



如皋市城市产业发展集团有限公司 公司债 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1395 号

声 明

- 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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果	如皋市城市产业发展集团有限公司	AA+/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“21 如皋 01”、“22 如皋 01” 和 “22 如皋 02”	AA+

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为如皋市产业特色鲜明，较好的工业基础可为其经济财政实力增长提供较好的基础，潜在的支持能力强；如皋市城市产业发展集团有限公司（以下简称“如皋城发”或“公司”）作为如皋市市属三大集团之一，是如皋市重要的基础设施投资建设主体和资产经营主体，职能定位明确，与如皋市政府维持高度的紧密关系，同时，中诚信国际认为公司项目储备充足，业务稳定性和持续性很好，预计资产规模将保持增长态势；同时，需关注公司资产流动性较弱、债务规模增加较快，短期偿付压力加大及或有负债风险等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，如皋市城市产业发展集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：区域经济实力显著增强；公司资本实力显著扩充，资产质量显著提升，盈利大幅增长且具有可持续性。

可能触发评级下调因素：地方经济环境恶化；公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱；重要子公司股权划出或其财务指标出现明显恶化；再融资环境恶化，导致流动性紧张等。

正面

- **公司业务稳定性和持续性很好。**公司定位为如皋市重要的基础设施投资建设主体和资产经营主体，职能定位重要，保障房及工程建设储备项目较多，且经营格局趋于多元化，为公司的稳定、持续发展夯实基础。
- **公司得到政府有力支持。**近年公司在资产划转、政府补助等方面获得政府的持续支持，且财政补贴规模相对稳定。

关注

- **资产流动性较弱。**公司总资产中存货和其他应收款占比较大，其中存货主要为未结算的合同履约成本，其他应收款主要为与区域内国有企业的往来款，资金回笼周期偏长，整体资产流动性较弱。
- **债务规模增加较快，短期偿付压力加大。**近年公司外部融资力度加大，总债务增长明显，且在拟建项目的持续推进或将进一步推升其债务规模。同时公司有较大规模债务将于一年内到期，短期偿付压力加大。
- **或有负债风险。**公司担保比率较高，被担保单位均为区域内国有企业，需关注或有负债风险。

项目负责人：王梦怡 mywang@ccxi.com.cn

项目组成员：张朔 shzhang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

财务概况

如皋城发（合并口径）	2020	2021	2022
资产总计（亿元）	300.47	326.98	344.63
经调整的所有者权益合计（亿元）	151.72	151.06	155.17
负债合计（亿元）	148.75	175.92	189.45
总债务（亿元）	119.02	147.47	166.74
营业总收入（亿元）	20.09	23.58	26.53
经营性业务利润（亿元）	3.75	4.33	5.09
净利润（亿元）	3.29	3.85	4.20
EBITDA（亿元）	4.93	5.19	5.35
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-5.79	-26.31	5.06
总资本化比率（%）	43.96	49.40	51.80
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.72	0.89	0.60

注：1、中诚信国际根据如皋城发的其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 2020~2022 年审计报告整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，特此说明。

同行业比较（2022 年数据）

项目	如皋城发	江苏创鸿	天宁建设	海润集团
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	南通市-如皋市	泰州市-泰州医药高新区（高港区）	常州市-天宁区	南通市-海门区
GDP（亿元）	1,479.31	1,153.39	930.42	1,621.68
一般公共预算收入（亿元）	73.50	101.16	52.18	56.13
经调整的所有者权益合计（亿元）	155.17	250.43	180.96	246.96
总资本化比率（%）	51.80	58.89	62.08	55.56
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.60	0.35	0.22	0.53

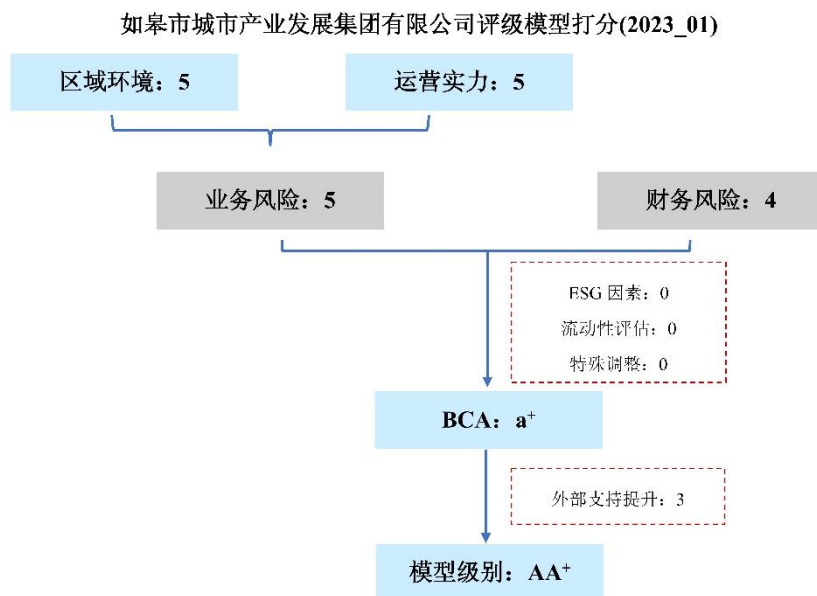
注：江苏创鸿系“江苏创鸿资产管理有限公司”的简称；天宁建设系“常州天宁建设发展集团有限公司”的简称；海润集团系“江苏海润城市发展集团有限公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 时间	发行金额 （亿元）	债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
21 如皋 01	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/27	4.00	4.00	2021/11/26~2026/11/26	附第 3 年末发行人票面利率调整选择权和投资者回售选择权
22 如皋 01	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/27	4.00	4.00	2022/01/17~2027/01/17	附第 3 年末发行人票面利率调整选择权和投资者回售选择权
22 如皋 02	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/27	3.50	3.50	2022/03/25~2027/03/25	附第 3 年末发行人票面利率调整选择权和投资者回售选择权

评级模型



方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000_2022_03

■ 业务风险:

中诚信国际认为，如皋城发是如皋市市属三大国有企业之一，作为如皋市重要的基础设施投资建设主体和资产经营主体，业务竞争力较强，具备很高的业务稳定性和持续性。但如皋城发部分已完工项目收入确认存在一定滞后，在建及拟建项目尚需投资额较大，公司面临一定的资金压力。

■ 财务风险:

中诚信国际认为，如皋城发具备一定的资本实力；受业务持续推进影响，近年公司刚性债务规模呈逐年上升态势，财务杠杆有所上升；EBITDA 和经营活动净现金流对债务利息保障能力较弱，偿债指标有待改善。

