



内部编号: 2024060379

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

项目负责人: 罗媛媛  lyy@shxsj.com
项目组成员: 曾斯棋  zengsiqi@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.

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。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

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。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

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、出售或以其他方式外传。

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。

评级概要

编号：【新世纪跟踪（2024）100281】

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/展期/债项/评级时间

本次跟踪：AA+/稳定/AA+/2024 年 6 月 26 日

前次跟踪：AA+/稳定/AA+/2023 年 6 月 27 日

首次评级：AA+/稳定/AA+/2021 年 12 月 7 日

评级观点

主要优势：

- 外部环境较好。启东市经济基础较好，2023 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。启东国投是启东市重要的基础设施项目投建主体之一，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职能，业务具备一定的区域专营性，公司能够在资产划转、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。启东国投承担了较重的项目建设任务，近年来刚债规模逐年增长，目前债务负担已较重，且短期债务规模偏大，公司面临较大的即期债务偿付压力。
- 资金压力。启东国投代建项目资金回笼滞后，自营项目资金回笼周期长，未来代建、自营以及安置房项目仍有较大规模投资需求，将持续面临较大的资金压力。
- 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，委托对象选择较大程度依赖委托银行。

评级结论

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；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。

未来展望

本评级机构预计启东国投信用质量在未来 12 个月持稳，维持其主体信用评级展望为稳定。

主要财务数据及指标				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度
发行人母公司口径数据:				
货币资金 (亿元)	7.79	4.86	3.64	4.27
刚性债务 (亿元)	89.52	99.04	87.67	83.64
所有者权益 (亿元)	103.79	107.05	108.45	108.71
经营性现金净流入量 (亿元)	-22.67	0.71	14.89	5.72
发行人合并口径数据及指标:				
总资产 (亿元)	575.85	630.61	641.19	653.14
总负债 (亿元)	304.89	358.80	365.43	381.13
刚性债务 (亿元)	283.31	319.88	326.60	331.15
所有者权益 (亿元)	270.96	271.82	275.76	272.01
营业收入 (亿元)	31.31	26.78	27.17	6.43
净利润 (亿元)	4.20	4.25	3.83	0.31
经营性现金净流入量 (亿元)	-29.96	-13.47	-23.48	4.22
EBITDA (亿元)	6.10	5.99	5.32	—
资产负债率[%]	52.95	56.90	56.99	58.35
权益资本/刚性债务[%]	95.64	84.97	84.43	82.14
长短期债务比[%]	135.85	140.04	177.38	189.10
短期刚性债务现金覆盖率[%]	49.69	47.20	40.40	45.63
EBITDA/利息支出[倍]	0.46	0.41	0.49	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.02	—

注 1: 发行人数据根据启东国投经审计的 2021-2023 年及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算

发行人本次评级模型分析表			
适用评级方法与模型：城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）			
评级要素			风险程度
个体信用	业务风险		2
	财务风险		4
	初始信用级别		aa ⁻
	调整因素	合计调整	0
		其中：①ESG 因素	0
		②表外因素	0
		③业务持续性	0
		④其他因素	0
个体信用级别		aa ⁻	
外部支持	支持因素		+2
主体信用级别			AA ⁺
调整因素：（0）			
无。			
支持因素：（+2）			
公司为启东市重要的基础设施项目投建主体之一，可获政府支持。			

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 2023 年财务报表、未经审计的 2024 年第一季度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 2024 年 3 月末，募集资金使用完毕。

数据基础

中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2023 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 2024 年第一季度财务数据未经审计。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。

跟踪期内，该公司合并范围有所调整，但变动子公司体量均不大。2023 年无偿划入上海启吾贸易有限公司、上海署滨企业管理有限公司、上海启利水利建设工程有限公司 3 家子公司。北京秦诚贸易有限公司于 2023 年 9 月注销，不再纳入合并范围。2024 年第一季度，合并口径内划出 11 家子公司，业务涉及汽车服务及检测、文化传媒、物业和安保等。截至 2024 年 3 月末，公司合并范围内共有 48 家子公司，其中一级子公司 16 家。

业务

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；2023 年全市经济继续保持增长态势，税收收入在阶段性留抵退税政策及经济增长综合影响下实现较快增长，但土地及房地产相关财政收入对地方财力的贡献度仍较高，面对市场下行压力，2023 年全市财政收入仍有所下滑。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。2023 年主要因劳务费收入增长，加之安置房项目惠萍家园三期收入确认，公司营业收入上升；公司营业收入主要来源于项目代建，但资金回笼滞后，而未来项目建设及安置房仍有较大规模投资需求，公司将持续面临较大的资金压力。

1. 外部环境

（1）宏观因素

2024 年第一季度，全球经济景气度和贸易活动有所好转，经济体间的分化持续。经济增长与通胀压力的差异或促使欧洲央行较美联储更早开启降息，日本央行退出负利率政策在短期内的影响有限；持续攀升的债务规模推升风

险，特别是在强势美元与利率高位的背景下，发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变、保护主义盛行、地缘冲突多发等将带来负面影响。

我国经济平稳开局，为实现全年增长目标打下良好基础，但仍面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。就业形势总体平稳，价格水平在低位运行。服务业生产活动受高基数影响增速放缓；工业生产稳步提升，企业经营绩效边际改善，其中有色、化工及电子信息制造表现相对较好。消费增速回落，维持服务消费强、商品消费偏弱的格局，促消费政策的成效有待释放；制造业、基建投资增速均回升，房地产投资继续收缩；出口改善的持续性有待观察，对美欧日出口降幅明显收窄，对“一带一路”沿线国家和地区的出口表现相对较好。内外利差较大促使人民币对美元面临阶段性贬值压力，但人民币对一篮子货币有效汇率基本稳定，境外机构对境内股票、债券投资规模增加。

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；短期内宏观政策将维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。我国积极的财政政策适度加力、提质增效，财政支出节奏较上年加快，专项债及超长期国债等财政资金将有力地发挥带动作用；稳健货币政策灵活适度、精准有效，保持流动性合理充裕，央行在通过降准、“降息”促进社会综合融资成本稳中有降的同时，运用抵押补充贷款、再贷款等多种政策组合积极配合“三大工程”建设以及大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案。

经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计 2024 年我国经济增速有所放缓：基数效应的褪去及居民大额商品的消费意愿不足导致消费增速回落；制造业投资保持较快增长，基建投资稳增长的功能持续，房地产业投资依旧低迷；出口表现仍具不确定性，价格回升和海外制造业补库或带动出口增速有所提高。在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

（2）行业因素

在我国基础设施建设快速推进的过程中，城投企业作为其中的主要参与者，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。而后，政府隐性债务的管理及化解也被提上日程。坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量成为地方债务风险管控的主基调，也是城投债务管控的主导方向。一方面，地方政府通过城投新增融资的行为受限，城投企业融资环境总体趋严；但另一方面，基础设施建设在稳增长中的作用仍受到肯定，存量融资的接续工作始终受到重视，政策端为隐性债务周转仍留有空间。

主要受房地产及土地市场行情下滑，公共卫生支出等需求扩大影响，地方财政给予城投的回款进度放缓，城投企业债务周转压力有所加大。短期内，金融资源化债是相对主要且有效的化债方式，尤其在中央提出制定实施一揽子化债方案后，地方积极落实响应，特殊再融资债券等化债措施较快落实，此外政策端有意引导商业银行参与化债，央行也表示必要时对债务负担相对较重的地区提供应急流动性支持。短期内化债求稳的政策意图相对明确，城投债务周转的安全性预期得到加强。

政策导向支持地方政府通过并购重组、注入资产等方式，逐步剥离融资平台政府融资功能，转型为市场化企业。中期来看，政府投资带动作用仍被强调，保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设属需积极推动的领域，数字经济、先进制造业和现代服务业等相关服务于区域经济转型的引导性投资列于重要地位。在企业与政府推行市场化合作的基础上，相关基础设施和重大项目建设有望持续获得金融支持。与此同时，地方的化债进程将持续推进，在已明确的分级责任机制下，自上而下的债务管控持续严格，高层级平台的统筹职能或被加强，低层级平台融资自主性或受考验。

长期来看，无实业支撑的投融资平台的发展空间受限，城投企业需提高自身收入及资产质量以保障可持续经营能力，其可通过参与城市运营、提供城市服务、进行产业投资等获取市场化现金流，并逐步化解存量债务。城市服务收入的规模化与经济性，产业对基建的反哺对区域的经济水平、资源禀赋、人口集聚等具有较高要求，各地城投转型资源条件存在较大差异。从全国范围来看，由于各地资源禀赋和经济发展水平不同，城投转型也将呈现差异化特征。

(3) 区域因素

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。全市下辖 12 个镇，陆地面积 1208 平方公里。截至 2023 年末，全市常住人口 95.55 万人，比上年减少 0.15 万人；城镇化率为 62.31%，比上年提高 0.96 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 2023 年中国县域经济百强榜单中位列第 25 名。2023 年启东市经济持续增长，当年全市实现地区生产总值 1447.28 亿元，同比增速 6.2%。分产业看，2023 年全市第一产业增加值 94.44 亿元，增长 2.9%；第二产业增加值 707.15 亿元，增长 7.8%；第三产业增加值 645.68 亿元，增长 4.8%；三次产业结构为 6.5:48.9:44.6，仍呈现二三产业并重的经济发展格局。2023 年启东市人均地区生产总值为 15.13 万元，是全国平均水平的 1.69 倍。

图表 1. 启东市主要经济数据

指标	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年第一季度	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	1345.94	8.4	1391.14	2.2	1447.28	6.2	--	--
人均地区生产总值 (万元)	13.95	8.5	14.50	3.1	15.13	6.5	--	--
人均地区生产总值倍数 (倍) ¹	1.71	--	1.69	--	1.69	--	--	--
规模以上工业总产值 (亿元)	1120.58	28.2	1249.74	8.4	1412.65	8.9	337.81	8.6
全社会固定资产投资 (亿元)	--	7.7	--	3.2	--	2.0	--	10.3
社会消费品零售总额 (亿元)	482.57	16.7	477.24	-1.1	519.97	9.0	147.14	5.8
进出口总额 (亿元)	404.18	87.7	338.36	-16.3	318.07	-6.0	--	--
三次产业结构	6.6:48.8:44.6		6.7:49.3:44.0		6.5:48.9:44.6		--	
城镇居民人均可支配收入 (万元)	5.49	9.3	5.71	4.0	6.00	5.1	--	--

注：根据启东市国民经济和社会发展统计公报整理

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”²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。2023 年启东市完成规模以上工业产值 1412.65 亿元，比上年增长 8.9%，全市规模以上工业增加值增长 9.7%。实现工业开票销售 1607.5 亿元，增长 13.6%，新能源及装备产业和海工船舶重装产业工业应税销售分别增长 19.2%和 23%。

固定资产投资方面，2023 年启东市全社会固定资产投资同比增速为 2.0%，增速较上年下降 1.2 个百分点。2023 年在房地产开发投资拉动下，全市投资总量整体保持平稳，三次产业投资增速分别为-52.2%、-11.2%和 18.6%；分领域看，基础设施投资同比下降 15.4%，制造业投资同比下降 0.9%，房地产开发投资同比增长 21.1%。2023 年全市实现消费品零售总额 519.97 亿元，同比增长 9.0%，从消费类型看，商品零售 86.76 亿元，同比增长 10.7%；餐饮收入 10.16 亿元，同比增长 17.2%；从商品分类看，汽车类、饮料类、烟酒类、化妆品类、体育娱乐用品类增长较快。同年启东市实现进出口总额 318.07 亿元，同比下降 6.0%。其中，出口总额 236 亿元，下降 13%；进口总额 82.07 亿元，增长 22%；海工船舶板块、电动工具板块进出口额增长较快。

2023 年启东市土地市场总体呈现量价双减态势，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。2023 年启东市全市土地成交面积 366.03 万平方米，同比下降 13.88%，实现土地成交总价 116.45 亿元，同比下降 6.81%，土地成交均价同比上升 8.2%至 3181 元/平方米。2024 年第一季度，全市土地出让总面积 121.79 万平方米，同比上升 120.55%；土地出让总价 22.95 亿元，同比上升 1163.83%。

¹ 人均地区生产总值/人均国内生产总值。

² “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。

图表 2. 启东市土地市场交易情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度
土地出让总面积（万平方米）	370.57	425.02	366.03	121.79
其中：住宅用地	71.25	108.89	123.15	14.00
综合用地（含住宅）	46.66	37.09	--	4.84
商业/办公用地	43.95	2.03	52.42	7.39
工业用地	184.73	201.59	190.46	94.15
其它用地	23.98	75.42	--	1.42
土地出让总价（亿元）	153.28	124.97	116.45	22.95
其中：住宅用地	88.23	87.73	92.70	15.54
综合用地（含住宅）	24.53	27.20	--	2.80
商业/办公用地	34.02	0.50	18.79	1.86
工业用地	4.26	4.70	4.96	2.61
其它用地	2.25	4.84	--	0.14
土地出让均价（元/平方米）	4136	2940	3181	1884
其中：住宅用地	12383	8056	7528	11100
综合用地（含住宅）	5257	7334	--	5786
商业/办公用地	7739	2453	3585	2516
工业用地	231	233	260	277
其它用地	937	642	--	974

注：根据中指数据整理

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 2023 年末，启东市地方政府债务余额为 275.52 亿元，较上年增长 10.14%，其中一般债务余额 115.11 亿元，专项债务余额 160.41 亿元。

2023 年启东市完成一般公共预算收入 75.01 亿元，较上年上升 11.7%。同年税收收入为 60.61 亿元，构成以增值税、企业所得税、契税为主，当年分别为 26.03 亿元、9.96 亿元和 7.06 亿元，分别较上年上升 180.2%、下降 29.5% 和下降 17.1%；税收收入占一般公共预算收入比重为 80.80%。2023 年启东市一般公共预算支出为 128.99 亿元，较上年增长 2.17%，一般公共预算自给率为 58.15%，较上年上升 4.96 个百分点。2024 年第一季度，全市一般公共预算收入 26.11 亿元。

政府性基金收支方面，2023 年启东市完成政府性基金收入 112.43 亿元，较上年下降 12.70%，其中国有土地使用权收入 104.36 亿元，占比 92.82%；同年政府性基金预算支出 110.42 亿元，较上年下降 21.43%；2023 年主要因支出规模下降，政府性基金预算收入对支出的保障有所提升。

债务方面，2023 年启东市地方政府债务限额为 279.36 亿元，2023 年末地方政府债务余额为 275.52 亿元，未突破限额，其中一般债务余额为 115.11 亿元，专项债务余额为 160.41 亿元。2023 年以来启东市城投净融资由正转负，但整体融资成本较低。

图表 3. 启东市主要财政数据（单位：亿元）

指标	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年第一季度/末
一般公共预算收入	77.81	67.16	75.01	26.11
其中：税收收入	63.79	48.32	60.61	--
一般公共预算支出	118.22	126.26	128.99	--
政府性基金预算收入	152.43	128.79	112.43	--
其中：国有土地使用权出让收入	141.83	119.86	104.36	--
政府性基金预算支出	147.53	140.55	110.42	--
政府债务余额	224.72	250.16	275.52	--

注：根据启东市财政预决算等公开信息整理

2. 业务运营

(1) 业务地位

跟踪期内，该公司仍系启东市重要的基础设施建设主体之一，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。

(2) 经营规模

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。

2023 年该公司营业收入较上年略增 1.46%至 27.17 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，2023 年上述收入合计占比 68.12%；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；主要因惠萍家园三期项目开始销售并确认收入，当年安置房销售收入大幅增长至 1.28 亿元；随着业务在全市范围推开，2023 年劳务收入规模上升；上述业务外，公司还涉及租赁、安保服务、环卫以及担保收入、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. 公司资产及营业收入规模（单位：亿元，%）

项目	2021 年/末		2022 年/末		2023 年/末		2024 年第一季度/末	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
总资产	575.85	-	630.61	-	641.19	-	653.14	-
营业收入	31.31	100.00	26.78	100.00	27.17	100.00	6.43	100.00
其中：代建业务	16.18	51.69	14.89	55.60	14.29	52.59	4.90	76.21
土地整理	2.10	6.71	2.10	7.84	2.10	7.73	-	-
安置房销售	0.84	2.70	0.30	1.12	1.28	4.71	0.04	0.62
商品销售	6.83	21.82	2.75	10.27	2.12	7.80	0.35	5.44
自来水销售	1.78	5.69	0.54	2.02	-	-	-	-
租赁收入	0.30	0.95	0.49	1.83	0.64	2.36	0.13	2.02
安保服务	0.76	2.43	0.98	3.66	1.02	3.75	-	-
环卫服务	0.51	1.63	1.32	4.93	1.41	5.19	0.08	1.24
劳务费收入	--	--	2.03	7.58	3.35	12.33	0.87	13.53
其他	2.00	6.39	1.38	5.15	0.96	3.53	0.06	0.93

注：根据启东国投提供的资料整理

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³和圆陀角旅游度假区⁴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⁵，业务模式未有重大变化，仍采用委托代建模式。

近年来，该公司陆续完成了滨海公园围滩及道路项目、汇海路、府前路、堤顶公路、吕四港镇环城东路及石化园区道路等设施建设，2023 年和 2024 年第一季度公司分别实现代建业务收入为 14.29 亿元和 4.90 亿元，截至 2023 年末公司应收已结算项目款项 14.00 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 267 亿元已完工及在建项目成本因尚未结转而挂账“存货”科目。

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。

⁵ 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。

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 152.63 亿元，截至 2023 年末累计已投资 91.95 亿元，剩余待投资 60.68 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 2023 年末已投资 10.26 亿元，已收到专项债资金 10.07 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 2023 年末已投资 10.68 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 2023 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；沪渝蓉高铁上海至南京至合肥段（北沿江高铁）项目自上海市新建上海宝山站，经江苏省苏州市、南通市、泰州市、扬州市、南京市及安徽省滁州市、合肥市，接入既有合肥南站，线路全长 554.6 公里，其中新建铁路 519.9 公里、利用既有铁路 34.7 公里，全线设 16 座车站，其中新建车站 10 座，计划总投资 29.35 亿元，资料来源为自有资金、专项债及特别国债，截至 2024 年 3 月末已到位资金 4.75 亿，其中专项债资金 2.42 亿，项目已全面开建。此外，公司拟建的代建项目主要包括启隆镇整体老旧房屋搬迁项目、启东市第二人民医院综合服务提升能力项目、张靖皋长江大桥等，拟投资规模 10.24 亿元。

图表 5. 截至 2023 年末公司主要在建及拟建代建项目一览表⁶（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	10.26
南通大学四期工程	2.30	2020/05-2022/12	2.30
国投商务中心	8.00	2021/05-2023/05	5.40
公安业务技术大楼	2.50	2018/12-2022/12	2.08
看守所、拘留所项目	2.50	2019/06-2022/12	1.88
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	10.68
335 省道改扩建工程	6.00	2018/02-2023/12	5.26
志圩公路	8.77	2019/03-2025/09	4.03
天汾大桥与鹤港大桥接线工程	1.66	2020/03-2022/12	1.91
区域医疗项目	6.80	2020/08-2024/12	6.04
新农村项目	3.00	2018/06-2023/12	2.85
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	1.85
启东市海堤生态综合整治工程项目	3.50	2022/01-2023/12	2.20
江海产业园达标堤提升修复线整治项目	5.09	2022/01-2024/12	2.85
沪渝蓉高铁上海至南京至合肥段（北沿江高铁）	29.35	2023/01-2030/12	4.75
海太长江隧道（公路部分）	3.88	2023/01-2029/12	0.81
江苏南通市海洋生态保护修复项目	3.80	2023/01-2026/12	0.50
在建项目小计	152.63	-	91.95
启隆镇整体老旧房屋搬迁项目	3.20	2 年	-
启东市第二人民医院综合服务提升能力项目	5.00	2 年	-
张靖皋长江大桥	2.04	6 年	-
拟在建项目小计	10.24	-	-

注：根据启东国投提供的资料整理

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 2023 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、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 114.80 亿元，累计已投资 49.82 亿元，尚余 64.98 亿元待投资；此外公司拟建项目包括版

⁶ 该表中部分项目实际已完工，因未竣工结算而留存账面。

画院南侧地块开发项目、南通大学北侧地块开发项目、启东海复镇片区开发项目等，拟投资规模为 56.28 亿元。

图表 6. 截至 2023 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
汇泰生活集市	2.10	2023 年	1.10
强村加油站	1.80	2022 年	1.82
渔家小镇	11.80	2023 年	10.40
圆陀角旅游度假区智慧交通综合系统建设项目	7.20	2026 年	4.80
新城区综合电力管廊	3.50	2023 年	3.50
现代农业产业基地建设	2.42	2023 年	2.42
华滋片区配套服务区	3.72	2023 年	2.49
启晟写字楼	6.50	2024 年	3.86
启东市循环经济产业园	3.38	2024 年	1.38
蝶湖商务中心	20.00	2028 年	10.31
启东经济开发区内河码头项目	20.51	2026 年	3.87
21019 地块房地产开发项目（云庐）	13.30	2026 年	1.29
启东吴江高端制造产业园项目	11.57	2028 年	0.55
晟惠电子专用设备制造项目	5.00	2025 年	0.53
启东市通海垦牧公司复建项目	2.00	2024 年	1.50
在建项目小计	114.80	--	49.82
版画院南侧地块开发项目	11.70	3 年	-
南通大学北侧地块开发项目	10.00	4 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	-
拟建项目小计	56.28	-	-

注：根据启东国投提供的资料整理

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，主要分为统建房及自建房。其中统建房即限价商品房，是由政府部门统一建设，统一价格，定向销售，具有一定的公益性质，自 2016 年起，公司不再进行统建房建设；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。2021 年 7 月以后，公司新增安置房开发主体启东市垦牧小镇置业有限公司（简称“垦牧小镇置业”）。随着公司合并范围变动，该项业务运营主体主要包括公司本部、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。

近年来，该公司陆续建成了城东花园、天主堂安置房、安东小区和滨海蓝领公寓等安置房，2023 年公司实现安置房销售收入 1.28 亿元，同比增长 327.91%，当年收入增长主要因惠萍家园三期安置房开始销售并确认收入；公司安置房以定向销售为主，毛利水平偏低，同期毛利率为-0.49%，毛利率转负主要是御龙地产的老项目亏损导致。2024 年第一季度，公司实现安置房销售收入 0.04 亿元。截至 2023 年末公司账面仍有约 31.88 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、东郊花苑和江欣家园等。

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、农武安置小区四期等，计划总投资合计 44.22 亿元，截至 2023 年末已完成投资 23.00 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 2023 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	2.27
汇泰嘉苑三期安置房	24.50	20.80	9.00	3.37
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	4.50
农武安置小区四期	17.12	13.69	8.14	5.64
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	9.01	5.27
高铁新城安置房（一期）	19.87	13.83	9.00	1.95
在建项目小计	104.34	81.31	44.22	23.00
高铁新城安置房（二期）	14.52	10.11	6.00	-
拟建项目小计	14.52	10.11	6.00	-
合计	118.86	91.42	50.22	23.00

注：根据启东国投提供的资料整理

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。2023 年公司土地复垦业务投入 2.24 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 2023 年末全市已复垦 51 万亩，其中可被收购的土地指标面积 7620 亩，同期末公司存货中土地复垦成本约 29 亿元；2024-2026 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”）⁷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。

2023 年该公司实现贸易业务收入 2.12 亿元，较上年下降 22.78%，该项业务盈利仍有限，同年毛利率为 7.15%，较上年末上升 4.55 个百分点，主要是商品市场价格上升导致。2024 年第一季度，公司实现贸易业务收入 0.35 亿元。截至 2023 年末账面应收商品销售货款 1.21 亿元。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亿丰建设集团股份有限公司、申吉建设集团有限公司、启东建筑集团有限公司、江苏常鑫路桥集团有限公司和江苏启安建设集团有限公司，2023 年上述客户与公司贸易规模占比合计为 84.36%，客户集中度较高。

E. 其他业务

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，2023 年随着该项业务在全市范围内推开，当年收入规模较上年显著提升至 1.41 亿元。2024 年第一季度，公司确认环卫服务收入 0.08 亿元。2022 年，公司无偿受让启东市劳务经济技术开发有限公司（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，2023 年和 2024 年第一季度劳务服务收入分别为 3.35 亿元和 0.87 亿元。2023 年，公司资产租赁和安保服务等业务平稳运行，当年收入规模分别为 0.64 亿元和 1.02 亿元。2024 年第一季度资产租赁收入 0.13 亿元，尚未确认安保服务收入。

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。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；公司对被担保企业基本均有质押、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 2023 年末公司担保企业 517 家，在保余额为 11.43 亿元，担保放大倍数 3.39 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。

⁷ 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。

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，公司刚性债务持续扩张，且近年来持续面临较大的即期债务偿付压力。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. 财务杠杆

随着各类项目的持续投建，该公司负债规模及负债经营程度均有所上升。2023 年末及 2024 年 3 月末公司负债规模分别较上年末增长 1.85%和 4.3%至 365.43 亿元和 381.13 亿元，同期末资产负债率分别为 56.99%和 58.35%，财务杠杆水平已偏高。公司负债期限仍以中长期为主，2023 年末及 2024 年 3 月末长短期债务比为 177.38%和 189.10%。

(1) 资产

随着各项业务陆续开展，2023 年末该公司资产规模较上年增长 1.68%至 641.19 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 91.93%。

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，2023 年末占资产总额的比重分别为 6.12%、5.96%和 16.85%和 62.37%。其中年末货币资金余额 39.27 亿元，较上年末下降 32.58%，可动用的货币资金为 16.24 亿元；应收账款较上年末增长 13.18%至 38.23 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 12.50 亿元、应收启东市海启开发建设有限公司 7.35 亿元、应收启东金源实业有限公司 2.17 亿元、应收水务有限公司 2.98 亿元、应收启东市阳启开发建设有限公司 5.11 亿元；其他应收款较上年末上升 1.42%至 108.04 亿元，主要因账面往来款项规模上升，年末主要包括应收启东市临海贸易有限公司（简称“临海贸易公司”）22.68 亿元、应收海工船舶工业园管委会 18.67 亿元、应收启东市融海综合开发建设有限公司 7.79 亿元、应收启东高新技术产业开发区管理委员会 12.64 亿元和应收启东市临海园林工程有限公司 14.65 亿元；存货较上年末增长 3.70%至 399.91 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，因委托贷款到期收回，期末其他流动资产较上年末下降 48.43%至 3.59 亿元，余额主要为待抵扣/认证进项税额。

该公司非流动资产规模不大，2023 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，2023 年随着项目投入，年末余额分别较上年末上升 32.80%及 30.18%至 8.31 亿元和 5.33 亿元；2023 年公司对启东市鑫城城镇建设开发有限公司（简称“鑫城城镇开发公司”）的权益投资调整至其他非流动资产科目和新增对南光置业(启东)有限公司投资 2.30 亿元，年末其他权益工具投资较上年末下降 11.82%至 7.76 亿元，同年主要新赎回对启东汇海股权投资合伙企业(有限合伙)和南通衡凯产业投资基金合伙企业(有限合伙)等基金投资，年末长期股权投资较上年末下降 6.65%至 2.99 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 11.08%至 3.48 亿元，综合影响下，年末权益类投资合计较上年末下降 10.60%至 14.23 亿元；年末其他非流动资产较上年末上升 93.92%至 22.13 亿元，增量主要是鑫城城镇开发公司股权投资由其他权益工具投资转入和新增委托贷款，年末其他非流动资产中包含委托贷款 9.00 亿元。

2024 年 3 月末，该公司资产较上年末增长 1.86%至 653.14 亿元，其中流动资产 599.54 亿元，占资产总额的比重为 91.79%。2024 年 3 月末，因代建项目的结算款项暂未收回，应收账款较上年末增长 6.09%至 40.56 亿元；其他流动资产较上年末增长 27.54%至 4.58 亿元，主要系部分一年内到期的委托贷款并转入；其他非流动资产较上年末上升 9.85%至 24.31 亿元，主要系新增委托贷款。其他资产科目变动不大。

截至 2023 年末，该公司受限资产余额 62.58 亿元，占资产总额的比重为 9.76%，主要为抵质押的货币资金和存货。

图表 8. 截至 2023 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

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	23.02	58.63	对外担保、账户中止；承兑保证金、定期存单质押

名称	受限金额	受限金额占该科目的比例 (%)	受限原因
存货	39.56	9.89	长期借款抵押、反担保

注：根据启东国投提供的资料整理

(2) 所有者权益

2023 年末该公司权益资本与上年末基本持平，为 275.76 亿元，当年因子公司股权划入，资本公积较上年末上升 0.16%至 184.57 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 4.43%和 6.94%至 2.40 亿元和 58.17 亿元。2024 年 3 月末，公司权益资本较上年末下降 1.36%至 272.01 亿元，其中资本公积较上年末下降 2.20%至 180.51 亿元，主要系子公司股权划出导致。

(3) 负债

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），2023 年末占负债总额的比重分别为 89.37%、6.20%和 1.06%。受资金往来影响，2023 年末其他应付款上年末提升 14.21%至 22.67 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，年末主要包括应付启东城投集团有限公司 5.11 亿元、应付启东市财政局 3.60 亿元、应付江苏吕四港集团有限公司（简称“吕四港集团”）2.75 亿元、应付江苏锦汇集团有限公司（简称“锦汇集团”）1.70 亿元和应付启东市城建交通工程总指挥部 1.00 亿元。2023 年末专项应付款（不含有息债务）余额为 3.88 亿元，主要系公司收到的政府专项债券资金⁸。此外，主要由于与施工单位的工程款增加，年末应付账款同比上升 154.21%至 8.67 亿元，年末主要包括应付中亿丰建设集团股份有限公司 3.51 亿元、启东建筑集团有限公司 2.07 亿元、启东传化滨江开发建设有限公司 1.06 亿元、启东滨海建设有限公司 0.61 亿元和启东市长龙房地产开发有限公司 0.14 亿元。2024 年 3 月末，公司债务总额较上年末增长 4.30%至 381.13 亿元，其中刚性债务较上年末增长 1.39%至 331.15 亿元；由于往来款增长较多，其他应付款较上年末上升 53.12%至 34.71 亿元。

该公司主要通过外部融资支持项目建设，2023 年末刚性债务较上年末增长 2.10%至 326.60 亿元，同年末短期刚性债务 97.18 亿元，剔除全额保证金的应付票据，2024-2026 年公司待偿还有息债务规模分别为 91.22 亿元、57.94 亿元和 44.00 亿元，中短期内存在较大的债务偿付压力。

2024 年 3 月末，该公司银行借款本金为 225.32 亿元，年利率主要位于 3.0%-6.0%区间；从贷款来源看，主要来源于政策性银行、国有大型商业银行以及其他商业银行借款；从借款方式看，公司以保证借款为主，2024 年 3 月末本金余额为 166.93 亿元，在银行借款本金中占比 74.09%，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、质押及混合借款本金余额为 56.80 亿元，占比 25.21%，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，期末本金余额为 1.59 亿元，占比 0.70%。2024 年 3 月末，公司开立银行承兑汇票和信用证合计 10.68 亿元，均为全额保证金；同年末公司通过理财直融产品融资 7.66 亿元，期限主要为 1 年，年利率区间主要位于 3.10%-4.88%区间。此外，公司还有少量非银金融机构借款，主要为信托，2024 年 3 月末信托借款余额为 9.16 亿元，年利率 4.95%-5.50%；此外还有融资租赁借款 1.70 亿元；同年公司获财政拨付的需承担债务责任的专项债券资金 14.23 亿元。

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 60.40 亿元，还本付息正常。

图表 9. 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
24 启国 01	20.00	5	3.15	2024-01-15	正常存续
24 启东国资 MTN001	5.20	3	3.08	2024-01-05	正常存续
22 启东国投小微债	10.50	5	3.48	2022-04-29	正常存续
20 启国 01	15.00	7	4.00	2020-04-14	正常存续
21 启东国资 PPN001	5.00	3	3.90	2021-12-03	正常存续

⁸ 2023 年末该公司专项应付款余额 18.11 亿元，均为公司收到的政府专项债券资金，其中 14.23 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 3.88 亿元未签署协议，公司不承担还本付息义务。

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
23 启晟 PPN001	4.70	1	3.10	2023-11-20	正常存续

注：根据 Wind（2024 年 6 月 7 日）整理、绘制

2. 偿债能力

（1）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等主业现金收支，2023 年公司营业收入现金率较上年上升 5.35 个百分点至 84.29%，主要是代建业务、商品销售回款增加，2023 年主业资金回笼较上年微升至 22.90 亿元，但尚不能覆盖主业现金支出，同年由于往来款流出较多，收支其他与经营活动有关的现金净额为-1.97 亿元，当年公司经营活动产生的现金净流出 23.48 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。2023 年公司自营项目持续投建，同年公司新增对南光置业(启东)有限公司出资，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 6.15 亿元。公司主要通过外部融资弥补资金缺口，2023 年公司维持较大融资力度，当年筹资活动现金净流入 34.14 亿元。

2024 年第一季度，主要因往来款项净流入，该公司经营活动产生的现金净额 4.22 亿元；主要因自营项目建设，投资活动产生的现金流量净额-2.18 亿元；同期筹资活动现金流量净额 10.01 亿元。

（2）盈利

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。2023 年公司营业毛利为 4.87 亿元，较上年略降 0.89%；同年综合业务毛利率为 17.92%，主要因安置房销售毛利润转负，较上年下降 0.43 个百分点。公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，2023 年为 1.56 亿元，同年期间费用率为 5.74%。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，2023 年为 1.29 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，2023 年确认投资收益 0.13 亿元；同年公司实现净利润 3.83 亿元。2024 年第一季度，公司实现营业毛利 1.03 亿元，当期期间费用为 0.76 亿元，获得政府补助 0.20 亿元，实现毛利润 0.31 亿元。

（3）偿债能力

2023 年该公司 EBITDA 为 5.32 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。2023 年因一年内到期的中长期借款完成兑付，票据融资下降，流动负债及短期刚性债务规模均有不同程度下降，但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，公司持续面临即期债务偿付压力。

图表 10. 公司偿债能力主要指标情况

指标名称	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年 第一季度/末
EBITDA/利息支出(倍)	0.46	0.41	0.49	—
EBITDA/刚性债务(倍)	0.02	0.02	0.02	—
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-24.16	-9.66	-16.70	—
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-11.05	-4.47	-7.27	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-45.14	-16.73	-21.08	—
非筹资性现金净流入与刚性债务比率(%)	-20.65	-7.73	-9.17	—

指标名称	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年 第一季度/末
流动比率 (%)	412.44	395.71	447.44	454.75
现金比率 (%)	41.56	38.97	29.80	30.35
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	49.69	47.20	40.40	45.63

注：根据启东国投提供的资料整理

该公司融资便利性较强。截至 2024 年 3 月末，公司共获得金融机构授信总额为 408.12 亿元，其中已使用授信额度为 264.44 亿元，尚未使用授信额度为 143.68 亿元；公司本部和启晟集团可进行直接融资，体系内还有部分信托及租赁借款，融资渠道较通畅。

调整因素

1. ESG 因素

跟踪期内，该公司在产权状况、法人治理结构及管理制度等方面未有重大变化，公司组织结构图更新见附录二；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。

2. 表外因素

该公司对外担保规模较大，被担保对象较分散，2023 年末对合并范围外企业的担保余额为 163.77 亿元，年末担保比率为 59.39%，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 2023 年末公司主要对外担保情况（单位：亿元、%）

被担保人	担保余额
南通东禾开发建设有限公司	23.40
启东苏沪现代农业发展有限公司	17.20
启东市阳启开发建设有限公司	14.93
启东市新城建设投资发展有限公司	14.49
启东市旅游开发建设有限公司	11.99
南通启滨投资发展有限公司	6.60
启东安瑞达开发建设有限公司	5.50
启东市临海贸易有限公司	5.43
启东市通江水利开发有限公司	4.75
启东市园馨旅游管理服务有限公司	4.48
启东市玉成农业有限公司	4.19
启东江鼎实业有限公司	4.15
启东金源实业有限公司	3.67
启东市融海综合开发建设有限公司	3.49
启东黄金海滩建筑工程有限公司	3.19
启东祥瑞建设有限公司	2.65
启东市海启开发建设有限公司	2.59
江苏吕四港集团有限公司	2.49
启东浦洪水利建设有限公司	2.48
启东市城市建设投资开发有限公司	2.19
江苏锦汇集团有限公司	1.93
启东临海城镇开发经营有限公司	1.90
启东滨海工业园污水处理有限公司	1.63

被担保人	担保余额
启东威湖建设有限公司	1.50
启东市合力城镇开发经营有限公司	1.47
启东市风驰旅游汽车服务有限公司	1.40
南通卓强贸易有限公司	1.29
启东鑫隆源贸易有限公司	1.13
启东源源旅游开发有限公司	1.10

注：根据启东国投提供的资料整理

3. 业务持续性

该公司主要业务包括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、租赁和商品贸易等，截至目前未发现公司存在主业持续性明显减弱的迹象。2024 年第一季度，随着子公司启东市金盾保安服务有限公司划出，未来公司将不再包含安保业务，该业务 2023 年收入 1.02 亿元，对公司影响较小。

4. 其他因素

该公司关联交易规模不大，主要体现为关联资金往来。截至 2023 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 2024 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 2024 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 7685.90 万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开平台 2024 年 6 月 12 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。

外部支持

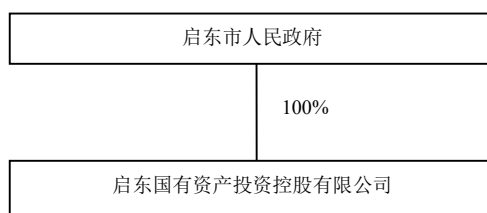
该公司承担了启东城区外的道路、桥梁等基础设施建设，主业具有一定的区域专营优势，在地方国资体系中地位重要，能够获得政府在资本注入、项目获取及政府补助等方面的支持。2023 年公司获得以政府补助为主的其他收益 1.29 亿元，补充了公司盈利规模；截至 2023 年末公司累计收到政府专项债券支持资金 35.19 亿元。

跟踪评级结论

综上，本评级机构维持启东国投主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，本次债券信用等级为 AA⁺。

附录一：

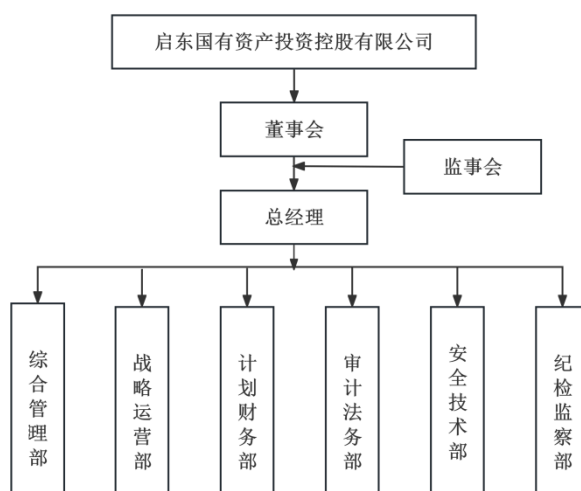
公司与实际控制人关系图



注：根据启东国投提供的资料整理绘制（截至 2024 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据启东国投提供的资料整理绘制（截至 2024 年 3 月末）

主要经营实体数据概览

全称	简称	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2023 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
				总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净流入量 (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	208.67	108.45	5.20	1.40	14.89	母公司口径
江苏启晟集团有限公司	启晟集团	100.00	交通基础设施投建	328.75	166.77	13.46	1.62	--	现金流未披露
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	38.06	16.91	--	-1.19 万元	--	现金流未披露
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	101.55	2.60	1.27	0.10	--	现金流未披露
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	59.22	-1.01	0.10	-0.21	--	现金流未披露
启东市桥港开发建设有限公司	桥港建设	99.87	交通基础设施投建	63.69	11.06	--	0.01	--	现金流未披露
启东市土地开发复垦有限公司	土地复垦公司	100.00	土地开发复垦	39.22	11.33	2.10	0.98	--	现金流未披露
南通卓强贸易经营有限公司	卓强贸易	100.00	贸易	67.53	2.21	1.52	0.08	--	现金流未披露

注：根据启东国投提供的资料整理

附录四：

同类企业比较表

企业名称（全称）	2023 年/末主要数据					
	总资产（亿元）	所有者权益（亿元）	资产负债率（%）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	经营性现金净流入（亿元）
宁波市奉化区投资集团有限公司	785.73	255.58	67.47	21.61	2.27	-101.42
江苏海润城市发展集团有限公司	611.64	247.89	59.47	26.08	2.95	7.55
启东国有资产投资控股有限公司	641.19	275.76	56.99	27.17	3.83	-23.48

注：根据公开资料整理

附录五：

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]	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 第一季度
资产总额[亿元]	575.85	630.61	641.19	653.14
货币资金[亿元]	53.72	58.24	39.27	40.02
刚性债务[亿元]	283.31	319.88	326.60	331.15
所有者权益[亿元]	270.96	271.82	275.76	272.01
营业收入[亿元]	31.31	26.78	27.17	6.43
净利润[亿元]	4.20	4.25	3.83	0.31
EBITDA[亿元]	6.10	5.99	5.32	—
经营性现金净流入量[亿元]	-29.96	-13.47	-23.48	4.22
投资性现金净流入量[亿元]	-26.01	-9.85	-6.15	-2.18
资产负债率[%]	52.95	56.90	56.99	58.35
长短期债务比[%]	135.85	140.04	177.38	189.10
权益资本与刚性债务比率[%]	95.64	84.97	84.43	82.14
流动比率[%]	412.44	395.71	447.44	454.75
速动比率[%]	151.05	137.49	143.56	143.30
现金比率[%]	41.56	38.97	29.80	30.35
短期刚性债务现金覆盖率[%]	49.69	47.20	40.40	45.63
利息保障倍数[倍]	0.38	0.37	0.43	—
有形净值债务率[%]	113.34	132.67	133.24	140.87
担保比率[%]	50.13	43.26	59.39	69.33
毛利率[%]	17.05	18.35	17.92	15.96
营业利润率[%]	14.74	17.53	15.91	5.70
总资产报酬率[%]	0.83	0.90	0.74	—
净资产收益率[%]	1.38	1.57	1.40	—
净资产收益率*[%]	1.44	1.57	1.42	—
营业收入现金率[%]	97.91	78.94	84.29	72.41
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-24.16	-9.66	-16.70	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-11.05	-4.47	-7.27	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-45.14	-16.73	-21.08	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-20.65	-7.73	-9.17	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.46	0.41	0.49	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.02	—

注：表中数据依据启东国投经审计的 2021~2023 年度及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算。

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%

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

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

附录六：

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。

附录七：

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 ⁺ /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
	前次评级	2023 年 6 月 27 日	AA ⁺ /稳定	罗媛媛、邵一静	新世纪评级方法总论（2022） 城投类政府相关实体信用评级方法与模型（城市基础设施投资企业）FM-GG001（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024 年 6 月 26 日	AA ⁺ /稳定	罗媛媛、曾斯棋	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业信用评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	-
债项评级	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
	前次评级	2023 年 6 月 27 日	AA ⁺	罗媛媛、邵一静	新世纪评级方法总论（2022） 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）	报告链接
	本次评级	2024 年 6 月 26 日	AA ⁺	罗媛媛、曾斯棋	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业信用评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	-

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，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。