

如皋市经济贸易开发有限公司

2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕4825号

联合资信评估股份有限公司通过对如皋市经济贸易开发有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持如皋市经济贸易开发有限公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“21如皋经贸MTN001”的信用等级为AA⁺，“22如开债/22如皋经开债”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二四年六月二十四日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受如皋市经济贸易开发有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



如皋市经济贸易开发有限公司

2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
如皋市经济贸易开发有限公司	AA+/稳定	AA+/稳定	
21 如皋经贸 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2024/06/24
22 如开债/22 如皋经开债	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

跟踪期内，如皋市经济贸易开发有限公司（以下简称“公司”）仍是江苏省如皋经济技术开发区（以下简称“如皋经开区”）最重要的基础设施建设及土地整理主体，业务区域专营优势明显。2023 年，如皋市地区生产总值及财政收入均实现同比增长，如皋经开区作为国家级开发区，工业发展基础较好，在产业聚集和招商引资方面具备优势，公司外部发展环境良好，且继续获得外部支持。公司在治理结构、组织架构和高级管理人员方面均未发生重大变化。公司营业总收入主要来自工程建设、土地一级开发业务，公司在建基础设施及保障房项目逐渐进入建设末期，未来仍可实现一定规模的收入，但已完工未结算项目造成较大规模资金沉淀。公司资产中应收类款项和存货占比很高，基建投资资金回笼依赖政府结算进度，土地整理收益实现受区域内土地、房地产市场影响大；应收类款项对公司资金占用明显，资产流动性较弱；债券融资占比较高，债务负担较重；财政补贴对利润总额贡献度较高，公司整体盈利指标表现尚可；整体偿债指标表现较弱，对外担保比率高，存在或有负债风险，间接融资渠道畅通。

“22 如开债/22 如皋经开债”由江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏省再担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）评定，江苏省再担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。江苏省再担保的担保实力非常强，其担保显著提升了“22 如开债/22 如皋经开债”本息偿还的安全性。

个体调整：无。

外部支持调整：跟踪期内，公司在财政补贴等方面继续获得外部支持。

评级展望

未来，随着如皋经开区经济发展及招商引资的推进，公司将继续以基础设施建设和土地整理为主业，同时以市场化手段持续推进国有资产运营，公司经营规模有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：所在区域和经济财政实力出现明显提升，公司业务范围和区域范围扩大，职能定位提升，资产质量和盈利能力大幅增强。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司发生重大资产变化，核心资产被划出，政府支持程度减弱，偿债能力明显恶化。

优势

- **公司外部发展环境良好。**2023 年，如皋市地区生产总值和一般公共预算收入分别同比增长 5.9%和 4.76%。如皋经开区是国家级开发区，工业发展基础较好，在产业聚集和招商引资方面具备优势，为公司发展提供了良好的外部环境。
- **跟踪期内，公司仍保持明显的业务区域专营优势，且继续获得外部支持。**公司是如皋经开区最重要的基础设施建设及土地整理主体，仍保持明显的业务区域专营优势。2023 年及 2024 年一季度，公司累计收到财政补贴资金 5.03 亿元。
- **增信措施。**江苏省再担保为“22 如开债/22 如皋经开债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了“22 如开债/22 如皋经开债”债券本息偿还的安全性。

关注

- **资产流动性较弱。**截至 2024 年 3 月底，公司应收类款项及存货合计占资产总额的 89.76%，主要为应收工程款、代建项目投入及土地成本。基建投资资金回笼依赖政府结算进度，土地整理收益实现受区域内土地、房地产市场影响大；应收类款项对公司资金占用明显。

- **已完工未结算项目造成较大规模资金沉淀。**截至 2024 年 3 月底，公司在建基础设施及保障房项目逐渐进入建设末期，尚未结转的建设工程（含基础设施、保障房项目建设）账面成本为 112.02 亿元，未来仍可实现一定规模的工程建设业务收入，但已完工未结算项目造成较大规模资金沉淀，资金回笼情况受委托方结算进度影响大。
- **短期偿付压力较大。**跟踪期内，公司有息债务规模仍大，2024 年 3 月底公司全部债务 295.60 亿元，现金短期债务比为 0.20 倍（剔除受限货币资金），存在较大的短期偿付压力。
- **存在或有负债风险。**截至 2024 年 3 月底，公司对外担保余额 213.18 亿元，担保比率为 74.49%，公司对外担保规模大、担保比率高，存在或有负债风险。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构	2	
		偿债能力	4	
指示评级				a ⁻
个体调整因素：--				--
个体信用等级				a ⁻
外部支持调整因素：政府支持				+5
评级结果				AA ⁺

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1-F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

主要财务数据

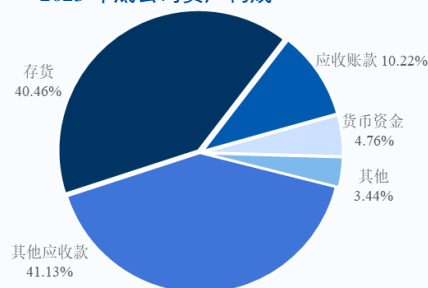
合并口径				
项目	2021年	2022年	2023年	2024年3月
现金类资产（亿元）	33.15	20.12	27.71	46.56
资产总额（亿元）	599.95	586.52	582.14	600.76
所有者权益（亿元）	265.91	279.88	285.02	286.20
短期债务（亿元）	136.37	106.84	72.79	91.85
长期债务（亿元）	180.78	183.87	205.40	203.76
全部债务（亿元）	317.14	290.71	278.20	295.60
营业总收入（亿元）	25.87	27.11	21.19	7.32
利润总额（亿元）	5.47	5.58	5.86	1.32
EBITDA（亿元）	7.48	7.73	7.83	--
经营性净现金流（亿元）	3.79	22.65	19.09	1.62
营业利润率（%）	11.94	10.88	14.31	15.98
净资产收益率（%）	1.81	1.83	1.88	--
资产负债率（%）	55.68	52.28	51.04	52.36
全部债务资本化比率（%）	54.39	50.95	49.39	50.81
流动比率（%）	382.53	466.54	619.44	533.24
经营现金流动负债比（%）	2.47	18.45	20.81	--
现金短期债务比（倍）	0.24	0.19	0.38	0.51
EBITDA利息倍数（倍）	0.41	0.74	0.77	--
全部债务/EBITDA（倍）	42.41	37.59	35.52	--

公司本部口径				
项目	2021年	2022年	2023年	2024年3月
资产总额（亿元）	349.91	331.81	338.99	344.34
所有者权益（亿元）	149.71	151.99	154.34	154.92
全部债务（亿元）	178.48	158.32	175.49	180.79
营业总收入（亿元）	6.46	6.80	6.89	3.91
利润总额（亿元）	2.35	2.50	2.61	0.67
资产负债率（%）	57.21	54.19	54.47	55.01
全部债务资本化比率（%）	54.38	51.02	53.21	53.85
流动比率（%）	258.54	347.68	541.47	455.04

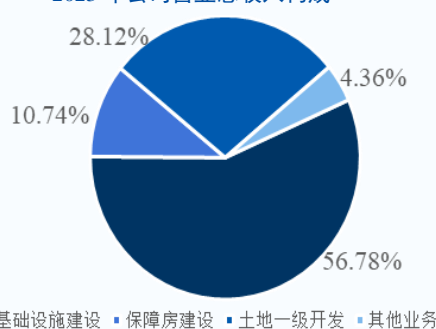
注：1.2021—2023年财务数据取自当年审计报告期末数，2024年一季度财务数据未经审计；2.本报告合并口径及公司本部口径均将其他流动负债带息部分纳入短期债务核算，长期应付款带息部分纳入长期债务核算；3.本报告中部分合计数据与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，单位均指人民币；“--”表示数据不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

