

张家港市直属国有资产经营有限公司：

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：

维持贵公司的主体信用等级为AA⁺，评级展望为稳定；
维持“12张国资债/PR张公经”，“17张家国资MTN001”和“18张家国资MTN001”的信用等级为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

二零一九年六月二十四日

张家港市直属公有资产经营有限公司 2019 年度跟踪评级报告

受评对象 张家港市直属公有资产经营有限公司

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**

存续债券列表

| 债券简称 | 发行规模 (亿元) | 存续期 | 本次债项信用等级 | 上次债项信用等级 |
|----------------|-----------|-----------------------|-----------------|-----------------|
| 12 张公资债/PR 张公经 | 12 | 2012.11.27~2019.11.27 | AA ⁺ | AA ⁺ |
| 17 张家公资 MTN001 | 20 | 2017.08.18~2022.08.18 | AA ⁺ | AA ⁺ |
| 18 张家公资 MTN001 | 20 | 2018.04.04~2023.04.04 | AA ⁺ | AA ⁺ |

注：截至报告出具日，“12 张公资债/PR 张公经”余额 2.40 亿元。

概况数据

| 直属公有 (合并口径) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.3 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产 (亿元) | 761.80 | 795.33 | 835.57 | 847.69 |
| 所有者权益合计 (亿元) | 229.71 | 268.86 | 258.45 | 267.28 |
| 总负债 (亿元) | 532.09 | 526.47 | 577.13 | 580.41 |
| 总债务 (亿元) | 419.34 | 402.79 | 437.35 | 442.46 |
| 营业总收入 (亿元) | 48.59 | 60.91 | 65.60 | 9.93 |
| 经营性业务利润 (亿元) | 1.82 | 3.27 | 4.70 | 0.79 |
| 净利润 (亿元) | 3.11 | 3.77 | 4.40 | 1.58 |
| EBIT (亿元) | 9.39 | 10.66 | 14.26 | 3.16 |
| EBITDA (亿元) | 13.35 | 14.82 | 18.11 | -- |
| 经营活动净现金流 (亿元) | 16.23 | 30.84 | -23.60 | -10.13 |
| 收现比(X) | 1.20 | 1.45 | 1.08 | 1.69 |
| 总资产收益率(%) | 1.34 | 1.37 | 1.75 | 1.50 |
| 营业毛利率(%) | 26.40 | 21.21 | 25.39 | 27.26 |
| 应收类款项/总资产(%) | 16.56 | 13.63 | 16.44 | 15.81 |
| 资产负债率(%) | 69.85 | 66.20 | 69.07 | 68.47 |
| 总资本化比率(%) | 64.61 | 59.97 | 62.86 | 62.34 |
| 总债务/EBITDA(X) | 31.40 | 27.18 | 24.15 | -- |
| EBITDA 利息倍数(X) | 0.69 | 0.88 | 1.03 | -- |

注：1、公司各年度财务报告均依照新会计准则编制，2019 年一季度财务报表未经审计；2、将公司各期报表“其他应付款”和“其他流动负债”中的带息债务纳入短期债务核算，将“其他非流动负债”中的带息债务纳入长期债务核算；3、公司未提供 2019 年一季度现金流量补充表，故相关指标失效；4、季报中总资产收益率指标为年化数据。

分析师

项目负责人：袁雨晴 yqyuan@ccxi.com.cn

项目组成员：刘建平 jlpliu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2019 年 6 月 24 日

基本观点

中诚信国际维持张家港市直属公有资产经营有限公司（以下简称“直属公有”或“公司”）的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“12 张公资债/PR 张公经”，“17 张家公资 MTN001”和“18 张家公资 MTN001”的信用等级为 **AA⁺**。

中诚信国际肯定了张家港市不断增长的区域经济，公司拥有区域垄断性地位和政府的有力支持，主营业务具有良好前景等对公司发展的积极作用。同时，中诚信国际关注到公司财务杠杆率较高、面临较大资金压力，政策及市场风险，对外担保金额较大、且担保业务子公司已发生代偿等因素对公司未来整体信用状况的影响。

优势

- **不断增长的区域经济。**近年来张家港市总体经济实力不断增强，2018 年张家港市地区生产总值为 2,720.18 亿元，按可比价格计算增长 6.7%，持续增强的经济实力为公司提供了良好的发展环境。
- **区域垄断性地位和有力的政府支持。**公司是张家港市主要的城市基础设施及公用事业投资建设和运营主体，其水务、燃气业务在张家港市居于垄断地位，对张家港市居民的日常生活有重要影响。张家港政府对公司提供了政策、资金等方面的有力支持。
- **主营业务具有良好前景。**公司水务、燃气业务等公共事业板块现金流稳定，多元化业务分散公司经营风险，受益于张家港市经济的快速发展和城市建设的加速，公司主营业务具有良好的发展前景。

关注

- **财务杠杆率较高，面临较大资金压力。**截至 2019 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率均处于较高水平，且公司在建拟建项目尚需投入金额仍较大，公司面临较大资金压力。
- **政策及市场风险。**公司基础设施业务资金平衡主要依赖张家港市土地出让后给予的资金拨付，而土地出让进程易受宏观调控、土地政策及市场需求影响，可能引起经营的较大波动。
- **对外担保金额较大，且担保业务子公司已发生代偿。**截至 2018 年末，公司对外担保余额 109.74 亿元，占期末净资产的 42.46%，其中担保业务子公司对外担保余额 28.45 亿元。此外，担保业务子公司涉及诉讼及仲裁，并已发生部分代偿。

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，充分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，中诚信国际在债券存续期内每年进行定期跟踪评级。

募投项目进展

“12 张公资债/PR 张公经”发行总额 12 亿元，其中 4 亿元用于小城河地区综合整治工程项目，8 亿元用于张家港市域生活污水处理扩建一期工程项目。截至 2019 年 3 月末，“12 张公资债/PR 张公经”募集资金已全部使用完毕。

近期关注

张家港市很强的经济实力为公司提供了良好发展环境

张家港市为苏州市所辖县级市，全市总面积 999 平方公里，其中陆域面积 777 平方公里。张家港市以其境内天然良港——张家港港命名。张家港港是首批对外开放的国家一类口岸，拥有 63.6 公里的沿江岸线、65 个万吨级以上泊位，是全国首个货物吞吐量超亿吨的县域口岸，在江苏省率先开通电子口岸，并成为全球首个国际卫生港口。张家港市现代服务业发展迅猛，投资环境优越，形成了张家港保税区、张家港经济技术开发区、扬子江冶金工业园等一批重点工业园区。

张家港市整体经济实力很强，在 2018 年全国百强县（市）社会经济综合发展指数排名中位居第三名。2018 年，张家港市实现地区生产总值 2,720.18 亿元，按可比价计算，比上年增长 6.7%。其中，第一产业增加值 30.63 亿元，下降 3.1%；第二产业增加值 1,423.68 亿元，增长 3.3%；第三产业增加值 1,265.87 亿元，增长 10.5%。三次产业比重调整为 1.1:52.4:46.5。按户籍人口计算，人均 GDP 为 29.27 万元。同期，全市完成固定资产投资 389.79 亿元，其中完成工业投资 129.17 亿元，占全社会投资额的比重为 33.1%；服务业投资 260.63 亿元，占全社会投资额的比重为 66.9%。整体来看呈现继续下滑趋势，投资力度大幅下降。

表 1：2016 年~2018 年张家港市经济发展情况

| | 2016 | 2017 | 2018 |
|-------------|-------|-------|-------|
| 地区生产总值（亿元） | 2,317 | 2,606 | 2,720 |
| 地区生产总值增速（%） | 7.0 | 7.3 | 6.7 |
| 固定资产投资（亿元） | 724 | 727 | 390 |
| 固定资产投资增速（%） | -4.1 | 0.3 | -46.4 |

资料来源：张家港市财政局

公司承担了张家港市市区大部分土地整理业务，投资规模很大；土地整理暂未实现收入

公司土地整理业务由二级子公司张家港市城市投资发展集团有限公司（以下简称“城投公司”）及其下属暨阳湖生态园区开发有限公司（以下简称“暨阳湖公司”）负责，暨阳湖公司 2016 年后不再开展土地整理业务。为了保证张家港市城市化快速推进过程中对土地的需求，张家港市政府授权城投公司负责张家港市城西新区的土地整理业务。根据张家港市人民政府《关于同意授权市城投公司负责经营城西区（含森林公园）商业用地的批复》（张政发[2003]174 号），“城西新区（土地）实行封闭运行，由城投公司具体负责新区建设的组织实施工作”。

城西新区拓展区位于张家港市杨舍城区城西片区西二环路以西、张杨公路以南、长安西路以北、规划章卿路以东，规划区总面积约 6.16 平方公里。该区域是以生活居住、商业、文化、商务、办公中心、综合配套等为一体的混合功能区，是城区西侧重要的发展方向和功能组团之一，建成后对改善居住环境、扩大城市规模、提升城市形象具有十分重要的意义。

