

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2020】493号

如皋市经济贸易开发总公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司“19 如皋经开 MTN001”、“19 如皋经开 MTN002”、“19 如皋经开 MTN003”和“20 如皋经开 CP001”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，同时维持“19 如皋经开 MTN001”、“19 如皋经开 MTN002”和“19 如皋经开 MTN003”信用等级均为 AA+，维持“20 如皋经开 CP001”信用等级为 A-1。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二〇年七月三十一日



信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与如皋市经济贸易开发总公司（以下简称“该公司”）构成委托评级关系外，东方金诚、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。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2020年7月21日



如皋市经济贸易开发总公司 主体及相关债项2020年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA+/稳定	2020/7/21	AA+/稳定	董浩宇	李佳怡

债项信用

债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
19 如皋经开 MTN001	AA+	AA+
19 如皋经开 MTN002	AA+	AA+
19 如皋经开 MTN003	AA+	AA+
20 如皋经开 CP001	A-1	A-1

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。

主体概况

如皋市经济贸易开发总公司作为如皋经济技术开发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。如皋经济技术开发区管理委员会为公司唯一股东和实际控制人。

评级模型

1.基础评分模型									
一级	二级指标	权重	得分	一级	二级指标	权重	得分		
地区综合实力	区域层级	20.00%	11.20	企业经营与财务实力	资产规模	36.00%	28.80		
	GDP 总量	32.00%	23.04		净资产规模	36.00%	28.80		
	GDP 增速	4.00%	2.40		资产负债率	9.00%	7.20		
	人均 GDP	4.00%	4.00		全部债务资本化比率	9.00%	5.40		
	一般公共预算收入	32.00%	23.04		补助收入 / 利润总额	5.00%	3.00		
	一般公共预算收入增速	4.00%	0.24		(实收资本+资本公积) / 资产总额	5.00%	2.00		
	上级补助收入	4.00%	2.64						
2.二维矩阵映射									
维度	地区综合实力								
	1 档	2 档	3 档	4 档	5 档	6 档	7 档	8 档	9 档
企业经营与财务实力	1 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA-
	2 档	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	AA	AA-
	3 档	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA-
	4 档	AAA	AA+	AA+	AA+	AA	AA-	AA-	A+
	5 档	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+
	6 档	AA+	AA	AA	AA	AA	AA-	AA-	A+
	7 档	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA-	A+
	8 档	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+
	9 档	AA-	AA-	AA-	A+	A+	A+	A+	A+
基础模型参考等级					AA				
3.评级调整因素								基础模型参考等级	
								AA	
评级调整因素									
区域专营地位及外部支持								+1	
4.主体信用等级								AA+	

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

评级观点

东方金诚认为，如皋市经济实力很强，如皋经开区发展前景良好；公司主营业务区域专营性进一步增强，得到股东及相关部门的大力支持。同时，东方金诚关注到，公司面临较大的资本支出压力；资产流动性较差；有息债务持续增长，短期债务占比较高。综合考虑，东方金诚维持公司的主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，维持“19 如皋经开 MTN001”、“19 如皋经开 MTN002”和“19 如皋经开 MTN003”信用等级均为 AA+，维持“20 如皋经开 CP001”信用等级为 A-1。

同业对比

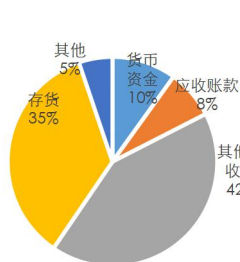
项目	如皋市经济贸易开发总公司	江苏省吴中经济技术开发区总公司	青岛胶州湾发展集团有限公司	常熟市滨江城市建设经营投资有限责任公司
地区	南通如皋市	苏州吴中区	青岛胶州市	苏州常熟市
GDP (亿元)	1215.18	1176.00	1147.59	2470.00
GDP 增速 (%)	6.1	6.0	7.9	5.3
人均 GDP (元)	98125	-	126946	-
一般公共预算收入 (亿元)	70.01	175.6	101.40	203.00
一般公共预算支出 (亿元)	121.96	-	117.0	-
资产总额 (亿元)	560.10	584.99	329.95	221.42
所有者权益 (亿元)	243.66	206.99	134.57	103.49
营业收入 (亿元)	24.36	31.30	8.46	10.81
利润总额 (亿元)	6.40	2.63	1.55	0.72
资产负债率 (%)	56.50	64.62	59.22	53.26
全部债务资本化比率 (%)	56.02	61.64	54.78	40.51

注：同业对比选取了信用债市场上存续主体信用级别为 AA+ 的同行业企业，表中数据年份均为 2019 年。

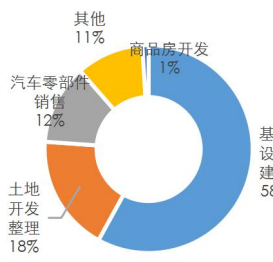
数据来源：东方金诚整理

主要指标及依据

2019 年末公司资产构成



2019 年公司营业收入构成



公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产规模	399.51	399.28	560.10	572.73
所有者权益	181.12	184.21	243.66	243.92
营业收入	13.35	16.95	24.36	5.30
利润总额	3.12	2.85	6.40	0.36
全部债务	181.79	192.58	297.69	313.07
资产负债率	54.67	53.87	56.50	57.41
全部债务资本化比率	50.79	51.79	56.02	57.23

公司全部债务情况 (单位: 亿元)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2017 年	2018 年	2019 年
地区	如皋市		
GDP 总量	1025.80	1120.48	1215.18
GDP 增速	8.2	7.3	6.1
人均 GDP	82149	90031	98125
一般公共预算收入	71.31	70.01	70.01
一般公共预算收入增速	0.10	-1.80	0.01
上级补助收入	44.46	43.71	42.49

优势

- 跟踪期内, 如皋市地区经济保持较快增长, 经济实力很强;
- 在节能与新能源汽车产业为主导的新兴产业及作为氢能产业链发展载体的如皋氢能小镇快速发展的带动下, 如皋经开区发展前景良好;
- 公司从事的如皋经开区范围内基础设施建设和土地开发整理等业务仍具有较强的区域专营性, 随着从事基础设施建设的子公司划入, 公司主营业务区域专营性进一步增强;
- 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, 公司在股权划拨和财政补贴等方面得到了股东及相关各方的大力支持, 综合财务实力进一步增强。

关注

- 跟踪期内, 公司在建及拟建项目支出规模较大, 面临较大的资本支出压力;
- 公司流动资产中变现能力较弱的其他应收款和存货占比很大, 资产流动性较差;
- 公司有息债务及债务率持续增长, 短期债务占比较高。

评级展望

预计南通市、如皋市及如皋经开区地区经济将保持增长, 公司基础设施建设、土地开发整理等业务维持较强的区域专营性, 能够得到股东及相关各方的持续有力支持, 评级展望为稳定。

评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA+/稳定	AA+	2019/9/3	马丽雅 卢筱	《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》	阅读原文

AA+/稳定	AA+	2019/7/29	马丽雅 卢筱	《城市基础设施建设公司信用评级方法(2015)》	阅读原文
AA/稳定	AA	2018/11/6	马丽雅 张业灏 卢宝泽	《城市基础设施建设公司信用评级方法(2015)》	阅读原文

注：以上为不完全列示。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额（亿元）	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
19 如皋经开 MTN001	2019/7/29	5.00	2019/01/03-2022/01/03	-	-
19 如皋经开 MTN002	2019/7/29	5.00	2019/03/29-2022/03/29	-	-
19 如皋经开 MTN003	2019/9/3	5.00	2019/09/19-2022/09/19	-	-
20 如皋经开 CP001	2019/9/3	5.00	2020/06/24-2021/06/24	-	-

跟踪评级说明

根据相关监管要求及“19 如皋经开 MTN001”、“19 如皋经开 MTN002”、“19 如皋经开 MTN003”和“20 如皋经开 CP001”的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）基于如皋市经济贸易开发总公司（以下简称“如皋经开”或“公司”）提供的相关经营与财务数据以及公开资料，进行本次定期跟踪评级。

主体概况

如皋经开是经如皋市人民政府（以下简称“如皋市政府”）批准¹，由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”）于 1993 年 2 月发起组建的全民所有制公司，初始注册资本为人民币 200.00 万元。历经数次增资，截至 2020 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 30.00 亿元；如皋经开区管委会为公司的唯一股东和实际控制人，跟踪期内未发生变化。

作为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和土地开发整理主体，公司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。截至 2019 年末，公司共拥有 15 家子公司，其中二级子公司 9 家，较 2018 年末增加 2 家二级子公司，系如皋市氢能小镇投资开发有限公司（以下简称“氢能小镇开发”）和如皋市智动新能源汽车职业技术培训学校有限公司（以下简称“智动新能源培训”）。其中，氢能小镇开发系如皋经济技术开发区投资发展有限公司（以下简称“如皋经开投”）于 2019 年 1 月有偿转让至公司，如皋市智动新能源汽车职业技术培训学校有限公司系公司于 2019 年 6 月投资设立取得；新增三级子公司南通嘉禾水务投资有限公司（以下简称“嘉禾水务”），系如皋经开区管委会于 2019 年 3 月将嘉禾水务无偿划拨至公司子公司南通禾泽城市建设有限公司（以下简称“禾泽城建”）。嘉禾水务主要负责如皋经开区水利方面基础设施建设业务，公司基础设施建设业务的规模及区域专营性进一步增强。