2023年底公司资产构成

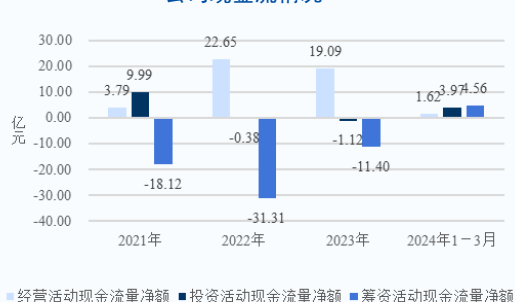


2023年公司营业总收入构成



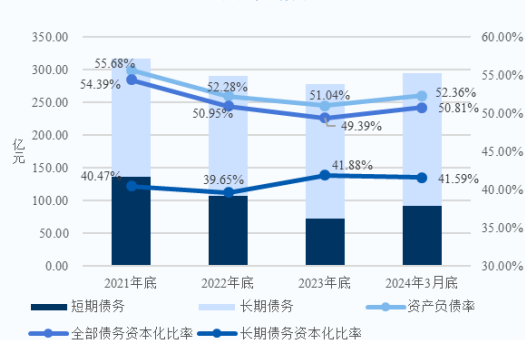
■ 基础设施建设 ■ 保障房建设 ■ 土地一级开发 ■ 其他业务

公司现金流情况



■ 经营活动现金流量净额 ■ 投资活动现金流量净额 ■ 筹资活动现金流量净额

公司债务情况



■ 短期债务 ■ 长期债务 ■ 全部债务资本化比率 ■ 长期债务资本化比率 ■ 资产负债率

跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
21 如皋经贸 MTN001	6.00 亿元	6.00 亿元	2024/08/27	--
22 如开债/22 如皋经开债	7.30 亿元	7.30 亿元	2029/05/23	设置本金提前偿还条款，在债券存续期的第 3-7 个计息年度末每年偿还 20% 的本金

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
22 如开债/22 如皋经开债	AAA/稳定	AA+/稳定	2023/06/02	张依 程畅威	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
21 如皋经贸 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2023/06/02	张依 程畅威	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
22 如开债/22 如皋经开债	AAA/稳定	AA+/稳定	2022/04/24	夏妍妍 高锐	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
21 如皋经贸 MTN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2021/08/19	文中 夏妍妍	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文

注：上述评级方法/模型通过链接可查询；上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

评级项目组

项目负责人：王文才 wangwc@lhratings.com

项目组成员：程畅威 chengcw@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于如皋市经济贸易开发有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、股权结构和实际控制人未发生变化。截至 2024 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 50.00 亿元，如皋经济技术开发区管理委员会（以下简称“如皋经开区管委会”）和江苏皋开投资发展集团有限公司（以下简称“皋开集团”）分别持有公司 70.00% 和 30.00% 股权，如皋经开区管委会为公司的实际控制人。

公司是江苏省如皋经济技术开发区（以下简称“如皋经开区”）最重要的基础设施建设及土地整理主体，主要从事如皋经开区范围内的基础设施建设、保障房建设和土地开发整理等业务。

截至 2024 年 3 月底，公司本部设投融资管理部、财务部、工程建设部等职能部门；同期末，公司纳入合并范围内一级子公司共 5 家。

截至 2023 年底，公司资产总额 582.14 亿元，所有者权益 285.02 亿元；2023 年，公司实现营业总收入 21.19 亿元，利润总额 5.86 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司资产总额 600.76 亿元，所有者权益 286.20 亿元；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 7.32 亿元，利润总额 1.32 亿元。

公司注册地址：如皋市如城镇益寿路（如皋经济开发区工发大厦八楼 808 室）。法定代表人：冒微。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见图表 1。同期末，“21 如皋经贸 MTN001” 募集资金用于偿还公司有息债务，“22 如开债/22 如皋经开债” 募集资金中 4.40 亿元用于项目建设、2.90 亿元用于补充流动资金，上述债券募集资金均按照指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。截至 2024 年 3 月底，“22 如开债/22 如皋经开债” 募投项目 R2018113（KFQ2013-24#B）地块新建安置房项目累计完成投资 6.40 亿元，项目主体部分已建设完工（不含周边配套道路、绿化等），待竣工结算工作完成后陆续确认相关收入。

图表 1 • 截至报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
21 如皋经贸 MTN001	6.00	6.00	2021/08/27	3 年
22 如开债/22 如皋经开债	7.30	7.30	2022/05/23	7 年
合计	13.30	13.30	--	--

资料来源：公司提供

“22 如开债/22 如皋经开债” 由江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏省再担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，同时该债券设置本金提前偿还条款，在债券存续期的第 3~7 个计息年度末每年偿还 20% 的本金，后五年的债券利息随本金一起支付。

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2024年一季度报）》。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2023年以来，化解地方政府债务风险的紧迫性有所上升，中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。一揽子化债方案有效缓释了地方政府短期债务风险，同时有助于建立防范化解地方政府债务风险长效机制和同高质量发展相适应的政府债务管理机制。在此背景下，全口径地方债务监测监管体系将逐步完善，不同地区实施差异化的化债策略，城投企业实施分类管理。整体上，城投企业债务管控趋严，新增融资难度加大。

2024年，积极的财政政策适度加力，新型城镇化积极推进，城投企业作为新型城镇化建设的重要载体，有望持续获得地方政府的支持。城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但考虑到地方政府财政收支在较长时间内处于紧平衡状态、短期内土地市场复苏可能性较低、2024年城投债到期兑付压力持续加大、不同地区化债手段及化债进程分化、不同类型债务偿付安全性存在差异等因素，仍需重点关注政府债务负担重、负面舆情频发等区域，以及行政层级低、债券非标融资占比高、短期偿债压力大等尾部城投企业的信用风险。完整版城市基础设施建设行业分析详见《2024年城市基础设施建设行业分析》。

2 区域环境分析

2023年，如皋市地区生产总值及财政收入均实现同比增长，如皋经开区是国家级开发区，工业发展基础较好，在产业聚集和招商引资方面具备优势。整体看，公司外部发展环境良好。

如皋市

如皋市隶属于江苏省南通市，总面积1477平方公里。如皋市是中国首批对外开放的沿海城市、中国县域经济基本竞争力百强县之一，江苏沿江开发的15个重点县（市）之一。如皋市辖如城、城南、城北3个街道和东陈、丁堰、白蒲、下原、九华、石庄、吴窑、江安、搬经、磨头、长江11个镇。城北街道与如皋经开区、城南街道与如皋高新技术产业开发区、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。截至2023年底，如皋市常住人口121.91万人；城镇化率为63.8%，较上年提高0.9个百分点。

图表 2 • 如皋市主要经济指标

项目	2022年	2023年
GDP（亿元）	1479.31	1534.39
GDP 增速（%）	2.3	5.9
固定资产投资增速（%）	6.4	1.3
三产结构	5.9: 50.1: 44.0	5.8: 47.7: 46.5
人均 GDP（万元）	12.08	12.57

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《如皋市2023年国民经济和社会发展统计公报》，2023年，如皋市地区生产总值同比增长5.9%。其中，第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长3.3%、7.0%和4.9%。

图表 3 • 如皋市主要财力指标

项目	2022年	2023年
一般公共预算收入（亿元）	73.50	77.01

一般公共预算收入增速 (%)	-5.53 ¹	4.76
税收收入 (亿元)	50.15	64.10
税收收入占一般公共预算收入比重 (%)	68.23	83.24
一般公共预算支出 (亿元)	135.97	146.31
财政自给率 (%)	54.06	52.63
政府性基金收入 (亿元)	104.67	108.04
地方政府债务余额 (亿元)	284.63	294.29