业务模式上，公司土地整理业务资金来源一般是自筹或银行贷款。根据片区的规划建设方案进行前期拆迁、平整，土地具备出让条件后，通过张家港市土地储备中心公开挂牌拍卖，获得的土地出让收入全额上交张家港市财政专户。2018 年以前，公司土地整理支出计入“在建工程”，2018 年及以后，公司土地整理支出计入“存货”。

收入确认方面，公司土地整理不确认收入，每年将张家港市财政局拨付的建设资金冲减整理成本后余额计入资本公积。2016 年~2018 年，张家港市财政局拨付公司土地整理和基础设施建设资金

分别为 20.63 亿元、3.50 亿元和 0.22 亿元，公司计入资本公积。

2016 年~2018 年，公司负责整理区域土地出让面积分别为 37.37 万平方米、18.48 万平方米和 28.53 万平方米，出让金额分别为 46.45 亿元、35.72 亿元和 47.05 亿元。2016 年~2018 年，公司分别实现土地整理收入 0.77 亿元、0.00 亿元和 0.00 亿元，其中 2016 年收入来自暨阳湖公司，城投公司整理收入暂未体现到营业收入中。

表 2：2016 年~2018 年公司土地出让情况

| | 2016 | 2017 | 2018 |
|------------|-------|-------|-------|
| 出让面积（万平方米） | 37.37 | 18.48 | 28.53 |
| 整理成本（亿元） | 36.34 | 19.54 | 42.13 |
| 出让金额（亿元） | 46.45 | 35.72 | 47.05 |
| 整理收入（亿元） | 0.77 | 0.00 | 0.00 |

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月末，公司正在整理的土地为 9 块，总投资 68.30 亿元，已完成投资 48.14 亿元，未来投资压力有所减弱。截至 2019 年 3 月末，公司未结转土地整理成本为 145.85 亿元。

表 3：截至 2019 年 3 月末公司开发整理土地情况（亩、万元）

| 序号 | 地块名称 | 面积 | 总投资额 | 已投资额 | 未来三年投资计划 | | | 计划出让年份 |
|----|------------|-------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|--------|
| | | | | | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | |
| 1 | 城西新区 10#地块 | 336 | 48,000.00 | 43,677.44 | 3,458.05 | 864.51 | -- | 2020 年 |
| 2 | 城西新区 41#地块 | 169 | 31,000.00 | 27,377.76 | 2,897.79 | 724.45 | -- | 2020 年 |
| 3 | 城西新区 43#地块 | 192 | 16,000.00 | 14,138.14 | 1,489.49 | 372.37 | -- | 2020 年 |
| 4 | 城西新区 46#地块 | 149 | 14,000.00 | 12,293.04 | 1,365.57 | 341.39 | -- | 2020 年 |
| 5 | 城西新区 4#地块 | 100 | 15,000.00 | 13,756.87 | 1,243.13 | -- | -- | 2020 年 |
| 6 | 城西新区 6#地块 | 192 | 29,000.00 | 28,193.45 | 806.55 | -- | -- | 2020 年 |
| 7 | 城西新区 45#地块 | 131 | 20,000.00 | 17,337.13 | 2,662.87 | -- | -- | 2020 年 |
| 8 | 城西西扩地块 | 533 | 80,000.00 | 61,864.87 | 10,521.14 | 2,630.29 | 4,983.7 | 2021 年 |
| 9 | 东城区区域地块 | 2,870 | 430,000.00 | 262,727.85 | 55,181.65 | 55,181.65 | 56,908.86 | 暂无 |
| 合计 | | 4,672 | 683,000.00 | 481,366.55 | 79,626.24 | 60,114.66 | 61,892.56 | -- |

资料来源：公司提供

综上，公司承担了张家港市市区大部分土地整理业务，投资规模很大。未来随着政府陆续回款，以及公司计划于 2019 年开始确认土地整理业务收入，公司营业收入或将增长。

公司在张家港市基础设施建设领域的地位突出，但目前基础设施建设业务没有确认收入，公司面临一定资金压力

近年来，张家港市进入了城市化快速发展阶段，城市基础设施建设主要由一级子公司张家港市金城投资发展有限公司（以下简称“张家港金城”）、城投公司和暨阳湖公司负责运营。公司每年根据张

家港市政府城建计划实施项目建设，牵头负责城西新区（含西拓、北延区域）和城东区域开发建设。

业务模式方面，针对桥梁、道路等工程，由公司负责统筹资金并建设，项目完工后计入“固定资产”，资金平衡主要依赖张家港市政府给予的资金拨付以及财政拨款。近三年一期，公司未确认基础设施建设收入。

2016 年~2019 年 3 月，公司完工道路 13 条，总投资规模 7.20 亿元。截至 2019 年 3 月末，在建道路 13 条，总投资 3.26 亿元，已投资 0.34 亿元；拟建道路 14 条，总投资 5.46 亿元。

表 4：截至 2019 年 3 月末公司在建基础设施项目（万元）

| 项目名称 | 项目总投资 | 已完成投资 | 未来计划投资 | | 预计竣工时间 |
|---------------------------|-----------|----------|-----------|----------|---------|
| | | | 2019.4-12 | 2020 | |
| 骏马大道（沙洲东路至暨阳东路）新建工程 | 1,900.00 | 500.00 | 1,400.00 | -- | 2019.12 |
| 滨河路（白鹿路至长安南路、泗杨路至泗港路）新建工程 | 1,000.00 | 5.00 | 995.00 | -- | 2019.12 |
| 暨阳东路东延（东二环路至农鹿路）工程 | 12,600.00 | 2,500.00 | 9,600.00 | 500.00 | 2019.12 |
| 二干河东路（暨阳东路至南苑东路）改造工程 | 4,300.00 | 100.00 | 2,400.00 | 1,800.00 | 2019.12 |
| 金柳路（滨河路至南庄路）新建工程 | 1,200.00 | 200.00 | 1,000.00 | -- | 2019.12 |
| 科普路（沙洲东路至南苑路）新建工程 | 1,300.00 | 3.50 | 1,296.50 | -- | 2019.12 |
| 沈巷路（镇中路至蒋乘路）东延工程 | 1,380.00 | 0.50 | 1,380.00 | -- | 2019.12 |
| 南苑东路（东二环路至二干河）绿带工程 | 3,000.00 | 1.00 | 999.00 | 2,000.00 | 2020.06 |
| 泗港路（白鹿路至小河坝路）南段工程 | 1,950.00 | 50.00 | 900.00 | 1,000.00 | 2020.12 |

| | | | | | |
|--------------------------|------------------|-----------------|------------------|-----------------|-----------|
| 南庄路（白鹿路至小河坝路）南段工程 | 1,960.00 | 0.80 | 959.00 | 1,000.00 | 2020.12 |
| 纬二路（南庄路至泗港路）新建工程 | 580.00 | 0.50 | 579.50 | -- | 2019.12 |
| 纬三路（南庄路至滨河路）新建工程 | 1,150.00 | 3.00 | 497.00 | 650.00 | 2020.12 |
| 实验小学西校区南侧道路（南庄路至泗港路）新建工程 | 265.00 | 3.00 | 97.00 | 165.00 | 2020.01 |
| 合计 | 32,585.00 | 3,367.00 | 22,103.00 | 7,115.00 | -- |

资料来源：公司提供

表 5：截至 2019 年 3 月末公司拟建基础设施项目（万元）

| 项目名称 | 项目总投资 | 未来计划投资 | | 开工时间 |
|------------------------------|------------------|------------------|------------------|-----------|
| | | 2019.4-12 | 2020 | |
| 交警杨舍中队北侧道路（永安路至新建小区）新建工程 | 240.00 | 240.00 | -- | 2019.09 |
| 城北派出所东侧规划道路及桥梁 | 350.00 | 350.00 | -- | 2019.06 |
| 农鹿路（南苑东路至新泾路）改造工程 | 8,800.00 | 1,000.00 | 3,000.00 | 尚未确定 |
| 沙洲东路（东二环路至农鹿路）大修工程 | 11,600.00 | 3,000.00 | 5,000.00 | 尚未确定 |
| 华兴电力 D500 燃气管道（南苑东路至新泾路）改线工程 | 1,500.00 | 600.00 | 900.00 | 尚未确定 |
| 农鹿路（南苑东路至新泾路）综合管廊工程 | 20,000.00 | 5,000.00 | 7,000.00 | 尚未确定 |
| 农乘路（东二环路至蒋乘路）新建工程 | 2,800.00 | 200.00 | 2,500.00 | 2019.11 |
| 蒋农路（沙洲东路至暨阳东路、人民东路至蒋桥路）新建工程 | 2,640.00 | 200.00 | 2,440.00 | 2019.11 |
| 镇中路（沙洲东路至暨阳东路）北延工程 | 1,790.00 | 100.00 | 1,690.00 | 2019.11 |
| 科普路（沙洲东路至暨阳东路）北延工程 | 1,350.00 | 100.00 | 1,350.00 | 2019.11 |
| 泗新路（人民西路至南庄路）新建工程 | 1,050.00 | 100.00 | 950.00 | 2019.11 |
| 五新路（人民西路至泗新路）新建工程 | 600.00 | -- | 600.00 | 2019.11 |
| 孙巷河道（暨阳东路至新丰河）新建工程 | 1,350.00 | 100.00 | 1,250.00 | 2019.01 |
| 跃进河东侧道路（人民西路至张杨公路）改造工程 | 540.00 | 200.00 | 340.00 | 2019.11 |
| 合计 | 54,610.00 | 11,190.00 | 27,020.00 | -- |

