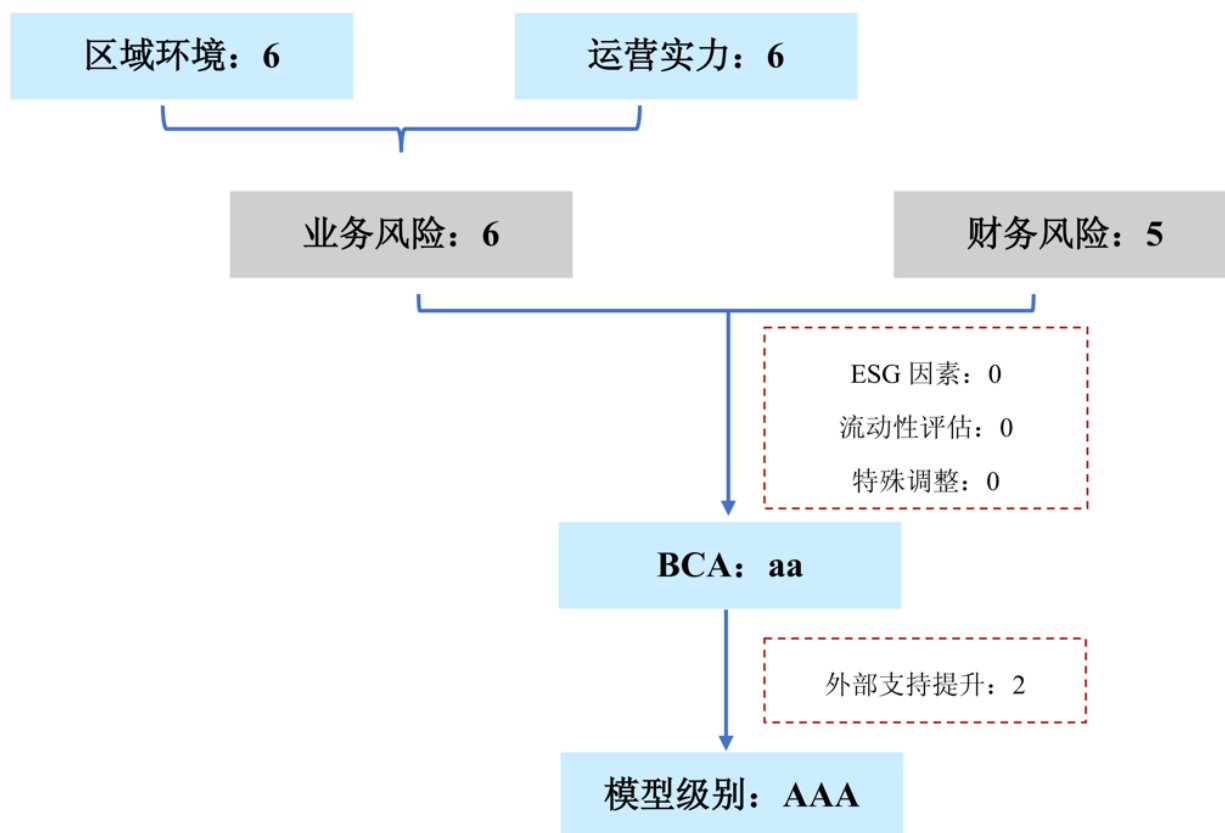
本次跟踪情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项 余额（亿元）	存续期	特殊条款
21 通城 03	AAA	AAA	2023/06/25 至本 报告出具日	15.00/15.00	2021/10/20-2025/10/20	附第三年末调整票面利率 选择权和投资者回售选择 权
21 通城 04	AAA	AAA	2023/06/25 至本 报告出具日	15.00/15.00	2021/11/12-2025/11/12	附第三年末调整票面利率 选择权和投资者回售选择 权

主体简称	本次主体评级结果	上次主体评级结果	上次主体评级有效期
南通城建	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/06/25 至本报告出具日

● 评级模型

南通城市建设集团有限公司评级模型打分(C220000_2024_04_2024_01)



注：

外部支持：南通市政府有很强的支持能力，对公司有极强的支持意愿，主要体现在南通市的区域地位，以及较强劲的经济财政实力和增长能力；公司作为南通市重大城市基础设施建设主体，呈现以城市基础设施建设、市政公用事业保障供应为核心，实业经营为辅助的多元化经营格局，公司根据市政府意图推进当地基础设施项目建设及履行公用事业运营职能，与南通市政府关联度很紧密。公司在获得资本金注入、股权划转和运营补贴等方面亦有良好记录，具有强的重要性及与政府很高的关联性。2023 年以来，公司获得财政拨入资本金 15.72 亿元，同时随着南通轨交的 1 号线一期工程的正式运营及 2 号线一期工程的试运营，政府对轨交业务的运营成本补贴大幅增长，使得当年公司获得政府补助增至 19.64 亿元，对公司的外部支持进一步提升，公司获得的外部支持由很调整至极强。

方法论：中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2024_04

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。政策环境方面，2024 年基投行业政策主基调延续，化债与发展统筹兼顾，政策要求进一步落实，基投企业流动性压力阶段性缓释，转型和分化发展加速，政策执行情况待关注。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

详见《基础设施投融资行业 2024 年一季度政策回顾及影响分析》，报告链接

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11066?type=1>

区域环境

中诚信国际认为，南通市的区域经济实力很强，2023 年主要财力指标回升，再融资环境尚可，潜在的支持能力强。

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。近年，南通市经济体量逐年增长，2023 年南通市实现地区生产总值（GDP）11,813.30 亿元，在江苏全省排名第 4 名，同比增长 5.8%。2023 年南通市的主要财力指标呈现回升，一般公共预算收入同比增长 11.00%，在江苏省内排名第 5 位，其中税收收入占比上升 11.91 个百分点，财政平衡率回升 4.17 个百分点。受房地产和土地市场行情遇冷的影响，2023 年南通市政府性基金收入同比下降 13.00%，未来房地产和土地市场行情的回暖情况有待持续关注。再融资环境方面，2023 年末，南通市政府债务余额居于江苏省第四位。区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较低，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境尚可。

表 1：近年来南通市地方经济财政实力

项目	2021	2022	2023
GDP（亿元）	11,026.90	11,379.60	11,813.30
GDP 增速（%）	8.9	2.1	5.8
人均 GDP（元）	142,642	147,000	153,000
固定资产投资增速（%）	5.0	-2.9	2.6
一般公共预算收入（亿元）	710.18	613.00	680.16
政府性基金收入（亿元）	1,441.82	1,129.82	982.91
税收收入占比（%）	80.70	67.31	79.21
公共财政平衡率（%）	63.28	53.43	57.60

