



信用等级通知书

[2017]跟踪0343

信评委函字

号

南通市经济技术开发区总公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

将贵公司的主体信用等级由AA调升至AA⁺，评级展望为稳定；

将“10通经开债/10通经开”和“13通经开债/PR通经债”的信用等级由AA调升至AA⁺；

将“16南通经开MTN001”、“16南通经开MTN002”、“16南通经开MTN003”和“16南通经开MTN004”的信用等级由AA调升至AA⁺。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一七年六月二十八日



南通市经济技术开发区总公司 2017 年度跟踪评级报告

发行主体 南通市经济技术开发区总公司

本次主体信用等级 **AA+** 评级展望 **稳定**

上次主体信用等级 **AA** 评级展望 **稳定**

存续债务融资工具列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	上次 债项 信用 等级	本次 债项 信用 等级
10 通经开债/10 通经开	10	2010.12.08~2017.12.08	AA	AA+
13 通经开债/PR 通经债	8	2013.05.17~2020.05.17	AA	AA+
16 南通经开 MTN001	5	2016.03.15~2021.03.15	AA	AA+
16 南通经开 MTN002	4	2016.03.23~2021.03.23	AA	AA+
16 南通经开 MTN003	5	2016.06.27~2021.06.27	AA	AA+
16 南通经开 MTN004	4	2016.09.23~2021.09.23	AA	AA+

概况数据

南通经开（合并口径）	2014	2015	2016	2017.3
总资产（亿元）	271.99	317.19	323.13	355.17
所有者权益(含少数股东权益)(所有者权益合计)(亿元)	90.42	107.81	107.07	107.19
总负债（亿元）	181.57	209.38	216.06	247.97
总债务（亿元）	143.70	168.89	180.85	211.78
主营业务收入(营业总收入)(亿元)	22.24	23.34	20.01	6.99
净利润(亿元)	0.76	0.85	0.68	0.13
EBIT(亿元)	2.19	2.60	2.47	0.61
EBITDA（亿元）	2.93	4.41	3.79	--
经营活动净现金流（亿元）	-29.26	-26.80	-24.84	-28.92
主营业务毛利率(营业毛利率)(%)	-6.58	-5.54	-2.90	5.92
总资产收益率(%)	0.94	0.88	0.77	--
资产负债率(%)	66.76	66.01	66.86	69.82
总资本化比率(%)	61.38	61.04	62.81	66.39
总债务/EBITDA(X)	49.08	38.33	47.69	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.07	1.67	1.01	--

注：1、公司 2014 年~2015 年年度财务报表按旧会计准则编制，2016 年及 2017 年一季度报按新会计准则编制，2017 年一季度报未经审计；2、在计算债务指标时，将其他流动负债中的超短期融资券纳入短期债务中核算，将各年度长期应付款有息借款纳入长期债务中核算；3、母公司借款利息由开发区财政局承担。

基本观点

中诚信国际调升南通市经济技术开发区总公司（以下简称“南通经开”或“公司”）主体信用等级至 **AA+**，评级展望为稳定，调升“10 通经开债/10 通经开”、“13 通经开债/PR 通经债”、“16 南通经开 MTN001”、“16 南通经开 MTN002”、“16 南通经开 MTN003”和“16 南通经开 MTN004”信用等级至 **AA+**。

中诚信国际调升信用等级基于以下因素：南通市经济技术开发区（以下简称“开发区”）良好的区域经济和财政实力为公司发展提供了外部保障、公司在开发区重要的战略地位和有力的政府支持以及多元化业务格局等因素对公司发展的积极作用。同时，中诚信国际也关注到公司未来仍面临较大资本支出压力，债务增加较快，资产负债率较高以及较大规模的其他应收款影响公司资产流动性和现金流等对公司未来整体信用状况的影响。

优势

- 良好的区域经济和财政实力为公司发展提供了外部保障。开发区 2016 年实现地区生产总值 520.26 亿元，同比增长 9.5%；规模以上工业产值 1,800.09 亿元，增长 7.4%；2016 年开发区一般公共预算收入为 45.21 亿元，较 2015 年下滑 2.82 亿元，2017 年 1~5 月开发区实现一般公共预算收入 21.18 亿元，同比增长 11.71%，实现政府性基金收入 8.07 亿元，整体上看，开发区良好的区域经济和财政实力为公司发展提供了外部保障。
- 重要的战略地位和有力的政府支持。作为开发区管委会全资控股的国有企业和城市开发、建设运营商，公司得到南通市政府和开发区管委会的重点支持。2016 年公司合并口径下获得各项财政补贴 6.26 亿元，主要为保障房销售补贴收入和公司债券融资利息专项补贴收入。2017 年 6 月，开发区管委会将以货币资金方式增加公司注册资本 30 亿元。
- 多元化的业务格局。公司在承担开发区基础设施建设和公共服务之外，还从事商业地产开发、酒店经营、物资贸易等业务，多元化的业务格局有利于增强公司抗风险能力。

关注

- 未来仍面临资本支出较大压力。近几年南通开发区建设步伐较快，导致公司投资增长较快。基础设施建设和商业地产开发项目投资规模较大，未来仍面临较大

分析师

项目负责人：王梦璇 mxwang@ccxi.com.cn
项目组成员：赵琳 lzhao@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877
传真：(010)66426100

2017年6月28日

资本支出压力。

- **债务增长较快，资产负债率较高，未来有一定偿债压力。**随着开发区投入的增加，公司债务规模增长较快，截至2017年3月末总债务增长至211.78亿元，资产负债率攀升至69.82%，未来有一定的偿债压力。
- **其他应收款规模较大，影响公司资产流动性和经营性现金流。**开发区政府与公司关系密切，公司其他应收款中财政往来款规模较大，对公司资产流动性和经营性现金流有一定影响。

声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、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，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用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，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。