■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对如皋城发个体基础信用等级无影响，如皋城发具有 a⁺ 的个体基础信用等级，反映了其较低的业务风险和中等的财务风险。

■ 外部支持:

中诚信国际认为，如皋市政府支持能力强，如皋市政府对公司的支持意愿较强，主要体现在如皋市稳步增长的经济财政实力；如皋城发系如皋市地方国有企业，成立以来持续获得政府在资产划转、政府补助等方面的支持，具备较高的区域重要性及高度的政府关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“21 如皋 01”于 2021 年 11 月 26 日起息，2026 年 11 月 26 日到期，附第 3 年末发行人票面利率调整选择权和投资者回售选择权，发行金额为 4.00 亿元。约定募集资金用途为拟全部用于偿还到期公司债券的本金（含置换偿还公司债券本金的自有资金）；截至 2022 年末，募集资金已全部用于偿还到期公司债券本金。

“22 如皋 01”于 2022 年 1 月 17 日起息，2027 年 1 月 17 日到期，附第 3 年末发行人票面利率调整选择权和投资者回售选择权，发行金额为 4.00 亿元。约定募集资金用途为拟全部用于偿还到期公司债券的本金（含置换偿还公司债券本金的自有资金）；截至 2022 年末，募集资金已全部用于偿还到期公司债券本金。

“22 如皋 02”于 2022 年 3 月 25 日起息，2027 年 3 月 25 日到期，附第 3 年末发行人票面利率调整选择权和投资者回售选择权，发行金额为 3.50 亿元。约定募集资金用途为拟全部用于偿还到期公司债券的本金（含置换偿还公司债券本金的自有资金）；截至 2022 年末，募集资金已全部用于偿还到期公司债券本金。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重

短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

区域环境

如皋市隶属于江苏省南通市，位于中国经济最发达的长江三角洲核心区北翼，南临长江，与张家港市隔江相望，是中国首批对外开发的沿海城市以及江苏沿江开发的 15 个重点县（市）之一，已被列入上海 2040 规划协同发展“1+6”大都市圈。如皋市总面积 1,477 平方公里，下辖国家级开发区如皋经济技术开发区（城北街道）、省级高新区如皋高新技术产业开发区（以下简称“高新区”）（城南街道）以及如皋港区（长江镇）、如皋工业园区（如城街道）和 10 个镇，城北街道与如皋开发区、城南街道与高新区、如城街道与如皋工业园区实行“以区带街、区街合一”管理机制，长江镇与如皋港区实行“镇区合一”管理体制。2022 年如皋市常住人口为 122.23 万人，较上年同比减少 0.38%。

经济产业方面，如皋市产业基础较好，依托沿江、沿海的岸线资源和长三角的区位优势，已初步形成“智能装备制造、新能源汽车及汽车零部件、高端新材料、新一代信息技术、光电及第三代半导体”五大制造业产业和“现代物流、生态旅游”两大服务业的“5+2”特色产业体系。2021~2025 年（“十四五”期间），如皋市将着力打造“3232”现代产业体系，即大力发展智能装备制造、汽车及零部件、高端新材料等三大主导产业，聚力发展新一代信息技术和生命健康两大新兴产业，培育壮大商贸物流、信息服务、文化旅游三大现代服务业，巩固提升现代建筑、现代农业两大传统优势产业。根据《如皋市城市总体规划》（2013-2030 年），如皋市城市发展定位为长江三角洲新兴的以港口为依托的先进的制造业基地，现代气息与传统底蕴相互交融的人文、生态旅游城市。

近年来，如皋市经济总体保持了较快发展的态势，2022 年如皋市地区生产总值约 1,479.31 亿元，

增速 2.3%，人均 GDP12.08 万元，在南通市下辖区县中排名相对靠后；一般公共预算收入 73.50 亿元，位居南通市第二位。

表 1：2022 年南通市下辖区县经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（元）	排名	金额（亿元）	排名
南通全市	11,379.60	-	146,947.31	-	613.00	-
崇川区	1,676.93	1	137,775.00	6	113.14	1
通州区	1,639.20	2	147,808.84	4	67.52	3
海门区	1,621.68	3	163,139.00	1	56.17	6
如皋市	1,479.31	4	120,809.00	7	73.50	2
启东市	1,391.14	5	145,023.00	5	67.16	4
海安市	1,379.75	6	158,766.00	2	66.02	5
如东县	1,314.61	7	149,711.00	3	52.72	7

注：部分区县的人均 GDP 系根据常住人口测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

2022 年以来，主要受“留抵退税”影响，如皋市一般公共预算收入有所减少，税收收入占比有所下降；政府性基金收入是如皋市地方政府财力的重要补充，但受土地行情低迷等因素影响，2022 年如皋市政府性基金收入有所减少，未来的土地出让市场行情回暖情况有待关注。近年来，如皋市财政平衡情况总体呈下降趋势。再融资环境方面，如皋市的广义债务率处于南通市较高水平，但发债主体未出现债务违约事件，区内城投企业的融资主要依赖银行及直融等渠道，非标占比较少，整体再融资环境尚可。

表 2：近年来如皋市地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	1,305.22	1,432.41	1,479.31
GDP 增速（%）	5.3	8.5	2.3
人均 GDP（万元）	10.49	11.62	12.08
固定资产投资增速（%）	10.1	4.8	6.4
一般公共预算收入（亿元）	72.01	77.81	73.50
政府性基金收入（亿元）	107.93	136.97	104.67
税收收入占比（%）	84.72	83.41	68.23
公共财政平衡率（%）	57.55	55.97	54.06

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

资料来源：如皋市财政局，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，公司作为如皋市重要的基础设施投资建设主体和资产经营主体，主要负责如皋市中心城区和高新区的基础设施和保障房投资建设，具有较强的业务竞争力；同时，公司也从事高新区运营、景区经营、勘察设计和商品销售等业务，对收入形成有效补充，随着可租赁资产的增加，租赁收入具有一定的增长空间，且公司收入主要来源于工程建设和保障房开发，业务稳定性和可持续性很强。

值得注意的是，公司基础设施建设、保障房开发及自营租赁项目建设的在、拟建项目待投资规模较大，未来面临一定的资金支出压力；同时公司尚有较多历史项目投资成本未结转，资金沉淀较严重，未来项目结转及资金回收情况需持续关注。

表 3：2020~2022 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年	2021 年	2022 年
--	--------	--------	--------