资料来源：公司提供

此外，2009 年公司就小城河地区综合整治工程项目与张家港市财政局签订 BT 协议，由公司负责资金筹集和建设，成本计入“在建工程”，待项目完工移交后计入“其他应收款”，由张家港市财政局分期回购，公司不确认收入。截至 2019 年 3 月末，小城河地区综合整治工程项目已投资 23.83 亿元，项目已完工但尚未移交。

公司还牵头负责城西新区开发建设。城西新区拓展区位于张家港市杨舍城区城西片区西二环路以西、张杨公路以南、长安西路以北、规划章卿路以东。该区域公共配套建设由政府投资建设，预计该区开发建设的总投资约为 85.50 亿元。

总体来看，随着经济发展以及张家港市城市建设力度的加大，未来公司的战略地位将进一步体现，在城市基础设施建设领域的主导地位将更加突出，但目前公司基础设施建设业务没有确认收入，面临一定资金压力。

公司完工安置房销售情况良好，对公司营业总收入形成较好支撑；安置房项目量减少，持续性值得关注

安置房建设由城投公司负责实施。公司每年根

据张家港市政府制定的安置房投资建设计划有序进行安置房建设，资金来源主要是自有资金和银行贷款，安置房建设用地主要通过公开交易市场拍卖获得。安置房建设主要为配合公司的征地拆迁工作，保证拆迁户的顺利安置，项目自身的盈利性较差。对于自建的安置房项目，公司拆迁安置房的利润来源通过土地及建筑安装成本与销售收入的差额实现。对于代建的安置房项目，根据公司与张家港市土地储备中心（以下简称“张家港市土储”）签订的《安置房委托代建回购协议书》的约定，公司代建的安置房项目竣工验收合格后，张家港市土储将根据向被拆迁户分配安置房的需求和进度循序对公司代建的安置房进行回购。公司代建安置房项目以张家港市土储向公司实际回购并向被拆迁户分配的时点为依据确认代建收入。

2016 年~2019 年 3 月，公司自建安置房收入分别为 2.13 亿元、3.55 亿元、14.66 亿元和 0.85 亿元；代建安置房收入分别为 16.63 亿元、15.82 亿元、4.35 亿元和 0.42 亿元。近年来，代建安置房建设规模有所缩减，收入逐年减少。

2016 年~2019 年 3 月，公司完工的自建安置房为新航花苑、丽新花苑和新乘北苑二期，项目总投

资 25.01 亿元,截至 2019 年 3 月末已销售金额 15.38 亿元。2016 年~2019 年 3 月,公司完工的代建安置房为小菜巷二期等 5 个项目,项目总投资 37.73 亿

元,拟回购金额 39.16 亿元,截止 2019 年 3 月末已回购 32.03 亿元。

表 6: 2016 年~2019 年 3 月公司完工自建安置房项目(平方米、万元)

| 项目名称 | 建筑面积 | 项目总投资 | 建设周期 | 截至 2019 年 3 月末 已销售面积 | 截至 2019 年 3 月末 已销售金额 | 销售进度 |
|-----------|-------------------|-------------------|-----------|-------------------------|-------------------------|--------|
| 新航花苑 | 238,050.11 | 94,233.23 | 2013~2017 | 184,679.28 | 83,871.35 | 77.58% |
| 丽新花苑 | 161,215.41 | 75,000.00 | 2013~2018 | 115,813.63 | 68,915.39 | 79.52% |
| 新乘北苑二期 | 219,593.19 | 80,904.79 | 2014~2019 | 2,290.17 | 972.86 | 1.04% |
| 合计 | 618,858.71 | 250,138.02 | -- | 302,783.08 | 153,759.60 | -- |

资料来源:公司提供

表 7: 2016 年~2019 年 3 月公司完工代建安置房项目(平方米、万元)

| 项目名称 | 建筑面积 | 项目总投资 | 建设周期 | 拟回购金额 | 截至 2019 年 3 月末 已回购金额 |
|-----------|---------------------|-------------------|-----------|-------------------|-------------------------|
| 前溪锦苑 | 143,203.79 | 56,496.46 | 2011~2016 | 55,019.63 | 55,019.66 |
| 范庄花苑 | 367,895.00 | 122,310.53 | 2011~2016 | 128,843.39 | 120,995.11 |
| 港新花苑 | 126,871.31 | 45,422.29 | 2011~2016 | 46,330.74 | 27,790.00 |
| 百家桥 | 405,027.17 | 144,179.77 | 2013~2016 | 147,063.37 | 108,300.00 |
| 小菜巷二期 | 22,578.91 | 8,850.00 | 2016~2018 | 14,382.01 | 8,225.25 |
| 合计 | 1,065,576.18 | 377,259.05 | -- | 391,639.14 | 320,330.02 |

资料来源:公司提供

截至 2019 年 3 月末,公司在建安置房项目为新乘北苑三期,项目总投资 4.20 亿元,已投资 0.35 亿元;拟建项目为新乘北苑东扩,总投资 14.00 亿元。上述两个项目均为自建项目,公司暂无代建安置房项目。

总体来看,公司完工安置房销售情况良好,对公司营业总收入形成较好支撑。但中诚信国际关注到,公司安置房项目逐渐缩减,未来该业务持续性值得关注。

给排水公司服务区域逐步拓展,自来水、污水处理业务稳定发展

水务业务是公司主要业务板块之一,目前涵盖自来水供应、污水处理及给排水施工三大领域,均由城投公司下属张家港市给排水公司(以下简称“给排水公司”)负责运营。

自来水供应方面,给排水公司在张家港市具有垄断地位。截至 2019 年 3 月末,给排水公司拥有 3 座自来水水厂,总供水能力 65 万立方米/日,供水管网总长度 7,458 公里。2016 年和 2019 年 3 月,给

排水公司年售水量分别为 1.46 亿立方米、1.49 亿立方米、1.49 亿立方米和 0.33 亿立方米,年售水量整体相对稳定。2016 年~2019 年 3 月公司自来水销售收入分别为 2.93 亿元、2.77 亿元、2.82 亿元和 0.60 亿元。由于工业用水和居民用水占比有所波动,近三年一期自来水收入呈波动趋势。

表 8: 2016 年~2019 年 3 月公司自来水业务经营指标

| 业务指标 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.3 |
|---------------|-------|-------|-------|--------|
| 日供水能力(万立方米/日) | 70 | 65 | 65 | 65 |
| 供水管网总长度(公里) | 6,859 | 7,277 | 7,453 | 7,458 |
| 全年供水量(亿立方米) | 1.68 | 1.69 | 1.68 | 0.37 |
| 全年售水量(亿立方米) | 1.46 | 1.49 | 1.49 | 0.33 |
| 自来水销售收入(亿元) | 2.93 | 2.77 | 2.82 | 0.60 |

资料来源:公司提供

水价方面,自 2016 年 4 月起张家港市对自来水价格和污水处理价格进行调整,居民供水第一阶梯终端水价调整至 2.91 元/立方米,工业用水调整至 4.11 元/立方米,特种供水调整至 5.66 元/立方米。水价的上调有效的提升了给排水公司的收入和盈利水平。

表 9: 截至 2019 年 3 月末张家港市水价情况(元/立方米)

| 阶梯分类 | 水资源费和 城市附加费 | 自来水费 | 污水处理费 | 终端水价 | |
|------|-----------------|------|-------|------|------|
| 居民供水 | 第一阶梯:年用水量≤216 吨 | -- | 1.61 | 1.30 | 2.91 |

| | | | | |
|-----------------------|------|------|------|------|
| 第二阶梯：216 吨<年用水量≤300 吨 | -- | 2.41 | 1.30 | 3.71 |
| 第三阶梯：年用水量>300 吨 | -- | 4.81 | 1.30 | 6.11 |
| 执行生活用水价格的非居民用户 | -- | 1.86 | 1.30 | 3.16 |
| 非居民生活用水 | 0.20 | 2.21 | 1.70 | 4.11 |
| 特种供水 | 0.20 | 3.46 | 2.00 | 5.66 |

资料来源：张家港市物价局

污水处理方面，截至 2019 年 3 月末，给排水公司污水处理能力为 23.70 万立方米/日。2016 年~2019 年 3 月，给排水公司污水处理量分别为 5,404 万立方米、5,624 万立方米、5,831 万立方米和 1,509 万立方米，呈增长趋势。给排水公司收取的水费中已经包括污水处理费，给排水公司将其代收的污水处理费上缴给张家港市财政局，再由张家港市财政局全额支付给给排水公司。2016 年~2018 年，给排水公司分别收到张家港市财政局污水处理费 1.67 亿元、1.90 亿元和 2.05 亿元。