¹ 根据皋政发[1992]223 号《关于建立如皋市经济贸易开发总公司的批复》

图表 1 截至 2019 年末公司纳入合并报表范围的子公司情况（单位：万元、%）

子公司全称	简称	注册资本	持股比例		级次	并表年份
			直接	间接		
如皋市开源热电投资有限公司	开源热电	18000.00	100.00	-	二级	2009 年
如皋市宏润金属表面处理有限公司	宏润金属	1000.00	100.00	-	二级	2011 年
如皋市北开人力资源发展有限公司	北开人力	50.00	100.00	-	二级	2012 年
南通臻禾房地产开发有限公司	臻禾房产	12000.00	65.83	34.17	二级	2012 年
如皋市新柴农村基础设施开发有限公司	新柴农村	205000.00	56.10	-	二级	2013 年
如皋市新区基础设施投资有限公司	新区基投	6000.00	100.00	-	二级	2014 年
南通禾泽城市建设有限公司	禾泽城建	50000.00	100.00	-	二级	2017 年
如皋宝林工业园区开发有限公司	宝林工业	5000.00	-	100.00	三级	2013 年
南通国开生态农业科技有限公司	国开生态	20000.00	-	100.00	三级	2015 年
如皋市嘉弘商贸有限公司	嘉弘商贸	3000.00	-	100.00	三级	2015 年
如皋禾盛新农村建设有限公司	禾盛农村	50000.00	-	100.00	三级	2016 年
如皋市富禾贸易有限公司	富禾贸易	20000.00	-	100.00	三级	2017 年
南通嘉禾水务投资有限公司	嘉禾水务	26200.00	-	100.00	三级	2019 年
如皋市氢能小镇投资开发有限公司	氢能小镇开发	100000.00	100.00	-	二级	2019 年
如皋市智动新能源汽车职业培训学校有限公司	智动新能源培训	300.00	100.00	-	二级	2019 年

资料来源：审计报告，东方金诚整理

中期票据及短期融资券本息兑付及募集资金使用情况

如皋经开开发的“19 如皋经开 MTN001”为 5.00 亿元 3+N 年期付息式固定利率永续中期票据，起息日为 2019 年 1 月 3 日；还本付息方式为每年付息一次，到期一次还本，在公司依据发行条款的约定赎回之前长期存续，在“19 如皋经开 MTN001”第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回。根据公司于 2019 年 5 月 20 日发布的《如皋市经济贸易开发总公司关于变更 2019 年度第一期中期票据募集资金用途的公告》披露，由于原拟偿还的“17 如皋经开 CP001”已使用自有资金归还，根据目前公司资金使用情况的需求，经相关机构批准同意，公司申请变更募集资金用途，具体变更情况详见下图表。截至本报告出具日，“19 如皋经开 MTN001”募集资金已全部使用完毕；到期利息已按时支付，尚未到本金兑付日。

图表 2 “19 如皋经开 MTN001”变更后募集资金使用明细情况（单位：亿元、%）

融资主体	融资银行/项目	借款余额	起息日	到期日	“19 如皋经开 MTN001”使用金额
公司本部	18 如皋经开 SCP002	2.00	2018/9/26	2019/6/23	2.00
公司本部	南京银行	1.50	2018/12/27	2019/6/21	1.50
公司本部	南京银行	1.39	2018/12/27	2019/6/21	1.39
公司本部	南京银行	0.35	2018/12/28	2019/6/28	0.11
合计	-	5.24	-	-	5.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

“19 如皋经开 MTN002”为 5.00 亿元 3 年期付息式固定利率中期票据，起息日为 2019 年 3 月 29 日，到期日为 2022 年 3 月 29 日；还本付息方式为每年付息一次，到期一次还本。截

至本报告出具日，“19 如皋经开 MTN002”募集资金已全部使用；到期利息已按时支付，尚未到本金兑付日。

“19 如皋经开 MTN003”为 5.00 亿元 3 年期付息式固定利率中期票据，起息日为 2019 年 9 月 19 日，到期日为 2022 年 9 月 19 日；还本付息方式为每年付息一次，到期一次还本。截至本报告出具日，“19 如皋经开 MTN003”尚未到本息兑付日，截至 2020 年 4 月末，募集资金已使用 2.78 亿元。

“20 如皋经开 CP001”为 5.00 亿元 1 年期的短期融资券，起息日为 2020 年 6 月 24 日，到期日为 2021 年 6 月 24 日；还本付息方式为每年付息一次，到期一次还本。截至本报告出具日，“20 如皋经开 CP001”尚未到本息兑付日，截至 2020 年 6 月末，募集资金尚未使用。

宏观经济和政策环境

一季度 GDP 同比首次出现负增长，海外疫情蔓延会制约二季度经济反弹

一季度必要的疫情防控措施对消费、投资及对外贸易活动造成严重冲击。3 月以来国内疫情进入稳定控制阶段，复工复产加速，但在海外疫情急剧升温、国际金融市场剧烈动荡背景下，国内经济回升势头受到较大影响，一季度 GDP 同比出现有历史记录以来的首次负增长，降至 -6.8%。二季度国内消费回补、投资加速态势会进一步明显，但欧美疫情仍处高发期，5 月之后我国出口会出现更大幅度下滑，我们估计当季 GDP 同比增速仅将回升至 3.0% 左右。若全球疫情在上半年早些时候得到基本控制，下半年国内宏观经济有望出现接近两位数的反弹，全年 GDP 增速将在 3.5% 左右。

财政政策担纲、宽信用发力，一揽子宏观政策力度明显加大

为应对疫情冲击，5 月两会推出一揽子宏观政策，主要包括上调财政赤字率目标、扩大新增地方政府专项债规模及发行特别国债，以及继续实施降息降准和再贷款等，合计财政支持力度达到名义 GDP 的 8.6%，已接近 2008~2009 年全球金融危机时期水平。下一步大幅减税降费、扩大基建支出、大规模发放招工及稳岗补贴，以及适度放松汽车及商品房限购等措施有望陆续落地。未来货币政策实施力度也会加大，降息降准将持续推进，M2 和社融增速将显著高于上年水平（分别为 8.7% 和 10.7%），我们估计年末两项指标有可能分别达到 14.0% 和 15.0% 左右。同时，在“房住不炒”原则下，央行将继续坚守不搞大水漫灌底线。

行业及区域经济环境

行业分析

在“稳增长、防风险”主基调下，城投行业政策及再融资环境仍将保持相对宽松

2020 年，在稳增长刚性显著增强背景下，宏观政策逆周期调节力度会明显加大，货币政策边际宽松方向不变，财政政策重点向提振基建投资方向倾斜。预计在“稳增长、防风险”主基调下，城投行业政策及再融资环境仍将保持相对宽松。

近年来，城投公司有息债务增速放缓，但规模仍然较大，且部分地区再融资环境有所恶化，预计 2020 年非标违约仍然频发，私募及公募债偶发违约的可能性继续增大，城投“信仰”迎来

更大挑战。

城投公司的业务转型不断推进，市场化程度持续提高

2020 年，对地方政府隐性债务的监管将继续保持高压态势，通过地方债扩容带动地方政府融资“由暗转明”，将是控制债务增量的主要方式；而在化解存量债务方面，预计城投公司将在“以时间换空间”、平滑债务周期基础上，继续探索化债新模式。

在执行国家法律及符合政策需要的同时，城投公司还存在委托代建种类单一、公益性项目多、应收款项规模大、资产流动性弱等诸多问题，自身现状已不满足发展需要，预计 2020 年业务转型的必要性将继续上升。城投公司将继续加快业务转型速度，经营性资产和收入随之不断增加，城投公司逐步由地方政府投融资平台转型为市场化的城市综合运营商或其他国有投资开发主体。