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《关于如皋市 2023 年财政预算执行情况 2024 年财政预算（草案）的报告》，2023 年，如皋市一般公共预算收入同比增长 4.76%，一般公共预算收入明显改善，财政自给能力较弱。2023 年，受益于国有土地使用权出让收入增加，如皋市政府性基金收入同比增长 3.22%。

截至 2023 年底，如皋市地方政府债务余额为 294.29 亿元，其中，一般债务 157.37 亿元，专项债务 136.91 亿元；2023 年底政府债务率²为 127.21%，地方政府债务负担较重。

如皋经开区

如皋经开区于 1992 年 9 月创立，1993 年 12 月成为江苏省首批 13 个省级开发区之一，2013 年 1 月晋级国家经济技术开发区，先后荣获联合国开发计划署氢经济示范城市、中国产学研合作创新示范基地、输变电特高压电力设备生产基地、服装出口质量安全示范区、新能源汽车特色产业集群、江苏省新能源汽车产业基地、长三角最具投资价值开发区等称号。根据《如皋经济技术开发区国民经济和社会发展第十四个五年规划纲要（草案）》，十四五期间，如皋经开区将形成“一核两廊、三轴四片”功能交融的特色城乡空间发展新格局。“十四五”期间，如皋经开区将打造三大百亿级产业园，即以斯堪尼亚如皋制造基地为核心的汽车及零部件百亿产业园；依托思源电气股份有限公司如皋基地建设的百亿电力装备制造产业园；依托江苏华医大健康服务股份有限公司和江苏和府餐饮管理有限公司打造的生命健康百亿产业园。未来，如皋经开区将围绕发展汽车及核心零部件、智能装备制造两大主导产业着力提升开发区产业能级，积极培育电子信息科技、氢能两大新兴产业，推动先进制造业和现代服务业深度融合。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 产权状况

截至 2024 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 50.00 亿元，公司控股股东和实际控制人仍为如皋经开区管委会。

2 企业规模和竞争力

跟踪期内，公司职能定位未发生变化，公司仍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，区域专营优势明显。

公司主要从事如皋经开区范围内的基础设施建设、保障房建设和土地开发整理等业务。除公司外，如皋经开区内主要基础设施建设主体还包括如皋经济技术开发区投资发展有限公司（以下简称“开投公司”）。如皋经济技术开发区招商中心是开投公司的唯一股东，开投公司定位为项目的发包主体，不承担任何代建和土地开发职能，总体看与公司业务差异化明显，公司仍保持明显的区域专营优势。联合资信未获取开投公司财务数据。

3 信用记录

跟踪期内，公司本部及重要子公司未新增不良信贷记录，联合资信未发现其他重大不良信用记录。

¹ 剔除留抵退税等因素后，如皋市 2022 年一般公共预算收入还原口径为 84.85 亿元。

² 政府债务率=地方政府债务余额/综合财力=地方政府债务余额/（一般公共预算收入+返还性收入+一般性转移支付收入+专项转移支付收入+政府性基金收入+政府性基金上级补助收入）

根据中国人民银行《企业信用报告》(中征码: 3204030000180353), 截至 2024 年 5 月 16 日, 公司本部无未结清关注类或不良信贷信息, 存在已结清不良/违约类贷款 4 笔, 关注类贷款 9 笔。根据中国银行股份有限公司如皋支行于 2013 年 11 月 18 日出具的说明, 4 笔不良/违约类贷款系银行系统故障所致; 根据中国工商银行股份有限公司如皋支行、国家开发银行江苏省分行、交通银行股份有限公司南通分行于 2013 年出具的相关说明, 9 笔关注类贷款系银行内部分类政策要求所致。

根据中国人民银行《企业信用报告》(中征码: 3206820000841995), 截至 2024 年 5 月 31 日, 如皋经开建设开发有限公司(以下简称“如皋建发”)本部无未结清关注类或不良信贷信息, 无已结清不良/违约类贷款信息, 存在已结清关注类贷款 4 笔。根据江苏如皋农村商业银行股份有限公司于 2013 年 4 月 18 日出具的说明, 4 笔关注类贷款系银行内部分类政策要求所致。

根据中国人民银行《企业信用报告》(中征码: 3206820004076478), 截至 2024 年 5 月 31 日, 南通禾泽城市建设有限公司(以下简称“禾泽城建”)本部无未结清及已结清的不良、关注类信用记录, 禾泽城建过往债务履约情况良好。

根据“中国执行信息公开网”查询结果, 跟踪期内, 公司新增 1 起被执行信息((2023)苏 0682 执恢 906 号), 涉案金额 773.07 万元。经核查, 因 2015 年南通大辰设备安装有限公司诉南通大辰建设集团有限公司、公司建设工程施工合同纠纷一案, 2023 年 10 月, 公司收到如皋市人民法院作出的(2023)苏 0682 执恢 906 号《执行裁定书》, 如皋市人民法院裁定恢复执行(2015)皋民初字第 145 号《民事判决书》, 执行金额为 773.07 万元, 公司因承担连带责任被如皋市人民法院列为被执行人。公司已于 2023 年 10 月 13 日向如皋市人民法院提出了执行异议申请。截至本报告出具日, 本案执行异议尚在法院审理过程中, 联合资信将对该案件的后续进展保持关注。

根据公司及重要子公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录, 未发现公司及重要子公司存在逾期或违约记录, 历史履约情况良好。

截至报告出具日, 联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

(二) 管理水平

跟踪期内, 公司在治理结构、组织架构和高级管理人员方面均未发生重大变化。

(三) 经营方面

1 业务经营分析

跟踪期内, 公司仍主要负责如皋经开区的基础设施建设、保障房建设及土地开发任务。2023 年, 因贸易业务利润空间较小, 且考虑到市场供求及价格波动的风险, 公司暂停开展贸易业务, 公司营业总收入亦明显下降, 综合毛利率有所上升。

跟踪期内, 公司营业总收入主要来源于工程建设业务收入(含基础设施、保障房建设)及土地一级开发业务, 2023 年上述业务收入合计占营业总收入的 95.64%。2023 年, 公司工程建设及土地一级开发业务收入均有所增长, 毛利率均相对稳定; 因贸易业务利润空间较小, 且考虑到市场供求及价格波动的风险, 公司暂停开展贸易业务, 公司营业总收入同比下降 21.86%, 综合毛利率有所提升。

2024 年一季度, 公司营业总收入相当于 2023 年全年的 34.57%; 综合毛利率小幅下降。

图表 4 • 公司营业总收入构成及毛利率情况 (单位: 亿元)

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年 1-3 月		
	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)
工程建设:	13.99	51.58	15.81	14.31	67.52	15.80	6.33	86.41	15.63
基础设施建设	11.71	43.19	15.64	12.03	56.78	16.15	6.07	82.82	15.59
保障房建设	2.27	8.39	16.67	2.28	10.74	13.95	0.26	3.59	16.67
土地一级开发	5.68	20.93	16.67	5.96	28.12	16.67	0.85	11.58	16.67
贸易业务	6.68	24.64	0.26	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--
房产销售	0.20	0.74	33.43	0.16	0.75	17.78	0.00	0.00	--

其他业务	0.57	2.11	40.13	0.76	3.60	35.99	0.15	2.00	29.22
合计	27.11	100.00	12.80	21.19	100.00	16.78	7.32	100.00	16.02