表 10：2016 年~2019 年 3 月公司污水处理经营情况

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.3 |
|----------------|-------|-------|-------|--------|
| 污水处理能力（万立方米/日） | 22.70 | 22.70 | 23.70 | 23.70 |
| 污水处理量（万立方米） | 5,404 | 5,624 | 5,831 | 1,509 |

资料来源：公司提供

公司管道安装业务包括市政管网安装、企事业单位及小区接水施工、管网维护改造等。2016 年~2019 年 3 月，管道安装分别实现收入 2.97 亿元、1.58 亿元、2.27 亿元和 0.55 亿元。

整体来看，给排水公司经营状况良好。随着张家港市经济发展，张家港市给排水公司服务区域逐步拓展，公司自来水、污水处理业务将稳定发展。

燃气业务享有市场垄断地位，用户量和销售量逐年增长

公司燃气业务主要由二级子公司张家港港华燃气有限公司（以下简称“港华燃气”）负责运营，公司持有港华燃气 50% 的股权，港华燃气另一股东为香港中华煤气有限公司。

截至 2019 年 3 月末，港华燃气拥有管网 1,645 公里，其中低压管网 851 公里、中压管网 674 公里、高压管网 120 公里。港华燃气占有张家港市管道燃气市场 95% 以上的份额，随着老城区天然气改造工程的积极推进，截至 2019 年 3 月末，港华燃气共有管道燃气用户 20.08 万户。2016 年~2019 年 3 月，港华燃气销售收入分别为 10.50 亿元、12.14 亿元、

14.33 亿元和 4.58 亿元，随着用户数量增长，燃气销售收入逐年增加。

表 11：2016 年~2019 年 3 月港华燃气运营情况

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.3 |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 天然气销售量（万立方米） | 37,275 | 39,774 | 45,350 | 13,330 |
| 管网长度（公里） | 1,486 | 1,571 | 1,639 | 1,645 |
| 用户总数（万户） | 14.20 | 16.81 | 19.61 | 20.08 |
| 销售收入（亿元） | 10.50 | 12.14 | 14.33 | 4.58 |

资料来源：公司提供

港华燃气在凤凰门站建设 60 万立方米的 LNG 接收站作为第二气源，用于天然气存储和冬季调峰。该工程已经完工并于 2017 年正式投入使用，该项目以保障性功能为目的，对公司收入规模影响较小。截至 2019 年 3 月末，港华燃气在建项目主要是管网工程，项目总投资 1.25 亿元，已投资 0.45 亿元。

总体来看，公司燃气业务市场优势较为显著，在区域内处于垄断地位。公司燃气业务将逐渐拓展至张家港市部分乡镇，天然气用户数量逐年增长。

房地产项目销售良好，近年业务收入持续增长；受项目进度影响，未来收入或面临一定经营波动

公司房地产业务由二级子公司张家港市金厦房地产开发公司（以下简称“金厦公司”）负责管理运营。金厦公司拥有房地产开发二级资质，先后开发过暨阳、龙潭、花园浜、云盘、城北、南苑、园林、万红等市区各主要居民住宅小区，完成了西门南村、杨舍西街、市体育场旧城改造工程，累计开发面积近 200 多万平方米。2016 年~2019 年 3 月，商品房销售收入分别为 7.22 亿元、19.81 亿元、20.61 亿元和 1.55 亿元。

近三年一期，金厦公司完工的房地产项目主要是阳光里程一期和二期项目，项目总投资 28.89 亿元，已销售金额 30.00 亿元，销售情况良好。截至 2019 年 3 月末，金厦公司在售商品房项目主要是阳光锦程三期，总投资 30.67 亿元，已实现销售收入

28.44 亿元。

截至 2019 年 3 月末，金厦公司在建的房地产项目主要为阳光锦程三期和凤凰印象，建筑面积合

计 51.70 万平方米，计划总投资 36.05 亿元，已投资 25.30 亿元。

表 12: 2016 年~2019 年 3 月公司主要完工商品房情况 (亿元、万平方米)

| 项目名称 | 建设期 | 项目总投资 | 建设面积 | 已销售面积 | 已销售金额 | 销售进度 |
|--------|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 阳光锦程一期 | 2014~2017 | 15.55 | 20.67 | 16.13 | 14.47 | 90.32% |
| 阳光锦程二期 | 2015~2018 | 13.34 | 20.84 | 15.29 | 15.53 | 86.98% |
| 合计 | -- | 28.89 | 41.51 | 31.42 | 30.00 | -- |

资料来源：公司提供

表 13: 截至 2019 年 3 月末公司主要在建商品房情况 (亿元、万平方米)

| 项目名称 | 建设周期 | 建筑面积 | 总投资额 | 已投资额 | 已销售面积 | 已销售金额 |
|--------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 阳光锦程三期 | 2016~2021 | 42.20 | 30.67 | 23.40 | 21.23 | 28.44 |
| 凤凰印象 | 2018~2020 | 9.50 | 5.38 | 1.90 | -- | -- |
| 合计 | -- | 51.70 | 36.05 | 25.30 | 21.23 | 28.44 |

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月末，金厦公司暂无拟建房地产项目。截至 2019 年 3 月末，金厦公司共有 2 块储备用地，面积 13.94 万平方米，账面价值 20.63 亿元。

总体来看，公司房地产项目销售良好，业务收入持续增长。但公司暂无拟建项目，房地产业务收入面临一定经营波动。

租赁、餐饮和住宿业务稳步发展，为公司提供稳定现金流

公司租赁收入主要来源于张家港购物公园。该购物公园位于张家港城西新区的中心地带，地处沙洲西路、国泰路的交界处，距离市中心 2 公里，占地 22.5 公顷，总建筑面积约 20 万平方米，容积率为 0.77，项目总投资约 12 亿元。张家港购物公园自 2010 年 5 月开业以来，由子公司张家港购物公园商业管理有限公司负责招商、运营和管理。截至 2019 年 3 月末，购物公园可出租面积共计 79,804.90 平方米，已出租 74,924.27 平方米，出租率为 93.88%。随着商业集聚效应的体现，该项目将为公司带来稳定增长的租金收入。2016 年~2019 年 3 月，公司租赁收入分别为 0.60 亿元、0.77 亿元、0.85 亿元和 0.18 亿元。

此外，公司拥有沙洲宾馆、沙洲湖酒店、暨阳湖大酒店、阳光半岛酒店及茶楼等酒店设施，酒店均为中高档型。2016 年~2019 年 3 月，公司餐饮、住宿收入分别为 1.37 亿元、1.38 亿元、1.49 亿元和 0.33 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司在建自营项目为黄泗浦生态湖和中央景观区(塘桥)，总投资合计 33.00 亿元，已投资 29.15 亿元。项目完工后将通过自主运营实现资金平衡。

总体看来，公司租金、餐饮、住宿收入呈现稳定增长的态势，能够形成对公司营业总收入的有益补充。

以担保为主的金融业务收入有所下滑，具有一定的代偿风险

公司的金融业务主要集中在担保行业。目前公司拥有三家担保公司：张家港市金港投资担保公司（以下简称“金港担保”）、张家港市农业担保有限公司（以下简称“农业担保”）和张家港市信用再担保有限公司以下简称“再担保公司”）。

金港担保成立于 2002 年 7 月 12 日，注册资本 3.50 亿元。主要针对生产型企业开展担保。2018 年金港担保发生担保业务 465 笔，合计金额 12.95 亿元，较上年减少 6.29 亿元；年末担保余额 17.05 亿元，较上年末减少 14.88%。行业分布方面，金港担保客户主要分布于轻工业。客户集中度方面，2018 年末，前 5 大在保客户余额合计 3.48 亿元，占在保余额的 20.41%。代偿方面，2018 年，金港担保发生代偿 5,716.00 万元，较上年减少 2,997.00 万元，当年度收回代偿金额 2,597.56 万元；截至 2018 年末，金港担保应收代偿款余额 22,929.00 万元。2018 年金港担保业务收入 3,055.00 万元（其中担保

费收入 2,090.00 万元)，同比减少 27.00%，实现净利润 349.00 万元。

农业担保成立于 2008 年 10 月 29 日，注册资本 2.00 亿元。2018 年农业担保发生担保业务 174 笔，合计金额 11.60 亿元，较上年增加 0.60 亿元；年末担保余额 9.62 亿元，较上年末增加 6.23%。行业分布方面，农业担保客户主要分布于工业、批发业等行业。客户集中度方面，2018 年末，前 5 大在保客户余额合计 1.00 亿元，占在保余额的 10.39%。代偿方面，2018 年，农业担保发生代偿 2,979.57 万元，较上年增加 1,870.22 万元，当年度收回代偿金额 3,406.25 万元；截至 2018 年末，农业担保应收代偿款余额 3,502.74 万元。2018 年，农业担保业务收入 1,266.26 万元（其中担保费收入 1,239.35 万元），同比增长 28.74%，实现净利润 1,167.29 万元。

再担保公司成立于 2010 年 11 月 29 日，注册资本 1.00 亿元。主要针对生产型中小企业开展担保。2018 年再担保公司发生担保业务 338 笔，合计金额 18.68 亿元，较上年减少 5.04 亿元；年末担保余额 17.69 亿元，较上年末减少 22.17%。行业分布方面，再担保公司客户主要分布于轻工业。客户集中度方面，2018 年末，前 5 大在保客户余额合计 2.34 亿元，占在保余额的 13.23%。代偿方面，2018 年，再担保公司发生代偿 1,919.23 万元，较上年增加 1,919.23 万元，当年度收回代偿金额 90.33 万元；截至 2018 年末，再担保公司应收代偿款余额 1,828.90 万元。2018 年再担保公司业务收入 122.06 万元（其中担保费收入 9.99 万元），实现净利润-1,170.87 万元。

总体来看，公司金融业务主要集中在担保行业，近年来收入有所下滑，同时担保业务子公司涉及诉讼及仲裁，并已发生部分代偿，公司担保业务风险管控能力值得关注。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 年~2018 年财务报告以及未经审计的 2019 年一季度财务报表，以上财务报表均按照新会计准则编制。2018 年末、2019 年 3 月末应收账款、其

他应收款、固定资产、在建工程、应付账款口径同“财会[2018]15 号文件”前报表项目口径。

资本结构

2016 年~2019 年 3 月末，公司总资产分别为 761.80 亿元、795.33 亿元、835.57 亿元和 847.69 亿元，总体呈上升趋势，主要系公司经营业务投资规模不断扩大。

从资产构成看，公司资产以流动资产为主，2016 年~2019 年 3 月末，流动资产分别为 432.37 亿元、397.69 亿元、449.62 亿元和 445.80 亿元，占总资产比例分别为 56.76%、50.00%、53.81% 和 52.59%。

公司流动资产主要由存货、其他应收款、货币资金和应收账款构成。2016 年~2018 年末，公司存货分别为 162.17 亿元、158.32 亿元和 208.83 亿元，主要系开发成本、开发产品及土地整理成本，其中开发成本主要为公司在建的房地产项目；开发产品主要为公司已完工还未销售的房地产项目。近年来公司存货整体呈上升趋势，主要系公司安置房和商品房建设规模增加，同时 2018 年新增土地整理支出。2016 年~2018 年末，公司其他应收款分别为 78.63 亿元、72.54 亿元和 104.06 亿元，主要为与张家港市财政局、张家港市金茂投资发展有限公司等政府部门单位或国有、公有企业的往来款，往来公司资信情况较好，因此产生坏账风险较小。2018 年末其他应收款大幅增加，主要系往来款规模扩大。2016 年~2018 年末，公司货币资金分别为 109.16 亿元、110.21 亿元和 60.93 亿元。截至 2018 年末，公司货币资金中受限金额为 4.78 亿元，主要系保证金。2016 年~2018 年末，公司应收账款分别为 47.50 亿元、35.85 亿元和 33.32 亿元，主要系房屋销售款和工程款，呈下降趋势，主要系资金结算及公司安置房项目量减少。截至 2019 年 3 月末，公司存货、其他应收款、货币资金和应收账款分别为 225.91 亿元、100.65 亿元、63.48 亿元和 33.40 亿元，其中存货较上年末增长，主要系土地整理成本增加。

表 14: 截至 2018 年末公司前五名其他应收款明细(亿元、%)

| 单位名称 | 金额 | 比例 | 款项性质 |
|---------|-------|-------|------|
| 张家港市财政局 | 25.73 | 24.73 | 往来款 |

| | | | |
|-----------------|--------------|--------------|-----------|
| 张家港市金海港投资开发有限公司 | 24.70 | 23.74 | 往来款 |
| 张家港市金宏投资发展有限公司 | 9.33 | 8.97 | 往来款 |
| 张家港保税区企业管理有限公司 | 7.00 | 6.73 | 往来款 |
| 张家港市双山综合开发有限公司 | 3.30 | 3.17 | 往来款 |
| 合计 | 70.06 | 67.33 | -- |

资料来源：中诚信国际根据公司审计报告整理

公司非流动资产主要由在建工程、固定资产、可供出售金融资产、无形资产和投资性房地产构成。2016年~2018年末，公司在建工程分别为143.66亿元、175.47亿元和159.78亿元，主要为土地平整、道路桥梁、建筑工程和小城河建设等工程成本，其中2017年末增长主要系土地整理支出增加，2018年末下降主要系公司收到土地回款后冲减成本，当期新增整理成本通过存货核算。截至2018年末，在建工程中土地整理成本87.29亿元，建筑工程33.42亿元，小城河工程23.83亿元。2016年~2018年末，公司固定资产分别为55.92亿元、54.18亿元和58.60亿元，主要为房屋建筑物、管网设备及道路等资产，其中2018年末增长主要系完工道路转入所致。2016年~2018年末，公司可供出售金融资产分别为47.52亿元、81.96亿元和72.10亿元，其中2017年末大幅增长主要系公司投资对象江苏张家港农村商业银行股份有限公司（以下简称“张家港农商行”）于2017年上市，相应公允价值大幅增长，同时公司新增对苏州卿峰投资管理有限公司等企业投资；2018年末下降主要系投资标的张家港农商行、东吴证券有限责任公司等资产公允价值下降所致。2016年~2018年末，公司无形资产分别为33.75亿元、32.88亿元和33.35亿元，主要系土地使用权，近三年相对稳定。同期，公司投资性房地产分别为31.02亿元、31.09亿元和30.98亿元，主要系房屋建筑物及土地使用权，近三年较为稳定。截至2019年3月末，公司在建工程、固定资产、可供出售金融资产、无形资产和投资性房地产168.68亿元、58.14亿元、79.77亿元、33.11亿元和30.98亿元，其中在建工程和可供出售金融资产较上年末增长，分别系工程建设支出增加，投资对象公允价值增加所致。

随着公司业务持续推进，公司负债规模不断增加。2016年~2019年3月末，公司总负债分别为532.09亿元、526.47亿元、577.13亿元和580.41亿

元。

从负债结构看，公司负债以非流动负债为主，2016年~2019年3月末，非流动负债分别为320.70亿元、335.11亿元、338.50亿元和356.74亿元，占总负债的比例分别为60.27%、63.65%、58.65%和61.46%。

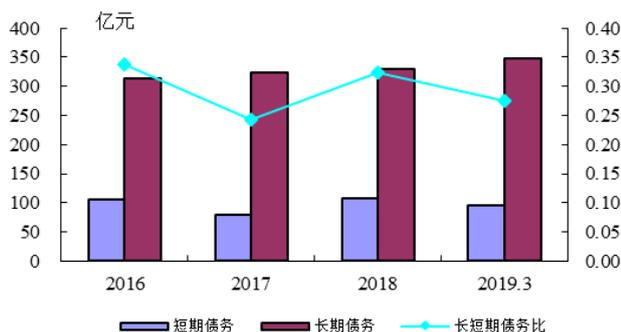
非流动负债主要由长期借款、应付债券及其他非流动负债构成。2016年~2018年末，公司长期借款分别为165.87亿元、163.67亿元和133.27亿元，其中2018年公司发行大量债券，期末长期借款规模有所下降。2016年~2018年末，公司应付债券分别为106.38亿元、129.24亿元和161.82亿元，主要系公司及其子公司发行的公司债、企业债、银行间非金融企业债务融资工具及私募债，随着主营业务投资规模扩大，公司直接融资规模持续增加。2016年~2018年末，公司其他非流动负债分别为41.22亿元、31.25亿元和36.43亿元，主要为信托及融资租赁借款，近三年呈波动趋势，其中2018年末增长主要系新增10.00亿元平安资产公司债券投资。截至2019年3月末，公司长期借款、应付债券及其他非流动负债分别为143.57亿元、178.58亿元和25.93亿元，均较上年末小幅变化，主要系债务新增及偿付所致。

公司流动负债主要由一年内到期的非流动负债、应付账款和预收款项构成。2016年~2018年末，公司一年内到期的非流动负债分别为75.81亿元、62.65亿元和88.21亿元，主要系一年内到期的长期借款和应付债券，公司近年面临较大的资金偿付压力。2016年~2018年末，公司应付账款分别为50.25亿元、47.19亿元和51.66亿元，主要系尚未支付的工程款和拆迁安置款，受工程结算时点影响呈波动趋势。2016年~2018年末，公司预收款项分别为27.55亿元、42.78亿元和50.79亿元，主要系安置房及商品房预收房款，近三年呈增长趋势，主要系阳光锦程一期、三期等项目达到销售条件，房屋销售面积增加。截至2019年3月末，一年内到期的非流动负债、应付账款和预收款项分别为67.46亿元、50.72亿元和55.45亿元，较上年末小幅波动。

总债务方面，2016年~2019年3月末，公司总

债务分别为 419.34 亿元、402.79 亿元、437.35 亿元和 442.46 亿元，其中 2018 年公司发行多期债券，使得年末债务规模有所增长。从债务结构上来看，2016 年~2019 年 3 月末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.34 倍、0.24 倍、0.32 倍和 0.28 倍，公司债务结构以长期债务为主，与公司业务特点较为匹配。