	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
保障房开发板块	6.17	30.73	17.26	6.89	29.21	17.11	7.47	28.06	17.14
工程建设板块	12.44	61.95	15.22	13.73	58.22	15.18	15.26	57.33	15.27
园区运营	0.64	3.20	92.7	0.83	3.54	89.38	0.97	3.64	86.60
其他	0.83	4.13	14.48	2.13	9.03	10.88	2.83	10.97	3.89
营业收入/毛利率合计	20.09	100.00	18.29	23.58	100.00	17.98	26.53	100.00	17.19

注：公司其他收入主要包括物业管理、景区经营、勘测设计、教育培训和贸易等收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

保障房开发板块

公司在如皋市城区保障房建设业务领域占据重要的地位，近年来承做了多个保障房开发项目，具有较强的业务竞争力；同时公司在建和拟建项目储备较充足，短期内该板块业务规模有一定保障。但保障房项目收入确认相对滞后，存在资金沉淀，同时在建及拟建项目投资需求较大，未来项目资本支出压力以及完工项目资金回流等情况需持续关注。

公司是如皋市重要的基础设施投资建设主体，承担着如皋市中心城区（指如城街道和城南街道的大部分区域，下同）和高新区范围内保障性住房的建设任务。公司保障房开发业务主要实施主体为公司本部及高新开发，其中本部主要负责如皋市中心城区保障房开发建设，高新开发主要负责高新区保障房开发建设。自 2020 年开始，公司将中心城区部分新增保障房开发业务交由子公司高寿城建负责。业务模式方面，根据如皋市统一规划，如皋市住房和城乡建设局等单位根据如皋市地块搬迁计划向公司提供安置房房源计划，公司根据安置需求情况开展安置房项目建设工作。安置房建设地块的拆迁整理工作由政府负责，土地整理达到可使用状态后，公司通过土地出让“招拍挂”流程取得安置房建设用地，并根据规划建设施工。公司建设的安置房均定向销售给相应地块的被征收人，无商品房配比，被征收人根据事先确定好的征收方案选择安置房房源，并与公司签署房屋买卖合同，以约定的价格购买房源。公司销售价格因所处地段和建造时间的不同而有所差别，公司通常结合政府指导价格，以低于同地段同品质普通商品房的价格进行定向销售，并按销售情况确认收入。安置户会在前期选择房源时给予公司部分房款，因而形成少量预收款项，待房产交付完成后再确认收入。整体来看，公司业务模式较为清晰；近年来职能定位及业务模式未发生变化，业务稳定性很强。

表 4：截至 2022 年末公司主要保障房已完工项目情况（万元）

项目名称	建设期限	计划总投资	已投资	累计确认收入	已回款
和谐南区	2014-2017	80,000.00	82,991.81	82,331.46	82,331.46
和谐北区	2016-2019	28,485.00	26,708.39	30,468.65	30,468.65
东方花园	2015-2017	57,000.00	61,864.74	44,388.77	44,388.77
绿杨新村二期	2016-2019	65,000.00	73,235.26	9,221.05	9,221.05
司马嘉苑	2016-2020	57,400.00	63,050.69	37,398.48	37,531.30
中央商务区四期	2016-2019	38,000.00	42,017.23	11,314.96	11,314.96
中央商务区一期、二期、三期	2016-2019	91,000.62	90,830.38	37,336.11	37,468.70
学府西苑	2015-2016	22,102.47	22,610.39	27,275.17	27,275.17
绿杨新村一期	2015-2016	67,126.10	67,658.63	45,996.07	45,996.07
志颐花园	2017-2019	29,623.15	34,073.70	4,939.01	4,939.01
合计	-	535,737.34	565,041.22	330,669.73	330,935.14

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从业务开展情况来看，公司承接了如皋城区较多保障房建设项目，近年，公司保障房业务收入逐

年增长，毛利率相对稳定。截至 2022 年末，公司已完工保障房项目尚有较大规模未结转收入。在建及拟建保障房项目储备较为充足，该板块业务仍具有很好的可持续性，但同时需要对在建、拟建项目的投资压力和竣工项目的安置进度保持持续关注。

表 5：截至 2022 年末公司主要在建与拟建保障房项目情况（万元）

项目名称	项目状态	建设期限	计划总投资	累计投资	2023 年计划投资	2024 年计划投资	2025 年计划投资
160#A 地块	在建	2020-2023	114,439.80	113,939.80	500.00	--	--
GJ2010-133#A 地块司马嘉苑三期	在建	2021-2024	30,000.00	17,000.00	5,000.00	8,000.00	--
GXQ2017-101#B 平明小区三期	在建	2022-2025	81,000.00	51,853.93	7,618.75	13,789.39	7,737.93
GJ2012-160#B、C 二期项目	在建	2022-2023	68,000.00	44,550.00	10,070.00	13,380.00	--
114#A 地块安置房项目	在建	2022-2024	45,000.00	18,000.00	5,000.00	15,000.00	7,000.00
小计	-	-	338,439.80	245,343.73	28,188.75	50,169.39	14,737.93
GJ2010-120#安置房建设工程	拟建	2023-2025	142,567.00	--	40,000.00	50,000.00	52,567.00
合计	-	-	481,006.80	245,343.73	68,188.75	100,169.39	67,304.93

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

工程建设板块

近年公司工程建设业务保持良好的稳定性，同时公司在建和拟建项目储备较充足，业务可持续性较强。但已完工项目中仍存在一定规模待结转工程项目成本，同时在建及拟建项目待投资需求较大，未来项目投融资压力以及已完工项目收入结转进度等情况需持续关注。

公司工程建设业务主要由城投公司、高寿城建以及高新开发负责。业务模式方面，城投公司和高寿城建主要负责中心城区市政工程建设，高新开发主要负责高新区片区开发建设，分别与业主单位如皋市政府、如皋市皋源建设投资有限公司（以下简称“皋源建设”）等单位签订《工程项目建设协议书》等协议，对公司受托建设的工程项目，业主单位在项目投资总成本的基础上加计一定比例的管理费（通常为 15%~20%）向公司支付工程建设款；每年末按照工程进度或实际完工情况，与业主单位进行结算，按成本加成约定的比例确认收入，并结转相应成本；项目竣工验收后，业主单位支付项目工程资金，付款期限一般不超过 5 年。从实际结算来看，部分已完工项目收入结转进度存在一定滞后，对资金形成占用。