注：其他业务收入主要为房屋出租收入

资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

(1) 工程建设

跟踪期内，公司在建基础设施及保障房项目逐渐进入建设末期，未来仍可实现一定规模的收入，但已完工未结算项目造成较大规模资金沉淀，资金回笼情况受委托方结算进度影响大。

公司基础设施建设业务主要由公司本部及子公司如皋建发、南通嘉禾水务投资有限公司（以下简称“嘉禾水务”）负责实施。跟踪期内，公司基础设施建设业务模式、结算加成比例、账务处理方式等未发生变化。根据公司本部与如皋经开区管委会于 2009 年 11 月 20 日签订的《委托代建协议书》，公司负责如皋经开区范围内部分基础设施项目的建设，项目建设完工后，与如皋经开区管委会结算。项目建设资金主要来自公司自筹，待工程完工并移交后，公司按工程成本加成 15% 管理费确认收入，具体回款时间由如皋经开区管委会结合财政情况而定。合同有效期自签订之日起计算，有效期为 10 年，该协议已不再执行。2015 年，公司本部及如皋建发分别与开投公司签订《委托代建协议书》，主要条款与 2009 年签订的协议一致，公司本部约定加成比例为 15% 或 20%，如皋建发未明确约定加成比例。2019 年，如皋经开区管委会将嘉禾水务及其全资子公司无偿划入公司。嘉禾水务于 2016 年分别与如皋经开区管委会及开投公司签订委托代建框架协议，由嘉禾水务承担如皋经开区主要道路管网、河道桥梁及配套设施等基础设施建设任务，约定加成比例为 15%~20%。

公司保障房建设业务主要实施主体为公司本部、嘉禾水务、南通臻禾房地产开发有限公司（以下简称“臻禾房地产”）及其下属的项目公司南通融禾置业有限公司、南通皋发置业有限公司。自 2017 年开始，公司保障房建设任务由臻禾房地产统筹负责，臻禾房地产拥有江苏省住房和城乡建设厅颁发的房地产开发经营业务贰级资质证书。跟踪期内，公司保障房建设业务模式、结算方式等方面未发生变化。2016 年以前，公司本部及相关子公司与如皋经开区管委会及开投公司签订委托代建协议书，建设完工后，与委托方按一定加成比例进行结算。2016 年以后，公司根据政府制定的保障性住房建设计划进行保障房项目建设，项目建设用地由公司通过招拍挂流程取得，公司统筹项目的筹建工作；项目竣工后，公司与被拆迁居民签署房屋买卖合同，以约定的价格购买房源。根据臻禾房地产与如皋经开区管委会签订的《保障性住房项目建设协议书》，如皋经开区管委会对保障房项目销售收入未达到基准收入水平的部分仍予以差额补足。

跟踪期内，公司主要建设完工的基建项目为氢能小镇一期、如皋经济技术开发区现代农业示范基地（二期工程）、污水管网施工项目（一期、二期），2023 年公司收到上述基建项目回款 7.31 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司主要在建的基础设施建设项目为如皋经济技术开发区（城北街道）旧城改造工程，该项目计划总投资 13.99 亿元，已完成投资 10.49 亿元；公司暂无拟建的基础设施建设项目。

截至 2024 年 3 月底，公司募投项目 R2018113（KFQ2013-24#B）地块新建安置房项目主体部分已建设完工（不含周边配套道路、绿化等），该项目已完成投资 6.40 亿元，待竣工结算工作完成后陆续确认相关收入，此外公司暂无拟建的保障房项目。同期末，公司尚未结转的建设工程（含基础设施、保障房项目建设）账面成本为 112.02 亿元。整体看，公司未来仍可实现一定规模的工程建设业务收入，但已完工未结算项目造成较大规模资金沉淀，资金回笼情况受委托方结算进度影响大。

(2) 土地一级开发

跟踪期内，受如皋经开区开发规划影响，公司土地一级开发业务回款仍较为滞后，公司账面土地开发投入规模较大，后续结算受土地出让情况、房地产市场以及政府回款效率影响较大。

跟踪期内，公司土地开发业务仍主要由子公司如皋建发负责，其业务模式、结算方式等方面未发生变化。根据如皋建发与开投公司签订的《如皋经济开发区土地一级开发项目合作框架协议》，公司负责对如皋经开区内土地进行分期开发整理以达到净地的出让标准，包括征地、拆迁、补偿、安置、场地平整等工作。土地平整完成后交由相关政府部门以招拍挂的形式进行出让。收入确认方面，财综〔2016〕4 号文发布后，公司按照土地整理过程中实际发生成本加成一定比例（20%~30%）与开投公司进行结算，并约定可根据实际情况按照地块进行调整，公司按成交地块分次决算后金额确认土地一级开发业务收入。

2023 年，公司确认土地一级开发收入 5.96 亿元，主要来源于城北街道邓园村 23、27 组，鹿门村 9、14 组及如皋市城北街道东风村 2、3、4、5、6 组等地块。截至 2024 年 3 月底，公司在开发地块尚需投资规模尚可，未来公司将根据如皋经开区整体规划推进后续开发工作；公司暂无拟建土地开发项目。同期末，公司尚未结转的土地整理账面成本为 104.28 亿元。整体看，公司土地一级开发业务回款仍较为滞后，公司账面土地开发投入规模较大，后续结算受土地出让情况、房地产市场以及政府回款效率影响较大。

图表 5 • 截至 2024 年 3 月底公司主要在开发地块情况（单位：亿元）

地块名称	建设期间	项目回款期	地块面积	总投资	已投资
柴湾镇杨宗村 1、2 组	2011—2023 年	2024—2027 年	6.07	3.03	2.95
如城镇万新村 1、2、7 组	2012—2023 年	2024—2027 年	3.74	2.87	2.80
如城镇万新村 6 组	2012—2023 年	2024—2025 年	0.50	0.30	0.30
如城镇新生村 5 组、村集体	2012—2023 年	2024—2027 年	2.53	1.67	1.49
如皋市城北街道庆余村 5 组	2013—2023 年	2024—2026 年	1.56	0.94	0.87
如皋市城北街道东风村 1、2 组，太平村 8 组	2013—2023 年	2025—2027 年	3.61	2.17	1.95
如城镇如海路以西、惠民路以北	2012—2023 年	2024—2025 年	0.35	0.20	0.19
城北街道里庄 1 组	2015—2024 年	2025—2027 年	1.96	1.18	1.09
城北街道新生村 4、5 组	2015—2024 年	2025—2027 年	4.03	2.61	2.21
城北街道万新村 5 组	2015—2023 年	2024—2026 年	0.83	0.42	0.40
柴湾镇万新村 6 组、村集体	2012—2023 年	2024—2025 年	0.80	0.40	0.35
如城镇城北村 5、7 组、新生村 16 组、新王庄村 1、2、8、12、16 组	2012—2023 年	2024—2026 年	2.22	1.21	1.19
如皋市城北街道新王庄村 4、6、7 组	2014—2023 年	2024—2027 年	3.29	1.65	1.60
如皋市城北街道里庄村 1、2、3 组，新王庄社区 12 组	2016—2023 年	2024—2026 年	3.69	1.84	1.55
如皋市经济城北街道东风社区	2016—2023 年	2024—2026 年	1.56	1.94	1.21
如皋市城北街道新王庄社区 2、5、7、8 组，城北社区 7 组	2016—2023 年	2024—2027 年	4.30	2.85	2.38
如皋市城北街道万新村 5、6 组	2016—2023 年	2024—2027 年	3.30	2.65	2.53
如城镇新生村 1、8 组，城北村 11 组	2020—2024 年	2025—2028 年	3.33	1.20	0.94
城北街道邓元村 21、23 组，鹿门村 11、14 组	2020—2023 年	2024—2025 年	1.36	2.50	2.04
城北街道鹿门村 1 组、太平村 18 组	2020—2023 年	2024—2025 年	2.64	4.56	3.96
城北街道东风村 2、3、5 组、邓元村 2 组	2020—2024 年	2024—2025 年	11.48	18.00	17.22
城北街道万新村 4、5、7、8 组	2021—2025 年	2026—2028 年	6.67	3.00	1.71
合计	--	--	69.82	57.19	50.93