图 1：2016 年~2019 年 3 月公司债务结构分析

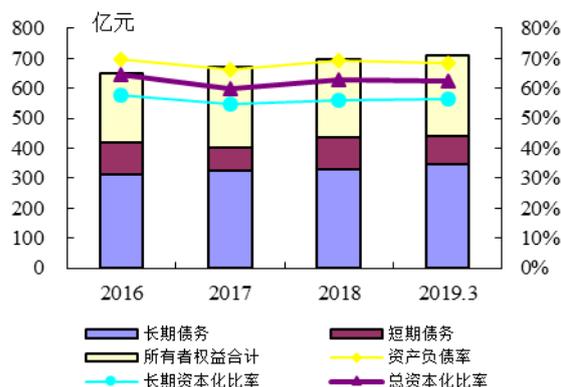


资料来源：中诚信国际根据公司审计报告整理

2016 年~2019 年 3 月末，公司所有者权益合计分别为 229.71 亿元、268.86 亿元、258.45 亿元和 267.28 亿元。同期，公司资本公积分别为 151.91 亿元、174.86 亿元、176.45 亿元和 177.54 亿元，其中 2017 年末增长主要系张家港市交通控股有限公司对公司增资 20.00 亿元，增资款中 19.59 亿元计入资本公积，同时政府拨付城投公司 3.50 亿元建设资金。2016 年~2019 年 3 月末，公司其他综合收益分别为 17.16 亿元、28.51 亿元、13.59 亿元和 19.12 亿元，呈波动趋势，主要系可供出售金融资产公允价值变动。

2016 年~2019 年 3 月末，公司资产负债率分别为 69.85%、66.20%、69.07% 和 68.47%，总资本化比率分别为 64.61%、59.97%、62.86% 和 62.34%，公司资产负债率和总资本化比率整体处于较高水平，其中 2017 年末有所下降主要系张家港市交通控股有限公司对公司增资所致。

图 2：2016 年~2019 年 3 月公司资本结构分析



资料来源：中诚信国际根据公司审计报告整理

总体来看，近年来公司通过多元化经营，使得资产规模不断扩大。同时，为了满足公司业务发展的资金需求，公司债务规模增长较快，负债水平很高，面临一定的债务偿还压力。同时，公司其他应收款规模较大，对公司资金造成一定占用；存货和在建工程规模较大，公司资产流动性受到影响。

盈利能力

2016 年~2018 年，公司营业总收入分别为 48.59 亿元、60.91 亿元和 65.60 亿元，主要来自土地整理及安置房建设、房地产销售、天然气销售和自来水销售。分板块看，土地整理及安置房建设收入相对稳定，但土地出让收入尚未体现在公司收入中；随着安置房项目量减少，未来安置房建设收入或将下降。房地产销售板块，2017 年收入大幅增加主要系阳光锦程一期完工并开始销售，2018 年收入保持较大规模，主要系阳光锦程三期开始销售。天然气销售板块，近三年收入呈增长趋势，主要系天然气用户数和销售量增加。自来水销售板块，近三年收入有所波动，主要系工业用水和居民用水占比有所波动，其中 2017 年工业用水量占比下降。安装、物业及其他板块，收入主要系水务及天然气管道安装工程、物业管理，近三年收入有所波动，主要系安装工程量波动。餐饮、服务板块收入相对稳定；租赁收入呈增长趋势，主要系出租面积增加；担保收入呈下降趋势，主要系担保规模逐年减少。2019 年一季度，公司实现营业总收入 9.93 亿元。

表 15：2016 年~2018 年公司营业总收入和营业毛利率情况（亿元、%）

| | 2016 | | 2017 | | 2018 | |
|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 土地整理及安置房 | 19.54 | 14.00 | 19.37 | 10.76 | 19.01 | 12.58 |
| 房地产销售 | 7.22 | 23.98 | 19.81 | 12.18 | 20.61 | 24.91 |
| 天然气销售 | 10.50 | 26.45 | 12.14 | 24.07 | 14.33 | 19.53 |
| 自来水销售 | 2.93 | 46.09 | 2.77 | 44.37 | 2.82 | 60.85 |
| 担保费 | 0.41 | 99.22 | 0.32 | 99.54 | 0.29 | 96.79 |
| 租赁 | 0.60 | 99.95 | 0.77 | 89.59 | 0.85 | 91.87 |
| 餐饮、服务等 | 1.37 | 60.77 | 1.38 | 66.66 | 1.49 | 66.30 |
| 拆借等 | 0.47 | 95.81 | 0.55 | 96.89 | 0.22 | 87.43 |
| 安装、物业及其他 | 5.55 | 34.88 | 3.79 | 47.64 | 5.98 | 39.61 |
| 合计 | 48.59 | 26.40 | 60.91 | 21.21 | 65.60 | 25.39 |

注：1、加合数与合计数不一致主要系数据“四舍五入”所致；2、2017 年部分安装、物业及其他收入调整至土地整理及安置房收入。

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

从毛利率来看，2016 年~2018 年，公司营业毛利率分别为 26.40%、21.21% 和 25.39%。分板块看，土地整理及安置房建设业务毛利率呈波动趋势，其中 2017 年降幅较大主要系安置房回购价格较低，政府尚未给予价格补偿。房地产销售毛利率亦呈波动趋势，主要系 2017 年销售项目土地成本较高，2018 年销售项目成本收益回归合理水平。受益于张家港市水价调升，同时公司降本增效，自来水销售的毛利率保持较高水平，其中 2018 年大幅增加主要系工业用户售水量增加。安装、物业及其他业务毛利率呈波动趋势，主要系安装工程盈利情况有所变动。担保业务、租赁业务、拆借业务、餐饮及服务等业务毛利率整体相对稳定，处于较高水平。2019 年一季度，公司营业毛利率为 27.26%。

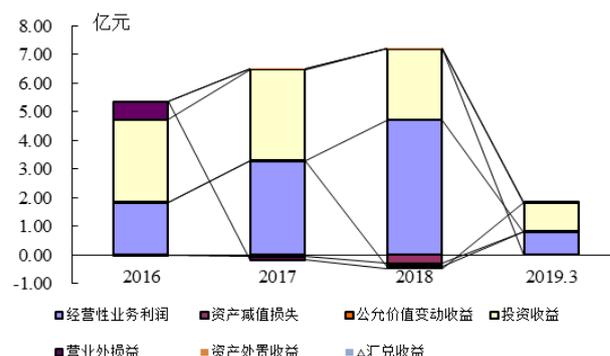
期间费用方面，公司期间费用主要系管理费用和财务费用。2016 年~2018 年，公司管理费用分别为 4.35 亿元、4.34 亿元和 3.99 亿元，由于公司业务板块及下属子公司较多，管理较为复杂，管理费用保持较大规模。公司将大部分利息支出资本化处理，财务费用规模相对较小，2016 年~2018 年，财务费用分别为 3.61 亿元、3.78 亿元和 5.20 亿元，其中 2018 年大幅增长，主要系公司债务规模扩张，同时资本化利息规模下降。2016 年~2018 年，公司三费收入占比分别为 20.26%、16.34% 和 17.33%，其中 2017 年受益于营业总收入快速增长，公司三费收入占比有所下降；2018 年三费合计增加，带动三费收入占比上升。2019 年一季度，公司三费合计 2.82 亿元，三费收入占比为 28.38%。

表 16：2016 年~2019 年 3 月公司期间费用分析（亿元）

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.3 |
|-----------|-------|-------|-------|--------|
| 销售费用 | 1.88 | 1.84 | 2.17 | 0.64 |
| 管理费用 | 4.35 | 4.34 | 3.99 | 1.18 |
| 财务费用 | 3.61 | 3.78 | 5.20 | 1.00 |
| 三费合计 | 9.84 | 9.95 | 11.37 | 2.82 |
| 营业总收入 | 48.59 | 60.91 | 65.60 | 9.93 |
| 三费收入占比(%) | 20.26 | 16.34 | 17.33 | 28.38 |

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

2016 年~2018 年，公司利润总额分别为 5.33 亿元、6.32 亿元和 6.72 亿元；其中经营性业务利润分别为 1.82 亿元、3.27 亿元和 4.70 亿元，公司房地产销售、天然气销售等业务盈利情况较好，同时公司可获得一定政府补助，2017 年~2018 年，经营性业务利润中政府补助分别为 1.53 亿元和 0.62 亿元。此外，投资收益是利润总额的重要补充，2016 年~2018 年，公司投资收益分别为 2.90 亿元、3.19 亿元和 2.49 亿元，以权益法核算的长期股权投资收益和可供出售金融资产等取得的投资收益为主。2019 年一季度，公司利润总额为 1.85 亿元，其中经营性业务利润 0.79 亿元，投资收益 0.98 亿元。