表 6：截至 2022 年末公司主要已完工工程建设项目情况（万元）

项目名称	建设期	总投资	账面累计已确认收入	累计回款总额
海阳路南延一期	2015-2020	9,600.00	7,405.74	7,405.74
宣化南路（解放路-惠政路）	2017-2019	6,800.00	8,579.80	8,000.00
污水处理厂扩建工程	2017-2020	6,900.00	8,570.34	7,000.00
高新区实验小学	2018-2020	12,000.00	14,337.94	14,337.94
区域供水东延工程	2017-2021	43,100.00	13,074.52	13,074.52
中央大道	2016-2021	40,800.00	9,826.45	9,826.45
宏坝河整治工程	2017-2020	32,300.00	36,661.29	14,000.00
益寿路（如泰运河-福寿路）	2017-2020	23,120.00	25,534.46	17,000.00
区域供水工程	2017-2021	46,900.00	23,354.25	23,354.25
高新区市政工程	2015-2021	115,000.00	122,113.85	122,113.85
文化广场工程	2016-2022	69,000.00	9,290.47	8,808.05
海阳路南延二期	2017-2022	35,000.00	6,750.00	6,350.20

龙游河生态公园	2017-2022	38,350.55	22,263.18	22,354.99
大司马南路（解放路-惠政路）	2017-2022	21,485.91	-	-
龙游湖公园提升及环境整治项目	2015-2022	88,536.28	34,404.20	34,545.57
如师新城附小幼儿园	2020-2022	14,830.40	-	-
内外城河综合提升工程	2020-2022	1,356.94	-	-
惠政路桥梁新建工程（龙游河、茅雒河）	2021-2022	7,147.20	2,703.97	2,715.08
合计		612,227.28	344,870.46	310,886.64

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从业务开展情况来看，受益于工程项目的逐步推进及陆续结转，近年该板块业务收入稳步增长，在成本加成模式下，公司工程建设业务获利水平相对稳定；在建项目规模较大，有一定拟建项目储备，业务可持续性较强，同时在建及拟建项目待投资需求较大，未来完工项目收入确认情况及在建项目资金安排情况需持续关注。

表 7：截至 2022 年末公司主要在建与拟建工程建设项目情况（万元）

项目名称	项目状态	建设期	总投资	已投资	2023 计划投资	2024 年计划投资	2025 年计划投资
龙游河生态廊道工程	在建	2022-2025	114,000.00	11,061.47	34,312.84	34,312.84	34,312.84
青年人才公寓项目	在建	2021-2025	205,000.00	6,211.29	66,262.90	66,262.90	66,262.90
小计	--	--	319,000.00	17,272.76	100,575.75	100,575.75	100,575.75
GJ2009-108#地块房屋改造工程	拟建	2023-2024	10,000.00	--	5,000.00	5,000.00	--
中央大道延伸工程（李渔路-丞相大道）	拟建	2023-2025	27,080.00	--	4,000.00	10,000.00	13,080.00
汪明路新建工程（大司马路-紫光路）	拟建	2023-2025	48,608.00	--	5,000.00	20,000.00	23,608.00
老北门大桥新建含接线改造	拟建	2023-2024	6,000.00	--	3,000.00	3,000.00	--
小计	--	--	91,688.00	--	17,000.00	38,000.00	36,688.00
合计	--	--	410,688.00	17,272.76	117,575.75	138,575.75	137,263.75

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

园区运营板块

公司租赁资产区位优势明显，整体出租率较高，租赁业务收入规模逐年提升，对整体营业收入形成一定补充。未来随着在建资产投入运营，公司租赁业务收入具有一定的增长空间，但仍需持续关注在建项目未来资金平衡情况。

除发挥基础设施建设的重要职能外，公司还积极拓展了园区运营业务。子公司高新开发负责高新技术产业开发园区的项目开发建设和运营管理。目前该业务收入主要来自建成项目的租金和物业管理费收入。高新开发目前已建成的高新区项目包括软件园起步区、如皋软件园人才公寓、物流园商办楼和新能源产业园。高新技术产业开发园区位于中心城区，区位优势明显，配套齐全。如皋高新区对满足一定考核指标的入园企业给予一定返租优惠，近年随着部分企业返租优惠政策到期，公司以市场价向园区企业收取租金（一般合同签订为 3 年一签，租金半年一支付，结合园区所在位置，重新签订时租金涨幅 5%左右），2021 年末，公司以 9.56 亿元对价自南通恒皋工程建设有限公司收购软件园二期项目，随着可租赁资产的增加，2022 年租赁收入增长明显，对整体盈利形成一定补充。目前高新技术产业开发区入驻企业稳定，整体出租率在 90%左右，运营成本因近年无较大修理支出而整体偏小，租赁业务毛利率水平较高。2022 年公司新增可租赁资产皋邻广

场，项目建筑面积 4.05 万平方米，总投资额 3.50 亿元，包含农贸市场、超市、餐饮与商业等多种业态，已于 2022 年 10 月投入运营，预计将为公司租赁收入增长提供一定助力。

表 8：截至 2022 年末公司主要可租赁资产情况（平方米、元/平方米/天）

项目名称	用途	建筑面积	租金单价
软件园起步区	办公	119,729	1.20
如皋软件园人才公寓	住宅	85,096	0.80
物流园商办楼	办公	31,845	1.00
新能源产业园	标准厂房	83,735	0.80
软件园二期	办公	214,627	1.50
皋邻广场	商业	40,548	1.00
合计	-	575,580	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

同时公司在建租赁资产主要为人才国际公寓项目，建成后预计将会对公司租赁业务收入形成进一步补充，但在建项目投资规模较大，需对项目未来资金平衡情况持续关注。

表 9：截至 2022 年末公司在建租赁项目情况（平方米、亿元）

项目名称	建设期	建筑面积	总投资	已投资
人才国际公寓	2021-2025	预计 217,000	20.50	5.30

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他业务板块

近年公司多元化经营业务稳步推进，对整体收入形成有效补充，同时为自身市场化运作能力的提升夯实基础。

此外，公司还积极布局景区经营、勘测设计和商品销售等市场化运作业务。子公司水绘园投资负责如皋水绘园景区经营管理。如皋水绘园系国家 4A 级旅游景区。水绘园景区占地面积约 27 万平方米，由水绘园、水明楼古建筑群、中国如皋长寿博物馆（匿峰庐）、中国如派盆景园（古澹园）、逸园、东大街历史文化街区、灵威观等组成。景区内水绘园、如皋公立简易师范学堂旧址被列入全国重点文物保护单位名录，文庙大成殿、东水关、集贤里民居为江苏省文物保护单位，另有多个项目为南通市文物保护单位及如皋市文物保护单位。公司景区经营收入来源于景区门票、沿街商铺出租及房产销售，由于沿街商铺出租的租金收取分为一年一次，或一次性收取三年（对于该种模式会给予租户一定的租金优惠）。2022 年景区经营收入 0.04 亿元，受游客数量减少等因素影响，收入同比有所下滑。