注：1.部分项目实际已完工，但未完成竣工决算工作，故仍以在建项目列示；2.跟踪期内公司土地开发业务主要集中于完工项目结转，部分项目建设和回款周期有所调整，投资进度有所滞后
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（3）房地产开发

公司已完工房地产项目基本已销售完毕，无在建及拟建项目。

公司房地产开发业务主要由全资子公司臻禾房地产实施，其具备房地产开发贰级资质。

截至 2024 年 3 月底，公司已完工房地产项目为时代大厦（自持出租）和新悦广场（出售及部分出租）。其中，时代大厦项目建筑面积 3.54 万平方米，总投资 4.50 亿元，已于 2014 年建设完工，现整体出租作为如皋经开区政府办公大楼；新悦广场项目于 2018 年完工，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），可售面积 9.10 万平方米。截至 2024 年 3 月底，新悦广场销售进度 87.58%，累计实现销售额 3.08 亿元；其居住用房销售工作已基本完成，目前还剩余少量商铺物业仍在销售当中，另外还有部分商铺作为公司自持物业用于对外出租。同期末，公司暂无在建及拟建的商品房开发项目。2023 年及 2024 年一季度，公司实现租赁业务收入（含租赁费用以及物业管理费）9102.13 万元。

2 未来发展

公司将在推进基础设施建设等主业基础上，逐步推进“市场化城市综合运营商”转型。

未来，公司将围绕国家产业政策以及如皋市、如皋经开区规划确定的发展定位和目标，以市场化运作为手段，提升国有资产投资经营运作水平。公司将基于汽车及零部件生产、电力装备制造、大健康等板块的龙头企业的入驻，重点发展具有收益的经营性业务，逐步推进“市场化城市综合运营商”转型。

（四）财务方面

公司提供了 2023 年合并财务报告，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2024 年一季度财务数据未经审计。

2023 年，公司合并范围减少 1 家二级子公司，系无偿划转南通禾盛水务建设有限公司（现更名为南通和弘建设发展有限公司）股权所致。2024 年一季度，公司合并范围未发生变化。截至 2024 年 3 月底，公司纳入合并范围的一级子公司共 5 家。总体看，跟踪期内，公司合并范围内减少子公司数量少且规模较小，会计政策连续，财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

跟踪期内，受益于货币资金储备，公司资产规模小幅增长，应收类款项和存货占比很高。基建及土地整理资金沉淀量较大，基建项目建设资金回笼依赖政府结算进度，土地整理收益实现受区域内土地、房地产市场影响大；应收类款项对公司资金占用明显，整体看公司资产流动性弱，资产质量一般。

截至 2023 年底，公司资产总额较上年底变化不大，资产结构无明显变化，流动资产占比仍很高。

图表 6 • 公司资产主要构成情况

科目	2022 年		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	572.78	97.66	568.12	97.59	590.84	98.35
货币资金	20.11	3.43	27.69	4.76	46.55	7.75
应收账款	55.89	9.53	59.50	10.22	63.62	10.59
其他应收款	247.29	42.16	239.42	41.13	240.01	39.95
存货	239.83	40.89	235.51	40.46	235.64	39.22
非流动资产	13.74	2.34	14.02	2.41	9.93	1.65
资产总额	586.52	100.00	582.14	100.00	600.76	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

① 流动资产

截至 2023 年底，公司流动资产较上年底变化不大，主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。公司货币资金较上年底增长 37.73%，主要系发行多期债券所致。公司货币资金中受限资金规模为 19.15 亿元，系保证金及质押存单，受限比例为 69.17%。公司应收账款账面价值较上年底增长 6.45%，主要为应收基建、保障房建设及土地开发整理业务的工程款，欠款方主要为开投公司（占 79.65%）和如皋经济技术开发区财政和资产管理局（以下简称“如皋经开区财政局”，占 17.40%），集中度很高（应收账款前五大欠款方合计占比为 100%）。从账龄来看，公司应收账款账龄 1 年以内、1~2 年、2~3 年和 3 年以上的比例分别为 30.94%、25.69%、16.21%和 27.16%，整体账龄偏长；公司应收账款累计计提坏账准备 0.30 亿元。公司其他应收款较上年底下降 3.18%，主要为应收地方政府部门和国有企业往来款，集中度较高；公司其他应收款账龄以 1 年以内和 1~2 年为主，占比分别为 38.74%和 30.35%；累计计提坏账准备 1.34 亿元。公司存货主要为待结转的基础设施代建和土地整理成本 216.30 亿元、臻禾房地产下属的保障房投入及待开发土地 15.03 亿元，较上年底下降 1.80%，公司存货均未计提跌价准备。

图表 7 • 公司 2023 年底主要其他应收款明细

名称	款项性质	期末余额（亿元）	账龄	占其他应收款期末余额的比例（%）	坏账准备期末余额（亿元）
开投公司	往来款	42.83	1 年以内，1~2 年	17.79	0.21

如皋经开区财政局	往来款	41.87	1年以内, 1~3年, 3年以上	17.39	0.21
如皋市宏润金属表面处理有限公司	往来款	26.11	1年以内, 1~2年	10.84	0.13
如皋市高城投资有限公司	往来款	20.56	1~2年	8.54	0.10
如皋龙游水利建设工程有限公司	往来款	19.26	1~2年	8.00	0.10
合计	--	150.63	--	62.56	0.75

注: 1. 如皋市宏润金属表面处理有限公司为开投公司全资子公司; 2. 如皋市高城投资有限公司唯一股东和实际控制人为如皋市财政局; 3. 如皋龙游水利建设工程有限公司系如皋市寿庆水利工程有限公司二级子公司, 实际控制人为如皋市国资办
 资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

② 非流动资产

截至 2023 年底, 公司非流动资产规模相对较小, 主要由债权投资、固定资产和无形资产构成。公司债权投资 4.00 亿元, 系投资于南通徽银城镇化基金合伙企业(有限合伙)³, 主要投向为基础设施建设; 固定资产和无形资产分别为 3.73 亿元和 3.21 亿元, 较上年底变化不大, 主要为房屋、建筑物和土地使用权。2024 年 3 月底, 受益于货币资金储备, 公司资产总额较 2023 年底增长 3.20%, 流动资产占比进一步上升。

受限资产方面, 截至 2024 年 3 月底, 公司受限资产情况如下所示。总体看, 公司资产受限比例较低。

图表 8 • 截至 2024 年 3 月底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占资产总额比例 (%)	受限原因
货币资金	27.92	4.65	定期存单及保证金
存货	43.00	7.16	抵押担保
合计	70.92	11.81	--

资料来源: 公司提供

(2) 资本结构

① 所有者权益

跟踪期内, 受益于经营利润积累, 公司所有者权益有所增长, 权益稳定性仍较强。

截至 2023 年底, 受益于经营利润积累, 公司所有者权益较上年底增长 1.84%。公司实收资本未发生变化。根据关于《如皋经济技术开发区财政和资产管理局<关于将南通禾盛水务建设有限公司提级管理的请示>》的批复文件, 公司无偿划出二级子公司南通禾盛水务建设有限公司 100% 股权, 当期末资本公积减少 0.23 亿元。公司资本公积主要由政府债券资金、股权划转以及土地使用权组成。截至 2023 年底, 公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较高, 权益稳定性仍较强。2024 年 3 月底, 公司所有者权益规模及结构无明显变化。

图表 9 • 公司所有者权益主要构成情况

科目	2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
实收资本	50.00	17.87	50.00	17.54	50.00	17.47
资本公积	181.78	64.95	181.56	63.70	181.56	63.44
未分配利润	45.35	16.20	50.47	17.71	51.66	18.05
所有者权益合计	279.88	100.00	285.02	100.00	286.20	100.00