注：1、税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%，财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：江苏省预决算公开统一平台、如皋市财政局，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，南通城建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，实业经营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）、绿化、保安及城市照明等。综合而言，公司职能定位重要，业务类型丰富，具有突出的经营优势及很强的业务竞争力，且代建项目储备较充足，整体的业务稳定性和可持续性较强。

值得关注的是，2023 年，因外部环境及房地产行业周期性影响，公司收入水平较上年有所下滑，同时由于投

资收益减少，公司整体利润总额有所下滑，需关注该部分收益对整体盈利稳定性的影响；随着未来轨道交通项目建设的推进，公司的投资压力或将增加。此外，房地产行业政策及市场行情的变化对房地产开发业务产生的影响需予以持续关注。

表 2：2021~2023 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2021			2022			2023		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
城市基础设施建设	0.38	0.41	67.42	0.21	0.23	67.92	0.17	0.27	87.81
路桥工程	19.43	20.63	14.13	22.08	24.42	12.41	15.24	24.20	11.81
绿化业务	1.45	1.54	6.87	1.62	1.79	25.01	1.37	2.18	22.08
城市照明	2.39	2.54	45.90	1.33	1.48	33.61	1.05	1.67	22.30
自来水供应	12.87	13.66	24.52	13.09	14.48	22.05	13.32	21.25	10.04
保安业务	2.90	3.09	10.65	3.83	4.24	24.75	3.30	5.24	25.18
公交客运	9.05	9.60	24.52	7.21	7.97	-61.39	8.39	13.32	-8.39
港口业务	23.47	24.91	-0.57	22.67	25.08	2.63	14.62	23.22	4.16
轨道交通	-	-	-	0.82	0.91	16.94	0.96	1.52	-452.55
管片销售	4.26	4.52	31.80	1.09	1.21	19.01	0.14	0.22	31.48
混凝土销售	4.73	5.02	-7.05	3.51	3.89	9.61	2.62	4.16	15.65
商品房开发	11.67	11.76	23.23	12.21	13.51	24.26	0.69	1.09	105.63
驾校培训业务	0.02	0.02	46.32	0.02	0.02	25.96	0.07	0.11	6.99
其他	1.58	1.67	18.30	0.69	0.76	-3.22	1.03	1.64	-5.67
营业收入/毛利率合计	94.21	100.00	9.83	90.39	100.00	8.14	62.98	100.00	-2.22
投资收益	4.86			4.08			2.76		

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

城市基础设施建设板块，跟踪期内，公司仍是南通市市属唯一的城市基础设施建设主体，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，改为按每年的投资额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。

从业务开展情况来看，公司近年基础设施建设业务稳步推进，由于收入确认模式的调整，板块收入较少，且毛利率较高。公司在建及拟建的城市基础设施建设项目较充足，业务的稳定性和可持续性较有保障。

表 3：截至 2023 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	2024 年拟投资	2025 年拟投资
深南路大桥	2022-2024	3.35	2.60	0.75	--

太平路大桥工程	2022-2024	2.60	2.20	0.40	--
通师一附滨江校区	2024-2025	1.95	0.19	1.17	0.59
启秀中学滨江校区	2024-2025	2.02	0.20	1.22	0.61
合计	--	9.92	5.19	3.54	1.20

注：尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：截至 2023 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	2024 年拟投资	2025 年拟投资
幸余路快速化一期工程	2024.06	2024-2025	5.79	4.63	1.16
园林路下穿铁路通道	2024.07	2024-2025	2.01	1.61	0.40
通盛大道下穿铁路通道	2024.07	2024-2025	1.37	1.10	0.27
安达路下穿铁路通道	2024.11	2024-2027	4.62	1.85	0.57
友谊路下穿铁路通道	2024.11	2024-2027	4.81	2.00	0.71
石桥路下穿铁路通道	2024.11	2024-2025	3.23	1.30	1.93
通启运河水利枢纽工程	2024.06	2024-2025	2.38	1.00	1.38
南通火车站综合开发工程	2024.08	2024-2028	9.48	2.00	4.20
南通站预留城际车场工程	2024.11	2024-2025	0.83	0.10	0.73
南通火车站一期配套工程	2024.08	2024-2027	3.11	0.60	1.26
南通火车东站综合客运枢纽	2024.09	2024-2025	0.38	0.38	--
观江路（姚港路-洪江路）工程	2025.03	2024-2025	0.27	--	0.27
长泰路两侧绿化景观带二期工程	2024.07	2024-2025	0.25	0.25	--
滨江景观带（姚港河—洪江路）江堤提升工程	2024.07	2024-2025	0.80	0.80	--
合计	--	--	39.33	17.62	12.88

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 2023 年末，公司商业办公区域出租率在 95%，按年收取租金，平均租赁合同期限为 2.49 年；停车综合楼整体出租，按 1,576.66 万元/年收取租金。2023 年公司实现租赁收入 0.34 亿元（不含税）。

路桥工程板块，跟踪期内，公司该业务仍由二级子公司南通路桥工程有限公司（以下简称“南通路桥”）负责。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，故存在一定规模的应收账款。

从业务开展情况来看，因受外部经济环境的影响，2023 年公司路桥工程板块收入较上年有所下滑，但仍为公司形成了一定的收入贡献。毛利率方面，由于承接的项目类型有所差异，近年该板块毛利率有所下降。截至 2023 年末，南通路桥主要已完工路桥项目包括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 标段施工和 232 省道泰兴段工程(二期)施工项目 S232EQ-SG 标段等，积累了较丰富的工程施工经验。2023 年，公司路桥工程新签合同额 15.33 亿元，截至当年末，在手未完成含税合同额约 24 亿元。当年末，南通路桥主要在建项目 16 个，合同金额合计 57.23 亿元，已完成产值 24.49 亿元，已回款 22.83 亿元。整体看，公司路桥工程项目储备较为充足，奠定了良好的可持续性发展基础。

表 5：截至 2023 年末南通路桥主要在建路桥工程项目情况（万元）

项目	合同额	截至 2023 年年末已完成产值（不含税）	截至 2023 年年末已回款（含税）
352 省道东台西段工程路基桥涵施工项目 S352XD-LQ1 标段	11,607.29	1442.85	85.38