图 3：2016 年~2019 年 3 月公司利润总额构成情况


资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

总体来看，公司收入来源多样，营业总收入逐年增长。投资收益和政府补助是公司利润总额的重要来源。未来随着安置房项目减少，公司收入和利润增长空间较低。

现金流

经营活动方面，公司经营活动现金流入主要系安置房建设、商品房销售等主营业务收入及往来款，2016年~2018年，销售商品、提供劳务收到的现金分别为58.25亿元、88.54亿元和70.93亿元，收现比分别为1.20倍、1.45倍和1.08倍。公司经营活动现金流出主要是安置房、商品房投资及土地整理支出，天然气及自来水等业务成本及往来款，2016年~2018年，公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为36.76亿元、41.86亿元和86.48亿元，其中2018年大幅增长主要系当期土地整理支出纳入经营活动核算。2016年~2019年3月，公司经营活动净现金流分别为16.23亿元、30.84亿元、-23.60亿元和-10.13亿元，受土地整理支出核算方式改变影响，2018年公司经营活动净现金流由正转负。

投资活动方面，公司投资活动现金流入主要系银行理财产品到期赎回，处置可供出售金融资产等投资，政府拨付的土地整理及基础建设资金。2016年~2018年，公司投资活动现金流入分别为62.28亿元、39.88亿元和37.42亿元，其中2016年现金流入较多，主要系收到政府拨付的建设资金20.63亿元。公司投资活动现金流出主要系土地整理、道路建设、市政工程等基础设施项目投资支出，购买银行理财产品等，2016年~2018年，公司投资活动现金流出分别为96.26亿元、58.64亿元和70.02亿元，2017年公司基础设施投资及理财产品投资规模下降，现金流出规模有所减少；2018年土地整理支出不再计入投资活动，但当期购买理财产品、新增或追加股权投资支付的现金较多，当期投资活动现金流出保持较大规模。2016年~2019年3月，公司投资活动净现金流分别为-33.97亿元、-18.75亿元、-32.60亿元和16.29亿元，2019年一季度增长主要系理财产品到期赎回所致。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要系

金融机构借款、发行债券及股东注资收到的现金，2016年~2018年分别为224.37亿元、122.25亿元和154.99亿元，其中2016年公司收到其他与筹资活动有关的现金64.32亿元，主要系非银行借款及融资用票据保证金；2017年公司吸收投资收到的现金24.20亿元，主要系张家港市交通控股有限公司对公司增资20.00亿元。公司筹资活动现金流出主要系偿还债务、分配利润及偿付利息，2016年~2018年分别为144.10亿元、132.25亿元和151.43亿元。2016年~2019年3月，公司筹资活动净现金流分别为80.27亿元、-10.00亿元、3.57亿元和-3.38亿元，2016年取得借款规模较大，筹资活动现金净流入80.27亿元。

表 17：2016年~2019年3月公司现金流分析（亿元）

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.3 |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 经营活动产生现金流入 | 89.82 | 149.36 | 86.94 | 22.40 |
| 经营活动产生现金流出 | 73.59 | 118.52 | 110.54 | 32.53 |
| 经营活动净现金流 | 16.23 | 30.84 | -23.60 | -10.13 |
| 投资活动产生现金流入 | 62.28 | 39.88 | 37.42 | 30.06 |
| 投资活动产生现金流出 | 96.26 | 58.64 | 70.02 | 13.77 |
| 投资活动净现金流 | -33.97 | -18.75 | -32.60 | 16.29 |
| 筹资活动产生现金流入 | 224.37 | 122.25 | 154.99 | 42.17 |
| 其中：吸收投资所收到的现金 | 1.67 | 24.20 | 1.13 | 0.60 |
| 借款所收到的现金 | 158.38 | 52.59 | 76.67 | 24.64 |
| 发行债券收到的现金 | -- | 42.90 | 69.16 | 16.93 |
| 筹资活动产生现金流出 | 144.10 | 132.25 | 151.43 | 45.55 |
| 其中：偿还债务所支付的现金 | 124.52 | 111.92 | 108.14 | 42.00 |
| 筹资活动净现金流 | 80.27 | -10.00 | 3.57 | -3.38 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 62.53 | 2.08 | -52.64 | 2.79 |

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

总体来看，公司经营活动现金流受项目资金投入和往来款的影响呈现一定的波动，投资活动现金流持续为净流出，公司现金缺口主要依赖筹资活动补充。近年来，公司通过增加直接融资拓展融资渠道，加大筹资力度，使得经营和投资所需资金能得到保证。

偿债能力

偿债能力指标方面，2016年~2018年，公司总债务/EBITDA分别为31.40倍、27.18倍和24.15倍，EBITDA利息保障系数分别为0.69倍、0.88倍和1.03倍，2018年EBITDA有所增长，其对债务本息的覆盖能力有所增强，能覆盖公司利息支出。2016年~2018年，公司总债务/经营活动净现金流分别为

25.84 倍、13.06 倍和-18.53 倍，经营活动净现金流保障系数分别为 0.83 倍、1.83 倍-1.34 倍，2017 年受益于总债务下降及经营活动净现金流增加，经营活动净现金流对债务本息覆盖能力有所增强，对公司利息支出形成有效覆盖；2018 年经营活动净现金流为负，无法覆盖债务本息。

表 18：2016 年~2019 年 3 月公司偿债能力分析

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.3 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 短期债务（亿元） | 105.92 | 78.74 | 106.82 | 95.58 |
| 长期债务（亿元） | 313.42 | 324.05 | 330.53 | 346.88 |
| 总债务（亿元） | 419.34 | 402.79 | 437.35 | 442.46 |
| EBITDA（亿元） | 13.35 | 14.82 | 18.11 | -- |
| 总债务/经营活动净现金流(X) | 25.84 | 13.06 | -18.53 | -- |
| 总债务/EBITDA(X) | 31.40 | 27.18 | 24.15 | -- |
| EBITDA 利息保障系数(X) | 0.69 | 0.88 | 1.03 | -- |
| 经营活动净现金流（亿元） | 16.23 | 30.84 | -23.60 | -10.13 |
| 经营活动净现金流利息保障系数(X) | 0.83 | 1.83 | -1.34 | -2.94 |
| 资产负债率(%) | 69.85 | 66.20 | 69.07 | 68.47 |
| 总资本化比率(X) | 64.61 | 59.97 | 62.86 | 62.34 |

注：公司未提供 2019 年一季度现金流量补充表，故相关指标失效。

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

或有负债方面，截至 2018 年末，公司对外担保余额为 109.74 亿元，占期末所有者权益合计的 42.46%，其中担保业务子公司对外担保余额 28.45 亿元。此外，截至 2018 年末，子公司金港担保未决诉讼、仲裁 21 起；农业担保未决诉讼、仲裁 6 起，有一定的代偿风险。

债务到期分布方面，截至 2018 年末，公司总债务 437.35 亿元，2019 年~2022 年到期债务本金分别为 106.82 亿元、44.37 亿元、98.75 亿元和 43.81 亿元，公司 2019 年偿债压力较大。

截至 2018 年末，公司资产中受限资产合计 36.04 亿元，主要系土地使用权、房产及货币资金，占公司总资产的 4.31%。

截至 2018 年末，公司获得银行授信总额为 491.27 亿元，其中尚未使用金额为 195.44 亿元，备用流动性较好。

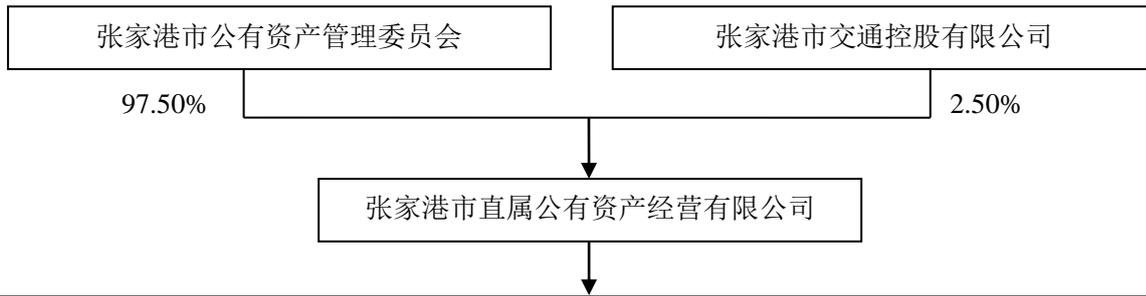
过往债务履约情况

根据公司提供资料，截至 2019 年 3 月 28 日，公司未出现延迟支付债务本金及其利息等信用违约记录。

结 论

综上所述，中诚信国际维持张家港市直属国有资产经营有限公司的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“12 张公资债/PR 张公经”，“17 张家公资 MTN001”和“18 张家公资 MTN001”的信用等级为 **AA+**。