资料来源: 联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

② 负债

跟踪期内, 公司偿付多笔短期、超短期融资券本息, 同时缩减融资租赁、信托等非标类融资规模, 受此影响公司债务规模及短期债务占比均有所下降。公司整体债务负担较重, 短期内仍存在较大集中偿付压力, 且债券融资占比较高。

截至 2023 年底, 公司负债总额较上年底下降 3.11%, 非流动负债占比上升较快。

³南通徽银城镇化基金合伙企业(有限合伙)(以下简称“南通徽银基金”)成立于 2015 年 12 月 23 日。根据《南通徽银城镇化基金合伙企业(有限合伙)合伙协议》(修订版), 南通徽银基金总认缴出资额为 148001.00 万元, 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; 光大保德信资产管理有限公司认缴出资 107991.00 万元, 作为优先级有限合伙人; 公司认缴出资 40000 万元, 作为劣后级有限合伙人。根据优先级有限合伙人份额退出安排, 公司具有不可撤销的无条件分期回购义务。

截至 2023 年底，除银行、直融和非标借款以外，公司经营性负债规模相对较小，主要体现为因商品贸易业务需要所开具的银行承兑汇票，受 2023 年末开展贸易业务的影响，公司应付票据有所下降。

图表 10 • 公司负债主要构成情况

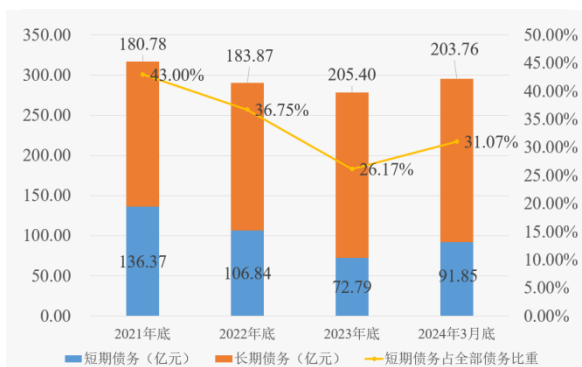
项目	2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	122.77	40.04	91.71	30.87	110.80	35.22
短期借款	11.31	3.69	16.87	5.68	19.64	6.24
应付票据	15.05	4.91	10.05	3.38	14.43	4.59
一年内到期的非流动负债	58.11	18.95	14.77	4.97	35.58	11.31
其他流动负债	22.59	7.37	31.29	10.53	22.37	7.11
非流动负债	183.87	59.96	205.40	69.13	203.76	64.78
长期借款	76.55	24.97	85.74	28.86	91.95	29.23
应付债券	91.11	29.71	115.05	38.72	107.90	34.30
长期应付款	16.20	5.28	4.62	1.55	3.90	1.24
负债总额	306.64	100.00	297.12	100.00	314.56	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

有息债务方面，本报告将其他流动负债、长期应付款中的有息债务分别纳入短期债务和长期债务核算。2023 年，公司偿还短期、超短期融资券规模较大，同时缩减融资租赁、信托等非标类融资规模，致使 2023 年底全部债务较上年底下降 4.30%，短期债务占比下降 10.58 个百分点。截至 2023 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率较上年底均有所下降，受债务结构变化影响，公司长期债务资本化比率较上年底上升 2.23 个百分点。

截至 2024 年 3 月底，公司全部债务规模及短期债务占比均有所回升；公司扩大融资规模以筹备 2024 年债券兑付资金，致使公司当期期末资产负债率和全部债务资本化比率均较上年底有所上升，公司整体债务负担较重；有息债务中债券占比为 53.34%，债券融资占比较高。同期末，公司未来一年内需偿还的债务本息为 91.85 亿元，面临集中偿债压力。

图表 11 • 公司债务结构



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

图表 12 • 公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

图表 13 • 截至 2024 年 3 月底公司有息债务及融资成本情况

项目	融资余额 (亿元)	平均利率水平
银行借款	115.06	4.56%
债券融资	157.69	3.77%
非标融资	8.42	6.76%

注：上列数据不含应付票据

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

(3) 盈利能力

2023 年，公司经营收支规模均有所下降；利润实现对政府补助依赖性仍较强；盈利指标表现尚可。

2023年，公司的营业总收入和营业成本分别同比下降21.86%和25.43%；营业利润率同比增长3.43个百分点。同年，公司收到较大规模财政补贴款项，亦对公司利润实现贡献度较高；总资本收益率和净资产收益率均有所提升。

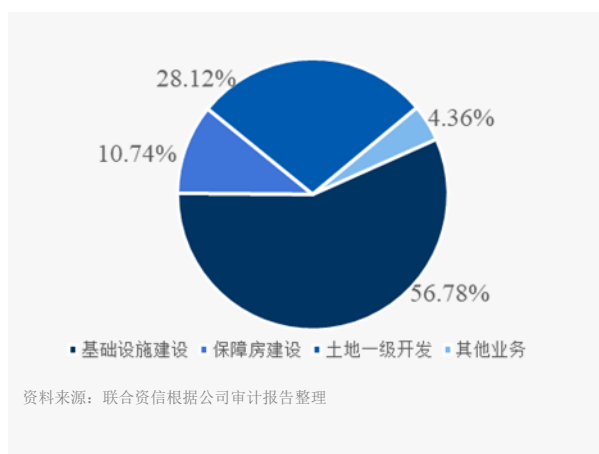
2024年1—3月，公司实现营业总收入7.32亿元，相当于2023年全年的34.57%。

图表 14 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022年	2023年	2024年1—3月
营业总收入	27.11	21.19	7.32
营业成本	23.64	17.63	6.15
期间费用	1.30	1.36	0.85
其他收益	4.10	4.12	0.91
利润总额	5.58	5.86	1.32
营业利润率（%）	10.88	14.31	15.98
总资本收益率（%）	1.19	1.22	--
净资产收益率（%）	1.83	1.88	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

图表 15 • 2023年公司营业总收入构成



（4）现金流

2023年，公司经营业务现金收支规模下降，收入实现质量亦有所下滑，经营活动现金仍保持较大规模净流入；公司投资活动现金规模较小；筹资活动现金保持净流出，未来随着项目建设及债务还本付息，公司对外筹资需求仍较大。

图表 16 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022年	2023年	2024年1—3月
经营活动现金流入小计	122.14	115.69	36.84
经营活动现金流出小计	99.49	96.60	35.22
经营活动现金流量净额	22.65	19.09	1.62
投资活动现金流入小计	0.02	0.00	4.00
投资活动现金流出小计	0.40	1.12	0.03
投资活动现金流量净额	-0.38	-1.12	3.97
筹资活动前现金流量净额	22.27	17.96	5.58
筹资活动现金流入小计	137.82	168.87	41.03
筹资活动现金流出小计	169.13	180.27	36.47
筹资活动现金流量净额	-31.31	-11.40	4.56
现金收入比（%）	91.57	83.26	41.83

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

从经营活动来看，2023年，受经营业务现金收支规模下降影响，公司经营活动现金流入及流出量分别同比下降5.28%和2.90%，经营活动现金仍保持较大规模净流入；收入实现质量有所下滑。

从投资活动来看，2023年，公司投资活动现金流入和流出规模均较小，投资活动现金净额继续为负。

公司筹资活动前现金流量净额继续为正。从筹资活动来看，2023年，公司筹资活动现金流入流出主要体现为取得银行借款和偿还债务本息支付的现金，公司筹资活动现金流入同比增长22.53%，主要系外部融资资金流入增加所致；筹资活动现金流出同比增长6.59%，主要系偿还债务支出增加所致。2023年，公司筹资活动现金仍保持净流出，资金缺口有所收窄。

2 偿债指标变化

公司整体偿债指标表现较弱。公司对外担保规模大，担保比率高，存在或有负债风险，间接融资渠道畅通。

图表 17 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
短期偿债指标	流动比率 (%)	466.54	619.44	533.24
	速动比率 (%)	271.20	362.66	320.57
	现金类资产/短期债务 (倍)	0.19	0.38	0.51
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	7.73	7.83	--
	全部债务/EBITDA (倍)	37.59	35.52	--
	EBITDA/利息支出 (倍)	0.74	0.77	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

从短期偿债指标看，截至 2023 年底，公司流动比率与速动比率分别较上年上升 152.90 个和 91.46 个百分点，流动资产对流动负债的保障程度仍很强；公司现金短期债务比有所提高，现金类资产对短期债务的保障程度仍较低。2024 年 3 月底，公司流动比率与速动比率有所下降但仍维持很高水平；现金类资产对短期债务保障能力有所提升，剔除受限货币资金 27.92 亿元后，公司当期末现金短期债务比为 0.20 倍。整体看，公司短期偿债指标表现较弱。

从长期偿债指标看，2023 年，公司 EBITDA 和 EBITDA 利息倍数均有所上升，公司全部债务/EBITDA 有所下降，EBITDA 对全部债务及利息支出的覆盖能力略有提升，但整体保障程度仍处于较低水平。整体看，公司长期偿债指标表现较弱。

截至 2024 年 3 月底，公司对外担保余额 213.18 亿元，担保比率为 74.49%，被担保单位均为当地国有企业（见附件 2）。公司担保比率高，存在或有负债风险。

未决诉讼方面，截至 2024 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

截至 2024 年 3 月底，公司获得的银行授信额度为 449.45 亿元，未使用额度为 259.67 亿元，公司间接融资渠道畅通。

3 公司本部主要变化情况

公司经营业务开展及利润实现主要来源于下属子公司，公司本部对下属子公司管控力度很强。公司本部整体债务负担较重，短期偿债压力较大。

截至 2023 年底，公司本部资产总额、负债总额和所有者权益分别占合并口径的 58.23%、62.15%和 54.15%，其构成与合并口径差异不大。同期末，公司本部资产负债率为 54.47%，全部债务资本化比率 53.21%；现金短期债务比为 0.19 倍。公司本部整体债务负担较重，短期偿债压力较大。2023 年，公司本部实现营业总收入 6.89 亿元，利润总额 2.61 亿元，分别占合并口径的 32.54%和 44.45%。

（五）ESG 方面

公司注重安全生产与环保投入，积极履行作为国有企业的社会责任，治理结构和内控制度较为完善。整体来看，公司 ESG 表现一般。

环境方面，公司工程建设等业务需要消耗能源，可能会面临碳排放、粉尘和灰渣、噪音等环境风险，截至本报告出具日，联合资信未发现公司存在安全责任事故、污染与废物排放等相关监管处罚。

社会责任方面，公司投资、建设或运营的项目主要供给公共产品或服务，同时，公司积极响应政府政策，参与地方帮扶工作，体现了国企社会责任和担当。

治理方面，公司战略规划较为清晰，对下属子公司均具有很强的管控能力，且建立了较为完善的法人治理结构。跟踪期内，联合资信未发现公司高管存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

七、外部支持

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，跟踪期内，公司在财政补贴等方面获得外部支持。

公司控股股东及实际控制人系如皋经开区管委会。如皋经开区是国家级经济技术开发区，2023 年，如皋市地区生产总值和一般公共预算收入均实现增长。截至 2023 年底，如皋市地方政府债务余额为 294.29 亿元。

公司作为如皋经开区最重要的基础设施建设和土地开发整理主体，主要负责如皋经开区范围内的基础设施建设、保障房建设和土地开发整理等工作，业务的区域专营优势明显。自公司成立以来，如皋经开区财政局先后向公司注入财政资金 27.32 亿元，计入“资本公积”。

2023 年及 2024 年一季度，公司累计收到财政补贴资金 5.03 亿元，计入“其他收益”。

整体看，公司的国资背景、区域地位及业务的专营性特征有利于其获得政府支持。

八、债券偿还能力分析

1 普通优先债券

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续普通优先债券“21 如皋经贸 MTN001”余额 6.00 亿元。

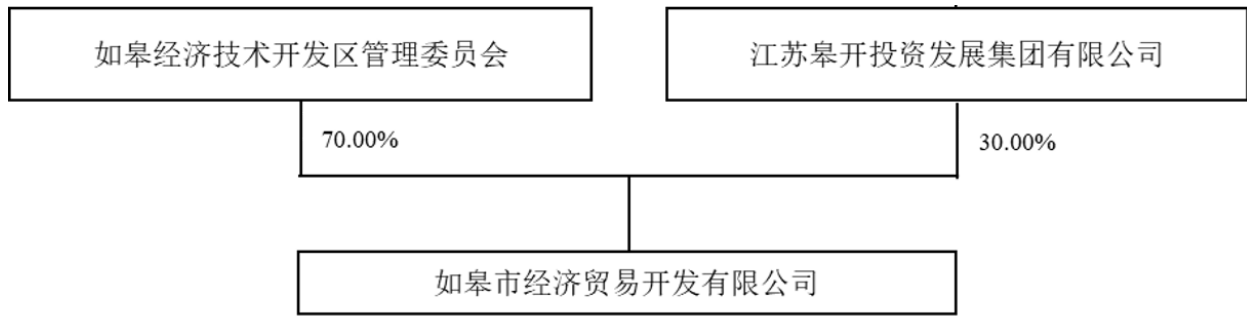
2 担保债券

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续期担保债券“22 如开债/22 如皋经开债”金额 7.30 亿元。江苏省再担保为“22 如开债/22 如皋经开债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，同时该债券设置本金提前偿还条款，在债券存续期的第 3~7 个计息年度末每年偿还 20%的本金，后五年的债券利息随本金一起支付。经联合资信评定，江苏省再担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。江苏省再担保的担保实力非常强，其担保显著提升了“22 如开债/22 如皋经开债”本息偿还的安全性。

九、跟踪评级结论

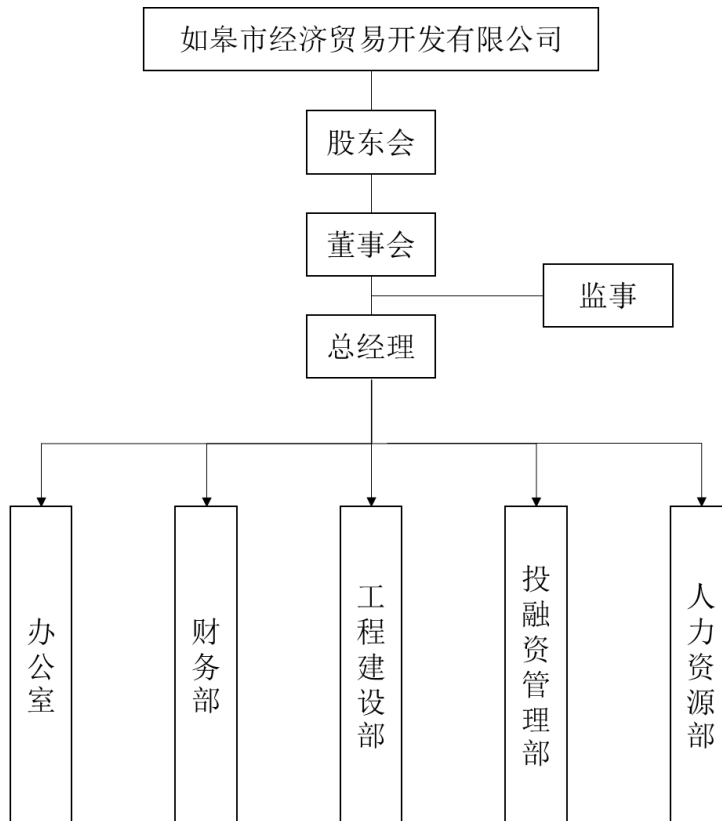
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，“21 如皋经贸 MTN001”的信用等级为 AA⁺，“22 如开债/22 如皋经开债”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司一级子公司情况（截至 2024 年 3 月底）