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	39,115.00	26,619.18	29,531.03
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	58,550.00	48,825.61	52,767.26
通扬线南通市区段（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）	15,640.00	14,438.52	11,520.13
343 国道大丰至盐都段工程 YF4 标段	57,196.33	40,550.95	28,694.21
深南路大桥工程	33,480.00	16,968.86	15,265.69
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	60,120.83	40,368.69	39,317.62
通扬线通吕运河段航道整治工程-启东市 S335 大洋港桥	13,655.00	3577.87	1,471.18
南通创新区十号支路（兴通路-朝阳路）工程	4,353.54	1,938.74	604.30
江阴靖江长江隧道南接线 JJSJ-YJ2 标	64,255.00	17,696.54	22,468.42
长深高速公路连云港至淮安段扩建工程主体施工项目 LHK-LYG2 标段	79,289.90	16,885.43	20,512.22
204 国道阜宁花园至亭湖新兴段工程 YFDLM2 标段（二次）标段	26,478.80	13,072.17	3,644.71
沪陕高速公路平潮至广陵段扩建工程服务区及收费广场路面施工项目 PGK-FJLM 标	3,930.01	1,672.03	2,368.28
江苏省南京至盐城高速公路 NY-YZ4 标	43,207.34	843.66	--
常泰长江大桥路面施工项目 CT-A8 标	49,221.96	39.08	--
348 省道射阳段工程（S348-SG2 标段）	12,177.09	6.00	--
合计	572,278.09	244,946.18	228,250.43

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

轨道交通板块，跟踪期内，公司轨道交通建设仍由全资子公司南通轨道交通集团有限公司（以下简称“南通轨交”）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 号线已于 2022 年 11 月开通试运营，2023 年 12 月正式运营。轨道交通 2 号线已于 2023 年 12 月开通试运营。

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；截至 2023 年末，1 号线一期工程已全部投完；2 号线一期工程总长 21.04 公里，设车站 18 座，截至 2023 年末，2 号线一期工程尚需投资 50.69 亿元，后续投资主要用于工程尾款支付。1 号线一期工程、2 号线一期工程资本金比例均为 40%，截至 2023 年末资本金已到位 133.78 亿元，由南通市财政筹集，分年逐步到位，剩余资金通过银团贷款、发行债券等方式解决，由财政资金负责还本付息。

表 6：截至 2023 年末公司已通车地铁线路情况（亿元、公里、座、%）

项目名称	长度	车站数	总投资	已投资	资本金比例	资本金到位金额
南通市轨道交通 1 号线一期工程	39.182	28	272.48	272.48	40.00	91.37
南通市轨道交通 2 号线一期工程	20.85	17	161.66	110.97	40.00	42.41
合计	60.032	45	434.14	383.45	--	133.78

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

根据《南通市域快线专题会会议纪要》，公司为江海快线、机场快线的投资建设和运营主体，具体负责两条快线的招标和后续的相关工程实施等工作。

江海快线主线起自南通西站，经五水片区、滨江片区、中央商务区，南通市经济技术开发区，与如通苏湖换乘后进入海门区。在张芝山设置支线，覆盖苏锡通园区。江海快线线路长 69.2 公里，

设站 18 座。全线设一段一场，总投资约 308.6 亿元，目前正在开展工程可行性研究。

机场快线线路起自南通东站，沿宁启铁路廊道北侧新建双线至新机场站，出新机场站后向东延伸至通州湾。线路长 66.93 公里，设车站 8 座，设停车场 1 座、车辆段 1 座，总投资约 266.04 亿元。目前正在开展工程可行性研究。

从业务开展情况来看，轨交建设方面，公司近期建设规划已基本形成，但远期交通工程建设需求仍较大，未来仍存在较大的资本支出压力。但南通市区域经济财政实力强，作为区域内唯一的地铁建设主体，公司能够获得较大的政府支持。轨交运营方面，由于地铁业务具有较强公益性，收费机制市场化程度较低，因此通常在城市地铁线路和客流量培育达到一定规模，并形成较为成熟的体系后，地铁公司的票务收入或其他补充收入才能够覆盖日常运营成本并实现一定的收支结余。公司地铁运营时间尚短，且线路较少，近年来地铁运营业务处于持续亏损状态。毛利率方面，随着轨交线路的增加，固定成本进一步增长，2023 年公司毛利率严重倒挂。同期，公司收到上级部门划拨的轨道交通运营补贴 49,193.70 万元，在一定程度上弥补了经营亏损。同时，随着南通市轨道交通 1 号线一期工程及 2 号线一期工程已分别于 2022 年 11 月及 2023 年 12 月开通试运行，2023 年公司票务收入大幅增长，但实际运营情况较可研仍存在较大差异，中诚信国际将持续关注公司地铁后续运营情况。整体来看，由于地铁业务的准公益性特点，公司地铁运营业务收入成本配比失衡，业务呈现经营性亏损，对政府补贴的依赖程度较大。

表 7：近年来公司各运营地铁线路运营情况

路线名	运营指标	2022	2023
1 号线	年度客运量（万人次）	151.23	2,088.10
	日均客运量（万人次）	2.91	5.72
	单日最高客运量（万人次）	8.48	17.19
	列车开行列次（列次）	14,491	109,417
	运营里程（万车公里）	286.70	2,180.90
	票款收入（万元）	248.12	4,214.70
	每人次票务收入（元）	1.64	2.02
	运营成本（万元）	5,991.80	53,481.00
	单位总运营成本（元/车公里）	20.90	24.52
	正点率(%)	99.97	99.99
	财政补贴（万元）	--	49,193.70

注：2 号线仅于 2023 年运行 5 天，相关数据暂无法统计。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

自来水供应板块，公司自来水供应板块包括自来水供应和污水处理。跟踪期内，公司水务业务仍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。南通水务本部负责自来水供应业务，南通市东港排水有限公司（以下简称“东港排水”）、南通市洪江排水有限公司（以下简称“洪江排水”）、南通市经济技术开发区通盛排水有限公司、南通市经济技术开发区富民港排水有限公司和南通能达水务有限公司则主要负责污水处理相关业务。

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 2023 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未来下属水厂扩建并投入运营，预计公司未来自来水销售量将持续平稳增长。

表 8：近年南通水务业务运营情况

	2021	2022	2023
日供水能力（万立方米）	200	200	200
生产量（亿立方米）	5.99	5.76	5.88
销售量（亿立方米）	5.38	5.41	5.58
网管漏损率（%）	7.05	8.39	7.80
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如下表所示，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 9：近年南通水务售水结构情况（万立方米、元/立方米）