七、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际在债务融资工具存续期内每年进行定期跟踪评级。

募集项目进展情况

根据公司提供的资料，“10 通经开债/10 通经开”募集资金 10 亿元，募集资金已全部用于污水处理相关工程建设，其中由于南通市政府决定停止“南通市大型达标水排海工程”建设并采用更为环保的“中水回用示范工程项目”予以替代，原计划用于“南通市大型达标水排海工程”的 7.50 亿元募集资金已调整为用于“中水回用示范工程”、“新通海沙南通开发区下段岸线综合整治工程围区Ⅲ”项目和“南通市经济技术开发区污水处理厂提标改造工程”。

“13 通经开债/13 通经债”募集资金 8 亿元，截至 2017 年 5 月末，已偿还本金 3.2 亿元，募集资金已按原定用途全部用于保障房相关工程建设。

近期关注

南通市和开发区区域经济和财政实力发展良好，为公司的持续发展提供了保障

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。全市下辖 3 区、5 县（市）及 1 个国家级经济技术开发区，总面积 8,544 平方公里。截至 2016 年末，全市常住人口 730.20 万人。

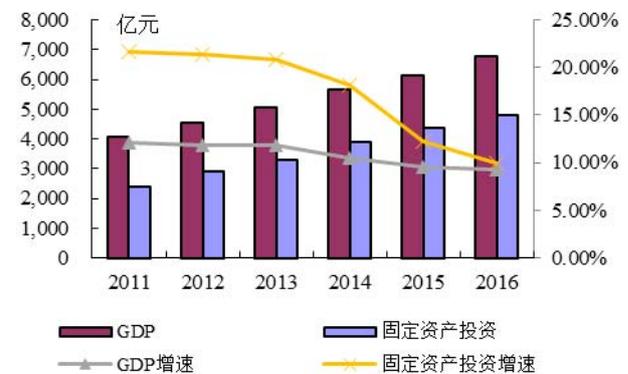
南通市是我国首批对外开放的 14 个沿海城市之一，拥有丰富的岸线资源，包括长江岸线 226 公里、海岸线 210 公里、海岸带面积 1.3 万平方公里，可建万吨级深水泊位的岸线 30 多公里和 5 万吨级以上深水泊位的岸线 40 多公里。此外，南通市水产资源丰富，境内吕四渔场是全国四大渔场、世界九大渔场之一。

2016 年，南通市实现地区生产总值（GDP）6,768.2 亿元，按可比价格计算（下同），比上年增长 9.3%，在宏观经济持续下行的背景下，南通市 GDP 增速也有所放缓，但仍然高于全国平均增速。

其中，第一产业增加值 366.1 亿元，增长 0.7%；第二产业增加值 3,170.3 亿元，增长 9.0%；第三产业增加值 3,231.8 亿元，增长 10.7%。产业结构持续优化，三次产业结构由上年的 5.8: 48.4: 45.8 调整为 5.4: 46.8: 47.8。“两新”产业较快发展，全年完成高新技术产业产值 6,883.1 亿元，增长 12.6%，占规模以上工业比重达 46.0%，同比提高 1 个百分点。海洋工程装备、新能源、新材料、生物技术和新医药、智能装备和节能环保六大新兴产业完成产值 5,074.2 亿元，增长 11.8%，占规模以上工业的比重为 33.9%，同比提高 0.8 个百分点。

固定资产投资方面，2016 年南通市完成固定资产投资 4,812.0 亿元，同比增长 10.0%。其中，民间投资 3,621.5 亿元，增长 6.6%，占固定资产投资的比重为 75.3%，回落 1.9 个百分点；工业投资 2,406.4 亿元，增长 8.2%，其中技改投资 1,664.7 亿元，增长 9.1%，占工业投资的比重为 69.2%，比 2015 年提高 0.6 个百分点。

图 1: 2011 年-2016 年南通市地区生产总值和固定资产投资情况



资料来源：南通市各年度国民经济和社会发展统计公报

随着“营改增”政策的全面实施和国家相关部门落实供给侧结构性改革出台多项降税降费减负措施，2016 年，南通市完成一般公共预算收入 590.2 亿元，同口径增长 0.5%。

财政支出方面，2016 年，南通市完成一般公共预算支出 749.5 亿元，同比增长 0.1%。从收支平衡来看，2016 年南通市公共财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 78.75%，财政收支平衡情况较好。

表 1：2014 年~2016 年南通市财政收支情况（亿元）

	2014	2015	2016
一般公共预算收入	550.0	625.6	590.2
其中：税收收入	457.3	521.1	--
非税收入	92.7	104.6	--
政府性基金收入	438.5	452.8	--
预算外收入	48.7	47.0	--
转移性收入	166.3	181.0	--
一般公共预算支出	650.2	749.0	749.5
公共财政平衡率	84.59%	83.53%	78.75%

资料来源：南通市财政局

公司依托南通市经济技术开发区，为区管理委员会出资组建全资控股的国有企业。开发区位于南通市区，濒临长江，与张家港、常熟隔江相望，南连沪宁苏嘉杭和沿江高速公路，处于上海经济圈辐射范围内。开发区于 1984 年 12 月 9 日经国务院批准建立，总面积 146.98 平方公里，为中国首批 14 个国家级开发区之一。同时，开发区还是中国最具投资价值的十大开发区之一以及中国权威机构公布的中国综合投资成本最低的十佳开发区之一。

2016 年，开发区各项经济指标继续保持增长态势。2016 年，开发区实现地区生产总值 520.26 亿元，增长 9.5%；实现规模以上工业总产值 1,800.09 亿元，增长 7.4%；进出口总额 350.06 亿元，增长 5.5%；全社会消费品销售总额 155.40 亿元，增长 10.6%；固定资产投资 532.68 亿元，增长 12.0%。经济快速发展的同时，开发区的产业结构也得到持续优化。2016 年开发区实现高新技术产业产值 784.46 亿元，增长 12.1%，占规模工业比重为 43.6%；实现新兴产业产值 585.83 亿元，占规模工业比重为 32.5%。

招商引资方面，2016 年开发区大力推进 20-100 招引计划（即 20 个重大项目、100 个优质项目），招引高端化、高质化、高新化项目。全年新增注册外资 6.80 亿美元，实际利用外资 4.90 亿美元；新批外资项目 41 个、增资项目 16 个，其中总投资超亿美元项目 5 个、总投资超 3,000 万美元项目 20 个，包括总投资 1 亿美元的日本丘比食品、总投资 1 亿美元的美国宣伟材料、总投资 1 亿美元的日本永旺