子公司名称	业务性质	持股比例（%）		取得方式
		直接	间接	
如皋经开建设开发有限公司	土地开发、基础设施建设	100.00	--	非同一控制企业合并
如皋市新区基础设施投资有限公司	基础设施建设	100.00	--	设立
南通臻禾房地产开发有限公司	房地产开发	100.00	--	设立
南通禾泽城市建设有限公司	城市建设	100.00	--	设立
如皋皋鼎不动产经营管理有限公司	不动产经营管理	100.00	--	无偿划拨

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 2 公司对外担保情况（截至 2024 年 3 月底）

被担保单位	担保余额（万元）
江苏皋开投资发展集团有限公司	294100.00
南通正兴综合开发有限公司	283950.00
南通皋腾建设开发有限公司	271850.00
如皋经济技术开发区投资发展有限公司	268235.00
南通和弘建设发展有限公司	172100.00
如皋市交通产业集团有限公司	147500.00
江苏皋开建设工程有限公司	123099.00
苏皋(南通)产业园投资开发有限公司	110236.92
南通瑞邦金属制品有限公司	57550.00
如皋宏皓金属表面水处理有限公司	56550.00
如皋市皋泰企业运营管理有限公司	53450.00
富皋万泰集团有限公司	52400.00
南通汇业供应链科技有限公司	45100.00
如皋市柏承建设发展有限公司	30000.00
如皋惠民新农村建设投资有限公司	29925.00
如皋宝林工业园区开发有限公司	28950.00
如皋市氢能小镇投资开发有限公司	28242.00
南通泽禾贸易有限公司	21650.00
皋远建设发展（江苏）有限公司	20000.00
南通皋开水务发展有限公司	15308.77
如皋市广一基础设施建设有限公司	9500.00
如皋嘉弘商贸有限公司	7000.00
南通嘉禾科技投资开发有限公司	4100.00
如皋汇联科技发展有限公司	1000.00
合计	2131796.69

资料来源：公司提供

附件 3-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	33.15	20.12	27.71	46.56
应收账款（亿元）	52.28	55.89	59.50	63.62
其他应收款（亿元）	245.04	247.29	239.42	240.01
存货（亿元）	246.14	239.83	235.51	235.64
长期股权投资（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产（亿元）	3.45	3.49	3.73	3.69
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	599.95	586.52	582.14	600.76
实收资本（亿元）	50.00	50.00	50.00	50.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	265.91	279.88	285.02	286.20
短期债务（亿元）	136.37	106.84	72.79	91.85
长期债务（亿元）	180.78	183.87	205.40	203.76
全部债务（亿元）	317.14	290.71	278.20	295.60
营业总收入（亿元）	25.87	27.11	21.19	7.32
营业成本（亿元）	22.25	23.64	17.63	6.15
其他收益（亿元）	3.79	4.10	4.12	0.91
利润总额（亿元）	5.47	5.58	5.86	1.32
EBITDA（亿元）	7.48	7.73	7.83	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	18.46	24.83	17.64	3.06
经营活动现金流入小计（亿元）	118.33	122.14	115.69	36.84
经营活动现金流量净额（亿元）	3.79	22.65	19.09	1.62
投资活动现金流量净额（亿元）	9.99	-0.38	-1.12	3.97
筹资活动现金流量净额（亿元）	-18.12	-31.31	-11.40	4.56
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.53	0.50	0.37	--
存货周转次数（次）	0.09	0.10	0.07	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.05	0.04	--
现金收入比（%）	71.36	91.57	83.26	41.83
营业利润率（%）	11.94	10.88	14.31	15.98
总资本收益率（%）	1.10	1.19	1.22	--
净资产收益率（%）	1.81	1.83	1.88	--
长期债务资本化比率（%）	40.47	39.65	41.88	41.59
全部债务资本化比率（%）	54.39	50.95	49.39	50.81
资产负债率（%）	55.68	52.28	51.04	52.36
流动比率（%）	382.53	466.54	619.44	533.24
速动比率（%）	221.93	271.20	362.66	320.57
经营现金流动负债比（%）	2.47	18.45	20.81	--
现金短期债务比（倍）	0.24	0.19	0.38	0.51
EBITDA 利息倍数（倍）	0.41	0.74	0.77	--
全部债务/EBITDA（倍）	42.41	37.59	35.52	--

注：1.2021—2023 年财务数据取自当年审计报告期末数，2024 年一季度财务数据未经审计；2.本报告将公司合并口径其他流动负债带息部分纳入短期债务核算、长期应付款带息部分纳入长期债务核算；3.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，单位均指人民币；“--”代表数据不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	11.38	1.17	8.29	15.33
应收账款（亿元）	10.05	11.76	13.27	15.68
其他应收款（亿元）	207.71	197.09	196.55	197.58
存货（亿元）	63.94	65.09	66.29	66.27
长期股权投资（亿元）	43.78	43.78	43.78	43.78
固定资产（亿元）	0.29	0.26	0.57	0.56
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	349.91	331.81	338.99	344.34
实收资本（亿元）	50.00	50.00	50.00	50.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	149.71	151.99	154.34	154.92
短期债务（亿元）	94.81	59.96	44.43	57.19
长期债务（亿元）	83.68	98.36	131.06	123.59
全部债务（亿元）	178.48	158.32	175.49	180.79
营业总收入（亿元）	6.46	6.80	6.89	3.91
营业成本（亿元）	5.38	5.66	5.73	3.25
其他收益（亿元）	1.60	1.60	1.60	0.30
利润总额（亿元）	2.35	2.50	2.61	0.67
EBITDA（亿元）	2.59	2.72	2.85	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	4.03	5.21	5.49	1.48
经营活动现金流入小计（亿元）	57.35	58.96	52.45	32.04
经营活动现金流量净额（亿元）	3.02	14.47	1.63	0.79
投资活动现金流量净额（亿元）	10.00	0.02	-0.33	4.00
筹资活动现金流量净额（亿元）	-20.49	-18.69	5.31	2.24
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.75	0.62	0.55	--
存货周转次数（次）	0.09	0.09	0.09	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.02	0.02	--
现金收入比（%）	62.44	76.61	79.70	37.93
营业利润率（%）	14.69	16.20	16.14	16.88
总资本收益率（%）	0.72	0.80	0.78	--
净资产收益率（%）	1.44	1.50	1.53	--
长期债务资本化比率（%）	35.85	39.29	45.92	44.38
全部债务资本化比率（%）	54.38	51.02	53.21	53.85
资产负债率（%）	57.21	54.19	54.47	55.01
流动比率（%）	258.54	347.68	541.47	455.04
速动比率（%）	203.67	267.78	417.77	354.37
经营现金流动负债比（%）	2.59	17.76	3.04	--
现金短期债务比（倍）	0.12	0.02	0.19	0.27
EBITDA 利息倍数（倍）	0.26	0.38	0.54	--
全部债务/EBITDA（倍）	68.94	58.11	61.63	--

注：1.2021—2023 年财务数据取自当年审计报告期末数，2024 年一季度财务数据未经审计；2.本报告将公司本部口径其他流动负债带息部分纳入短期债务核算、长期应付款带息部分纳入长期债务核算

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持