类别	2021		2022		2023	
	销量	单价	销量	单价	销量	单价
原水供应	33,788.84	0.95	34,461.89	0.95	35,927.81	0.95
生活用水	8,000.16	2.84	8,232.81	2.84	8,238.50	2.84
行政事业用水	484.37	2.87	507.82	2.87	548.27	2.87
工商用水	8,175.86	3.44	7,912.33	3.44	8,258.33	3.44
特种用水	739.30	4.38	622.19	4.38	521.92	4.38
小区域农村转供水	2,661.61	1.64	2,382.86	1.64	2,309.48	1.64
合计	53,850.50	--	54,119.89	--	55,804.33	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2023 年末，南通水务在建的水利设施项目为李港水厂一期建设工程，2024 年计划投资 1.50 亿元，李港水厂建成后的水处理能力约 40 万立方米/日，将一定程度提升南通水务整体的供水能力。

表 10：截至 2023 年末水务公司在建供水项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资	2024 年拟投资
李港水厂一期建设工程	18.00	11.30	1.50
合计	18.00	11.30	1.50

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

污水处理方面，跟踪期内，公司仍主要负责崇川区（包括原港闸区）、苏通园区及南通经济开发区的污水处理，东港排水承担南通市原港闸区 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 2023 年末，东港排水和洪江排水污水处理能力合计为 44.80 万立方米/日，出水水质均为国内最高标准一级 A。此外，再加上通盛排水、富民港排水及能达水务的污水处理能力，2023 年末公司污水处理

能力总计 79.90 万立方米/日。

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。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。

表 11：近年污水处理业务运营情况

项目名称	2021	2022	2023
污水处理能力（万立方米/日）	73.15	73.15	79.90
污水处理量（万立方米）	23,260	22,962	22,117
污水处理收入（亿元）	2.53	2.62	2.86

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2023 年末，公司在建污水工程为洪江排水四期提标改造工程、通盛排水四期扩容工程工程和东港排水四期扩容工程，设计处理能力分别为 10 万立方米/日、10 万立方米/日和 5 万立方米/日。

表 12：截至 2023 年末公司在建污水工程情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资	2024 年拟投资
洪江排水四期提标改造工程	3.80	3.00	0.80
通盛排水四期扩容工程	4.60	3.00	1.60
东港排水四期扩容工程	2.00	0.70	1.30
合计	8.40	6.00	2.40

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从业务运营情况来看，公司近年水务服务业务稳步推进，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。污水处理亦有区域竞争优势，运营情况也较平稳。毛利率方面，2023 年，因公司账务处理改变，将原本计入管理费用的维修费用调整到营业成本中，当年公司自来水供应板块毛利率较上年有所下降。此外，公司拥有部分在建及拟建的水务工程项目投建计划，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。

港口业务板块，跟踪期内，公司港口业务仍由南通港口集团有限公司（以下简称“南通港口集团”）负责。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，目前南通港口集团的业务仅在河港区范围内开展。截至 2023 年末，南通港口集团拥有长江岸线 1,967 米，码头核定年通过能力 5,000 万吨；总占地面积 94.2 万平方米，其中堆场面积 72 万平方米，仓库面积 8 万平方米；拥有生产性泊位总数 7 座（均为通用泊位），其中万吨级以上泊位 7 座，最大靠泊能力 20 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、%）

	2021		2022		2023	
	吞吐量	占比	吞吐量	占比	吞吐量	占比
货物	707.00	2.28	357.90	1.26	393.10	1.14

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、拖带业务、代理业务、其他（含理货、港务、堆存等）业务及

货运收入（主要为贸易收入）。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，主要作业货种有化肥及农药、金属矿石（石英砂为主）、非金属矿石（主要是黄砂）、矿建材料、机械设备等，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。此外，自 2021 年以来公司新增贸易业务拓展，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。公司基于多年的铁矿石港口装卸服务，持续打造“化肥+石英砂”装卸服务品牌和全产业链风电设备出口基地，与省港集团签署合作意向，拖带业务稳固长江业务，积极拓展沿海市场，并大力开拓多元化港航服务业务，多点发力增收创效。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。

从业务开展情况来看，2023 年主要系外部环境影响，公司贸易业务收入较上年有所下滑，同期，因低毛利率的贸易收入占比减少，公司港口业务毛利率较上年小幅提升，但仍较微薄。在建项目方面，截至 2023 年末，南通港口集团在建项目主要为天生港区横港沙作业区 10 万吨级粮油泊位工程（以下简称“粮油泊位工程”）及通海港区公共服务中心项目（以下简称“公共服务中心项目”）。粮油泊位工程总投资 21.11 亿元，截至 2023 年末，已投资 3.50 亿元，根据项目可研该项目的总投资收益率为 6.00%，主要通过申请政府专项债券及自筹等方式实现资金平衡；公共服务中心项目总投资 3.50 亿元，截至 2023 年末，已投资 0.48 亿元。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或有所提升，未来将为板块收入增长提供助力。

公交客运板块，跟踪期内，公司公交客运业务仍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”）和南通汽运实业集团有限公司（以下简称“汽运集团”）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 2023 年末，公交公司共有营运车辆 1,411 辆，公交线路 105 条，线路长度 1,709.8 公里，行驶里程 5,635 万公里，拥有公交站点 2,166 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 卡乘车价格标准按照不同乘车人的情况为执行价格的 5 折或 7 折。

从公交公司的业务开展情况来看，受宏观环境及出行方式改变等因素影响，近年客运量和行使里程有所波动。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，2021~2023 年，公交公司获得的经营补贴分别为 2.65 亿元、3.39 亿元和 3.46 亿元。

表 14：近年公交公司运营情况

项目	2021	2022	2023
车辆数（辆）	1,511	1,563	1,411
公交线路（条）	105	111	105
线路长度（公里）	1,698.5	1,786.1	1,709.8
客运量（万人次）	5,784	3,345	4,123
行驶里程（万公里）	5,788	5,036	5,635

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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 个一二级客运站和二一个现代物流园

区，营运车辆 2,968 辆、客运业务覆盖全国 18 个省、市、自治区。随着居民旅游出行需求的增长，2023 年，汽运集团客运量为 375 万人，同比增长 73.61%，旅客周转量为 4.75 万人公里，同比增长 75.93%。截至 2023 年末，汽运集团总资产 73.70 亿元，总负债 47.52 亿元，2023 年营业总收入 7.71 亿元，净利润亏损 0.12 亿元，受益于外部环境因素，收入规模有所回升，盈利亏损呈现收窄。汽运业务具有公益性质，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 4.41 亿元。

商品房开发板块，跟踪期内，公司商品房开发业务仍由 2020 年划入的江苏致豪房地产开发有限公司（以下简称“江苏致豪”）及子公司南通轨交下属二级子公司南通轨道置业有限公司（以下简称“轨道置业”）负责运营负责运营。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。

从业务开展情况来看，江苏致豪近年开发了万通城、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 2023 年末，上述项目已累计确认销售收入 113.52 亿元，累计回笼资金合计 124.73 亿元。因房地产开发具体周期性，且 2021 年及 2022 年主要提供收入的万濠禧园项目已基本销售完毕，2023 年公司房地产开发收入较上年大幅减少。截至 2023 年末，江苏致豪在建项目为嘉盛苑项目，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，该项目计划总投资 15.8 亿元（包含土地总价 9.8 亿元），预计 2024 年竣工交付。项目总建筑面积 9.45 万平方米，住宅可售面积 6.7 万平方米，共 382 套。2022 年 9 月首开盘，销售备案价 23,200 元/平方米（其中包含装修部分 2,000 元/平方米），2023 年已累计预售回笼金额 0.04 亿元，该项目去化率偏低，未来去化情况需予以持续关注。此外，2022 年 12 月 26 日江苏致豪与南通轨道置业有限公司联合竞得崇川区 CR22030 地块，江苏致豪占股 51%。该地块位置为崇川区工农南路西、崇学路东、喜洋洋大厦南侧，土地面积 3.28 万平方米，总建筑面积 9.42 万平方米，容积率 1.98，计划总投 18.00 亿元，截至 2023 年末已投资 10.95 亿元（包含土地款 9.31 亿元）。2023 年 8 月首开盘，销售备案价 31,000 元/平方米（其中包含装修部分），2023 年已累计预售回笼金额 6.90 亿元。该项目预计 2026 年 9 月底竣工交付。当年末，江苏致豪拥有一块土地储备，系 2023 年 6 月与南通市中央创新区科创产业发展有限公司合作开发中创 R23006 地块，江苏致豪占股 40%，南通市中央创新区科创产业发展有限公司占股 60%，由江苏致豪操盘并表，并按照持股比例进行投资和分红。项目地处世纪大道北、崇州大道西、科甲路南、胜利路东侧，土地面积 12.72 万平方米，容积率 1.21，总计容建筑面积 15.4 万平方米，已合计支付土地出让金 28.77 亿元。整体而言，江苏致豪拥有较丰富的商品房开发经验，2023 年因可确认收入项目基本已销售完毕，当期收入规模较上年下降较多。同时需关注在预售阶段房地产项目的去化情况，以及房地产行业政策、市场行情的变化可能导致的业务波动。

轨道置业成立于 2012 年，股东原为南通产业控股集团有限公司（以下简称“南通产控”）及南通观音山经济开发有限公司（以下简称“观音山公司”）。2021 年 8 月 16 日，公司与南通产控签署《国有股权转让协议》，以 2.00 亿元交易对价收购南通产控持有的轨道置业 77.27% 的股权，轨道

置业自 2021 年 6 月 1 日起纳入公司合并范围。此外，公司与轨道置业、观音山公司签订《股权转让协议》，以 0.55 亿元（2022 年 1 月付款）收购观音山公司持有轨道置业剩余 22.73% 股权，轨道置业成为公司全资子公司。

轨道置业主要从事房地产开发业务，拥有房地产开发企业二级资质，主要开发类型为商品住宅和商业地产。业务模式主要采取自主开发和合作开发两种模式，其中自主开发模式的项目主要集中在崇川区及南通中央创新区，合作开发模式的项目遍及整个南通市域。（1）自主开发：轨道置业按照市场化运作模式，通过招拍挂获得出让土地后进行项目开发建设。房产销售采用“委托代理为主，自主销售为辅”的销售模式，部分项目会选择实力较强的房地产专业代理公司进行销售。房地产项目销售采取市场定价模式，销售资金回笼方式包括一次性现金付款、分期现金付款以及银行按揭，并根据会计政策结转收入。（2）合作开发：轨道置业与大型房地产企业合作开发房地产项目，目前主要合作方包括绿城房地产集团有限公司、江苏致豪及南通市中央创新区科创产业发展有限公司。合作模式方面，轨道置业以自有资金与合作方成立项目公司，招拍挂获得土地后由项目公司开展融资、建设、销售等，房屋销售后按各股东持股比例进行权益分配（包括但不限于利润分配、股东减资等）；合作开发模式的项目均不并表。

从业务开展情况来看，轨道置业拥有一定的在手房地产项目及土地储备，业务可持续性较强。其中已完工自主开发项目整体销售情况尚可，在建自主开发项目尚未确认收入。因房地产项目具有周期性，近年来轨道置业房地产项目收入持续减少。受当前房地产行情低迷影响，中诚信国际将持续关注轨道置业目前在建、在售的房地产项目销售进度及轨道置业合作开发模式产生的投资收益情况。

表 15：截至 2023 年末轨交置业主要开发房地产项目情况（亿元、%）

项目名称	类型	建设状态	开发模式	总投资	已投资	销售进度	累计确认收入	累计回款
并表公司房地产项目								
国城璟府	住宅	已完工	自主开发	12.00	12.00	99.50	21.78	23.82
国城生活广场	商业	已完工	自主开发	5.30	5.30	65.40	4.07	4.25
元瑞雅苑（CR21032）	商住	在建	自主开发	19.11	13.81	0.00	0.00	0.00
上瑞嘉苑（R22022）	住宅	在建	公司持股 60%	12.66	7.65	0.00	0.00	0.00
小计	--	--	--	49.07	38.76	--	25.85	28.07
不并表公司房地产项目								
晓风印月（崇川 R18044）	住宅	已完工	公司持股 30%	19.90	19.90	100.00	24.62	26.83
桂语江南（港闸 R19024）	住宅	已完工	公司持股 30%	16.81	16.81	100.00	18.92	20.62
明月江南（如东 2003-02）	住宅	已完工	公司持股 30%	15.20	15.20	100.00	16.75	18.32
桂语听澜（海安 2020040001）	住宅+商业	已完工	公司持股 30%	16.41	16.41	98.00	12.05	13.23
桂语朝阳（崇川 R21046）	住宅	在建	公司持股 30%	23.69	18.10	17.00	0.00	4.99
万濠朗润（R22030）	住宅	在建	公司持股 49%	19.00	10.90	36.70	0.00	6.71
小计	--	--	--	111.01	97.32	--	72.34	90.7
合计	--	--	--	160.08	136.08	--	98.19	118.77