勘测设计业务由子公司如皋市勘测院有限公司（以下简称“如皋勘测院”）运营实施。如皋勘测院成立于 1988 年 8 月，具有乙级测绘资质，开展的测量业务主要包括地形测量、工程测量、地籍测量、房产面积测量、土地勘界、水准测量、定位放线、竣工测量、市政测量、桥梁测量、水利测量、变形测量和地图编绘等，特色项目包括海洋测绘、水下地形测量。如皋勘测院是如皋市最早成立的测绘单位，勘测信息数据储备及技术力量突出，在如皋市当地享有较高的知名度和市场占有率。如皋勘测院目前在册人数 50 人左右，近年公司勘测设计业务发展较为平稳，2022 年公司实现勘测设计收入 0.35 亿元。

商品销售业务主要由子公司南通铸诚贸易有限公司负责。销售的商品种类主要为建材、人造石、电线电缆等。上游供应商主要是南通市中城新材料科技有限公司、南通戈雅石业有限公司，下游

客户主要包括国林汇泰（上海）企业发展有限公司、标龙建设集团有限公司、上海蓝天房屋装饰工程有限公司等。销售商品采用以销定采模式，向上游供应商一般使用银行转账方式结算，货到付款，下游客户一般在收到货物 5 日内与公司结清货款。2022 年公司实现商品销售 0.45 亿元，毛利率基本保持稳定。

财务风险

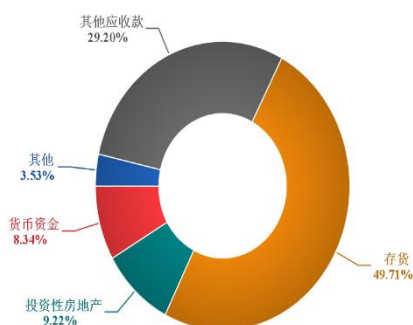
中诚信国际认为，公司的财务风险处于中等水平。随着项目的持续投资以及应收的往来款和土地回购款增加，近年来公司资产规模呈现逐年增长趋势，但资产中以合同履约成本为主的存货和以往来款为主的其他应收款合计占比较高，流动性较弱；跟踪期内，随着外部融资需求加大，公司债务规模和财务杠杆比率整体均呈现上升趋势；经营获现能力总体稳定性欠佳，整体偿债保障能力有待提升。

资本实力与结构

公司的平台地位较重要，持续盈余积累带动公司的资本实力稳步提升，资产规模呈现持续增长趋势；公司资产具有一定收益性，但流动性较弱，整体资产质量一般。

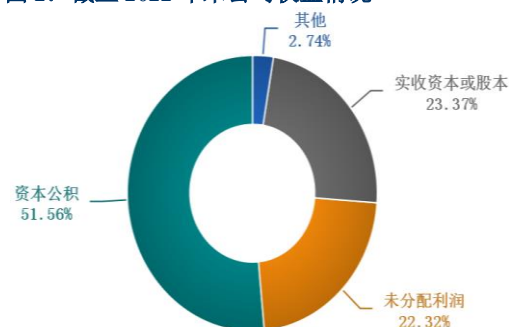
作为如皋市重要的基础设施投资建设主体和资产经营主体，公司地位较重要。随着项目的持续推进以及应收的往来款和土地回购款增加，公司资产规模呈稳步增长态势。公司资产主要集中在存货、其他应收款及投资性房地产等科目，并呈现以流动资产为主的资产结构，其占总资产的比重超过 85%，且预计公司未来仍将维持现有业务结构，资产结构或将保持稳定。截至 2022 年末，公司其他应收款同比增长 68.08%，应收对象主要为与如皋市国资体系内相关企业的往来款及应收如皋市财政局的土地回购款（2022 年末余额 16.39 亿元），对手方主要包括如皋市财政局、南通如绘建设工程有限公司、如皋市高城投资有限公司和如皋龙志贸易有限公司等，应收以上对象的其他应收款项合计占比 41.69%，集中度偏高，账龄主要在 4 年以内，回收期限存在不确定性，对公司资金形成一定占用；公司存货主要系合同履约成本，以未结转的保障房及工程建设成本和土地使用权为主，2022 年受工程建设投入减少和土地回购影响，存货同比减少 10.87%，存货中土地使用权 48.64 亿元，主要位于如城和城南街道，多为住宅和商业用地，并通过招拍挂方式获取，资金沉淀较多，变现能力不足，一定程度上影响了公司资产的流动性。此外，公司具有一定规模的投资性房产，2022 年末总额达到 31.78 亿元，能带来一定规模的租金收入，资产具有一定的收益性。但公司资产流动性较弱，加之应收类款项回收期限存在不确定性，整体资产质量一般。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内，受益于持续的盈余积累，带动所有者权益整体呈增长态势，公司资本实力得以提升。预计未来政府将通过资金拨付或资产注入等形式对公司进行支持，公司所有者权益或将进一步增厚，资本实力将继续提升。

跟踪期内由于公司业务持续推进、应收的往来款及土地回购款增加，融资需求不断提升，资产负债率和总资本化比率均呈现整体上升态势。随着项目建设的逐步推进，未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，净债务预计将有所增长，公司财务杠杆率预计仍将有所提升。

表 10：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022
资产总额	300.47	326.98	344.63
流动资产占比	91.09	87.94	87.73
经调整的所有者权益	151.72	151.06	155.17
资产负债率	49.51	53.80	54.97
总资本化比率	43.96	49.40	51.80

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

公司收入质量一般，2022 年经营活动现金流转为净流入，经营获现能力总体稳定性欠佳，同时投资活动现金流亦表现为持续小幅净流出，经营发展对外部融资存在较强依赖性。

近年来公司收入水平稳步提升，其中保障房销售业务收到房款后交房确认收入，不会产生赊销；而工程建设业务整体回款略滞后于收入确认，导致公司销售商品、提供劳务收到的现金规模未能与营业收入完全相匹配，近年收现比指标多处于小于 1 状态，公司收入质量一般。

公司经营活动净现金流主要受项目开发进度、回款节奏及资金往来现金收支的影响，跟踪期内，受经营性、往来支出减少和业务回款增加的影响，公司经营活动现金流转为净流入，但净流入规模较小，经营活动获现能力总体稳定性欠佳。

近年来，公司投资活动现金流持续呈现净流出状态，2022 年公司投资活动现金流出主要用于新购入子公司南通金洲资产经营管理有限公司，其主要负责如皋市文化创意产业园内的经营活动。根据公司目前的发展计划来看，预计未来两三年内投资活动现金流仍将保持这一态势。