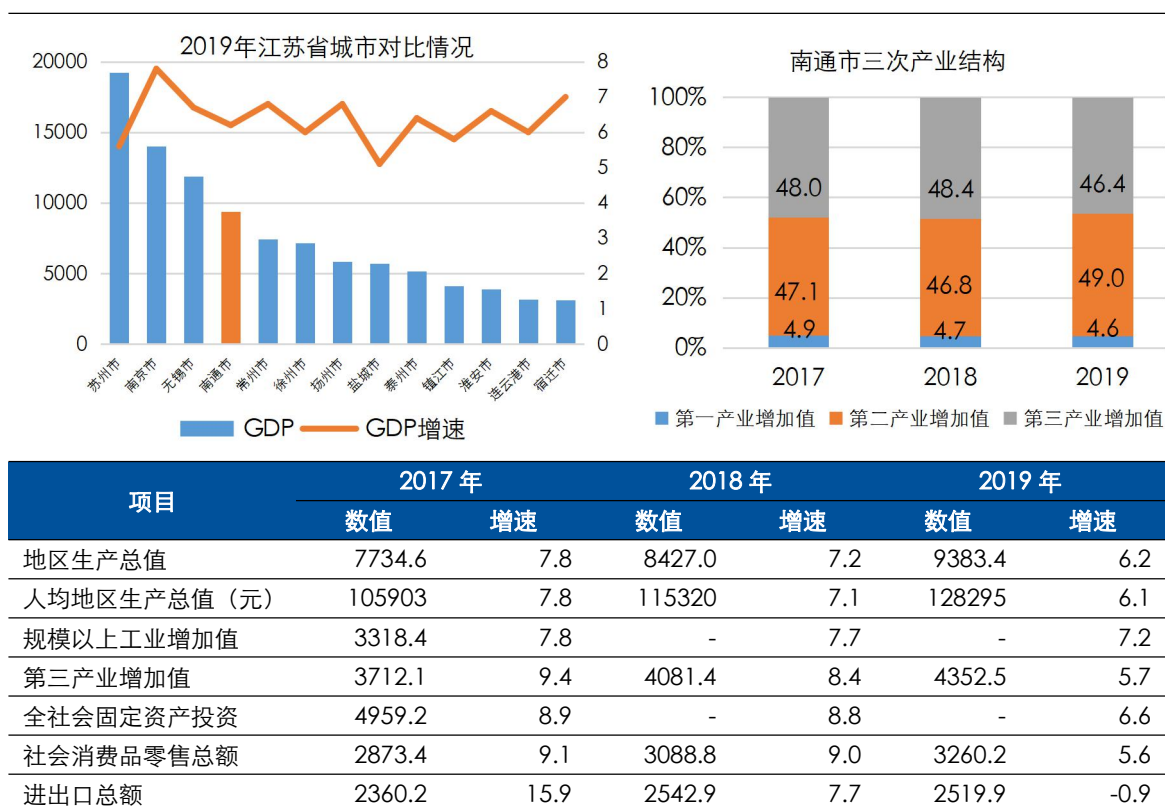
地区经济

1.南通市

跟踪期内，依托良好的区位优势和政策机遇，南通市经济保持较快发展，经济实力很强

近年来，南通市经济发展速度较快，经济实力很强。2019 年，南通市地区生产总值保持发展，达到 9383.4 亿元，同比增长 6.2%。2019 年，南通市地区生产总值在江苏省下辖的 13 个地级市中排名第 4 位；南通市人均地区生产总值为 128295 元，同比增长 6.1%。

图表3 2017年~2019年南通市主要经济指标及对比情况（单位：亿元、%）



2019年，南通市“两新”产业保持增长，工业经济发展较快；以服务业为主的第三产业展良好，对地区经济的贡献程度较高

南通市工业经济较为发达，2019年，南通市规模以上工业增加值持续较快上升，第二产业增加值4602.1亿元，增长6.9%。近年来巩固提升传统主导产业的同时，“两新”产业保持增长，高新技术产业产值增长4.1%，占全部规模工业的比重为40.3%；新兴产业产值增长1.6%，占全部规模工业的比重为30.8%。先进制造业不断集群，工业应税销售增长13.4%，居全省第二。南通市第三产业增加值保持增长，以服务业为主。2019年，社会消费品零售总额3260.2亿元，增长5.6%，实现旅游总收入782.7亿元，比上年增长10.4%，货物运输量24584.0万吨，比上年增长5.7%。

投资方面，南通市固定资产投资增长6.6%，分产业看，工业投资增长5.9%，服务业投资增长7.6%；房地产开发投资914.4亿元，增长20.4%；高新技术产业投资增长22.9%，占全部固定资产投资的比重为21.9%。在错综复杂的国际贸易形势下，全年进出口总值2519.9亿元，下降0.9%，增幅同比减少8.6个百分点。

2020年1~3月，南通全市生产总值2030.8亿元，按可比价格计算，同比下降1.4%。

2.如皋市

2019年，如皋市经济保持较快增长，经济实力很强

2019年，如皋市地区经济保持较快增长，同比增长6.1%，经济实力很强；其中，第二产

业和第三产业占比仍然较大，是如皋市经济发展的主要推动力。按常住人口计算，2019年如皋市人均地区生产总值同比增长6.6%。

图表4 如皋市主要经济指标及对比情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	1025.80	8.2	1120.48	7.3	1215.18	6.1
人均 GDP（元）	82149	8.4	90031	7.7	98125	6.6
工业增加值	413.89	8.0	447.12	8.7	498.60	6.9
第三产业增加值	467.45	9.1	516.73	6.2	545.33	5.6
全社会固定资产投资	600.27	10.1	400.82	8.5	432.80	8.0
社会消费品零售总额	376.26	10.0	404.27	9.2	425.29	5.2
进出口总额	212.54	27.5	244.72	15.1	246.14	0.6
三次产业结构比	6.4: 48.0: 45.6		6.2: 47.7: 46.1		5.9: 49.2: 44.9	

数据来源：公开资料，东方金诚整理

依托沿江、沿海的岸线资源和长三角的区位优势，如皋市“双新”产业持续发展。2019年，如皋市工业增加值保持增长。2019年，如皋市规模以上工业企业完成总产值1190.27亿元，同比增长9.4%；高新技术产业产值444.42亿元，同比增长4.0%，占全市规模以上工业总产值的比重为37.3%；新兴产业产值347.03亿元，同比下降0.5%，占全市规模以上工业总产值比重为29.2%。

同时，如皋市建筑业较为发达，2019年实现总产值1242.91亿元，同比增长8.4%；实现建筑业增加值99.02亿元，同比增长5.8%。2019年末，如皋市拥有特级资质建筑企业4家，一、二、三级资质建筑企业分别达到34家、147家和174家。

2019年，如皋市加快构筑服务业发展新格局，以批发零售业为代表的第三产业保持较快增长，如皋市第三产业增加值同比增长5.6%；2019年，如皋市全社会消费品零售总额保持增长。

3.如皋经济技术开发区

跟踪期内，如皋经开区在节能与新能源汽车产业为主导的新兴产业发展良好，作为氢能产业链发展载体的如皋氢能小镇快速发展，未来发展前景良好

2019年以来，如皋经开区大力推动以纺织服装、电子电气及装备和特色食品为代表的传统产业的提升改造，同时对节能与新能源汽车、长寿生物科技和新能源等三大新兴产业进行招商引资，经济发展速度较快。

如皋经开区打造建设的新能源汽车产业园区，为全国重要的节能与新能源汽车生产基地。在氢能汽车发展的同时，如皋经开区发展相关产业--氢燃料电池，初步形成一条集制储运氢、加氢、氢燃料电池研发生产、氢燃料电池汽车开发制造、氢能产品示范应用“五位一体”的氢能产业链。氢能是国家积极布局及扶持发展的重要产业之一，氢能小镇作为氢能产业发展的

载体，得到了国家有利的政策¹支持。以氢能为代表的新能源产业方面，如皋市重点打造的如皋氢能小镇于2018年7月获批江苏省第二批特色小镇，为中国产业集聚度最高的氢能特色小镇。目前，如皋经开区内拥有百应能源、碧空氢能、泽禾新能源等多家氢能企业。以节能与新能源汽车产业为主导的新兴产业发展潜力较大，未来将成为如皋经开区发展的重要推动力。

财政状况

如皋市

2019年，在良好的土地市场行情带动下，如皋市财政收入保持增长，财政实力很强；如皋市财政自给率有所下降，财政自给程度一般

2019年，如皋市财政收入²保持增长，同比增长19.05%。受减税降费政策的影响，如皋市一般公共预算收入保持稳定，2019年同比增长0.01%，其中税收收入占比为83.57%，较上年下降0.99个百分点。

图表5 如皋市财政收入、支出情况（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年
一般公共预算收入	71.31	70.01	70.01
其中：税收收入	57.56	59.20	58.50
非税收入	13.75	10.80	11.51
上级补助收入	44.46	43.71	42.49
政府性基金收入	31.22	51.59	84.30
财政收入	146.99	165.31	196.80
一般公共预算支出	109.41	107.77	121.96
政府性基金支出	38.65	60.17	64.82

资料来源：公开资料，东方金诚整理

在良好的土地市场行情带动下，2019年如皋市政府性基金收入大幅增长，同比增长63.40%，增幅明显。但如皋市政府性基金收入主要以国有土地出让收入为主，易受房地产市场波动和政府土地出让安排等因素影响，未来亦存在一定的不确定性。

2019年，如皋市一般公共预算支出和政府性基金支出保持增长。同年，如皋市财政自给率³为57.41%，财政自给程度一般。

截至2019年末，如皋市地方政府债务余额预计执行数为218.32亿元，其中一般债务余额为124.65亿元，专项债务余额为93.67亿元。

业务运营

经营概况

公司营业收入主要来自于基础设施建设、土地开发整理和汽车零部件销售等业务，跟踪期

¹2015年，国家推出《中国制造2025》，明确提出将新能源汽车作为重点发展领域，未来将支持电动汽车、燃料电池企业的发展。2016年，根据国家发改委和国家能源局系统的内部发文，提出15项重点创新任务，其中包括氢能与燃料电池技术的创新。2018年，国家推出《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，燃料电池补贴政策基本不变，力度不减。

² 财政收入=一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入。

³ 财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

内，受基础设施建设子公司划入，营业收入大幅增长，毛利率水平有所提高

公司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。2019年，随着从事基础设施建设的子公司嘉禾水务划入，公司营业收入规模大幅增加同比增长43.76%。汽车零部件销售业务受新能源汽车补贴政策的不确定影响，收入大幅减少。商品房开发业务为子公司臻禾房产开发销售的商品房新悦广场，由于商品房结转规模减少，该业务收入有所减少。2019年，公司新增电解铜业务（计入其他业务收入），由子公司富禾贸易负责，采用以销定采的业务模式。

图表6 公司营业收入、毛利润及毛利率构成（单位：亿元、%）

类别	2017年		2018年		2019年	
	数值	占比	数值	占比	数值	占比
营业收入合计	13.35	100.00	16.95	100.00	24.36	100.00
基础设施建设	6.36	47.65	5.50	32.46	14.13	58.00
汽车零部件销售	2.92	21.83	6.01	35.44	3.03	12.44
土地开发整理	2.69	20.17	3.66	21.62	4.42	18.12
商品房开发	1.24	9.28	0.61	3.62	0.24	0.97
其他业务	0.14	1.07	1.16	6.86	2.55	10.47
类别	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
总计	1.50	11.22	1.50	8.86	2.81	11.55
基础设施建设	1.11	17.48	0.81	14.72	2.09	14.81
汽车零部件销售	0.02	0.68	0.04	0.67	0.02	0.51
土地开发整理	0.90	33.56	0.61	16.67	0.74	16.67
商品房开发	-0.42	-34.12	-0.10	-16.63	-0.11	-45.83
其他业务	-0.12	-80.64	0.14	12.35	0.08	3.04

数据来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司毛利润主要来自于基础设施建设，2019年大幅增长；同年，公司综合毛利率有所上升。2020年1~3月，公司实现营业收入3.95亿元，毛利润0.65亿元。

基础设施建设业务

公司主要承担如皋经开区范围内的道路改造、标准厂房和安置房建设等基础设施项目建设，业务具有较强的区域专营性；2019年随着从事基础设施建设的子公司划入，基础设施建设收入大幅增长

受如皋经开区管委会的委托，公司承担着如皋经开区范围内的道路改造、标准厂房和安置房建设等基础设施建设任务，业务具有较强的区域专营性。

公司基础设施建设业务原主要由公司本部以及子公司新区基投和新柴农村负责，2019年随着嘉禾水务的划入，公司基础设施建设业务专营性进一步增强。

跟踪期内，公司基础设施建设业务模式仍采用委托代建。根据公司与如皋经开区管委会于2009年签订的《委托代建及项目回购协议书》，如皋经开区管委会委托公司作为基础设施建设的实施主体，在项目建设完工后移交给如皋经开区管委会。如皋经济技术开发区财政局（以下简称“如皋经开区财政局”）负责将委托代建费用支付给公司。委托代建费用包括项目建设

成本和建设服务费，项目建设成本为项目竣工验收后经审计决算确定的实际投入成本，建设服务费为根据审计的项目建设成本加成 15%。

2019 年，公司已完工的基础设施建设项目主要包括柴湾小区戴庄、新王庄安置房、新生社区人居环境提升工程和水环境整治工程等。确认收入 14.13 亿元，同比增长 156.87%；收到回款 6.56 亿元；毛利率为 14.81%，较上年增长 0.09 个百分点。

图表 7 2019 年公司已完工项目收入确认情况（单位：亿元）

项目	代建主体	确认收入金额	回款金额
柴湾小区戴庄	公司本部	2.84	1.00
新王庄安置房	公司本部	0.04	0.04
开发区污水整理项目	嘉禾水务	2.09	0.71
新生社区人居环境提升工程	嘉禾水务	2.93	1.48
邓园社区安置房建设项目	嘉禾水务	1.29	1.29
水环境整治工程	新柴农村	3.72	1.06
创客空间	公司本部	0.09	0.09
市政道路、绿化及河道整治	公司本部	1.13	0.89
合计	-	14.13	6.56

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2019 年 6 月，公司将氢能小镇开发纳入公司合并范围，氢能小镇开发将参与负责氢能小镇的建设开发业务。2019 年 7 月，氢能小镇开发通过增资扩股的方式获得了江苏华纵建设有限公司¹（以下简称“华纵建设”）51.00%的股权。华纵建设成立于 2018 年 11 月，拥有建筑工程施工总承包一级、市政公用工程施工总承包三级等资质。根据江苏省于 2018 年 4 月 1 日起施行的《江苏省国有资金投资工程建设项目招标投标管理办法》中第九条“国有企业使用非财政性资金建设的经营性项目，建设单位控股或者被控股的企业具备相应资质且能够提供设计、施工、材料设备和咨询服务的，建设单位可以直接发包给其控股或者被控股的企业”，公司基础设施建设项目获取上更具优势，未来业务规模将有所扩大，且更有助于公司控制开发建设成本。

公司在建及拟建项目支出规模较大，面临较大的资本支出压力

截至 2020 年 3 月末，公司在建的基础设施建设项目主要为如皋氢能小镇一期、如皋经济技术开发区（城北街道）旧城改造工程、东部核心区资源综合利用工程和污水整治项目等项目，上述计划总投资 167.84 亿元，尚需投资 55.28 亿元（详见附件二）。

如皋氢能小镇项目是如皋市重点打造项目之一，并于 2018 年 7 月获批江苏省第二批特色小镇，为中国产业集聚度最高的氢能特色小镇。氢能小镇位于如皋经开区核心区，总规划面积为 3.7 平方公里，计划总投资金额为 78.5 亿元，小镇将围绕氢能全产业链重点领域，布局上游氢气制、储、运，中游氢燃料电池关键零部件、电堆、系统，下游氢燃料电池汽车等环节，促进地区产业集聚，培育千亿级地标性产业。同时，氢能小镇配套完善金融、政策、环境、服务等产业，搭建完善的公共服务平台及创新创业产业系统。公司负责省级重点项目氢能小镇的整体开发建设，主营业务区域专营性进一步增强。目前在建主要为氢能小镇一期，计划总投资为

¹目前，华纵建设尚未完成工商变更。

28.65 亿元，截至 2020 年 3 月末已完成投资金额为 19.00 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司主要拟建项目为氢能小镇二期、新能源汽车工业园区 A 区标准厂房建设工程、新能源汽车工业园区 B 区标准厂房建设工程、科技转换创业园标准厂房建设工程和园区基础设施等，上述项目计划总投资额为 36.73 亿元，其中 2020 年 4~12 月计划投资 12.64 亿元。

图表 8 截至 2020 年 3 月末公司拟建基础设施项目（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	2020 年 4-12 月 年计划投资	2021 年计划 投资	2022 年计划 投资
氢能小镇二期	20.60	6.60	2.00	2.0
新能源汽车工业园区 A 区标准厂房建设工程	4.93	1.80	2.78	0.4
新能源汽车工业园区 B 区标准厂房建设工程	5.62	2.00	3.22	0.4
科技转换创业园标准厂房建设工程	3.89	1.50	2.09	0.3
园区基础设施	1.69	0.74	0.95	-
合计	36.73	12.64	11.04	3.05

数据来源：公司提供，东方金诚整理

综合来看，公司在建及拟建项目支出规模较大，面临较大的资本支出压力。

土地开发整理业务

近年来，公司开发整理了一定规模的土地，但该业务收入的实现易受房地产市场和土地交易市场波动以及政府规划等因素影响而存在不确定性

公司主要负责对如皋经开区范围内的土地进行开发整理，业务区域专营性较强。

公司土地开发整理业务主要由子公司新柴农村负责，资金主要来源于自有资金和外部融资。跟踪期内，公司土地开发整理业务模式未发生变化。公司开发整理的土地全部通过“招拍挂”购买，所得土地均取得土地使用权证。公司根据如皋经开区的规划要求对相关土地进行开发整理，土地经开发整理后通过出让实现土地的增值并用以园区建设。根据新柴农村与如皋市政府或如皋经开投签订的《如皋经济开发区土地一级开发项目合作框架协议书》，待土地开发整理完成后交给政府相关部门进行“招拍挂”出让；所得土地出让金在扣除相关各项税费后，按照公司进行土地开发整理实际发生的开发成本加成一定的比例返还给公司，公司据此确认土地开发整理收入，并结转土地开发整理成本。

2019 年，公司就如城镇邓园村 15、16、17、18、19 组，如城镇邓园村 16、17、18、19、20 组和如城镇邓园村 21、22 组等地块实现土地开发整理收入 4.42 亿元，同比增长 20.55%，毛利率较上年无变化。

图表9 2019年公司土地开发整理收入确认情况（单位：万元、平方米）

地块名称	总投资金额	面积	确认收入金额	截至2019年末已回款金额
如城镇邓园村15、16、17、18、19组	16275.68	49097.60	19530.82	13605.00
如城镇邓园村16、17、18、19、20组	9000.46	27151.00	10800.55	7523.00
如城镇邓园村21、22组	11316.32	33339.00	13579.59	9460.00
如城镇太平村四、十、十一组	33.50	675.93	40.20	30.00
如城镇太平村一、二十三组	69.62	1399.86	83.54	58.00
如城镇太平村十五、二十六组	101.23	2016.00	121.48	84.00
合计	36796.81	113679.39	44156.18	30760.00

数据来源：公司提供，东方金诚整理

截至2019年末，公司在整理土地开发成本为94.75亿元。总体来看，公司待整理土地储备充足，是公司未来营业收入的重要保障，但该业务收入的实现易受房地产市场和土地交易市场波动以及政府规划等因素影响而存在不确定性。

汽车零部件销售等业务

汽车零部件销售收入是公司营业收入的重要补充，2019年受新能源汽车补贴政策的不确定影响，收入大幅下降

公司汽车零部件销售业务主要由子公司富禾贸易负责，主要通过向南通百应能源有限公司采购甲醇电源等汽车零部件后，销售至如皋汇业贸易有限公司和陆地方舟。公司汽车零部件销售业务主要系对园区内的新能源汽车公司进行招商引资和扶持而开展，因此业务利润较小。

2019年，公司汽车零部件销售收入为3.03亿元，同比大幅下降49.56%，主要系国家新能源汽车补贴政策的不确定导致2019年上半年各生产厂家都持观望状态，未进行实质生产；毛利率水平仍然较低，为0.51%。

外部支持

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，2019年公司在股权划拨和财政补贴等方面得到了股东及相关各方的大力支持

股权划拨方面，2019年3月，如皋经开区管委会将嘉禾水务¹无偿划拨至公司子公司禾泽城建。此外，根据如皋经开区财政局于2019年7月下发的《关于同意区属国有企业深化市场转型的批复》（皋开财发【2019】12号），如皋市政府拟向公司注入资产总额不低于200.00亿元，所有者权益不低于100.00亿元的股权资产；如皋经开区财政局同意先行完成如皋市汇鑫投资有限公司²（以下简称“汇鑫投资”）的股权划转工作。截至本报告出具日，汇鑫投资的股权划转尚未完成，东方金诚将持续关注此次股权划转情况。

财政补贴方面，2019年，公司获得如皋经开区管委会财政补贴收入6.18亿元。

¹嘉禾水务主要负责水利方面基础设施建设业务，截至2018年末，其资产总额为84.90亿元，负债总额为34.36亿元，所有者权益为50.54亿元；2018年，嘉禾水务营业收入为7.19亿元，净利润为1.77亿元。

²汇鑫投资成立于2014年5月29日，主要从事如皋经开区内物流园、旅游项目的投资与管理，以及基础设施及安置保障房建设。截至2019年3月末，汇鑫投资资产总额为129.67亿元，负债总额为66.92亿元，其中全部债务为54.09亿元；2018年实现营业收入4.73亿元，毛利润为0.59亿元。

考虑到未来公司将继续保持在如皋经开区范围内的基础设施建设和土地开发整理等领域的专营地位，公司仍将获得股东及相关各方较大力度的支持。

企业管理

截至 2020 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 30.00 亿元；如皋经开区管委会为公司的唯一股东和实际控制人。

跟踪期内，公司治理结构及内部组织架构均无重大变化。

财务分析

公司提供了 2019 年和 2020 年 1~3 月的合并财务报表。中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）¹对公司 2019 年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2019 年审计报告期初数对 2018 年数据进行了追溯调整，将 2019 年 3 月纳入公司合并范围的三级子公司嘉禾水务追溯调整到 2019 年期初，本报告 2018 年的数据仍采用 2018 年审计报告中的数值。追溯调整后，公司 2019 年资产规模的期初数由 2018 年末的 399.28 亿元调整至 479.57 亿元，所有者权益由 2018 年末的 184.21 亿元调整至 258.57 亿元。

公司 2020 年 1~3 月合并财务数据未经审计。

截至 2019 年末，公司共拥有 7 家二级子公司，较 2018 年末增加 2 家二级子公司，为氢能小镇开发和智动新能源培训。

资产构成与资产质量

受合并范围变化调整影响，2019 年公司资产规模大幅增长，仍以流动资产为主，但流动资产中变现能力较弱的其他应收款和存货占很大，资产流动性较差

2019 年末，公司资产总额同比增长 40.28%，主要系合并范围新增嘉禾水务等 3 家子公司所致，其中流动资产占比为 95.04%。

¹根据中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）于 2019 年 8 月 12 日发布的《关于受到交易商协会自律处分情况的说明》，因其审计程序执行不到位或者存在缺陷、获取审计证据严重不足等喂饭银行间市场相关自律管理规则的行为，给予警告处分，暂停债务融资工具相关业务 6 个月，并责令整改，暂停其业务期限自 2019 年 7 月 15 日至 2020 年 1 月 14 日。

图表 10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末 (未审计)
资产总额	399.51	399.28	560.10	572.73
流动资产	374.03	374.44	532.29	546.38
其中：货币资金	51.09	32.30	55.07	55.61
应收账款	20.10	29.42	37.50	42.28
其他应收款	174.36	166.26	221.05	235.50
存货	107.46	130.34	197.90	197.69
非流动资产	25.48	24.84	27.81	26.35
其中：可供出售金融资产	17.96	15.96	15.96	14.21
固定资产	3.13	3.23	3.64	3.57
无形资产	3.00	3.34	3.79	3.77

资料来源：审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

公司流动资产大幅增加，2019 年末同比增长 42.16%，仍以其他应收款、存货、货币资金和应收账款为主。其他应收款主要为对政府部门以及国有企业的往来款，2019 年以来增幅明显；2019 年末，前 5 名对象为如皋经开区财政局（66.52 亿元）、江苏皋开投资发展集团有限公司（36.00）、南通泽禾贸易有限公司（23.74 亿元）、南通汇业供应链科技有限公司（16.72 亿元）和如皋经开投（16.48 亿元），合计金额占其他应收款余额的比例为 71.78%。

2019 年末，公司存货同比增长 51.84%，主要是受基础设施建设子公司并入所致。公司存货主要包括土地开发整理成本 94.75 亿元和基础设施建设成本 101.49 亿元，变现能力对土地出让市场行情和项目结算进度依赖很大，流动性较弱。2019 年末，公司货币资金同比大幅增长 70.51%，其中受限货币资金为 29.64 亿元，主要为银行汇票保证金和质押定期存单，受限资金占比为 53.83%，受限占比较高。同期末，公司应收账款同比增长 27.45%，主要为应收如皋经开投（22.10 亿元）和如皋经开区财政局（13.21 亿元）的工程建设款及土地开发整理返还款。

公司非流动资产规模较小，主要由可供出售金融资产、无形资产和固定资产组成，2019 年末同比增长 11.95%。同期末，公司可供出售金融资产未发生变化，仍为 15.75 亿元的可供出售债务工具和 0.21 亿元的可供出售权益工具公司，其中可供出售债务工具主要系为融资成立的基金劣后级投资，包括 10.00 亿元的中信民惠 52 号¹，投向国有企业江苏皋开投资发展集团有限公司（以下简称“皋开集团”）所负责的如皋经开区的氢能源产业建设；4.00 亿元投资于南通徽银城镇化基金合伙企业²，主要投向基础设施建设；剩余 1.75 亿元投资于安达 28 号资金管理计划。公司固定资产以房屋及建筑物、运输设备以及办公电子设备为主；同期末，公司无形资产同比增长 13.46%，主要为购置的土地使用权 3.78 亿元。公司固定资产主要为房屋等资产，同比增长 12.90%。

截至 2019 年末，公司受限资产余额为 100.89 亿元，受限比例为 18.01%，其中受限的货币资金为 29.64 亿元，受限的土地使用权为 71.25 亿元。

¹中信民惠 52 号为中信信托设立的信托计划，信托规模 30.00 亿元，固定收益为 6.65%，公司不承担回购义务。

²南通徽银城镇化基金合伙企业成立于 2015 年 12 月 23 日，注册资本为 16.00 亿元，中信证券股份有限公司出资 12.00 亿元，作为优先级投资人；安徽国厚投资管理有限公司出资 10.00 万元，作为基金管理人；公司出资 4.00 亿元，作为基金的劣后级投资人，固定收益为 7.60%，公司不承担回购义务。

资本结构

1. 所有者权益

得益于如皋经开区管委会对公司的资产注入以及永续债的发行，跟踪期内，公司净资产保持增长

2019 年末，公司所有者权益同比增长 32.28%，其中实收资本未发生变化；其他权益工具新增 5.00 亿元 3+N 年期的“19 如皋经开 MTN001”；资本公积同比增长 35.56%，为增加的财政拨款资金 9.46 亿元以及无偿划拨嘉禾水务等子公司股权；随着经营利润的逐年累计，未分配利润同比增长 43.56%。

图表 11 公司所有者权益构成情况（单位：亿元）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末 (未审计)
所有者权益	181.12	184.21	243.66	243.92
实收资产	30.00	30.00	30.00	30.00
其他权益工具	4.96	4.96	9.91	9.91
资本公积	125.53	125.53	170.16	170.16
未分配利润	19.35	21.98	31.55	31.81

资料来源：审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

2. 负债

跟踪期内，公司负债规模大幅增长，仍以非流动负债为主

跟踪期内，公司负债规模大幅增长，负债结构仍以非流动负债为主。2019 年末，公司负债总额同比增长 47.13%，其中非流动负债占比为 61.87%。

图表 12 公司负债及有息债务情况（单位：亿元）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末 (未审计)
负债总额	218.39	215.07	316.44	328.82
流动负债	72.68	73.95	120.64	110.87
其中：短期借款	10.03	14.01	16.20	8.11
应付票据	13.95	14.30	16.85	14.09
其他应付款	37.64	17.47	12.81	11.83
一年内到期的非流动负债	1.15	14.19	51.93	53.01
非流动负债	145.71	141.12	195.80	217.95
其中：长期借款	51.84	49.55	65.74	64.02
应付债券	32.90	25.76	35.18	56.38
长期应付款	45.18	61.26	90.91	93.58
其他非流动负债	15.79	4.55	3.97	3.97

资料来源：审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

2019 年末，公司流动负债同比增长 63.13%，主要由一年内到期的非流动负债、应付票据、

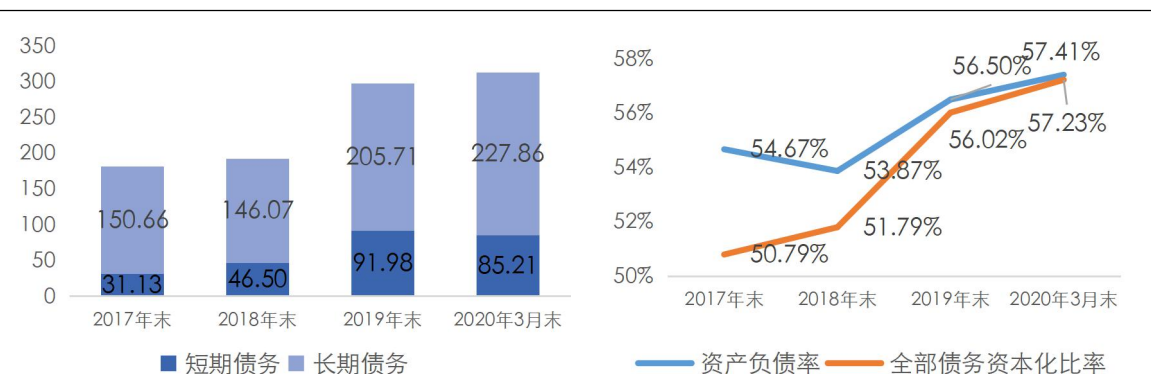
短期借款和其他应付款为主。随着债务到期日临近，2019年末公司一年内到期的非流动负债大幅增长，其中一年内到期的长期应付款为29.10亿元，一年内到期的应付债券为16.76亿元，一年内到期的长期借款为5.42亿元，一年内到期的其他非流动负债为0.65亿元。同期末，公司应付票据同比增长17.81%，主要为银行承兑汇票和商业承兑汇票。短期借款同比增长15.63%，其中保证借款12.94亿元，质押借款3.26亿元。公司其他应付款同比下降26.67%，主要为应付如皋经开区内相关国有企业以及如皋经开区财政局等政府部门的往来款。

跟踪期内，公司非流动负债整体规模仍较大，同比增长38.75%，主要以长期应付款、长期借款、应付债券和其他非流动负债为主。2019年末，公司长期应付款（含一年内到期）同比增长48.41%，主要为通过信托（46.14亿元）、债权融资计划及中期票据（30.93亿元）、融资租赁（15.00亿元）、基金（11.35亿元）等多种方式进行的借款，主要用于公司基础设施建设以及支付拆迁费用；长期借款主要系公司向国有银行及商业银行的借款，用于项目建设及往来款，2019年末同比增长32.68%。同时，公司直接融资规模较大，截至2020年3月末存续债券情况详见附件三¹。

跟踪期内，公司债务规模快速上升，短期债务占比较高，资产负债率和全部债务资本化比率有所增长；公司担保比率较高，存在一定代偿风险

2019年末，公司全部债务（包含永续债）为297.69亿元，同比大幅增长54.58%，其中短期债务占比由2018年末的24.15%上升为30.90%，短期债务占比较高。

图表 13 公司债务指标情况（单位：亿元、%）



资料来源：审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

从债务率水平上看，2019年末，公司资产负债率和全部债务资本化比率有所上升，且2020年3月末呈继续上升趋势。

截至2020年3月末，公司对外担保余额为104.76亿元（详见附件四），担保比率为42.95%，存在一定的代偿风险。

盈利能力

随着从事基础设施建设业务的子公司的划入，跟踪期内公司营业收入大幅增长，但利润对政府财政补贴依赖度较高，净资产收益率等指标较低，盈利能力较弱

¹公司部分资本市场融资债券计入其他流动负债、其他非流动负债及长期应付款等科目。

2019年，公司实现营业收入为24.36亿元，同比增长43.76%；期间费用为1.47亿元，占营业收入的比重为6.04%，占比很小。同年，公司实现利润总额分别为6.40亿元，同比增长124.81%，其中政府财政补贴收入为6.18亿元，占利润总额的比重为96.54%，公司利润对政府财政补贴依赖度仍较高。

2019年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为1.23%和2.01%，盈利能力仍较弱。

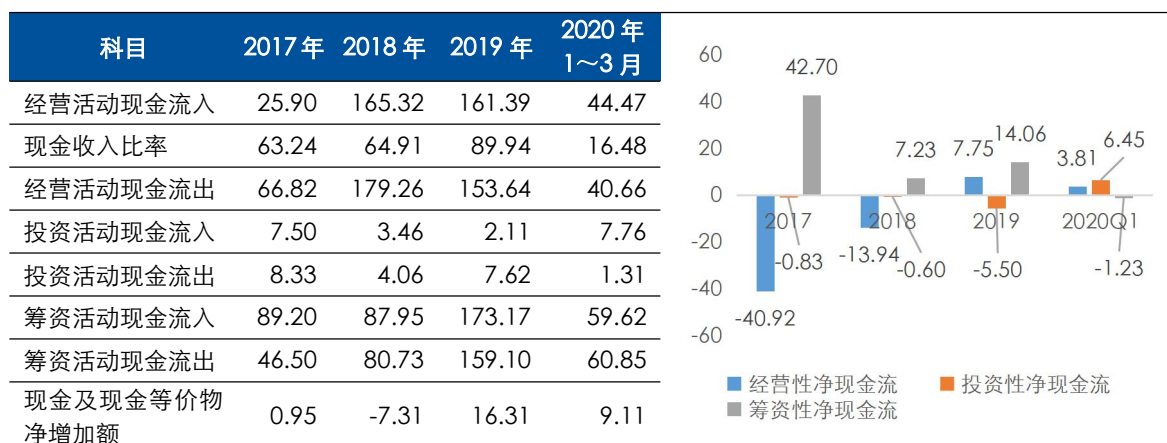
2020年1~3月，公司实现营业收入5.30亿元，利润总额为0.36亿元。

现金流

跟踪期内，公司经营性现金流由净流出转为净流入状态，主营业务获现能力有所提高，但仍受往来款影响较大；投资活动净现金流仍呈净流出状态；现金来源仍依赖于筹资活动

公司经营活动现金流入和流出规模基本来自往来款，2019年经营活动现金流由净流出转为净流入状态，基础设施建设等业务现金流获取能力有所提高，但经营活动现金流状况仍受往来款影响较大。随着公司承建的基础设施建设和土地开发整理项目投资规模不断加大，项目建设形成的投资获活动现金流仍呈现为净流出。跟踪期内，公司融资力度加大，当年融资能够覆盖当年债务支出，筹资活动净现金流仍保持净流入状态，公司现金来源仍依赖于筹资活动。

图表 14 公司现金流情况（单位：亿元、%）



资料来源：审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

偿债能力

考虑到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，业务具有较强的区域专营性，得到了股东及相关各方的大力支持，公司的偿债能力很强

从短期偿债能力指标来看，跟踪期内，公司流动比率和速动比例有所下降，但现金比率有所提高。考虑到货币资金中受限资金比重占比较高，流动资产对流动负债的保障能力一般。

图表 15 公司偿债能力指标情况（单位：%、倍）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末 (未审计)
流动比率	514.59	506.31	441.21	492.82
速动比率	366.74	330.07	277.17	314.52
现金比率	70.28	43.67	45.64	50.16
货币资金/短期有息债务	164.12	69.45	59.87	65.26
经营现金流动负债比	-56.30	-18.84	6.42	3.43
长期有息债务资本化比率	45.41	44.23	45.78	48.30
EBITDA 利息倍数	0.36	0.37	0.77	-
全部债务/EBITDA	45.59	42.66	35.25	-

资料来源：审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

从长期偿债能力来看，跟踪期内，公司长期债务资本化比率有所增加。2019 年，EBITDA 对全部债务的覆盖程度仍很低。

此外，截至 2020 年 3 月末，公司获得银行授信额度合计为 401.21 亿元，尚未使用授信额度为 177.72 亿元，公司间接融资能力较强。

考虑到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，业务具有较强的区域专营性，股东及相关各方对公司支持力度较大，东方金诚认为公司的偿债能力很强。

同业对比

同业对比选取了信用债市场上存续主体信用级别为 AA+ 的国家级开发区城市开发建设主体，对 2019 年度地区经济财政主要指标以及企业财务数据进行对比。

图表 16 同业对比情况（单位：亿元、%）

指标	如皋经开	江苏省吴中经济技术发展总公司	青岛胶州湾发展集团有限公司	常熟市滨江城市建设经营投资有限责任公司
地区	南通如皋市	苏州吴中区	青岛胶州市	苏州常熟市
GDP	1215.18	1176.00	1147.59	2470.00
GDP 增速	6.1	6.0	7.9	5.3
人均 GDP（元）	98125	-	126946	-
一般公共预算收入	70.01	175.6	101.40	203.00
一般公共预算支出	121.96	-	117.0	-
资产总额	560.10	584.99	329.95	221.42
所有者权益	243.66	206.99	134.57	103.49
营业收入	24.36	31.30	8.46	10.81
利润总额	6.40	2.63	1.55	0.72
资产负债率	56.50	64.62	59.22	53.26
全部债务资本化比率	56.02	61.64	54.78	40.51

注：以上企业最新主体信用等级均为 AA+/稳定，数据来源自各企业公开披露的 2019 年数据，东方金诚整理。

与行业对比组企业相比，公司所在地区如皋市的经济总量较高，但一般公共预算收入水平较低。公司自身资产规模、所有者权益和营业收入的规模优势明显，债务率水平一般。

过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版），截至 2020 年 5 月 22 日，公司本部未结清的贷款中无不良和违约类贷款记录。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的债务融资工具均已按时还本付息。

抗风险能力

基于对如皋市和如皋经开区地区经济及财政实力、股东及相关各方对公司各项支持以及公司专营地位、自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力很强。

结论

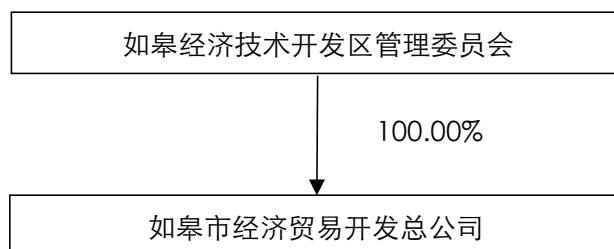
跟踪期内，如皋市地区经济保持较快增长，经济实力很强；在节能与新能源汽车产业为主导的新兴产业及作为氢能产业链发展载体的如皋氢能小镇快速发展的带动下，如皋经开区发展前景良好；公司从事的如皋经开区范围内基础设施建设和土地开发整理等业务仍具有较强的区域专营性，随着从事基础设施建设业务的子公司划入，公司主营业务区域专营性进一步增强；作为如皋经开区最重要的基础设施建设和土地开发整理主体，公司在股权划拨和财政补贴等方面得到了股东及相关各方的大力支持，综合财务实力进一步增强。

同时，东方金诚也关注到，跟踪期内，公司在建及拟建项目支出规模较大，面临较大的资本支出压力；公司流动资产中变现能力较弱的其他应收款和存货占比很大，资产流动性较差；公司有息债务及债务率持续增长，短期债务占比较高。

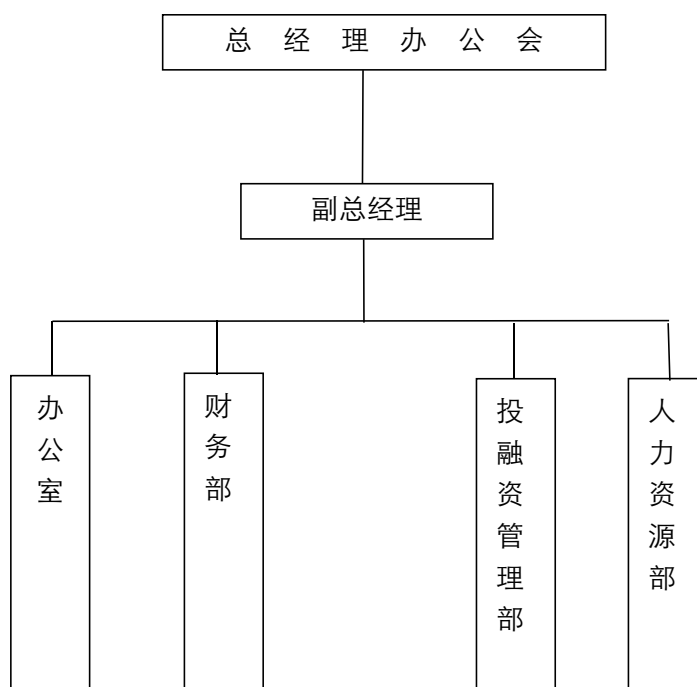
综合分析，东方金诚维持公司的主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，维持“19 如皋经开 MTN001”、“19 如皋经开 MTN002”和“19 如皋经开 MTN003”信用等级均为 AA+，维持“20 如皋经开 CP001”信用等级为 A-1。

附件一：截至 2019 年末公司股权和组织架构图

股权结构图



组织架构图



附件二：截至 2020 年 3 月末如皋经开主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计投资	尚需投资
如皋氢能小镇一期	28.65	19.00	9.65
如皋经济技术开发区（城北街道）旧城改造工程	13.99	0.26	13.73
如皋经济技术开发区东部核心区资源综合利用工程	12.11	0.10	12.01
开发区污水整治项目	12.09	11.35	0.74
镇南社区安置房建设项目（二期）	11.67	10.33	1.34
北片区城乡一体化建设项目	10.93	10.08	0.85
开发区污水管网建设工程	9.97	9.04	0.93
西片区美丽乡村建设项目	9.65	8.83	0.82
科创园标准厂房	9.05	8.53	0.52
新能源产业园区	8.80	6.44	2.36
如皋市经济开发区（柴湾镇）如泰河等 15 条河流水环境整治工程项目	8.60	6.00	2.60
如皋经济技术开发区现代农业示范基地（二期工程）	7.90	0.10	7.79
新生社区人居环境提升工程	7.27	6.72	0.55
热电联产	6.20	5.90	0.30
保税物流园区一期	5.68	4.66	1.02
新王庄安置房	5.28	5.21	0.07
合计	167.84	112.55	55.28

资料来源：公司提供，东方金诚整理

附件三：截至 2020 年 3 月末如皋经开存续债券情况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	债券期限
PR 皋开债/14 皋开债	10.00	2.00	2014/01/22~2021/01/22
15 如皋经开 PPN001	6.00	6.00	2015/11/03~2020/11/03
15 如皋经开 PPN002	6.00	6.00	2015/12/28~2020/12/28
PR 如皋债/16 皋开债	16.00	9.60	2016/03/24~2023/03/24
16 如皋经开 PPN001	4.00	4.00	2016/10/20~2021/10/20
17 如皋经开 MTN001	5.00	5.00	2017/09/22~2020/09/22
18 如皋经开 MTN002	4.00	4.00	2018/07/25~2021/07/25
18 如皋经开 MTN003	5.00	5.00	2018/08/24~2021/08/24
18 如皋经开 MTN004	6.00	6.00	2018/08/29~2021/08/29
18 如皋经开 PPN001	3.70	3.70	2018/09/19~2021/09/19
19 如皋经开 MTN001	5.00	5.00	2019/01/03~2022/01/03
19 如皋经开 SCP001	5.00	5.00	2019/02/25~2019/11/22
19 如皋经开 CP001	2.00	2.00	2019/03/06~2020/03/06
19 如皋经开 MTN002	5.00	5.00	2019/03/29~2022/03/29
19 如皋经开 PPN002	3.30	3.30	2019/05/08~2022/05/08
19 如皋经开 MTN003	5.00	5.00	2019/09/19~2022/09/19
19 如皋经开 SCP002	5.00	5.00	2019/10/30~2020/07/26
如皋经开 6% B2022	1.50	1.50	2019/10/28~2022/10/28
20 如皋经开 SCP001	5.00	5.00	2020/01/16~2020/10/12
如皋经开 5.95% B2023	1.60	1.60	2020/01/22~2023/01/22
20 如皋经开 PPN001	5.00	5.00	2020/03/13~2023/03/13
20 如开 01	5.10	5.10	2020/03/31~2025/03/31
合计	114.20	99.80	-

附件四：截至 2020 年 3 月末如皋经开对外担保情况（单位：亿元）

序号	担保方	被担保方	担保金额	担保开始日	担保结束日
1	公司本部	江苏皋开投资发展集团有限公司	8.00	2016-9-14	2025-9-14
2	公司本部	江苏皋开投资发展集团有限公司	8.00	2017-1-16	2022-1-16
3	公司本部	如皋市如城新农村投资有限公司	6.50	2016-9-30	2022-9-30
4	公司本部	南通皋腾建设开发有限公司	5.80	2016-12-23	2024-11-22
5	公司本部	如皋市交通投资发展有限公司	5.30	2016-8-9	2024-8-8
6	公司本部	如皋市如城新农村投资有限公司	5.11	2016-9-30	2022-9-30
7	公司本部	南通皋腾建设开发有限公司	5.00	2016-11-9	2025-11-20
8	公司本部	江苏皋开投资发展集团有限公司	5.00	2017-4-10	2022-4-10
9	公司本部	江苏皋开投资发展集团有限公司	5.00	2017-4-10	2023-4-10
10	公司本部	如皋市兴皋桥梁工程经营管理有限公司	3.65	2015-6-9	2020-6-8
11	公司本部	如皋市广一基础设施建设有限公司	3.00	2018-5-22	2021-5-22
12	公司本部	如皋经济技术开发区投资发展有限公司	2.90	2019-10-12	2022-10-10
13	公司本部	如皋市如城新农村投资有限公司	2.20	2016-1-20	2021-1-20
14	公司本部	如皋经济技术开发区投资发展有限公司	2.00	2019-7-17	2024-7-17
15	公司本部	如皋市交通投资发展有限公司	2.00	2020-1-15	2021-1-14
16	公司本部	如皋经济技术开发区投资发展有限公司	2.00	2019-4-10	2024-4-9
17	公司本部	江苏皋开投资发展集团有限公司	2.00	2019-7-31	2021-7-31
18	公司本部	如皋市汇鑫投资有限公司	1.50	2018-1-31	2021-1-30
19	公司本部	南通皋腾建设开发有限公司	1.50	2016-5-25	2021-5-22
20	公司本部	南通皋腾建设开发有限公司	1.50	2019-8-26	2020-8-23
21	公司本部	南通皋腾建设开发有限公司	1.50	2019-7-22	2022-6-24
22	公司本部	如皋经济技术开发区投资发展有限公司	1.49	2018-7-24	2021-6-5
23	公司本部	江苏皋开投资发展集团有限公司	1.45	2019-11-27	2020-11-27
24	公司本部	南通皋腾建设开发有限公司	1.45	2019-11-30	2020-11-30
25	公司本部	如皋经济技术开发区投资发展有限公司	1.45	2019-11-27	2020-11-20
26	公司本部	如皋经济技术开发区投资发展有限公司	1.00	2016-1-12	2020-12-29
27	公司本部	如皋经济技术开发区投资发展有限公司	1.00	2017.06.16	2020.06.16
28	公司本部	江苏皋开投资发展集团有限公司	1.00	2016-9-9	2023-9-9
29	公司本部	江苏陆地方舟新能源车辆股份有限公司	0.98	2019-9-30	2020-9-18
30	公司本部	如皋经济技术开发区投资发展有限公司	0.98	2019-10-29	2020-10-28
31	公司本部	如皋经济技术开发区投资发展有限公司	0.96	2019-5-5	2021-5-5
32	公司本部	江苏皋开投资发展集团有限公司	0.90	2018-10-25	2020-10-25
33	公司本部	南通汇业供应链科技有限公司	0.80	2019-5-5	2020-5-5
34	公司本部	江苏陆地方舟新能源车辆股份有限公司	0.60	2019-10-15	2020-6-23
35	公司本部	如皋市寿庆水利工程有限公司	0.60	2019-4-20	2020-4-20

36	公司本部	如皋市文广传媒广告有限公司	0.50	2020-1-3	2021-1-2
37	公司本部	南通汇业供应链科技有限公司	0.50	2019-8-5	2020-8-4
38	公司本部	如皋市交通投资发展有限公司	0.50	2016-8-9	2024-8-8
39	公司本部	江苏陆地方舟新能源车辆股份有限公司	0.50	2020-3-20	2021-3-16
40	公司本部	南通汇业供应链科技有限公司	0.45	2018-3-28	2020-7-30
41	公司本部	南通黎花春雨文化创意有限公司	0.30	2019-12-17	2020-12-16
42	公司本部	南通泽禾贸易有限公司	0.30	2019-11-7	2020-11-7
43	公司本部	南通黎花春雨文化创意有限公司	0.30	2020-2-28	2021-2-27
44	公司本部	如皋市文广传媒广告有限公司	0.30	2020-1-6	2021-1-6
45	公司本部	南通汇业供应链科技有限公司	0.25	2018-3-28	2020-7-30
46	公司本部	南通市戴庄建筑安装工程有限公司	0.20	2019-6-18	2020-6-18
47	公司本部	江苏陆地方舟新能源车辆股份有限公司	0.20	2019-6-11	2020-6-9
48	公司本部	如皋市文广传媒广告有限公司	0.15	2018-1-12	2021-1-12
49	公司本部	南通市戴庄建筑安装工程有限公司	0.12	2019-8-29	2020-8-26
50	公司本部	南通市戴庄建筑安装工程有限公司	0.10	2019-6-18	2020-6-18
51	公司本部	南通汇业供应链科技有限公司	0.10	2019-7-24	2020-7-10
52	公司本部	南通恒源制衣有限公司	0.10	2019-7-26	2020-7-26
53	公司本部	如皋经济技术开发区投资发展有限公司	0.01	2018-5-31	2021-5-31
54	公司本部	如皋经济技术开发区投资发展有限公司	0.73	2015-2-5	2023-4-30
55	公司本部	如皋经济技术开发区投资发展有限公司	0.18	2015-2-5	2023-4-30
56	公司本部	如皋经济技术开发区投资发展有限公司	0.12	2015-2-5	2023-4-30
57	公司本部	如皋经济技术开发区投资发展有限公司	0.07	2015-2-5	2023-4-30
58	公司本部	如皋经济技术开发区投资发展有限公司	0.07	2015-2-5	2023-4-30
59	新柴农村	南通泽禾贸易有限公司	0.30	2019-11-7	2020-11-7
60	新柴农村	南通市戴庄建筑安装工程有限公司	0.30	2019-6-18	2020-6-18
61	新柴农村	如皋经济技术开发区投资发展有限公司	2.00	2019-6-20	2020-6-20
62	新柴农村	南通泽禾贸易有限公司	1.00	2017-6-23	2020-6-23
63	新柴农村	南通泽禾贸易有限公司	1.00	2017-7-13	2020-7-13
合计		-	104.76	-	-

附件五：公司主要财务数据及指标

项目名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
主要财务数据（单位：亿元）				
资产总额	399.51	399.28	560.10	572.73
其中：货币资金	51.09	32.30	55.07	55.61
应收账款	20.10	29.42	37.50	42.28
其他应收款	174.36	166.26	221.05	235.50
存货	107.46	130.34	197.90	197.69
可供出售金融资产	17.96	15.96	15.96	14.21
负债总额	218.39	215.07	316.44	328.82
全部债务	181.79	192.58	297.69	313.07
其中：短期有息债务	31.13	46.50	91.98	85.21
所有者权益	181.12	184.21	243.66	243.92
营业收入	13.35	16.95	24.36	5.30
利润总额	3.12	2.85	6.40	0.36
经营活动产生的现金流量净额	-40.92	-13.94	7.75	3.81
投资活动产生的现金流量净额	-0.83	-0.60	-5.50	6.45
筹资活动产生的现金流量净额	42.70	7.23	14.06	-1.23
主要财务指标				
营业利润率（%）	8.20	3.35	8.81	-
总资本收益率（%）	0.91	1.19	1.23	-
净资产收益率（%）	1.52	1.68	2.01	-
现金收入比率（%）	63.24	64.91	89.94	-
资产负债率（%）	54.67	53.87	56.50	57.41
长期债务资本化比率（%）	45.41	44.23	45.78	48.30
全部债务资本化比率（%）	50.79	51.79	56.02	57.23
流动比率（%）	514.59	506.31	441.21	492.82
速动比率（%）	366.74	330.07	277.17	314.52
现金比率（%）	70.28	43.67	45.64	50.16
经营现金流动负债比率（%）	-56.30	-18.84	6.42	-
EBITDA 利息倍数（倍）	0.36	0.37	0.77	-
全部债务/EBITDA（倍）	45.59	42.66	35.25	-

附件六：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率（%）	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率（%）	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率（%）	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$
净资产收益率（%）	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金收入比率（%）	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率（%）	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率（%）	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率（%）	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
流动比率（%）	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率（%）	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
担保比率（%）	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金比率（%）	$\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率（%）	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数（倍）	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA（倍）	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=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+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件七：企业主体及中期票据信用等级符号及定义

等级	定 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	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	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

注：除 AAA 级和 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。

短期融资券信用等级符号和定义

符号	定 义
A-1	还本付息能力最强，安全性最高。
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，安全性易受不良环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“19 如皋经开 MTN001”、“19 如皋经开 MTN002”、“19 如皋经开 MTN003”和“20 如皋经开 CP001”的存续期内密切关注如皋市经济贸易开发总公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动。

跟踪评级期间，东方金诚将向如皋市经济贸易开发总公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，如皋市经济贸易开发总公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如如皋市经济贸易开发总公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将根据监管要求披露和向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司
2020年7月21日



权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。