注：不并表项目总投资额均为项目总投资额。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他板块，公司其他板块包括绿化服务、城市照明、保安业务、管片销售和混凝土销售等，业务布局较为多元化。

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。因市政工程项目发标减少，2023 年公司实现绿化收入 1.37 亿元，较上年有所下降。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。

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。受市政亮化工程量减少的影响，公司 2023 年城市照明收入较上年有所下滑。

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，形成良好的现金流入。

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。受外部环境及轨道交通项目建设进度等因素影响，近年公司管片销售收入持续减少。

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。受市场需求的变化影响，近年公司混凝土销售收入持续减少；毛利率主要因原材料价格降低影响近年来持续上升。

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，相关业务收入有所波动，同时积极利用自身业务开展优势，辅以绿化业务、城市照明、管片和混凝土销售等市场化业务，尽管因市场需求及外部环境等因素影响，2023 年收入较上年有所下滑，但仍能为整体营收贡献一定的收入补充。

财务风险

中诚信国际认为，获益于当地政府的持续支持和盈余积累，公司资本实力逐年增强，且自身业务不断发展带动总资产规模扩大，部分投资资产可贡献良好收益，但整体资产即期变现能力不足，资产质量一般；此外，公司财务杠杆比率呈上升态势且处于偏高水平，经营获现能力一般，相关偿债指标有待提升。

资本实力与结构

作为南通市市属唯一的城市基础设施建设及公共事业运营主体，公司地位重要，受益于自身业务的发展，公司资产规模呈持续增长态势。公司目前的核心业务为城市基础设施建设和公共事业运营，并辅以实业经营的多元化业务布局，资产主要由上述业务形成的存货、其他应收款、长期股权投资、其他权益工具投资、固定资产和在建工程等构成，并呈现流动资产和非流动资产占比几近相当的资产结构，且预计公司未来仍将维持现有业务结构，资产结构将保持相对稳定。随着工程建设的稳步推进及土地成本的增加，2023 年末存货同比增长 9.85%，主要包括开发成本 302.42 亿元和工程施工 117.01 亿元，同期末存货中受限合计 32.61 亿元，主要为土地质押，占同期末存货的 7.72%。其他应收款主要是公司与政府部门及其他企业的往来款，主要应收对象分别为南通市财政局（17.10 亿元）、南通市铁路办公室（5.68 亿元）、南通市崇川区财政局（4.83 亿元）、南通市新创道置业有限公司（3.72 亿元）、江苏海穗工业园区发展集团有限公司（3.00 亿元）及启东角度实业有限公司（3.00 亿元），合计占比为 41.80%，受往来款变化的影响，其他应收款规模有所波动，同时鉴于款项回收周期偏长，需关注往来款资金占用对资产流动性的影响。非流动资产构成方面，2023 年主要因公司收回南通紫荆濠韵城市发展投资合伙企业（有限合伙）投资，当年末长期股权投资同比有所减少；当年末公司长期股权投资对象主要包括江苏沪通大桥铁路有限责任公司、南通天生港发电有限公司、南通招通置业有限公司和沪宁城际铁路股份有限公司等，构成良好的盈利补充。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 2.44 亿元。随着轨道交通 1 号线结束试运营，2023 年末，公司在建工程转固规模较大，固定资产较上年增幅非常明显。公司在建工程主要包括尚在试运营阶段的轨道交通 2 号线一期工程。同时，公司保有一定规模的货币资金，2023 年末受限货币资金为 1.51 亿元，占期末货币资金比例为 2.00%。整体而言，公司拥有部分优质资产的投资，一定程度提升其资产的流动性和收益性，但资产中长期资产比例偏高，且存货和应收类款项合计规模较大，即期变现能力欠佳，整体资产价值一般。

主要受益于南通市国资委的注资以及盈余积累，跟踪期内，公司获得南通市财政局注入资本金 15.08 亿元，公司自有资本实力稳步提升。预计未来政府将持续向公司提供资金注入和财政补助

等，公司所有者权益将进一步增厚。公司业务推进主要依赖于外部融资，近年财务杠杆比率整体有所上升。随着各项业务的发展及还本付息的需要，未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，公司净债务预计将有所增长，财务杠杆率预计仍将处于偏高水平。

表 16：近年来公司财务相关科目及指标情况（亿元、%）

项目	2021	2022	2023
货币资金	63.29	66.76	75.66
其他应收款	74.45	72.85	88.32
存货	204.71	384.79	422.67
长期股权投资	58.46	69.21	57.03
其他权益工具投资	42.43	48.64	42.43
固定资产	104.92	115.04	353.75
在建工程	245.51	332.23	145.27
资产总计	1,053.07	1,227.31	1,302.58
经调整的所有者权益合计	414.12	451.63	461.55
资产负债率	60.68	63.20	64.57
总资本化比率	52.08	55.62	57.21

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流分析

受市场需求变化及房地产业务周期性等多因素影响，2023 年公司收入规模较上年下降 30.32%，当期经营回款与业务资金投入匹配，但指标好转的可持续性有待关注，且近年公司收现比多小于 1，整体收入质量一般。

公司经营活动净现金流受经营性业务的收支及其他与经营活动有关的现金收支影响较大。近年公司经营活动现金流持续呈净流出状态且波动较大，其中 2023 年主要因业务投入减少，当年经营活动现金流净流出规模减少，整体经营获现能力表现一般。

公司投资活动主要系轨道交通建设支出、自营项目投资支出及股权投资支出等，近年投资活动现金流呈大额净流出状态。当前公司仍有较大的轨道交通建设支出及对外投资计划，预期短期内仍有较大规模的投资支出。

如前所述，公司经营活动净现金流波动较大，投资活动呈现较大的资金缺口，加之近年债务偿还金额大幅增加，使得公司对外部融资保持较高需求，且主要依赖于银行借款和债券发行来弥补资金缺口，债券融资保有一定规模，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化。总体来看，公司通过自有资金、外部债务融资叠加政府拨款等方式筹集资金，但近年现金及现金等价物净增加额有所波动。

表 17：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2021	2022	2023
经营活动产生的现金流量净额	-18.47	-60.57	-14.60
投资活动产生的现金流量净额	-193.91	-93.25	-66.89
筹资活动产生的现金流量净额	182.58	155.87	91.36
现金及现金等价物净增加额	-29.80	2.06	9.87
收现比	0.85	0.86	1.23

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

受业务开展资金需求上升的影响，公司近年总债务规模持续攀升。债务结构方面，2023 年末公司短期债务规模增长，且保有较大规模，公司存在一定的短期偿债压力。公司债务主要为银行借款及债券融资，同时涉及部分专项债，其中银行借款主要为质押借款、信用借款和保证借款，债务类型较为丰富，融资渠道畅通。

表 18：截至 2023 年末公司债务到期分布情况（亿元）

类型		合计	2024	2025	2026	2027 及以后
银行借款	流贷、项目贷等	267.20	71.77	9.11	3.98	182.33
债券融资	公司债、企业债	242.16	105.56	--	--	136.60
其他	政府专项债	94.19	--	--	--	94.19
其他	企业拆借款	8.46	3.06	3.79	1.60	--
合计		612.01	180.39	12.90	5.58	413.12

注：上述债务统计口径不含应付票据及应付利息。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2023 年，主要受经营性业务初始获利水平下滑及投资收益减少的影响，公司 EBITDA 规模同比有所下降，EBITDA 利息保障倍数仍维持在 1 倍以上。但由于近年来公司经营活动现金流持续净流出，无法对债务利息形成保障。

截至 2023 年末，公司可动用账面资金为 74.15 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源；同时，公司银行授信总额为 966.77 元，尚未使用授信额度为 551.52 亿元，同时，在债券市场上尚有 57.50 亿元公募公司债储备，整体备用流动性较好。

表 19：近年来公司偿债能力指标（亿元、X、%）

	2021	2022	2023
总债务	450.14	566.03	617.17
短期债务占比	24.05	23.83	29.57
EBITDA	22.95	22.78	21.46
EBITDA 利息保障倍数	1.18	1.22	1.25
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-0.95	-3.25	-0.85

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限资产方面，截至 2023 年末，公司受限资产合计 62.28 亿元，占当期末总资产的 4.78%，主要包括存货 32.61 亿元、投资性房地产 21.21 亿元、固定资产 5.02 亿元、无形资产 1.92 元和货币资金 1.51 亿元，存在一定抵质押空间。

或有负债方面，截至 2023 年末，公司对外担保金额占同期末净资产的比例为 14.36%¹，主要为对国有企业担保，代偿风险仍需关注。此外，截至 2023 年末，公司不涉及重大诉讼事项。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2024 年 5 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

外部支持

1 公司对外担保具体情况见附三。

跟踪期内，南通市经济体量逐年增长。公司维持区域重要性，实际控制人为南通市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“南通市国资委”），股权结构和业务开展均与市政府具有高的关联性，在获得资本金注入、股权划转和财政补贴等方面有良好记录，政府资金注入对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。2023 年公司获得资本公积增加 15.72 亿元（其中包括 15.08 亿资本金）以及随着南通轨交的 1 号线一期工程的正式运营及 2 号线一期工程的试运营，政府对轨交业务的运营成本补贴大幅增长，使得当年公司获得政府补助增至 19.64 亿元。综上，跟踪期内南通市具备很强的支持能力，同时对公司具有极强的支持意愿，可为公司带来极强的外部支持。

跟踪债券信用分析

南通城市建设集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期）（以下简称“21 通城 03”，债券代码“188880.SH”）于 2021 年 10 月 20 日起息，募集资金 15.00 亿元，发行利率 3.47%，发行期限为 4 年，附第三年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权。截至本报告披露日，本期债券募集资金扣除发行费用后，募集资金已全部用于偿还“18 南通 01”。该募集资金的使用已经履行必要的程序。

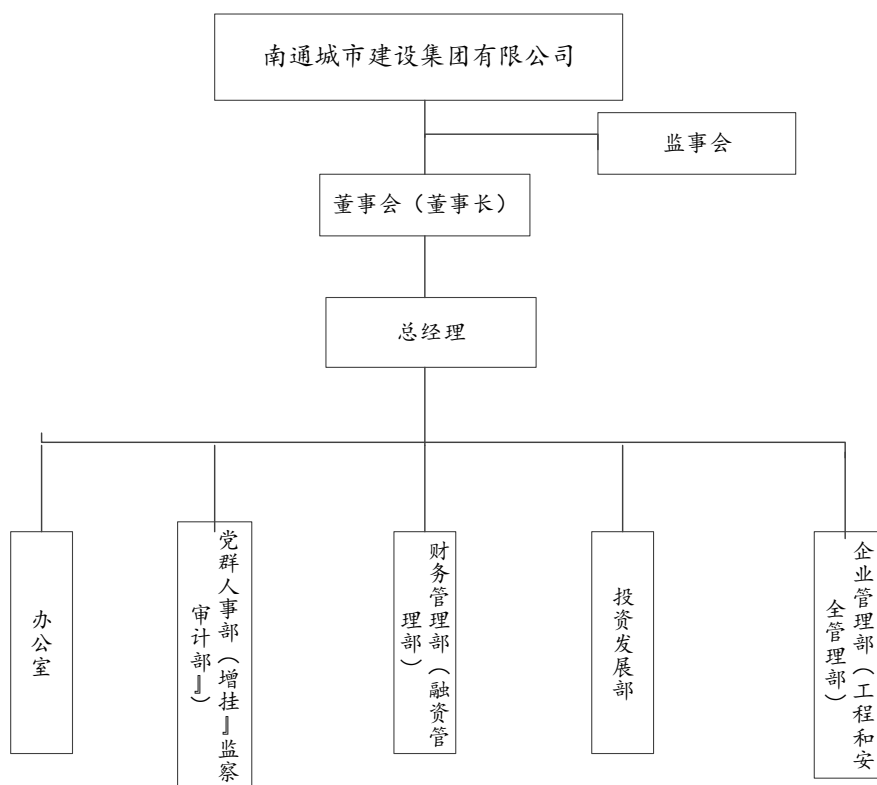
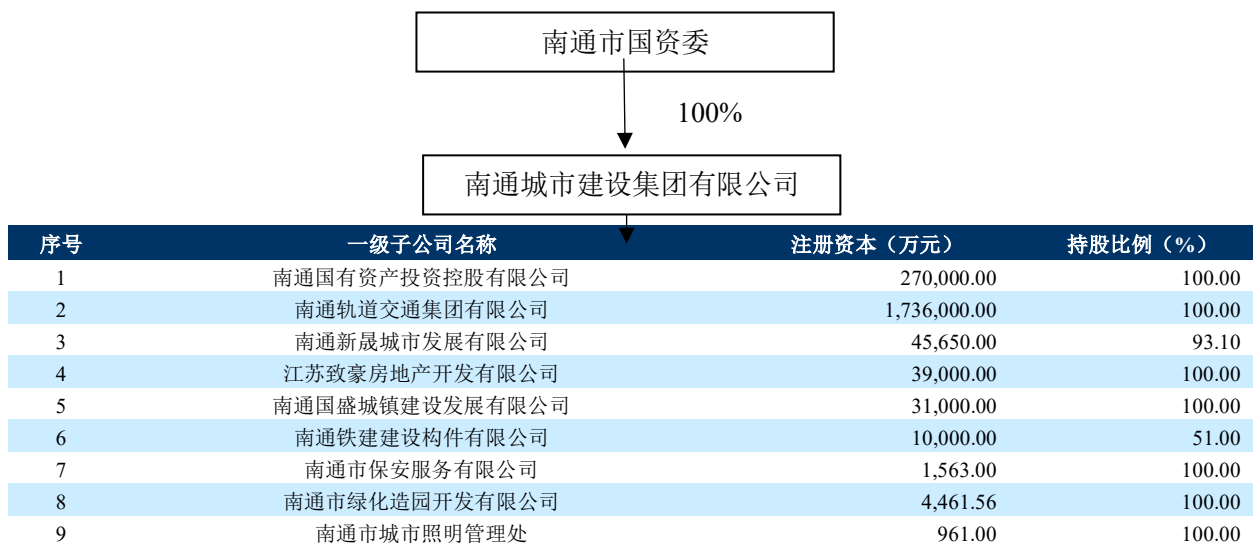
南通城市建设集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第四期）（以下简称“21 通城 04”，债券代码“188982.SH”）于 2021 年 11 月 12 日起息，募集资金 15.00 亿元，发行利率 3.47%，发行期限为 4 年，附第三年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权。截至本报告披露日，本期债券募集资金扣除发行费用后，募集资金已全部用于偿还“18 南通 02”。该募集资金的使用已经履行必要的程序。