梦乐城、总投资 9,600 万美元的美国密理博生命科学、总投资 7,500 万美元的日本海赛普新能源高科技、总投资 6,600 万美元的台湾台励福数控机床、总投资 5,000 万美元的韩国爱思易电子材料、总投资 5,000 万美元的香港富嘉融资租赁以及东丽韩国尖端素材等，电子材料、柔性电路板、香精香料、水下机器人等一批项目加快推进。总投资 53.5 亿元的 20 个重大项目开工建设；总投资 150 亿元的 33 个重大项目竣工投产；日本武藏精机、日本大王生活用品三期、新加坡赫比电子、英国得福乐食品、瑞典奥托立夫汽车安全气囊、奥地利赫尔思曼汽车传感器、香港华强科技、台湾大块建材、韩通赢吉重工、中天科技海缆等一批重大项目开业运营，形成了一批新的经济增长点。

2014 年~2016 年，开发区分别实现一般公共预算收入 42.36 亿元、48.03 亿元和 45.21 亿元，其中 2016 年收入下降主要受营改增政策调整影响。开发区一般公共预算收入以税收收入为主，2014 年~2016 年开发区实现税收收入分别为 35.20 亿元、41.60 亿元和 38.68 亿元，占一般公共预算收入的比重分别为 83.10%、86.61%和 85.56%，税收占比较高，2016 年开发区税收收入同比下降 7.02%，主要受营改增政策调整影响。随着开发区科技投入和人才引进的进一步加深，更多的大型企业将入驻开发区，带动开发区税收收入继续保持增长态势，但受宏观经济环境影响增幅或将放缓。

2014 年~2016 年开发区基金预算收入分别为 32.81 亿元、24.81 亿元和 17.83 亿元，逐年下降，其中 2016 年受房地产行业调整和土地出让面积减少的影响，开发区基金收入同比下降 28.13%，未来开发区政府性基金收入的增长将存在一定不确定性。

表 2：2014 年~2016 年开发区财政收入情况（亿元）

项目	2014	2015	2016
财政总收入	101.56	107.94	93.61
一般公共预算收入	42.36	48.03	45.21
其中：税收收入	35.20	41.60	38.68
基金收入	32.81	24.81	17.83
预算外收入	--	--	--

资料来源：公司提供

2014年~2016年，开发区一般公共预算支出分别为30.56亿元、36.62亿元和32.16亿元。同期，基金支出分别为33.36亿元、26.53亿元和26.79亿元，2016年开发区基金支出相对平稳。

表 3：2014 年~2016 年开发区财政支出情况（亿元）

项目	2014	2015	2016
财政总支出	63.92	63.14	58.95
一般公共预算支出	30.56	36.62	32.16
其中：刚性支出	10.72	--	--
基金支出	33.36	26.53	26.79
预算外支出	--	--	--

资料来源：公司提供

2017年1~5月开发区一般公共预算收入为21.18亿元，较去年同期增长11.71%；政府性基金收入8.07亿元，较去年同期的0.87亿元，大幅增长，2017年开发区土地出让情况很好，基金收入或大幅攀升至历史高峰。

总体来看，南通市和开发区保持了较好的发展势头，各项主要经济指标均保持增长，工业项目建设和基础设施项目建设进一步推进。受营改增政策调整影响，开发区2016年一般公共预算收入有所下降，但总体呈增长态势。此外，中诚信国际关注到，受宏观经济、房地产行业调整等因素影响，2016年开发区基金收入降幅较大。

公司基础设施代建项目建设顺利推进，自有的商业地产项目投资规模较大，公司未来存在较大资金支出压力

目前，开发区范围内所有一级土地开发拆迁任务全部由公司负责，拆迁成本通过以下方式进行平衡：由公司先行融资垫付，待拆迁工作完成后，土地储备中心对土地进行储备并招拍挂，同时，开发区财政返还公司全部拆迁成本和6%的管理费。

2016年，公司计划启动拆迁面积30万平方米，年内累计启动面积32.72万平方米，完成计划目标的109.07%，其中，居民拆迁面积为22.27万平方米，非居民拆迁面积为10.45万平方米，确认拆迁

代理收入4.75亿元。2017年计划完成房屋拆迁总面积95.14万平方米，共计1,302户，其中居民面积为17.41万平方米，非居民面积为77.73万平方米，预计支付补偿金12.21亿元。

除一级土地开发外，公司还承担开发区内的路网、绿化工程和公共事业建设等基础设施建设任务。以上建设任务分为自建和代建两种方式，公司早期项目主要采用自建模式，自建项目由公司自行融资建设，待项目完工、决算并移交开发区管委会后，由开发区财政局给予公司一定补偿。自2014年起，公司代建项目成本加成比例（原代办费）中的拆迁部分提高至6%（原为2%），基建部分提高至6%（原为1.5%）。截至2017年3月末，公司所有基础设施建设项目均采用代建模式。

截至2016年底，公司代建项目共计227项，完成交付196项，完成审计结算64项，工程投资比概算批复节省12%。2016年在建工程总计64项，项目总投资24.50亿元，其中2016年新交办项目31项，投资额14.15亿元；续建项目33项，投资额10.35亿元，2016年累计完成投资额约16亿元，年内竣工建筑工程7项、市政工程20项、景观绿化项目8项、水利工程2项。全民健身中心、中心区域幼儿园、小海菜市场、新开菜市场、五湖菜市场建成使用；通盛大道、通富路、东方大道、张江路、通达路、江韵路等一批道路改造工程建成通车。

2017年公司续建项目共18个，总投资14.02亿元，其中2016年已完成投资3.15亿元，2017年计划投资9.51亿元；2017年计划新建基础设施项目共计66个，总投资28.70亿元，2017年~2018年计划分别投资20.89亿元和6.18亿元。整体上看，2017年公司基础设施建设投资额较大，续建和新建项目合计投资30.4亿元，存在较大的资本支出压力。