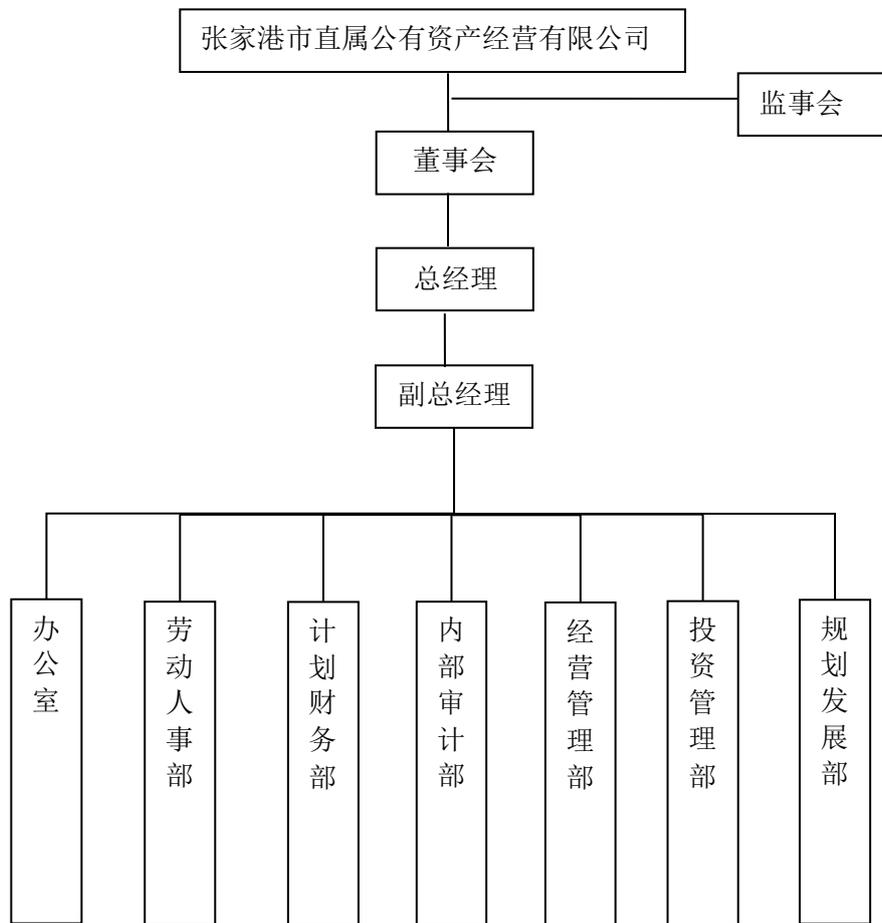
附一：张家港市直属公有资产经营有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月末）



| 子公司 | 直接或间接持股比例 |
|--------------------|-----------|
| 张家港市金港投资担保有限公司 | 79.72% |
| 张家港市农业担保有限公司 | 52.50% |
| 张家港市信用再担保有限公司 | 80.00% |
| 张家港沙洲湖科创园发展有限公司 | 50.00% |
| 张家港市金城投资发展有限公司 | 100.00% |
| 张家港市通州沙西水道综合整治有限公司 | 57.50% |
| 张家港市金盾保安服务有限公司 | 100.00% |
| 张家港市农村产权交易中心有限公司 | 95.00% |

资料来源：公司提供

附二：张家港市直属国有资产经营有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：张家港市直属公有资产经营有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

| 财务数据(单位: 万元) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.3 |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 1,091,618.77 | 1,102,063.18 | 609,335.81 | 634,799.39 |
| 应收账款 | 475,013.67 | 358,543.91 | 333,167.11 | 333,966.11 |
| 其他应收款 | 786,309.72 | 725,420.82 | 1,040,559.80 | 1,006,460.27 |
| 存货 | 1,621,680.97 | 1,583,197.13 | 2,088,332.85 | 2,259,098.57 |
| 可供出售金融资产 | 475,238.18 | 819,628.54 | 721,001.29 | 797,699.30 |
| 长期股权投资 | 103,276.00 | 126,697.95 | 193,158.88 | 197,307.28 |
| 在建工程 | 1,436,562.41 | 1,754,739.49 | 1,597,801.12 | 1,686,750.73 |
| 无形资产 | 337,489.39 | 328,783.82 | 333,459.48 | 331,075.55 |
| 总资产 | 7,617,998.65 | 7,953,333.33 | 8,355,730.82 | 8,476,910.87 |
| 其他应付款 | 172,197.46 | 172,070.53 | 177,651.98 | 161,122.14 |
| 短期债务 | 1,059,184.33 | 787,442.41 | 1,068,232.28 | 955,810.02 |
| 长期债务 | 3,134,193.15 | 3,240,473.26 | 3,305,279.04 | 3,468,752.35 |
| 总债务 | 4,193,377.48 | 4,027,915.68 | 4,373,511.32 | 4,424,562.37 |
| 总负债 | 5,320,898.79 | 5,264,713.86 | 5,771,279.28 | 5,804,093.84 |
| 费用化利息支出 | 40,597.39 | 43,374.69 | 75,389.67 | 13,075.53 |
| 资本化利息支出 | 154,057.88 | 125,230.31 | 100,142.17 | 21,402.34 |
| 实收资本 | 160,437.00 | 164,550.00 | 164,550.00 | 164,550.00 |
| 少数股东权益 | 83,552.66 | 107,725.58 | 107,658.41 | 117,609.33 |
| 所有者权益合计 | 2,297,099.86 | 2,688,619.48 | 2,584,451.53 | 2,672,817.03 |
| 营业总收入 | 485,933.12 | 609,064.28 | 655,969.02 | 99,340.43 |
| 经营性业务利润 | 18,177.74 | 32,731.59 | 46,976.27 | 7,932.12 |
| 投资收益 | 28,959.45 | 31,867.42 | 24,893.33 | 9,818.89 |
| 营业外收入 | 7,044.64 | 236.30 | 703.28 | 667.59 |
| 净利润 | 31,131.59 | 37,688.92 | 44,046.84 | 15,765.47 |
| EBIT | 93,904.24 | 106,601.06 | 142,588.90 | 31,558.95 |
| EBITDA | 133,532.36 | 148,207.06 | 181,110.41 | -- |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 582,524.67 | 885,425.52 | 709,346.93 | 167,949.23 |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 315,336.66 | 608,168.55 | 160,054.40 | 56,089.10 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 367,564.80 | 418,576.33 | 864,792.32 | 247,492.56 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 287,893.85 | 694,231.06 | 163,745.50 | 48,151.79 |
| 吸收投资收到的现金 | 16,675.07 | 242,045.28 | 11,252.00 | 6,030.00 |
| 资本支出 | 428,834.46 | 230,529.63 | 107,275.20 | 70,444.41 |
| 经营活动产生现金净流量 | 162,273.92 | 308,362.92 | -236,040.90 | -101,304.00 |
| 投资活动产生现金净流量 | -339,716.44 | -187,533.74 | -326,018.91 | 162,931.42 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 802,722.47 | -100,015.54 | 35,676.07 | -33,763.85 |
| 财务指标 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.3 |
| 营业毛利率(%) | 26.40 | 21.21 | 25.39 | 27.26 |
| 三费收入比(%) | 20.26 | 16.34 | 17.33 | 28.38 |
| 应收类款项/总资产(%) | 16.56 | 13.63 | 16.44 | 15.81 |
| 收现比(X) | 1.20 | 1.45 | 1.08 | 1.69 |
| 总资产收益率(%) | 1.34 | 1.37 | 1.75 | 1.50 |
| 流动比率(X) | 2.05 | 2.08 | 1.88 | 1.99 |
| 速动比率(X) | 1.28 | 1.25 | 1.01 | 0.98 |
| 资产负债率(%) | 69.85 | 66.20 | 69.07 | 68.47 |
| 总资本化比率(%) | 64.61 | 59.97 | 62.86 | 62.34 |
| 长短期债务比(X) | 0.34 | 0.24 | 0.32 | 0.28 |
| 经营活动净现金流/总债务(X) | 0.04 | 0.08 | -0.05 | -0.09 |
| 经营活动净现金流/短期债务(X) | 0.15 | 0.39 | -0.22 | -0.42 |
| 经营活动净现金流/利息支出(X) | 0.83 | 1.83 | -1.34 | -2.94 |
| 总债务/EBITDA(X) | 31.40 | 27.18 | 24.15 | -- |
| EBITDA/短期债务(X) | 0.13 | 0.19 | 0.17 | -- |
| 货币资金/短期债务(X) | 1.03 | 1.40 | 0.57 | 0.66 |
| EBITDA 利息倍数(X) | 0.69 | 0.88 | 1.03 | -- |

注：1、公司各年度财务报告均依照新会计准则编制，2019年一季度财务报表未经审计；2、将公司各期报表其他应付款和其他流动负债中的带息债务纳入短期债务核算，将其他非流动负债中的带息债务纳入长期债务核算；3、公司未提供2019年一季度现金流量补充表，故相关指标失效；4、2018年末及2019年3月末，表中“应收账款”、“其他应收款”和“其他应付款”口径同新收入准则实施前的报表项目口径一致；5、季报中总资产收益率、经营活动净现金流/总债务、经营活动净现金流/短期债务指标为年化数据。

附四：基本财务指标的计算公式

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+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+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

营业成本合计=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

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用+其他收益

营业毛利率=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

EBIT(息税前盈余)=利润总额+费用化利息支出

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

应收类款项/总资产=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入

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

现金比率=(货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据)/流动负债

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))

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA利息倍数=EBITDA/(费用化利息支出+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：企业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：中期票据信用等级的符号及定义

| 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，信用风险极低。 |
| AA | 票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。 |
| A | 票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。 |
| BBB | 票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。 |
| BB | 票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。 |
| B | 票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。 |
| CCC | 票据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。