如前所述，公司投资活动长期存在资金缺口，经营活动净现金流波动较大，加之近三年保持较大的债务偿还规模，使得公司保持较高的对外融资需求，且主要依赖于银行借款和发行债券来弥补资金缺口。2022 年，公司债务偿还规模增加，使得筹资活动现金流总体呈现净流出趋势。总体来看，公司通过自有资金、外部债务融资叠加政府拨款等方式筹集资金，近年现金及现金等价物净增加额有所波动。

表 11：近年来公司现金流情况（亿元、X）

	2020	2021	2022
经营活动产生的现金流量净额	-5.79	-26.31	5.06
投资活动产生的现金流量净额	-0.28	-4.71	-2.46
筹资活动产生的现金流量净额	12.40	18.88	-7.13
现金及现金等价物净增加额	6.32	-12.14	-4.52
收现比	0.88	0.85	0.91

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

公司债务规模逐年增长，债务负担相对较重，债务结构以长期债务为主，但短期债务规模较大，面临一定的短期偿付压力；近年来公司 EBITDA 规模相对稳定，但整体规模较小，对债务利息的保障程度维持在较低水平；经营活动净现金流对利息保障能力较弱，整体偿债保障指标有待提升。

近年随着业务的持续推进，公司债务规模逐年增加。公司债务以银行借款和债券融资为主，且银行借款多有抵质押及担保措施，债务类型及渠道较丰富；公司债务以长期为主，与其业务特征相匹配，但短期债务规模仍较大，债务期限结构有待持续优化。

表 12：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（亿元）

	余额	1 年以内到期	1-2 年到期	2-3 年到期	3 年以上到期
银行贷款	83.34	26.89	9.21	13.43	33.81
债券融资	42.86	13.41	5.00	7.36	17.09
非标融资	6.34	3.31	3.03	-	-
合计	132.54	43.61	17.24	20.79	50.90

注：债务到期分布情况未计入应付票据、其他应付款中有息债务及应付利息。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司 EBITDA 主要由利润总额构成，近年利润总额稳中有升带动 EBITDA 规模呈现小幅增长态势，但因债务规模增长较快，EBITDA 对债务利息保障程度仍较低。此外，2022 年公司经营活动净现金流由负转正，但对债务利息的保障能力偏弱，整体偿债保障指标有待提升。

表 13：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022
总债务	119.02	147.47	166.74
短期债务占比	34.37	44.04	41.03
EBITDA	4.93	5.19	5.35
EBITDA 利息保障倍数	0.72	0.89	0.60
经营活动净现金流利息保障倍数	-0.84	-4.54	0.57

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，公司有一定规模的受限资产，截至 2022 年末，受限资产占当期末总资产的 16.83%，主要为票据和借款保证金以及用于抵押借款的投资性房地产，期末金额分别为 23.29 亿元和 22.70 亿元。或有负债方面，截至 2022 年末，公司对外担保金额为 87.46 亿元，占同期末净资产的比例为 56.36%，公司担保对象均为区域内国有企业。整体看，公司对外担保规模较大，可能面临的或有负债风险需予以关注。截至 2022 年末，公司不涉及重大诉讼事项。

表 14：截至 2022 年公司对外担保情况（万元）

序号	被担保对象	企业性质	担保余额
1	如皋惠民新农村建设投资有限公司	国企	155,618.00
2	如皋市水务集团有限公司	国企	151,522.32
3	如皋市寿庆水利工程有限公司	国企	131,600.00
4	如皋市高城投资有限公司	国企	81,000.00
5	如皋市皋源建设投资有限公司	国企	60,800.00
6	江苏志伟现代农业投资发展有限公司	国企	57,900.00
7	如皋市自来水厂有限公司	国企	52,000.00
8	如皋龙游水利建设工程有限公司	国企	37,080.00
9	如皋市桃园城镇建设投资有限公司	国企	25,650.00

10	如皋市金洲房地产开发有限公司	国企	17,500.00
11	如皋市雒水水业有限公司	国企	15,800.00
12	如皋市文广传媒商贸有限公司	国企	15,150.00
13	如皋龙志贸易有限公司	国企	13,950.00
14	如皋科技城创业中心管理有限公司	国企	13,700.00
15	如皋城控投资发展有限公司	国企	11,000.00
16	如皋市中皋园区建设发展有限公司	国企	10,000.00
17	如皋众创电商投资有限公司	国企	6,000.00
18	如皋市交通产业集团有限公司	国企	4,940.00
19	南通市励皋建筑工程有限公司	国企	3,880.00
20	如皋市广播电视信息网络有限公司	国企	3,500.00
21	如皋市融媒体中心（如皋市广播电视台）	国企	3,000.00
22	南通如绘建设工程有限公司	国企	2,500.00
23	如皋市丁堰镇工业园区开发有限公司	国企	480.00
合计			874,570.32

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 5 月，公司近三年未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测¹

假设

——2023 年，公司仍是如皋市重要的基础设施投资建设主体和资产经营主体，主要负责区域内的基础设施和保障房投资建设，没有显著规模的资产划入和划出。

——2023 年，公司收入规模延续往年趋势有所增长。

——2023 年，公司在建项目投资规模预计在 15~20 亿元，自营项目投资支出预计在 2~5 亿元。

——公司债务规模将保持一定程度增长，2023 年新增债务类融资 13~18 亿元。

预测

表 15：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	49.40	51.80	45.33~61.33
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.89	0.60	0.47~0.63

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用等级评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性偏紧，但考虑到股东较强的资源协调能力，公司未来一年的流动性需求或有所

¹ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

保障。

2022 年末公司可动用账面资金为 5.46 亿元，可为其日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2022 年末，公司银行授信总额为 121.72 亿元，尚未使用授信额度为 31.39 亿元，但相较于自身日常经营和债务本息偿付需求，备用流动性仍显不足。公司作为如皋市重要的基础设施投资建设主体和资产经营主体，可持续获得政府及股东的资金支持。

公司流动性需求主要来自于项目建设及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年投资支出主要集中于保障房项目与工程项目建设以及运营资产建设，资金需求 17~25 亿元。同时，公司短期到期债务规模较大，截至 2022 年末，公司未来一年的到期债务约 43.61 亿元（不含应付票据及其他应付款中有息债务）。综上所述，公司流动性偏紧，但股东较强的资源协调能力或为公司未来一年的流动性需求提供一定保障。

ESG 分析²

中诚信国际认为，公司注重排放物管理和环境争议事件管理，并积极履行投资者责任；公司内控及治理结构较健全，治理争议事件管理表现较好。

环境方面，公司主要业务为基础设施和安置房建设，可能会面临发生安全事故、扬尘、碳排放等环境风险，目前公司在排放物管理、环境争议事件管理和资源管理等方面表现较好。

社会方面，公司投资、建设或运营的项目主要供给公共产品或服务，积极履行社会责任。目前公司在产品责任、安全管理、社会争议事件管理、投资者责任等方面表现较好。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、经营行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。总体来看，公司内控及治理结构较健全，治理争议事件管理表现较好。