表 4：公司 2017 年主要续建城市基础设施项目计划（亿元）

项目名称	项目数	总投资	2016年已完成	2017年计划
			投资	投资
市政工程	9	5.84	0.75	3.74
绿化工程	3	4.13	1.55	2.58
社会事业	6	4.03	0.85	3.18

合计	18	14.01	3.15	9.51
----	----	-------	------	------

资料来源：公司提供

表 5：公司 2017 年主要新建城市基础设施项目计划（亿元）

项目名称	项目数	总投资	2017年计划投资	2018年计划投资
功能性公共服务设施建设	7	4.44	2.44	2.00
绿化	4	2.96	2.96	--
道路交通基础设施建设	32	13.96	11.27	1.55
公共事业建设与市政设施维护	21	5.85	2.72	2.63
生产要素配套	1	1.00	1.00	--
其他	1	0.50	0.50	--
合计	66	28.70	20.89	6.18

资料来源：公司提供

除基础建设项目外，公司也有一定的商业地产项目。能达商务区项目是开发区五园三区项目的重点园区之一，也是开发区的中心商务区，规划占地面积 2,100 亩，总建筑面积 180 万平方米，总投资 10 亿元，截至 2017 年 3 月末，项目已完工，未来部分自用，部分租给开发区管委会作为办公场所并支付给公司使用费；“智慧之眼”商务办公楼等项目已完成投资 2.20 亿元；星湖城市广场-永旺梦乐城项目已完成投资 10.07 亿元。

表 6：截至 2017 年 3 月末公司自营项目建设情况

项目名称	建筑面积（万平方米）	合同总额（亿元）	已投资（亿元）	建设期限	工程进度
能达大厦	12	10	10	2010~2017	100%
“智慧之眼”商务办公楼	7	4	2.20	2014~2017	90%
星湖城市广场（永旺梦乐城）	48	24	10.07	2015~2017	80%
合计	67	38	20.07	--	--

注：由于项目投资规模较大，同时受开发区规划调整影响，工程已终止；星湖城市广场分两期建设，其中一期总投资为 12 亿元。

资料来源：公司提供

随着基础设施项目的大力推进，公司作为开发区平台的职能不断巩固，未来代建业务仍将保持较

大规模，公司存在较大的资本支出压力，并承担相应的筹资任务。同时，中诚信国际也注意到公司自建商业地产项目逐步完工，未来销售和出租情况值得关注。

公司保障房项目即将完工，未来住宅销售结构可能有所变化

公司的房地产开发项目以保障房为主。保障房项目的运营模式是前期公司先自筹资本金，建设完成后销售给安置户，销售价格和建设成本（包含土地成本）部分分别计入“营业收入”和“营业成本”中核算，由于该业务成本倒挂，导致毛利率为负。政府因此将成本与售价的差额部分作为政府补贴计入“营业外收入”中，此外，政府另行支付给公司成本加成 6% 的管理费，计入“营业外收入”中。安置房、廉租房等保障房项目建设是政府重点发展的房地产项目，一般以自建方式进行。

2014 年公司无完成的保障性住房建设项目。2015 年上半年公司完成项目有万和花园和五湖家园项目，2015 年 6 月交付使用，完成建筑面积 25.86 万平方米，完成投资 11.18 亿元。2017 年 2 月海悦嘉园完成建筑面积 39.87 万平方米。

表 7：截至 2017 年 3 月末公司完成保障性住房建设情况

项目名称	建筑面积（万平方米）	总投资（亿元）	已投资（亿元）	资金来源
万和花园	14.05	5.38	5.38	发债及自有资金
五湖家园	11.81	5.80	5.80	发债及自有资金
海悦嘉园	39.87	14.80	14.19	5 月交付
合计	65.73	25.98	25.37	--

注：原朝阳新村保障房项目 2014 年根据管委会决定整体移交江苏炜赋集团公司建设。

资料来源：公司提供

截至 2017 年 3 月末，公司在建保障性住房项目有世家花园和怡和尊庭，总投资 20.70 亿元，其中怡和尊庭尚需投资 2.25 亿元，未来投资压力较小。

表 8：截至 2017 年 3 月末公司在建保障性住房建设情况

项目名称	建筑面积 (万平方米)	总投资 (亿元)	已投资 (亿元)	最新进展
世家花园	74.67	16.20	18.22	90%
怡和尊庭	13.00	4.50	2.25	部分交付
合计	87.67	20.70	20.47	--

注：世家花园项目分两期开发，建设周期长，建设期间原材料价格涨价幅度大，导致该项目投资额超过概算。

资料来源：公司提供

目前公司保障房项目建设已完成大部分投资，未来在公司向市场化转型过程中，旗下房地产板块可能将更多着眼于商业化项目，目前公司该类业务主要以写字楼、商场等为主。

多元化业务板块发展稳定，丰富了公司业务结构，并在一定程度上对利润形成有力补充

公司酒店服务业务由子公司南通金陵能达酒店有限公司和南通星湖城市酒店有限公司负责。2014 年~2017 年 3 月，分别实现酒店服务收入 0.31 亿元、0.27 亿元、0.28 亿元和 0.06 亿元。

公司商品销售由子公司南通开发区国际贸易有限公司和南通市经济技术开发区物贸集团有限公司经营，分别负责国际贸易和国内贸易，国际贸易出口商品包括运动器材、纺织服装和五金配件，主要出口地为欧洲、美国和日本等；国内贸易主要产品为化工材料和建材。2014 年~2017 年 3 月，分别实现商品销售收入 1.55 亿元、2.20 亿元、2.27 亿元和 0.23 亿元。

污水处理业务由公司子公司南通市经济开发区污水处理厂（以下简称“一厂”）和南通市经济开发区第二污水处理厂（以下简称“二厂”）经营。开发区范围内所有污水均由以上两个处理厂负责，一厂服务面积 50 余平方公里，处理能力 10.30 万吨/日，主要负责开发区内的生活污水。二厂服务面积 119.59 平方公里，处理能力 9.80 万吨/日，主要负责开发区内的工业污水。2014 年~2017 年 3 月，一厂污水处理量分别为 3,939 万吨、3,646 万吨、3,891 万吨和 797 万吨；二厂污水处理量分别为 2,679 万吨、2,958 万吨、2,638 万吨和 722 万吨。

费用方面，目前开发区的污水处理费为：民用 1.10 元/吨、一般工业企业 1.3 元/吨、特殊行业 1.42 元/吨以及污染企业根据污染程度收费。费用由自来水公司与工业客户或住户先行结算，污水处理业务无直接收入，随后区财政局根据污水处理厂的 actual 处理量再对一厂和二厂分别给予补贴。2014 年~2016 年，污水处理厂得到的公共事业补贴收入金额分别为 0.84 亿元、1.11 亿元和 1.42 亿元。

表 9：2014 年~2017 年 3 月公司污水处理业务运行情况

	污水处理量 (万吨)	污水处理率 (%)	
一厂	2014	3,939	100
	2015	3,646	100
	2016	3,891	100
	2017.1~3	797	100
二厂	2014	2,679	100
	2015	2,958	100
	2016	2,638	100
	2017.1~3	722	100

资料来源：公司提供

整体上看，公司拥有酒店、物贸和污水处理等具备较好现金流的板块，多元化业务的发展丰富了公司业务结构，同时也在一定程度上对公司利润形成有力补充。中诚信国际将持续关注公司未来业务板块的拓展和稳定性。

财务分析

以下分析基于经江苏公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014 年~2016 年财务报告和未经审计的 2017 年一季度财务报表，公司 2014 年~2015 年财务报告按照旧会计准则编制；2016 年及 2017 年一季度财务报告按照新会计准则编制。

跟踪期内，受项目量减少的影响，公司基本建设和拆迁项目收入有所下滑，盈利主要依靠于政府补贴

2014 年~2017 年 3 月，公司的主营业务收入（营业总收入）分别为 22.24 亿元、23.34 亿元、20.01 亿元和 6.99 亿元。从收入构成来看，公司的收入主要来源于基本建设项目和拆迁项目，但收入规模受

代建量影响有所下滑，2014年~2017年3月基本建设收入分别为10.93亿元、12.14亿元、9.74亿元和6.22亿元，拆迁项目收入分别为6.33亿元、7.83亿元、4.74亿元和0.19亿元。2014年公司新增贸易板块后，商品销售收入保持增长，2014年~2017年3月商品销售及其他（商品销售）分别为1.55亿元、2.20亿元、2.27亿元和0.23亿元，但中诚信国际也注意到物资贸易业务易受宏观经济影响，未来或存在一定波动性和不确定性。

从毛利率情况来看，公司整体毛利率水平较低，近年来大部为负。2014年~2017年3月公司主营业务毛利率（营业毛利率）分别为-6.58%、-5.57%、

-2.90%和5.92%。由于公司工程代建和拆迁代理两大板块收入直接来源于政府财政，开发区财政通常根据项目进度支付公司6%的管理费，因此毛利率水平较为稳定。公司房地产业务中大部分为保障房，该业务销售价格由政府制定，销售价格与开发成本倒挂，导致公司整体毛利率偏低，但差额部分由政府补贴。2014年公司新增加了商品销售及其他板块，2015年毛利率水平较低因南通市能达水务有限公司刚投入运营，尚未形成足够生产规模所致，2016年~2017年3月商品销售毛利率分别为5.97%和32.16%。

表10：2014年~2017年3月公司主营业务收入（营业总收入）构成及毛利率（亿元、%）

	2014		2015		2016		2017.3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
基本建设工程	10.93	5.68	12.14	5.52	9.74	8.46	6.22	5.54
拆迁项目工程	6.33	5.66	7.83	5.75	4.74	6.11	0.19	100.00
酒店服务	0.31	66.73	0.27	62.96	0.28	67.06	0.06	50.87
房产销售	3.12	-88.55	0.90	-195.56	1.79	-86.03	0.02	-95.59
商品销售及其他/商品销售	1.55	7.29	2.20	-37.27	2.27	5.97	0.23	32.16
中水回用	--	--	--	--	0.21	-402.47	0.04	-551.33
房产租赁	--	--	--	--	0.53	31.69	0.15	30.82
资金占用利息收入	--	--	--	--	0.26	43.04	0.04	-151.10
水电费及其他	--	--	--	--	0.18	55.97	0.05	20.72
合计	22.24	-6.58	23.34	-5.57	20.01	-2.90	6.99	5.92

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

期间费用方面，随着公司建设任务的推进和规模的扩大，整体上看公司三费支出呈增长趋势，2014年~2017年3月分别为3.42亿元、4.91亿元、4.36亿元和1.33亿元，主要为管理费用和财务费用，随着公司债务规模的增长，财务费用呈逐年增长趋势，2014年~2017年3月分别为1.17亿元、1.28亿元、1.49亿元和0.47亿元。同期，三费收入占比逐年增长，分别为15.36%、21.04%、21.78%和18.99%，整体上看公司三费收入占比较高，三费控制能力有待加强。

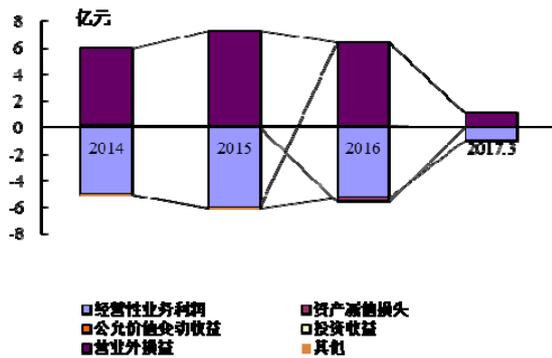
表11：2014年~2017年3月公司偿债能力指标

	2014	2015	2016	2017.3
营业费用（亿元）	0.30	0.26	0.20	0.07
管理费用（亿元）	1.94	3.37	2.67	0.79
财务费用（亿元）	1.17	1.28	1.49	0.47
三费合计（亿元）	3.42	4.91	4.36	1.33
主营业务收入（营业总收入）（亿元）	22.24	23.34	20.01	6.99
三费收入占比（%）	15.36	21.04	21.78	18.99