“21 通城 03”、“21 通城 04”未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司职能定位持续重要，经营层面仍保持区域竞争力，多元化板块增强业务持续性和稳定性，虽然债务规模不断扩大，但考虑到公司外部支持有力，债券接续压力不大，跟踪债券信用风险极低。

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主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 通城 03”、“21 通城 04”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 2023 年末）



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）	2021	2022	2023
货币资金	632,909.75	667,570.62	756,593.45
非受限货币资金	622,223.73	642,807.49	741,488.34
应收账款	258,874.31	355,657.84	295,962.88
其他应收款	744,484.31	728,513.58	883,216.46
存货	2,047,092.89	3,847,856.40	4,226,681.70
长期投资	1,008,900.74	1,178,497.19	994,601.50
在建工程	2,455,117.08	3,322,324.82	1,452,691.44
无形资产	190,746.85	192,174.79	191,910.69
资产总计	10,530,670.40	12,273,127.83	13,025,777.34
其他应付款	469,152.00	624,659.75	823,109.92
短期债务	1,082,778.72	1,348,615.13	1,824,967.00
长期债务	3,418,621.44	4,311,710.66	4,346,690.19
总债务	4,501,400.16	5,660,325.79	6,171,657.19
负债合计	6,389,496.90	7,756,854.37	8,410,279.27
利息支出	193,683.87	186,144.75	171,864.87
经调整的所有者权益合计	4,141,173.50	4,516,273.46	4,615,498.08
营业总收入	942,140.30	903,881.89	629,793.73
经营性业务利润	26,656.89	27,078.19	-7,829.43
其他收益	131,342.74	142,310.28	196,426.13
投资收益	48,593.88	40,824.83	27,617.83
营业外收入	8,411.23	1,583.11	1,639.23
净利润	47,744.82	37,743.51	13,606.31
EBIT	120,751.48	127,990.56	88,713.87
EBITDA	229,510.59	227,829.21	214,599.02
销售商品、提供劳务收到的现金	802,921.78	778,917.14	777,713.76
收到其他与经营活动有关的现金	620,226.68	2,167,008.23	955,361.60
购买商品、接受劳务支付的现金	932,784.80	1,715,885.24	793,418.30
支付其他与经营活动有关的现金	463,868.75	1,760,958.26	803,258.98
吸收投资收到的现金	707,052.75	162,969.92	290,806.30
资本支出	695,852.06	776,575.72	700,656.28
经营活动产生的现金流量净额	-184,709.44	-605,702.59	-146,026.62
投资活动产生的现金流量净额	-1,939,135.86	-932,461.11	-668,866.66
筹资活动产生的现金流量净额	1,825,796.04	1,558,738.99	913,574.11
现金及现金等价物净增加额	-298,047.62	20,583.76	98,680.85
财务指标	2021	2022	2023
营业毛利率（%）	9.83	8.14	-2.22
期间费用率（%）	19.95	19.97	29.23
应收类款项占比（%）	10.05	9.21	9.13
收现比（X）	0.85	0.86	1.23
资产负债率（%）	60.68	63.20	64.57
总资本化比率（%）	52.08	55.62	57.21
短期债务/总债务（%）	24.05	23.83	29.57
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-0.95	-3.25	-0.85
总债务/EBITDA（X）	19.61	24.84	28.76
EBITDA/短期债务（X）	0.21	0.17	0.12
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.18	1.22	1.25

注：1、中诚信国际根据南通城建提供的其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 2021~2023 年度审计报告整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，特此说明；3、其他应付款的带息债务分别调入短期债务及长期债务，长期应付款中的带息债务调入长期债务，其他流动负债调入短期债务。

附三：南通城市建设集团有限公司对外担保明细（截至 2023 年末）

序号	被担保对象	企业性质	担保金额
1	南通城建江海投资基金中心（有限合伙）	-	28.00
2	南通天一置业有限公司	国企	12.00
3	南通沿海开发集团有限公司	国企	10.00
4	南通市中央创新区科创产业发展有限公司	国企	6.71
5	南通港集团建设投资有限公司	国企	4.95
6	江苏通州湾控股发展有限公司	国企	3.80
7	南通招通置业有限公司	国企	0.96
8	南通通达腾源置业有限公司	-	0.60
9	南通招城置业有限公司	国企	0.05
合计		-	66.28

注：1、南通城建江海投资基金中心（有限合伙）公司持股 9.66129%；2、南通通达腾源置业有限公司（公司占股 30%），其余股份为绿城中国控股有限公司 60%，南通天一置业有限公司 10%；3、公司有小额对购房人的担保，对购房人的担保主要系按照房地产经营惯例为商品房承购人提供抵押贷款担保，担保类型为阶段性担保，至商品房承购人所购住房的《房地产证》产出及抵押登记手续办妥后并交银行执管之日止。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附四：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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
现金流	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
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	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
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn