

如皋市经济贸易开发总公司

2018 年度第二期中期票据

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2018]101112】

评级对象: 如皋市经济贸易开发总公司 2018 年度第二期中期票据

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪:	AA	稳定	AA	2018 年 8 月 30 日
首次评级:	AA	稳定	AA	2018 年 2 月 9 日

主要财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	1.65	17.25	14.34	16.92
刚性债务	31.91	47.17	63.62	62.02
所有者权益	121.49	122.30	146.30	146.82
经营性现金净流入量	-30.82	17.44	-8.87	5.84
合并数据及指标:				
总资产	288.58	382.08	399.51	400.20
总负债	134.96	225.86	218.39	218.39
刚性债务	97.91	135.49	178.22	178.49
所有者权益	153.61	156.22	181.12	181.81
营业收入	9.96	9.83	13.35	3.39
净利润	2.04	2.61	2.74	0.69
经营性现金净流入量	-25.41	3.48	-40.92	3.40
EBITDA	2.84	4.29	3.99	—
资产负债率[%]	46.77	59.11	54.67	54.57
长短期债务比[%]	288.58	382.08	399.51	400.20
权益资本与刚性债务比率[%]	99.02	63.63	200.47	201.37
流动比率[%]	414.47	258.57	514.59	517.46
现金比率[%]	23.79	26.09	70.28	71.05
利息保障倍数[倍]	0.38	0.44	0.33	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.42	0.52	0.36	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.04	0.03	—

注: 根据如皋经开经审计的 2015-2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

刘道恒: ldh@shxsj.com
谢宝宇: xby@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

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

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“新世纪评级”或“本评级机构”)对如皋市经济贸易开发总公司(简称“如皋经开”、“该公司”或“公司”)及其发行的 2018 年度第二期中期票据的跟踪评级反映了 2017 年以来如皋经开在区域环境、外部支持、财务弹性等方面保持优势,同时也反映了公司在融资、流动性及担保等方面继续面临压力。

主要优势:

- **地方经济基础良好。**跟踪期内,虽然部分传统优势产业受到冲击,但随着一些重点项目落地,如皋市新能源及相关产业得到快速发展,对地方经济发展形成了良好的支撑。
- **外部支持。**如皋经开是开发区核心开发主体,历年来受如皋市及经开区政府扶持的力度一直较大。跟踪期内,如皋经开获得股东货币增资,资本实力得到提升。
- **具有一定财务弹性。**如皋经开流动资产占比高,其中有较为充裕的现金储备,对短期有息债务覆盖程度高。此外,公司还有大规模未使用授信,也可有效提升公司财务弹性。

主要风险:

- **资金平衡压力。**如皋经开业务交易对手主要是如皋经开区管委会,各类项目投资规模维持较大规模,资金回笼周期长,导致公司现金流状况一直不理想。
- **债务偿付压力较大。**如皋经开刚性债务规模持续增长,其中存在大量信托资金和融资租赁款,且中短期债务偿付规模较大,面临一定偿付压力。
- **资产流动性不理想。**如皋经开资产中存货和其

他应收款占比大。其中存货中土地资产规模大，周转速度慢；其他应收款账龄较长，公司资产质量及流动性一般。

- 对外担保规模大。如皋经开对外担保规模增长明显，担保对象众多且涉及行业广泛，风险控制难度大，存在一定或有负债风险。

➤ 未来展望

通过对如皋经开及其发行的本期中票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，并授予上述债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



如皋市经济贸易开发总公司 2018 年度第二期中期票据

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照如皋市经济贸易开发总公司及其发行的 2018 年度第二期中期票据（简称“18 如皋经开 MTN002”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据如皋经开提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度财务报表及相关经营数据，对如皋经开的财务状况、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。

截至本评级报告出具日，本期债券募集资金已全部使用完毕，用途为偿还本息负债。

截至 2018 年 7 月末，该公司已发行债券情况如下。

图表 1. 公司已发行债券概况（截至 2018 年 7 月末）

债项名称	债券余额（亿元）	起息日	到期日	发行利率（%）	本息兑付情况
14 皋开债	6.00	2014/1/22	2021/1/22	8.30	已兑付本金 4.00 亿元，按时付息
15 如皋经开 PPN001	6.00	2015/11/3	2020/11/3	5.30	未到期，按时付息
15 如皋经开 PPN002	6.00	2015/12/28	2020/12/28	5.50	未到期，按时付息
16 皋开债	16.00	2016/3/24	2023/3/24	3.95	未到期，按时付息
16 如皋经开 PPN001	4.00	2016/10/20	2021/10/20	4.70	未到期，按时付息
17 如皋经开 MTN001	5.00	2017/9/22	2020/9/22	6.57	未到期
17 如皋 01	7.40	2017/8/30	2020/8/30	6.50	未到期
17 如皋 02	1.70	2017/9/12	2020/9/12	6.60	未到期
17 如皋经开 CP001	2.00	2017/12/20	2018/12/20	6.09	未到期
18 如皋经开 MTN002	4.00	2018/07/25	2021/07/25	6.80	未到期
合计	58.10	-	-	-	-

资料来源：WIND

业务

1. 外部环境

(1) 宏观经济和政策环境

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，同时经济增速也有所放缓，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，税改支持下的美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表有序推进，特朗普的关税政策加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场存在风险；欧盟经济复苏向好而景气度持续回落，能源价格上涨助推 CPI 改善，欧洲央行量化宽松将于年底结束，联盟内部政治风险不容忽视；日本经济温和复苏，略有回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上略弱于主要发达经济体；印度经济保持中高速增长，随着“废钞令”影响褪去、税务改革的积极作用显现，为稳定 CPI 印度央行时隔四年首度上调利率；俄罗斯、巴西的 CPI 均处低位，两国货币贬值幅度较大并制约继续降息空间，经济景气度快速下降，复苏势头不稳；南非经济低速增长，南非央行降息配合新任总统推动的国内改革，对经济的促进作用有待观察。

2018 年上半年，我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，消费升级下新兴消费的快速增长有利于夯实消费对经济发展的基础性作用；基建疲弱导致固定资产投资增速下降，而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升，投资结构优化趋势持续；进出口贸易增速保持较高水平，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级，新

旧动能加快转换。房地产调控力度不减、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国积极财政政策取向不变，增值税率下调、个税改革启动、财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险的政策和制度持续推进，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。经济金融去杠杆成效显著，影子银行、非标融资等得以有效控制；央行定向降准、公开市场操作和加息保持了货币政策的稳健中性，为结构性去杠杆提供了稳定的货币金融环境；宏观审慎政策不断健全完善，全面清理整顿金融秩序，金融监管制度不断补齐，为防范化解重大金融风险提供了制度保障。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动将逐步成为常态。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，自贸区建设深化，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。央行扩大中期借贷便利担保品范围、定向降准等一系列精准调控措施将进一步增加金融市场流动性、降低企业融资成本、缓解实体经济融资难度，有利于稳健中性货币政策的持续推行。美对华贸易政策日益严苛，将对我国出口增长形成一定扰动，但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且

随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017 年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，加之近两年债务集中到期规模大，部分企业将面临集中偿付压力。

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。2017 年我国基础设施投资完成 14.00 万亿元，增长 19.0%，占全国固定资产投资（不含农户）的比重为 22.2%；资本形成总额对国内生产总值增长的贡献率为 32.1%。

2017 年 5 月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2017 年末，我国城镇化率为 58.52%，与国外发达国家的 70%-80% 相比仍有较大发展空间，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，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

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着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014 年 9 月，国务院发布《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。10 月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增

政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。

2017 年以来，行业监管力度进一步加大。4 月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），加强融资平台公司融资管理，强调地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为其偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，同时要求建立跨部门联合监测和防控机制，对地方政府及其所属部门、融资平台公司、金融机构、中介机构、法律服务机构等的违法违规行为加强跨部门联合惩戒。5 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6 月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018 年 2 月，国家发展改革委和财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

整体来看，自 43 号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，融资环境的收紧将使部分企业面临集中偿付压力。

(3) 公司所处行业及区域环境

2017 年以来，如皋市经济保持增长，增速有所回落。如皋市经开区是如皋市工业主要集聚地，跟踪期内受益于新能源、新能源汽车及汽车零部件等产业较快发展，经济运行情况良好。

2017 年，如皋市经济继续保持较快增长，根据“赛迪百强榜—县域经济 100 强”排名，2017 年如皋市位列县域经济百强第 25 位，2018 年再进 1 位至第 24 位。2017 年如皋市全年实现地区生产总值 1025.80 亿元，增长 8.2%，增速较上年下降 1.4 个百分点。分产业看，第一产业增加值 66.05 亿元，增长 3.1%；第二产业增加值 492.30 亿元，增长 8.2%，其中工业增加值 413.89 亿元，增长 8.0%；第三产业增加值 467.45 亿元，增长 9.1%。三次产业结构由上年的 7.0:48.0:45.0 调整为 6.4:48.0:45.6。当年如皋市人均地区生产总值 8.21 万元，较上年增长 8.4%。全年城镇居民人均可支配收入 3.99 万元，增长 9.1%；人均生活消费性支出 2.27 万元，增长 4.0%。年末全市城镇居民人均住房建筑面积 56.5 平方米，较上年增加 1.1 平方米。2018 年第一季度，如皋市实现地区生产总值 243.00 亿元，较上年同期增长 6.9%。

图表 2. 2015-2017 年如皋市主要经济指标（单位：亿元，%）

指 标	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值	812.46	9.8	904.27	9.6	1025.80	8.2
其中：第一产业增加值	60.47	3.5	62.99	1.2	66.05	3.1
第二产业增加值	401.57	10.3	434.36	9.6	492.30	8.2
第三产业增加值	350.41	10.1	406.92	11.0	467.45	9.1
工业增加值	333.43	11.0	364.30	9.9	413.89	8.0
规模以上工业总产值	1799.86	11.6	1996.06	10.1	2259.15	11.9
固定资产投资 ¹	503.15	13.0	575.25	14.3	600.27	10.1

资料来源：2015-2017 年如皋市国民经济和社会发展统计公报

2017 年如皋市工业运行情况良好，“双新”产业持续发展。当年全市完成工业增加值 413.89 亿元，增长 8.0%。年末，全市销售收入 2000 万元以上规模企业 845 家，较上年末增加 37 家；完成规模以上工业总产值 2259.15 亿元，增长 11.9%。其中，高新技术产业产值 1107.68 亿元，增长 17.6%，占全市规模以上工业总产值的比重为 49.0%，较上年提高 1.6 个百分点；新兴产业产值 733.74 亿元，增长 18.6%，占全市规模以上工业总产值比重为 32.5%，较上年提高 1.6 个百分点。

如皋市固定资产投资仍保持较高速增长，2017 年完成固定资产投资 600.27 亿元，同比增长 10.1%。其中工业投资 315.23 亿元，增长 7.7%；第三产业 284.12 亿元，增长 13.0%。第三产业投资中旅游业投资 44.57 亿元，增长 20.7%。

从房地产市场来看，2017 年如皋市房地产销售情况较好，商品房屋销售面积 184.59 万平方米，增长 53.5%；商品房屋销售额 106.13 亿元，增长 74.8%。同时房地产开发投资和施工面积均有所下降，其中房地产开发投资 45.39 亿

¹ 2015 年数据为规模以上固定资产投资，2016、2017 年数据为固定资产投资。

元，下降 13.8%；房屋施工面积 523.81 万平方米，增长 0.2%，其中住宅施工面积 353.64 万平方米，下降 2.0%，库存压力有所缓解。

受土地市场行情波动和政府出让安排的影响，如皋市土地市场存在一定波动。2017 年，如皋市工业用地出让面积延续增长态势，但同时商住用地出让面积有所下滑，使得 2017 年土地出让总面积较上年有所下降。由于工业用地出让均价较低，且 2017 年商住用地出让均价下降，如皋市土地出让均价显著下降，为 44.53 万元/亩，导致土地出让总价下滑至 37.29 亿元。

图表 3. 2015-2017 年如皋市土地市场交易情况

	2015 年	2016 年	2017 年
土地出让总面积（万亩）	0.65	0.97	0.84
其中：工业用地出让面积（万亩）	0.32	0.63	0.67
商住用地出让面积（万亩）	0.32	0.34	0.17
土地出让总价（亿元）	66.22	69.55	37.29
其中：工业用地出让总价（亿元）	5.48	12.16	12.89
商住用地出让总价（亿元）	52.89	57.39	24.40
土地出让均价（万元/亩）	102.43	71.70	44.53
其中：工业用地出让单价（万元/亩）	16.96	19.30	19.36
商住用地出让单价（万元/亩）	163.8	168.8	142.33

资料来源：如皋经开

如皋市经济技术开发区（简称“如皋经开区”）2013 年 1 月升级为国家级开发区，是如皋市经济发展的主要载体。2017 年，如皋经开区地区生产总值和规模以上工业总产值分别为 608.18 亿元和 1458.28 亿元，占如皋市比重分别为 59.29% 和 64.55%。

图表 4. 2017 年经开区主要经济指标及全市占比情况（单位：亿元）

项目	地区生产总值	规模以上工业总产值
经开区	608.18	1458.28
如皋市	1025.8	2259.15
经开区占全市比重（%）	59.29	64.55

资料来源：如皋经开

2017 年经开区规模以上工业总产值以纺织服装、船舶海工及配套、新能源汽车及汽车零部件、高端装备、新能源和电子信息为主，以上六项总产值占规模工业产值比重为 90.89%。其中纺织服装、船舶海工及配套和高端装备产业作为传统支柱产业，2017 年分别实现产值 231.56 亿元、253.27 亿元和 266.14 亿元，增速分别为 2.8%、4.9% 和 3.8%；经开区新能源相关产业持续发展，目前已有百应能源、碧空氢能、泽禾新能源等近 10 家新能源及新能源汽车企业入驻，新能源和新能源汽车及零部件产业产值增长较快，2017 年工业产值增速达 170.0% 和 80.6%；新材料和电子信息产业仍保持较快增长，2017

年增速分别为 9.80% 和 10.40%。

图表 5. 2017 年经开区主要行业规模以上工业的产值结构

行业名称	产值 (亿元)	增速 (%)	比重 (%)
新材料	47.78	10.60	2.93
纺织服装	231.56	2.80	14.22
船舶海工及配套	253.27	4.90	15.55
新能源汽车及汽车零部件	376.01	80.60	23.09
高端装备	266.14	3.80	16.34
新能源	177.80	170.00	10.92
电子信息	175.30	10.60	10.76
节能环保	3.78	5.00	0.23
其他	96.82	4.00	5.95
规模工业产值合计	1628.46	-	100.00

资料来源：如皋经开

2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍为如皋经开区核心基建投资和国资运营管理主体，主要从事区内土地整理和基础设施建设业务，其中土地整理业务前期完成的项目资金正逐步回笼。2017 年房地产销售和甲醇电源销售收入均大幅增加，但体量不大，对盈利的贡献较为有限。基础设施代建项目资金回笼周期长，且后续仍有大规模项目需要投资，公司存在持续的投融资压力。

该公司为如皋经开区核心基建投资和国资运营管理主体，跟踪期内仍主要从事如皋市经开区内的土地一级开发和基础设施建设业务。受益于甲醇电源销售和房产销售收入增加，2017 年公司实现主营业务收入 13.21 亿元，较上年提高 39.13%；代建工程收入仍系公司营业收入中最主要的组成部分，当年收入较上年下降 9.47% 至 6.36 亿元；同时土地一级开发收入较上年增加 4.01% 至 2.69 亿元。2018 年第一季度，公司实现主营业务收入 3.39 亿元，全部为代建工程收入。

图表 6. 2015 年以来公司营业收入构成及毛利率情况

业务类型	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年第一季度	
	金额(亿元)	占比 (%)	金额(亿元)	占比 (%)	金额(亿元)	占比 (%)	金额(亿元)	占比 (%)
营业收入	9.96	100.00	9.83	100.00	13.35	100.00	3.39	100.00
代建工程收入	7.97	80.03	7.03	71.50	6.36	47.65	3.39	100.00
土地一级开发收入	1.88	18.88	2.59	26.34	2.69	20.17	-	-
甲醇电源销售	0.04	0.39	0.02	0.15	2.92	21.83	-	-
房产销售	-	-	-	-	1.24	9.28	-	-
其他收入	0.07	0.70	0.20	2.00	0.14	1.07	-	-
毛利率	18.19		19.16		11.22		15.85	

业务类型	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年第一季度	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
代建工程收入		13.04		13.73		17.48		15.85
土地一级开发收入		38.43		33.56		33.56		-
甲醇电源销售		4.76		1.16		0.68		-
房产销售		-		-		-34.12		-
其他收入		67.41		25.24		-80.64		-

资料来源：如皋经开

(1) 土地一级开发

近几年，该公司主要实施“万顷良田”建设工程和对工业产业园区进行土地一级开发，并吸引了众多企业入驻产业园区。截至 2017 年末公司共整理完成工业用地和七大工业产业园区工业用地 2406.28 亩，商业用地 1744.86 亩，标准农田 3429.71 亩。截至 2018 年 3 月末公司持有待出让土地 1870.56 亩，待整理土地 5855.53 亩，账面价值 172.93 亿元。近年来我国产业园区数量迅速增加，产业定位趋同现象越发明显，同时受我国经济增长放缓和部分产业产能过剩等因素影响，公司面临的土地出让压力加大。

由于受制于前期动拆迁等进度影响，该公司每年土地整理数量呈现一定波动。2015-2017 年公司开发的土地分别实现出让 1146.91 亩、1173.00 亩和 1582.35 亩，分别确认收入 1.88 亿元、2.59 亿元和 2.69 亿元。从现金流角度看，土地开发业务资金回笼量已能覆盖当年土地开发投资。2017 年公司确认土地出让收入 2.69 亿元，回笼土地出让金 3.11 亿元。2017 年公司新增土地一级开发投资额 2.06 亿元。由于政府对土地出让进度有所控制，公司未来土地整理速度或将有所放缓，截至 2018 年 3 月末，公司在整理土地面积 526.66 亩。

(2) 基础设施建设

该公司受经开区管委会委托负责经开区内的市政道路及配套工程、安置房等项目建设，项目完成后由政府进行回购。由于该部分项目需要完成决算，并经政府专项审计后才予以回购，因此资金回笼周期较长，且受政府财力影响较大。按照《委托代建及项目回购协议》，如皋市政府通常按照项目实际投入金额的 15% 向公司支付委托建设管理费²。

2017 年，该公司共完工基础设施代建项目 4 个，投入建设资金 12.15 亿元，已确认收 13.97 亿元，实际收到回款金额 4.19 亿元，预计未来三年回收完毕。2018 年第一季度，公司无新完工基建项目。

² 因收入、成本结转进度的不同，2017 年基础设施建设业务毛利率高于 15%。

图表 7. 2017 年主要已完工基建项目及回款情况 (单位: 亿元)

项目名称	实际总投资	拟回笼资金	已回笼资金
如意花苑三组团	5.38	6.19	1.86
老油厂安置房	1.44	1.66	0.50
柴湾小区	2.27	2.61	0.78
标准厂房	3.05	3.51	1.05
合计	12.15	13.97	4.19

数据来源: 如皋经开

截至 2018 年 3 月末该公司主要在建项目 15 个, 建设周期一般在 3 年以内, 计划总投资额 89.83 亿元, 累计已投资 49.51 亿元, 后续项目建设仍有一定资金需求。由于代建项目于完工决算后确认收入, 因此各年收入有一定波动, 2015-2017 年及 2018 年第一季度公司分别实现工程代建收入 7.97 亿元、7.03 亿元、6.36 亿元和 3.39 亿元。

图表 8. 截至 2018 年 3 月末公司主要在建项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	建设周期 (年)	回购期 (年)	计划总投资	已完成投资	剩余投资额	未来 3 年投资计划		
						2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年
如意花苑二组团	2015-2018	2019-2024	3.6	3.41	0.19	0.19	-	-
科创园标准厂房	2016-2019	2019-2024	9.05	5.52	3.53	2.63	0.90	-
创客空间	2016-2018	2018-2023	1.29	0.92	0.37	0.37	-	-
市政道路、绿化及河道整治	2016-2018	2018-2023	4.53	3.53	1.00	1.00	-	-
热电联产	2017-2019	2019-2024	6.20	4.70	1.50	1.10	0.4	-
新王庄安置房	2016-2019	2019-2022	5.28	3.22	2.06	1.51	0.55	-
开发区实验中学	2017-2020	2020-2025	2.20	1.50	0.70	0.70	-	-
开发区第三实验幼儿园	2017-2019	2019-2024	1.25	0.86	0.39	0.39	-	-
长寿生物园区	2017-2020	2020-2025	4.26	2.00	2.26	1.50	0.60	0.16
保税物流园区一期	2017-2020	2020-2025	5.68	2.56	3.12	1.80	1.2	0.12
金属表面处理园区	2017-2020	2020-2025	5.20	2.20	3.00	1.60	1.00	0.4
城北初中	2017-2019	2019-2024	1.28	0.79	0.49	0.49	-	-
开发区实验小区	2017-2020	2020-2025	2.56	1.8	0.76	0.76	-	-
氢能小镇一期	2017-2020	2020-2025	28.65	12.5	16.15	5.20	5.20	5.75
新能源产业园区	2017-2020	2020-2025	8.80	4.00	4.80	2.00	1.50	0.5
合计	-	-	89.83	49.51	40.32	21.24	11.35	6.93

数据来源: 如皋经开

未来该公司继续加大代建项目投资力度, 截至 2018 年 3 月末公司拟建项目 4 个, 计划总投资 71.07 亿元, 未来资金需求较大。

图表 9. 截至 2018 年 3 月末公司拟建项目一览表（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	未来四年投资			
		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
赛麟标准厂房	25.30	11.79	7.23	4.72	1.56
汉能标准厂房	23.48	10.69	6.98	4.29	1.52
氢能小镇二期	20.60	11.50	6.60	2.00	0.50
园区基础设施	1.69	0.95	0.74	-	-
合计	71.07	34.93	21.55	11.01	3.58

数据来源：如皋经开

（3）其他业务

该公司下属子公司南通臻禾房地产开发有限公司具备房地产开发二级资质，目前正在开发新悦广场项目。该项目位于如城镇新王庄村 1.7 组，项目占地 48.91 亩，建筑面积 9.58 万平方米（含 1.59 万平方米地下室及地下车库），总投资 4.60 亿元，已基本完成投资。物业类型包括住宅、商铺以及配套车库，已于 2017 年开始销售，计划 2019 年销售完毕，销售收入预计 6.60 亿元。2017 年，公司确认房产销售收入 1.24 亿元，主要系已交付的安置房，毛利率为负，为-34.12%。

该公司还进行少量甲醇电池贸易业务，由子公司如皋富禾贸易有限公司进行，主要向南通百应能源有限公司电池采购，销往如皋汇业贸易有限公司和江苏陆地方舟汽车新能源有限公司。由于公司以销定采，垫资压力不大，但基本不产生毛利，2017 年实现销售收入 2.92 亿元，毛利率仅为 0.68%。

管理

跟踪期内，该公司获得经开区管委会增资，股权结构未出现调整。

2017 年 7 月，经开区管委会以货币形式对该公司增资 17.20 亿元，公司注册资本增至 30.00 亿元。此外，跟踪期内公司在产权状况、法人治理结构及管理制度、机构设置等方面未有重大变化。

跟踪期内，该公司仍存在较大规模关联往来。截至 2017 年末，公司的关联往来是应收如皋经开区财政局工程回购款 13.23 亿元、往来款 85.19 亿元，应收如皋经开区管委会往来款 0.05 亿元；应付如皋经开区财政局往来款 0.79 亿元，应付如皋经开区管委会往来款 0.06 亿元。

根据 2018 年 8 月 8 日的人民法院查询结果，该公司本部于 2018 年 5 月 11 日因工程结算纠纷被立案，系公司部分项目工程由南通大辰建设集团有限公司（简称“大辰建设”）承包，后大辰建设与建材供应商出现工程结算纠纷，建材供应商起诉大辰建设，同时将公司作为第二被告。经法院审理判决，公司在

欠付大辰建设工程款范围内承担连带责任。目前公司所欠大辰建设工程款已全部支付，本案后续执行情况与公司无关，对公司不构成实质性影响。根据国家工商总局、国家税务总局等信用信息公示平台信息查询结果，公司及核心子公司不存在其他异常情况。根据公司 2018 年 5 月 17 日的《企业基本信用信息报告》，公司本部无不良信贷记录。

图表 10. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	所涉主体名称
诉讼	人民法院	2018 年 8 月 8 日	如皋经开

资料来源：根据如皋经开所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

财务

跟踪期内，该公司主营业务收入虽有所增加，但整体盈利水平有限，补贴收入是公司盈利的最主要来源。随着经开区开发的逐步推进，公司刚性债务持续增加，已达到很大规模。公司存在大额其他应收款，资产流动性较为一般，且主业现金回笼周期长，持续存在较大的资金平衡压力。但公司获得股东大规模注资，财务杠杆尚处合理水平，且存量货币资金规模尚可，可对即期偿债提供一定保障。

1. 公司财务质量

中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017 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（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。

财政部于 2017 年 4 月 28 日、2017 年 5 月 10 日分别发布了《企业会计准则第 42 号-持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第 16 号-政府补助》（修订），并定于 2017 年 5 月 28 日、2017 年 6 月 12 日分别施行。该公司根据上述会计准则变更条款，对 2017 年 1 月 1 日存在的政府补助采用未来适用法处理。

截至 2017 年末，该公司纳入合并范围子公司 12 家，较上年增加 2 家。2017 年，公司新设立如皋市富禾贸易有限公司和如皋禾盛新农村建设有限公司两家子公司，注册资本分别为 0.20 亿元和 5.00 亿元。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

随着往来款大幅减少，2017 年末该公司负债总额较上年末下降 3.30% 至

218.39 亿元；此外，公司获得资产注入以及发行 5 亿元永续债，所有者权益得以增加，资产负债率较上年末下降 4.44 个百分点至 54.67%。但刚性债务规模仍呈上升态势，2017 年末为 178.22 亿元，较上年末增加 42.73 亿元。

2017 年末，该公司债务中非流动负债占比较高，长短期债务比为 200.47%，债务期限结构较上年末明显优化，主要由于一年内到期的非流动负债被新借入的长期债务替代。年末公司负债仍主要由刚性债务和其他应付款构成，2017 年末分别占负债总额的 81.60% 和 17.23%。当年末公司其他应付款余额 37.64 亿元，较上年末下降 57.19%，仍主要为应付代垫工程款等，往来单位主要系如皋市经开区区属企事业单位，包括南通禾泽贸易有限公司、如皋经济技术开发区投资发展有限公司、如皋经济开发区财政分局和经开区管委会等。

该公司刚性债务主要由银行借款、应付票据、应付债券、长期应付款和其他非流动负债构成，其中中长期刚性债务余额为 145.71 亿元，较上年末增加 57.88 亿元，主要包括长期借款 51.84 亿元、应付债券 32.90 亿元、长期应付款（主要系资产管理计划、基金、信托等款项，利率水平控制在 7% 以下）45.18 亿元和其他非流动负债（公司发行的三期定向工具本金合计 16.00 亿元）15.79 亿元。短期刚性负债余额 32.51 亿元，较上年末减少 15.15 亿元，主要由短期借款 10.03 亿元、应付票据 13.95 亿元、一年内到期的非流动负债 1.15 亿元和应付利息 1.29 亿元和短期融资券 6.00 亿元构成。

图表 11. 2015-2017 年公司金融机构借款情况（单位：亿元，%）

	2015 年末		2016 年末		2017 年末	
	长期借款 (含一年 内到期长期 借款)	短期借款	长期借款 (含一年 内到期长期 借款)	短期借款	长期借款 (含一年 内到期长期 借款)	短期借款
信用借款	-	-	-	-	20.09	1.10
担保借款	1.00	1.58	12.56	2.07	13.28	1.96
抵押借款	22.20	-	11.74	-	8.30	-
质押借款	-	1.30	5.19	0.30	1.32	6.96
抵押、质押借款	-	-	-	-	10.00	-
合计	23.20	2.88	29.49	2.37	52.99	10.03

数据来源：如皋经开

截至 2017 年末，该公司银行借款以信用借款和担保借款为主，利率水平尚可，均在 6.50% 以下。公司银行借款近三年到期本金约 30 亿元，中短期内仍有一定偿付压力。

2017 年末该公司对外担保金额为 71.24 亿元，担保比率为 39.33%，涉及被担保对象数量较多，从事业务种类多样，主要包括江苏陆地方舟新能源电动汽车有限公司、如皋市如城镇新农村投资有限公司、如皋市交通投资发展有限公司、南通皋腾建设开发有限公司等，存在较大代偿风险。

截至 2018 年 3 月末，该公司负债规模较年初未有显著变化，为 218.39 亿

元，负债结构基本不变，其中刚性负债和其他应付款余额分别为 178.49 亿元和 39.12 亿元。

(2) 现金流分析

2017 年以来该公司主业现金回笼情况不佳，2017 年营业收入现金率为 63.24%，销售商品、提供劳务收到的现金为 8.44 亿元；同时公司在建项目较多，主业现金呈净流出状态，净流出 13.07 亿元；公司往来款收支规模较大，其他与经营活动有关的现金净流量为-27.89 亿元，经营活动现金净流出 40.92 亿元。2017 年公司购置了部分土地以进行开发，投资活动现金净流出 0.83 亿元。为平衡现金收支，2017 年公司继续通过借入银行借款、发行债券、股东增资等筹集资金，筹资活动净流入 42.69 亿元，现金及现金等价物净增加 0.95 亿元。

2018 年第一季度，该公司营业收入现金率仅为 53.46%，销售商品、提供劳务收到的现金为 1.81 亿元，主业现金净流出 1.04 亿元，在其他与经营活动有关的现金净流入 4.53 亿元的影响下，经营活动现金净流入 3.40 亿元。投资活动未有现金流出，还本付息使得筹资活动现金净流出 3.00 亿元。现金及现金等价物净增加 0.40 亿元

(3) 资产质量分析

受益于增资，该公司 2017 年末所有者权益较上年末增加 15.94%至 181.12 亿元，其中实收资本和资本公积余额分别为 30.00 亿元和 125.53 亿元，在所有者权益中分别占比 16.56%和 69.31%。其中实收资本较上年末增加 17.20 亿元，全部为货币资金注入；资本公积余额较上年末基本未有变化；此外公司发行永续债 5.00 亿元，所有者权益相应增加 4.96 亿元。2018 年 3 月末，公司所有者权益较年初增加 0.38%至 181.81 亿元，结构基本未有变化。

2017 年末该公司资产总额为 399.51 亿元，较上年末上升 4.56%，其中流动资产占总资产比例为 93.62%，主要为货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货，占当年末资产总额的比重分别为 12.79%、5.03%、5.26%、43.64%和 26.90%。公司其他应收款主要为公司与如皋经济经济技术开发区财政分局等企事业单位之间的往来款，主要包括应收如皋经开区财政局往来款 85.15 亿元、应收南通嘉禾水务投资有限公司往来款 17.73 亿元、应收如皋经济技术开发区农村经济服务中心往来款 4.70 亿元和应收南通皋腾建设开发有限公司往来款 1.10 亿元等。公司其他应收款的主要往来客户与其他应付款往来客户有一定重叠，当年末余额同比继续增加 42.86 %至 174.36 亿元。公司存货主要是土地整理和委托代建工程项目成本，2017 年末余额为 107.46 亿元，较上年末下降 34.71%，主要由于部分待政府回收的土地资产转入其他应收款核算；其中委托代建工程余额为 21.47 亿元，土地整理（包含政府划拨土地和公司的土地整理投入）余额为 83.45 亿元，在开发的商品房 2.54 亿元。2017

年末，公司应收账款和预付账款余额分别为 20.10 亿元和 21.02 亿元，其中应收账款主要系应收如皋经济开发区财政局 13.23 亿元和如皋经济技术开发区投资发展有限公司 6.92 亿元，预付账款主要系向建设单位预付的工程款；年末公司货币资金余额为 51.09 亿元，其中可动用的货币资金余额为 15.72 亿元，资金存量尚可。

2017 年末，该公司非流动资产余额为 25.48 亿元，主要由可供出售金融资产、固定资产和无形资产构成，年末余额分别为 17.96 亿元、3.13 亿元和 3.00 亿元。其中，固定资产仍主要系公司自有房屋及建筑物，无形资产仍主要为公司所有的土地使用权，2017 年末较上年末有所增加主要系外购的土地资产。可供出售金融资产余额为 17.96 亿元，其中 14.00 亿元系公司为融资成立的基金劣后级投资，其中 10 亿元投资于中信民惠 52 号³，主要投向江苏皋开投资发展集团有限公司进行氢能源产业建设，其余 4 亿元投资于南通徽银城镇化基金合伙企业⁴，主要投向公司基础设施建设。

2018 年 3 月末，该公司资产规模较年初增加 0.17% 至 400.20 亿元，资产构成基本未有变化，仍主要集中于货币资金、其他应收款、存货和可供出售金融资产，变现能力一般。

(4) 流动性/短期因素

2017 年末，该公司流动比率和速动比率分别为 258.57% 和 128.08%，账面流动性指标表现较好。但公司盈利仍对来自政府的财政补贴依赖度高，现金流状况不理想，对筹资性现金依赖较大，且年末公司流动资产中土地资产占比很高，还存在大规模的资金占款，流动性一般。但公司债务期限结构尚可，现金存量较大，2018 年 3 月末为 51.49 亿元，现金比率为 71.05%，可动用货币资金 16.12 亿元，短期偿债风险尚可控。

截至 2017 年末，该公司资产总额中受限资产账面价值合计为 77.11 亿元，占总资产比例为 19.30%，受限资产主要是用于抵押的土地使用权、票据保证金和定期存单等。截至 2018 年 3 月末，公司资产总额中受限资产账面价值合计为 70.77 亿元，占总资产比例为 17.68%。

³ 中信民惠 52 号为中信信托设立的信托计划，信托规模 30 亿元，公司投资 10 亿元，该信托计划为固定收益 6.65%，公司不承担回购义务。

⁴ 南通徽银城镇化基金合伙企业成立于 2015 年 12 月 23 日，注册资本为 16.00 亿元，中信证券股份有限公司认缴出资 119990.00 万元，作为优先级投资人。安徽国厚投资管理有限公司认缴出资 10.00 万元，作为基金管理人。公司认缴出资 4.00 亿元，作为基金的劣后级投资人。该基金项目固定收益为 7.60%，公司不承担回购义务。

图表 12. 截至 2018 年 3 月末公司受限资产情况（单位：亿元）

名称	受限金额	受限原因
货币资金	35.36	票据保证金、定期存单质押
土地使用权	35.41	银行借款抵押
合计	70.77	-

资料来源：如皋经开

3. 公司盈利能力

该公司代建工程收入毛利率仍保持较低水平，土地出让毛利较高，新增的甲醇电源销售对毛利贡献较小，房地产销售毛利为负。综合作用下 2017 年公司毛利率较上年下降 7.94 个百分点至 11.22%，营业毛利为 1.50 亿元，较上年同比下降 20.44%。当年公司期间费用与上年基本持平，为 6684.80 万元，主要由管理费用和财务费用构成，其中管理费用较上年下降 18.99% 至 5319.07 万元，主要由于部分税金转至营业税金及附加科目进行核算；财务费用较上年下降 2.37% 至 1349.67 万元，金额较小主要由于利息支出较多进行资本化处理。同时，公司作为经开区主要的投资建设主体，能够得到如皋市政府较大的财政支持，补贴收入是公司盈利的最主要来源，2017 年公司收到政府补贴 2.67 亿元，占当年利润总额的 85.54%。当年公司实现净利润 2.74 亿元，较上年增加 5.28%。

2018 年第一季度，该公司仅结转 3.39 亿元代建工程收入，毛利率为 15.85%，实现营业毛利 5373.87 万元。当期公司获取补贴收入 5020.00 万元，实现净利润 6885.55 万元。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司是经开区基础设施项目主要投资主体，主要进行区内土地整理和基础设施建设业务，其中土地整理业务前期完成的项目资金正逐步回笼，2017 年房地产销售和甲醇电源销售收入也大幅增加，主要业务毛利率水平较为稳定。近几年公司获股东大规模注资，财务杠杆尚处合理水平，且存量货币资金尚可，债务结构有长期化趋势，短期偿债风险尚可控；政府补贴显著提升公司盈利水平。

2. 外部支持因素

作为地方主要国有企业，该公司能够获得如皋市政府和经开区管委会等较大的支持。自成立以来，经开区管委会多次对公司进行资产注入、货币增资以及给予财政补贴。公司与商业银行等金融机构建立了良好的合作关系，截至

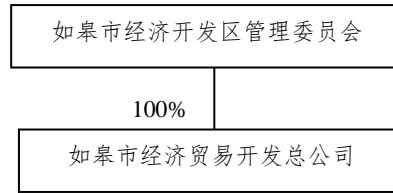
2018年3月末，公司共获得银行授信 251.49 亿元，已使用授信额度为 61.87 亿元，未使用授信额度为 169.76 亿元，可提升公司财务弹性。

跟踪评级结论

该公司为如皋经开区核心的基建投资和国资运营管理主体，主要负责经开区内的土地一级开发和基础设施建设。跟踪期内，公司收入规模持续上升，但盈利仍主要来源于补贴收入。2017 年末公司刚性债务规模持续增加，偿债压力较大，但公司获得股东大规模注资，财务杠杆尚处合理水平，且存量货币资金规模尚可，可对即期偿债提供一定保障。公司在建和拟建项目资金需求仍较大，区属企业往来占款余额持续增加，未来资金压力或将持续上升。

附录一：

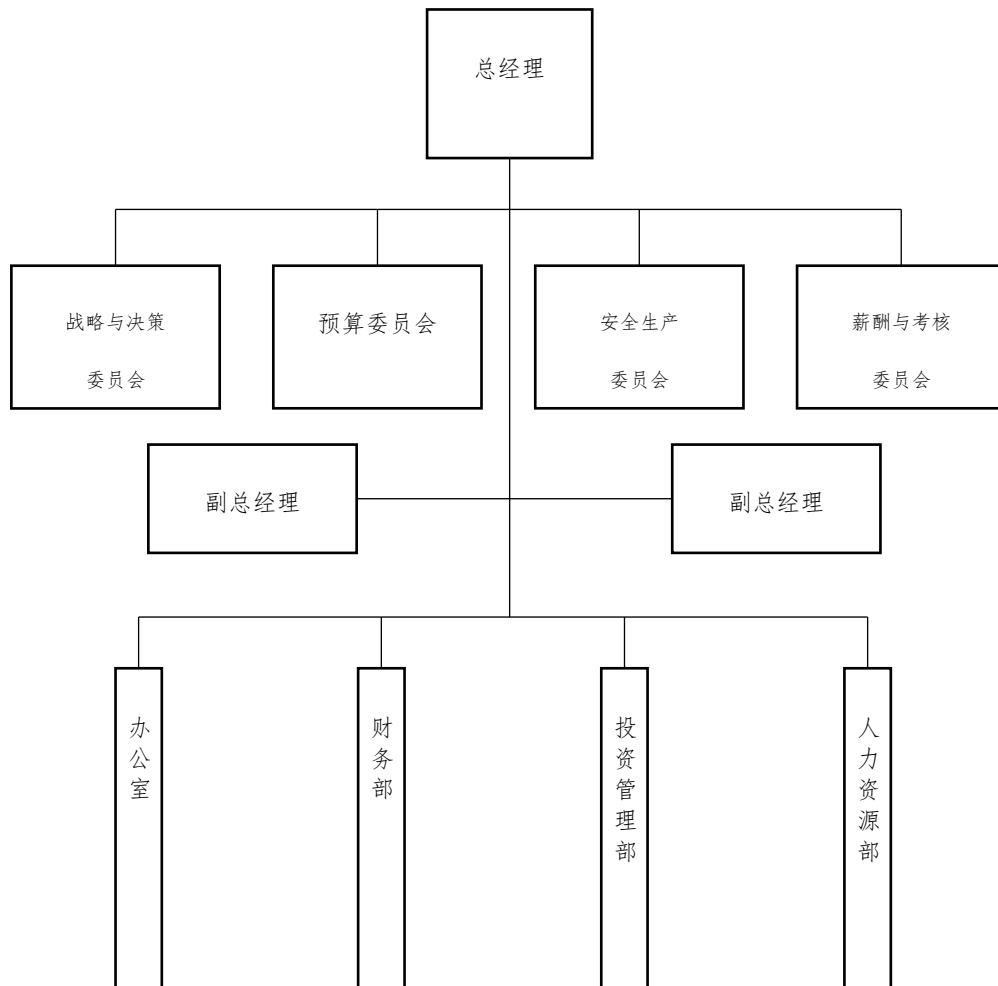
公司与实际控制人关系图



注：根据如皋经开提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据如皋经开提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录三：
发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	288.58	382.08	399.51	400.20
货币资金 [亿元]	16.14	36.01	51.09	51.49
刚性债务[亿元]	97.91	135.49	178.22	178.49
所有者权益 [亿元]	153.61	156.22	181.12	181.81
营业收入[亿元]	9.96	9.83	13.35	3.39
净利润 [亿元]	2.04	2.61	2.74	0.69
EBITDA[亿元]	2.84	4.29	3.99	—
经营性现金净流入量[亿元]	-25.41	3.48	-40.92	3.40
投资性现金净流入量[亿元]	-7.85	-20.23	-0.83	—
资产负债率[%]	46.77	59.11	54.67	54.57
长短期债务比[%]	99.02	63.63	200.47	201.37
权益资本与刚性债务比率[%]	156.89	115.30	101.63	101.86
流动比率[%]	414.47	258.57	514.59	517.46
速动比率 [%]	140.48	128.08	337.83	340.17
现金比率[%]	23.79	26.09	70.28	71.05
利息保障倍数[倍]	0.38	0.44	0.33	—
有形净值债务率[%]	89.33	146.48	122.63	122.10
担保比率[%]	16.29	23.27	39.33	—
毛利率[%]	18.19	19.16	11.22	15.85
营业利润率[%]	5.46	9.88	22.79	8.13
总资产报酬率[%]	1.17	1.08	0.94	—
净资产收益率[%]	1.77	1.68	1.63	—
净资产收益率*[%]	1.77	1.59	1.63	—
营业收入现金率[%]	74.14	107.83	63.24	53.46
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-47.00	3.39	-38.84	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-24.07	1.93	-18.42	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-61.51	-16.27	-39.63	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-31.50	-9.28	-18.80	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.42	0.52	0.36	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.04	0.03	—

注：表中数据依据如皋经开经审计的 2015-2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

附录四：

各项财务指标的计算公式

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

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录五：

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 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

注：除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

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

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。