外部支持

中诚信国际认为，如皋市政府的支持能力强，主要体现在以下方面：

得益于如皋市沿江、沿海的岸线资源、长三角的区位优势和较好的产业基础，近三年如皋市经济均保持增长。同时，近年来如皋市的固定资产投资等推升了如皋市政府的资金需求，政府融资规模不断增加。2022 年政府债务余额 284.63 亿元，政府债务率（120.50%）高于国际 100%警戒标准，且未纳入地方政府直接债务统计的隐性债务较为突出，如皋市区域债务压力整体较大，需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。

同时，如皋市政府对公司的支持意愿较强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性较强：公司作为如皋市重要的基础设施投资建设主体和资产经营主体，在如皋市平台中占据重要的地位，区域重要性较强。
- 2) 与政府的关联度高：公司由如皋市人民政府直接控股，根据市政府规划承担如皋市基础设施建设投融资任务，在业务经营、战略规划及投融资方面受政府的影响程度较强，其股权结构和业务

²中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

开展均与如皋市政府具有高度的关联性。

3) 过往支持力度较大: 公司在获得项目建设专项资金拨付、隐性债务化解、运营补贴等方面有良好记录, 政府资金注入对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。除直接的资金支持外, 如皋市政府还以股权划入等形式对公司提供支持。2022 年, 如皋市政府将如皋市皋城拆迁服务有限公司(负责房屋征收, 暂无相关业务开展)100%股权划拨至如皋城发子公司如皋市城建投资有限公司。

表 16: 如皋市级类平台比较 (亿元、%)

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
如皋市交通产业集团有限公司	如皋市人民政府 100%	如皋市重要的交通基础设施建设主体以及负责如皋港区(长江镇)范围内老城区的建设维护。	503.70	213.42	57.63	49.45	5.01	92.50
如皋市城市产业发展集团有限公司	如皋市人民政府 97%	主要统筹市本级保障房项目建设、土地一级开发以及高新区片区开发, 并适时推进房地产二级开发工作(对口住建局项目)。	344.63	155.17	54.97	26.53	4.20	42.22
富皋万泰集团有限公司	如皋市人民政府 100%	从事除交通、土地一级开发和保障房建设以外其他市本级基础设施建设、公用事业投资运营(水务)、金控(担保、转贷)、农文旅体及如城街道片区开发等多元化业务, 并延伸出地产开发、对外投资等盈利性业务(对口住建局、交通局之外的项目)。	--	--	--	--	--	--
如皋市经济贸易开发有限公司	如皋经济技术开发区管理委员会 100%	公司是如皋经开区最重要的基础设施建设和土地开发整理主体, 主要从事如皋经开区范围内的基础设施建设、土地开发整理和汽车零部件销售等业务。	--	--	--	--	--	--
富港建设集团有限公司	如皋市人民政府 100%	公司是如皋市如皋港区(与长江镇实行“区镇合一”管理体制)重要的基础设施开发建设主体, 主要业务为市政道路工程建筑、房屋建筑等工程建设。	199.37	80.62	56.40	19.98	2.86	35.03

注: 以上数据期为 2022 年末。

资料来源: 公司提供及公开资料, 中诚信国际整理

综上, 中诚信国际认为, 如皋市政府强的支持能力和对公司较强的支持意愿可为公司带来较强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，如皋城发的外部经营环境风险和业务风险优于江苏创鸿和天宁建设，与海润集团相当；财务风险与可比对象并无显著差异，当地政府的支持能力均强，并对上述公司均具有较强或强的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，如皋市与泰州医药高新区（高港区）、天宁区和海门区的行政地位相当，市场融资环境接近，对当地平台企业均有强的支持能力。从经济财政实力来看，如皋市区域经济和财政实力处于可比对象组中等水平；区域债务规模处于可比对象组较高水平。如皋城发与上述平台均为市国资委或人民政府实际控制的重要的城市基础设施建设和国有资产投资及运营主体，当地政府对它们均有较强或强的支持意愿。

其次，如皋城发的外部经营环境风险和业务风险优于江苏创鸿和天宁建设，与海润集团相当。基于当地政府对其的主要定位，公司与可比对象均围绕其职能定位展开，具有较强的业务竞争优势，但同时公司也面临在建项目资金支出压力较大、项目结转缓慢等问题。

然后，如皋城发的财务风险与可比对象无显著差异。公司资产和权益规模低于比较组平均水平，但 EBITDA 利息保障倍数高于比较组平均水平，且债务规模和财务杠杆比率相对较低；公司可用授信余额低于比较组平均水平，备用流动性偏紧。

表 17：2022 年同行业对比表

	如皋城发	江苏创鸿	天宁建设	海润集团
最新主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
地区	南通市-如皋市	泰州市-泰州医药高新区（高港区）	常州市-天宁区	南通市-海门区
GDP（亿元）	1,479.31	1,153.39	930.42	1,621.68
GDP 增速（%）	2.30	2.70	1.40	2.60
人均 GDP（万元）	12.08	26.27	13.76	16.31
一般公共预算收入（亿元）	73.50	101.16	52.18	56.13
公共财政平衡率（%）	54.06	102.34	204.74	43.91
政府债务余额（亿元）	284.63	170.68	80.23	155.52
控股股东及持股比例	如皋市人民政府 97.00%	泰州市政府国有资产监督管理委员会 100%	常州市政府 100.00%	南通市海门区政府国有资产监督管理委员会 100.00%
职能及地位	如皋市重要的基础设施投资建设主体和资产经营主体，主要统筹市本级保障房项目建设、土地一级开发以及高新区片区开发，并适时推进房地产二级开发工作（对口住建局项目）。	泰州市高港区及泰州港经开区的基础设施建设，业务包括工程施工、保障房销售、热力销售、景区和管网资产经营等	天宁区重要的国有资产运营和城市基础设施建设主体	海门区重要的城建及公用事业综合运营服务商
核心业务及收入占比	保障房开发 28.06%、工程建	工程施工 47.84%、园区经	建设工程业务 37.60%、安置房	工程建设及管理 25.79%、商品

设 57.33%、园区运营 3.64%、其他经营业务 10.97% 营业务 21.05%、国有资产经营 10.96%、土地改造业务 10.91%、热力销售 5.09% 销售业务 28.33%、商品销售业务 25.29% 销售 20.15%、保障房销售 14.70%、房地产开发 10.48%