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

由于公司业务以政府代建为主，具备较强的社会公益性，利润水平很低，因此公司营业利润（经营性业务利润）持续为负，2014年~2017年3月分别为-4.57亿元、-4.99亿元、-5.26亿元和-0.95亿元。为弥补公司经营亏损，开发区管委会每年给予公司稳定的政府补贴，2014年~2016年分别为5.77亿元、7.09亿元和6.26亿元。

图 2：2014 年~2017 年 3 月公司利润总额构成



资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

整体上看，受代建业务毛利率较低影响，公司对政府补贴的依赖度很大。同时中诚信国际也注意到公司三费支出占比较大，三费控制力有待加强。

2017 年 6 月公司将得到现金注资 30 亿元，资本实力得到有效提升，抗风险能力明显增强

从所有者权益方面来看，截至 2016 年末，公司所有者权益为 107.07 亿元，较 2015 年末减少 0.73 亿元，其中实收资本保持 45.75 亿元，资本公积小幅下降至 51.49 亿元。截至 2017 年 3 月末，公司所有者权益小幅增加至 107.19 亿元。2017 年 6 月 21 日，根据《南通市经济技术开发区管理委员会关于同意南通市城市经济技术开发区总公司增加注册资本的批复》（通开发管[2017]82 号），开发区管委会以货币增资 30 亿元，增资后公司注册资本增加至 75.75 亿元，该款项将于 2017 年 6 月 30 日之前到账。公司资本实力将得到有效提升，抗风险能力明显增强。

2016 年及 2017 年一季度公司经营活动净现金流分别为 -24.84 亿元和 -28.92 亿元，受公司与政府应收款项规模较大影响，近年来经营活动净现金流持续为负，随着公司与政府往来款的增加，2016 年经营活动产生的现金流入和流出均保持较大规模。

2016 年及 2017 年一季度公司投资活动净现金流分别为 -0.39 亿元和 4.20 亿元，2016 年投资活动产生的现金流入和流出规模较大，主要是公司为提高闲置资金使用效率，进行资金管理所致，分别为

53.52 亿元和 53.91 亿元。

2016 年及 2017 年一季度公司筹资活动净现金流分别为 31.29 亿元和 26.07 亿元。

表 12：2014 年~2017 年 3 月公司现金流分析（亿元）

项目	2014	2015	2016	2017.3
经营活动产生现金流入	62.46	80.09	119.97	26.02
经营活动产生现金流出	91.72	106.88	144.81	54.93
经营活动净现金流	-29.26	-26.80	-24.84	-28.92
投资活动产生现金流入	11.59	14.39	53.52	16.18
投资活动产生现金流出	11.33	35.30	53.91	11.98
投资活动净现金流	0.26	-20.91	-0.39	4.20
筹资活动产生现金流入	98.81	132.38	128.26	43.87
其中：吸收投资所收到的现金	15.00	15.12	--	--
借款所收到的现金	83.81	105.02	71.61	31.90
筹资活动产生现金流出	63.97	86.24	96.97	17.60
其中：偿还债务所支付的现金	57.51	66.50	83.44	16.94
筹资活动净现金流	34.84	46.14	31.29	26.07
现金及现金等价物净增加额	5.84	-1.57	6.07	1.35

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

债务规模方面，随着公司在建项目的推进，总债务保持增长趋势，截至 2016 年末增加至 211.78 亿元，其中长期债务增长较快，年末增加至 133.22 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.36 倍，以长期债务为主的债务结构符合公司基础设施项目建设周期长的特点。

从偿债能力指标来看，2016 年公司 EBITDA 有所下降，且总债务持续增加，EBITDA 对总债务和利息支出的保障能力均有所弱化，但 EBITDA 仍可以实现对利息的覆盖，总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障系数分别为 47.69 倍和 1.01 倍。由于公司经营活动净现金流持续为负，对债务和利息无覆盖能力，整体上看公司偿债指标较弱。

表 13：2014 年~2017 年 3 月公司偿债能力指标

项目	2014	2015	2016	2017.3
长期债务（亿元）	74.72	95.46	133.22	148.27
总债务（亿元）	143.70	168.89	180.85	211.78
经营活动净现金流（亿元）	-29.26	-26.80	-24.84	-28.92
EBITDA（亿元）	2.93	4.41	3.79	--
总资本化比率（%）	61.38	61.04	62.81	66.39
资产负债率（%）	66.76	66.01	66.86	69.82

总债务/EBITDA (X)	49.08	36.68	47.69	--
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.20	-0.17	-0.14	--
EBITDA 利息保障系数 (X)	1.07	1.67	1.01	--
经营活动净现金流利息保障系数 (X)	-10.74	-10.13	-6.62	-31.34

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

截至 2017 年 3 月末，从有息债务还款期限来看，2017 年 4~12 月和 2018 年需要偿还债务分别为 48.58 亿元和 56.05 亿元，为公司的还款高峰，总体来看，公司未来两年将存在较大的债务偿还压力。

表 14：截至 2017 年 3 月末公司有息债务到期情况（亿元）

	2017 年 4-12 月	2018 年	2019 年	2020 年
到期债务	48.58	56.05	25.21	19.12

注：表中数据包含了计入其他流动负债的超短期融资券。

资料来源：公司提供

受限方面，截至 2017 年 3 月末，公司受限资产合计 44.57 亿元，占当期总资产的 12.59%，其中受到限制的货币资金 1.06 亿元、存货 23.85 亿元、投资性房地产 7.01 亿元、固定资产 11.44 亿元和无形资产 1.35 亿元。

对外担保方面，截至 2017 年 3 月末，公司对外担保金额为 45.81 亿元，占当期净资产比重为 42.73%，占比较高，主要为对南通苏通科技产业园控股发展有限公司、南通经济技术开发区新农村建设有限公司和江苏炜赋集团公司的担保，均为当地国有企业，代偿风险较低。

表 15：截至 2017 年 3 月末公司对外担保情况（亿元）

担保对象	担保金额
江苏炜赋集团公司	7.43
江苏炜赋集团天棚置业有限公司	4.00
南通苏通科技产业园控股发展有限公司	13.07
南通综合保税区发展有限公司	5.10
南通经济技术开发区新农村建设有限公司	10.81
南通江海融资租赁有限公司	0.60
南通市富民港良种场	0.30
南通市绿化造园开发有限公司	0.80
南通市东港排水有限公司	0.40
南通沿海开发集团有限公司	3.30
合计	45.81

资料来源：公司提供

银行授信方面，截至 2017 年 3 月末，公司合并口径银行授信总额为 328.23 亿元，其中未使用授

信为 116.45 亿元，为公司提供较大的财务弹性。

总体来看，公司负债水平较高，未来有一定资本支出和债务偿还压力，获现能力较弱，但考虑到公司在开发区的重要地位，公司拥有足够的外部融资能力和政府支持力度，总体偿债能力较强。

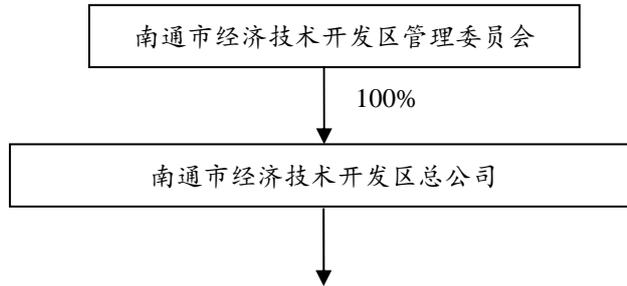
过往债务履约情况

截至 2017 年 3 月末，根据公司提供资料，公司未出现已发行债务融资工具到期未偿付以及逾期未偿还银行贷款的情况。

结论

综上，中诚信国际调升南通经开主体信用等级至 **AA⁺**，评级展望为稳定，调升“10 通经开债/10 通经债”、“13 通经开债/PR 通经开”、“16 南通经开 MTN001”、“16 南通经开 MTN002”、“16 南通经开 MTN003”和“16 南通经开 MTN004”信用等级至 **AA⁺**。

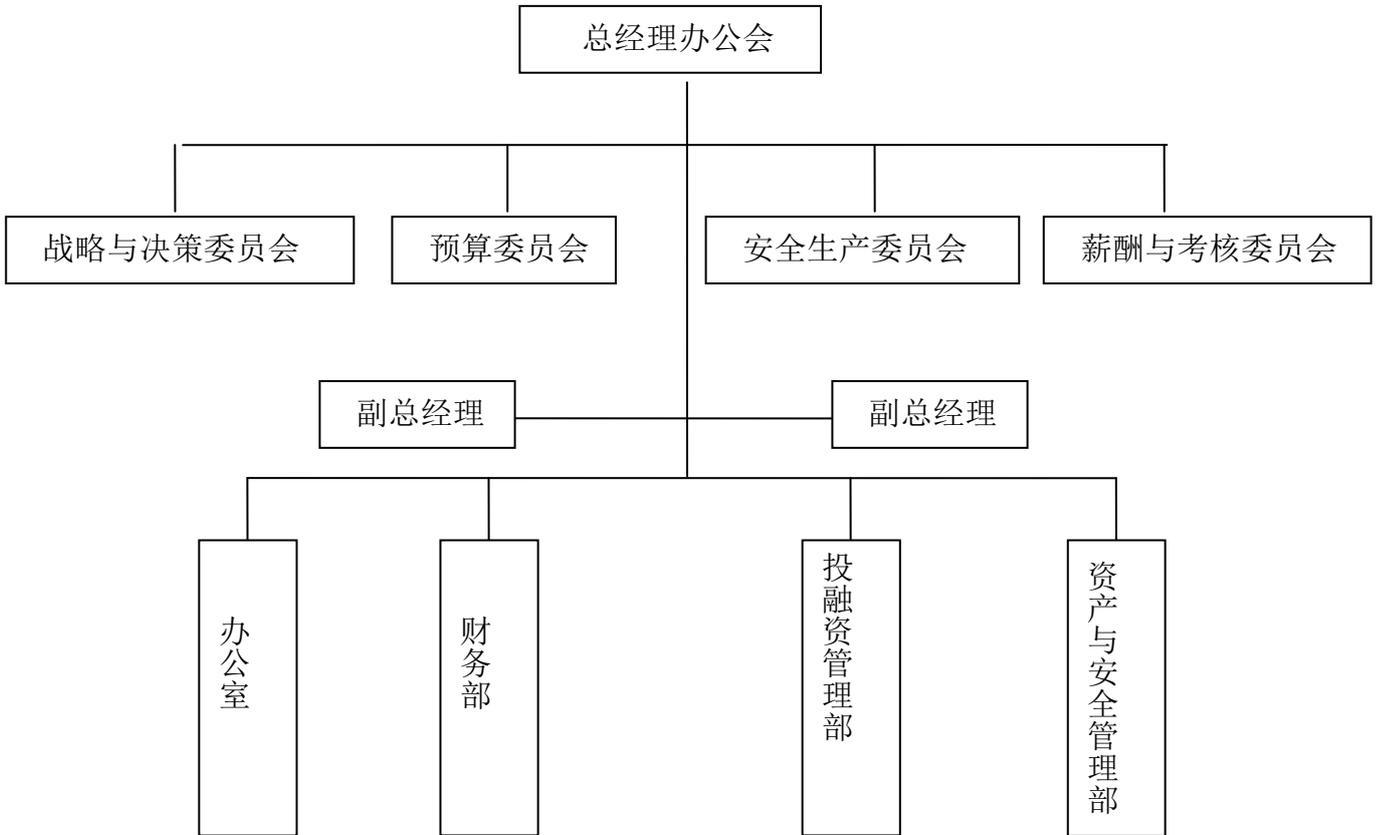
附一：南通市经济技术开发区总公司股权结构图（截至 2017 年 3 月末）



序号	子公司名称	注册资本（万元）	持股比例	业务性质
1	南通能达水务有限公司	10,255.55	100%	基础建设
2	南通市经济技术开发区污水处理厂	3,960.00	100%	公共服务
3	南通市经济技术开发区第二污水处理厂	3,000.00	100%	公共服务
4	南通金陵能达酒店有限公司	15,342.00	100%	服务业
5	江苏星湖置业有限公司	150,000.00	100%	房地产
6	南通能达建设投资有限公司	80,000.00	100%	房地产
7	南通新通海沙置地有限公司	10,000.00	100%	基础建设
8	南通经济技术开发区公用事业管理有限公司	10,000.00	100%	公共服务
9	南通开发区国际贸易有限公司	600.00	100%	贸易业
10	南通市经济技术开发区物资集团有限公司	2,000.00	95%	贸易业
11	南通开发区殡葬服务处	50.00	100%	公共服务
12	南通星湖城市酒店有限公司	500.00	100%	服务业
13	江苏星湖商业管理有限公司	1,000.00	100%	服务业
14	江苏星湖文化产业发展有限公司	1,000.00	100%	服务业
	合计	287,707.55	-	-

资料来源：公司提供

附二：南通市经济技术开发区总公司组织结构图（截至 2017 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：南通市经济技术开发区总公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2014	2015	2016	2017.3
货币资金	379,511.47	315,422.33	201,545.09	201,785.62
短期投资(交易性金融资产)	9,794.99	4,094.99	0.00	0.00
应收账款净额	28,926.03	15,976.05	15,849.94	15,389.43
其他应收款	1,354,570.43	1,563,155.59	1,621,798.32	1,924,832.88
存货净额	534,399.76	599,041.16	697,992.87	756,025.18
可供出售金融资产	-	-	82,652.75	83,452.75
长期股权投资	104,079.58	104,558.04	22,016.77	20,651.77
固定资产	194,374.93	261,407.51	191,534.62	189,238.58
在建工程	20,778.67	3,964.14	4,120.79	7,491.58
无形资产	34,748.37	32,224.85	32,587.97	32,542.14
总资产	2,719,862.59	3,171,876.26	3,231,267.97	3,551,655.50
其他应付款	133,133.54	87,440.67	170,741.18	238,105.49
短期债务	689,844.00	665,854.68	476,221.75	635,121.31
长期债务	747,172.95	1,023,026.94	1,332,240.38	1,482,698.35
总债务	1,437,016.95	1,688,881.62	1,808,462.13	2,117,819.66
净债务	1,057,505.48	1,373,459.29	1,606,917.04	1,916,034.04
总负债	1,815,652.49	2,093,821.01	2,160,577.46	2,479,711.16
财务性利息支出	12,332.59	13,857.24	15,822.24	4,850.15
资本化利息支出	14,924.41	12,593.46	21,673.51	4,375.70
实收资本	306,346.00	457,546.00	457,546.00	457,546.00
少数股东权益	100.53	100.04	102.29	99.18
所有者权益(含少数股东权益)(所有者权益合计)	904,210.10	1,078,055.26	1,070,690.51	1,071,944.34
主营业务收入(营业总收入)	222,423.30	233,437.36	200,084.09	69,899.53
主营业务利润	-17,251.75	-14,447.48	-9,063.85	3,778.00
营业利润	-49,925.66	-60,403.70	-53,594.56	-9,495.41
投资收益	1,997.37	1,879.95	1,922.73	0.00
营业外收入(含补贴收入)	65,346.64	71,357.25	62,707.78	10,763.22
净利润	7,639.53	8,539.06	6,782.32	1,253.84
EBIT	21,927.68	25,980.97	24,686.97	--
EBITDA	29,279.12	44,061.84	37,921.21	6,108.89
销售商品、提供劳务收到的现金	234,957.16	253,085.34	184,445.80	72,297.91
收到其他与经营活动有关的现金	388,010.13	546,794.87	1,014,085.51	187,589.39
购买商品、接受劳务支付的现金	312,338.74	337,127.01	369,539.42	189,127.35
支付其他与经营活动有关的现金	583,887.65	709,527.94	1,057,646.46	354,086.47
吸收投资收到的现金	150,000.00	151,200.00	0.00	0.00
资本支出	26,038.26	13,481.63	10,006.30	3,591.63
经营活动产生现金净流量	-292,622.43	-267,972.44	-248,390.04	-289,173.03
投资活动产生现金净流量	2,645.59	-209,114.78	-3,873.51	41,998.11
筹资活动产生现金净流量	348,416.43	461,372.02	312,945.22	260,715.45
财务指标	2014	2015	2016	2017.3
主营业务毛利率(营业毛利率)(%)	-6.58	-5.54	-2.90	5.92
三费收入比(%)	15.36	21.04	21.78	18.99
总资产收益率(%)	0.94	0.88	0.77	--
流动比率(X)	2.32	2.70	3.66	3.35
速动比率(X)	1.80	2.12	2.76	2.54
资产负债率(%)	66.76	66.01	66.86	69.82
总资本化比率(%)	61.38	61.04	62.81	66.39
长短期债务比(X)	0.92	0.65	0.36	0.43
经营活动净现金/总债务(X)	-0.20	-0.16	-0.14	--
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.42	-0.40	-0.52	--
经营活动净现金/利息支出(X)	-10.74	-10.13	-6.62	-31.34
总债务/EBITDA(X)	49.08	38.33	47.69	--
EBITDA/短期债务(X)	0.04	0.07	0.08	--
货币资金/短期债务(X)	0.55	0.47	0.42	0.32
EBITDA 利息倍数(X)	1.07	1.67	1.01	--

注：1、公司2014年~2015年年度财务报表按旧会计准则编制，2016年及2017年一季报按新会计准则编制，2017年一季度报未经审计；2、在计算债务指标时，将各年度长期应付款有息借款纳入长期债务中核算；3、母公司借款利息由开发区财政局承担，不计入公司利息支出。

附四：基本财务指标的计算公式

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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-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-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

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

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

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 =（流动资产-存货）/ 流动负债

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均净额

应收账款周转率 = 营业总收入净额 / 应收账款平均净额

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+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：主体信用等级的符号及定义

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	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。

附六：债券信用等级的符号及定义

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，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
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。

附七：中期票据信用等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

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。