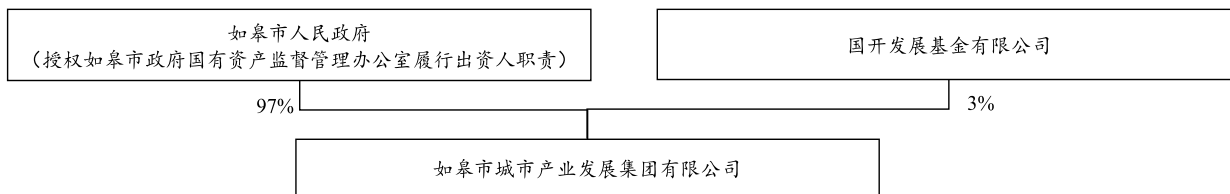
总资产（亿元）	344.63	664.94	519.85	585.56
经调整的所有者权益合计（亿元）	155.17	250.43	180.96	246.96
总债务（亿元）	166.74	358.80	296.30	308.72
总资本化比率（%）	51.80	58.89	62.08	55.56
营业总收入（亿元）	26.53	41.90	29.83	25.19
净利润（亿元）	4.20	5.60	2.35	3.13
EBITDA（亿元）	5.35	12.01	2.67	5.24
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.60	0.35	0.22	0.53
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	5.06	8.62	0.39	7.82
可用银行授信余额（亿元）	31.39	36.92	75.84	50.26
债券融资余额（亿元）	55.05	83.00	85.81	143.00

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

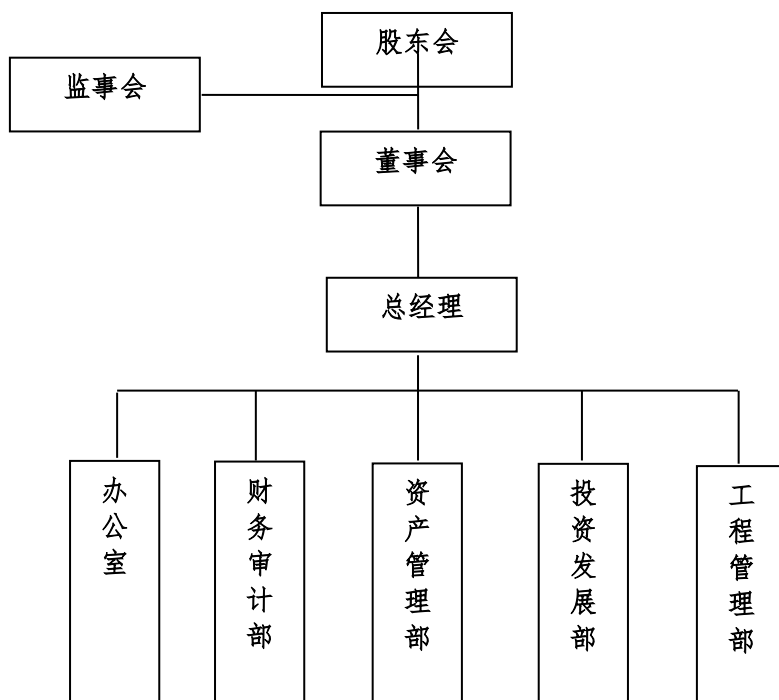
评级结论

综上所述，中诚信国际维持如皋市城市产业发展集团有限公司主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“21 如皋 01”、“22 如皋 01”和“22 如皋 02”的债项信用等级为 **AA+**。

附一：如皋市城市产业发展集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年末）



序号	一级子公司名称	持股比例 (%)
1	如皋市高寿城市建设有限公司	100.00
2	如皋市勘测院有限公司	100.00
3	如皋市城建投资有限公司	100.00
4	如皋水绘园风景区投资发展有限公司	100.00
5	南通铸诚贸易有限公司	100.00
6	江苏中皋大数据产业发展集团有限公司	100.00
7	如皋市教育培训中心有限公司	100.00
8	金城文旅（南通）有限公司	100.00
9	中皋商业管理（南通）有限公司	100.00
10	如皋市龙游物业管理有限公司	100.00
11	如皋高新技术园区开发有限公司	100.00



资料来源：公司提供

附二：如皋市城市产业发展集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位: 亿元)	2020	2021	2022
货币资金	33.69	23.81	28.74
非受限货币资金	22.12	9.98	5.46
应收账款	6.83	7.28	0.57
其他应收款	43.51	59.86	100.62
存货	185.39	192.20	171.31
长期投资	0.91	4.34	4.23
在建工程	--	0.00	--
无形资产	3.51	3.42	3.54
资产总计	300.47	326.98	344.63
其他应付款	15.77	17.98	17.82
短期债务	40.91	64.94	68.41
长期债务	78.11	82.53	98.32
总债务	119.02	147.47	166.74
负债合计	148.75	175.92	189.45
利息支出	6.86	5.80	8.88
经调整的所有者权益合计	151.72	151.06	155.17
营业总收入	20.09	23.58	26.53
经营性业务利润	3.75	4.33	5.09
其他收益	1.30	1.04	1.43
投资收益	-0.01	-0.01	-0.12
营业外收入	0.10	0.01	0.01
净利润	3.29	3.85	4.20
EBIT	4.80	5.07	5.10
EBITDA	4.93	5.19	5.35
销售商品、提供劳务收到的现金	17.67	20.14	24.13
收到其他与经营活动有关的现金	67.31	103.95	35.96
购买商品、接受劳务支付的现金	10.85	39.71	14.72
支付其他与经营活动有关的现金	79.45	110.32	39.65
吸收投资收到的现金	2.52	0.04	0.00
资本支出	0.05	4.67	0.26
经营活动产生的现金流量净额	-5.79	-26.31	5.06
投资活动产生的现金流量净额	-0.28	-4.71	-2.46
筹资活动产生的现金流量净额	12.40	18.88	-7.13
现金及现金等价物净增加额	6.32	-12.14	-4.52
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率(%)	18.29	17.98	17.21
期间费用率(%)	4.61	3.42	2.46
应收类款项占比(%)	16.75	20.54	29.36
收现比(X)	0.88	0.85	0.91
资产负债率(%)	49.51	53.80	54.97
总资本化比率(%)	43.96	49.40	51.80
短期债务/总债务(%)	34.37	44.04	41.03
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	-0.84	-4.54	0.57
总债务/EBITDA(X)	24.13	28.42	31.19
EBITDA/短期债务(X)	0.12	0.08	0.08
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.72	0.89	0.60

注：中诚信国际根据 2020~2022 年审计报告整理；其他应付款中的带息债务调入短期债务，长期应付款和其他非流动负债中的带息债务调入长期债务。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
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	
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

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

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

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

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

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

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

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

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn