

南通城市建设集团有限公司 2021 年公开发行公司债券 (第一期、第二期) 跟踪评级报告 (2021)

项目负责人：曹梅芳 mfcao@ccxi.com.cn

项目组成员：王梦怡 mywang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2021 年 6 月 17 日

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评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

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

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。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。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级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，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 0712 号

南通城市建设集团有限公司：

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

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“21 通城 01”和“21 通城 02”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月十七日

评级观点：中诚信国际维持南通城市建设集团有限公司（以下简称“南通城建”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 通城 01”和“21 通城 02”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了南通市很强的区域经济实力为公司发展所营造的良好外部环境，南通市政府持续的有力支持，多元化的业务发展格局等因素对公司发展的积极作用；同时，中诚信国际也关注到公司收入结构变化、资产受限比例偏高、对外担保规模偏大等因素对公司整体信用状况的影响。

概况数据

南通城建（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	680.33	795.82	913.31	943.30
所有者权益合计（亿元）	343.11	374.24	385.43	384.23
总负债（亿元）	337.22	421.58	527.88	559.07
总债务（亿元）	245.43	307.09	352.35	371.34
营业总收入（亿元）	43.46	31.48	45.03	21.67
经营性业务利润（亿元）	2.24	-0.39	-0.24	1.25
净利润（亿元）	3.09	2.15	4.05	2.49
EBITDA（亿元）	11.83	11.57	19.73	6.09
经营活动净现金流（亿元）	25.39	-17.81	18.89	-15.33
收现比(X)	1.08	1.05	1.45	0.93
营业毛利率(%)	17.11	11.96	12.23	14.72
应收类款项/总资产(%)	16.35	17.21	13.42	17.68
资产负债率(%)	49.57	52.97	57.80	59.27
总资本化比率(%)	41.70	45.07	47.76	49.15
总债务/EBITDA(X)	20.75	26.55	17.86	15.25*
EBITDA 利息倍数(X)	1.20	1.23	2.22	3.82

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年 1~3 月未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际分析时将“其他流动负债”中的带息债务纳入短期债务核算，将“长期应付款”中的带息债务纳入长期债务核算；3、带*的指标已经过年化。

正面

■ **很强的区域经济。**南通市依托港口资源和区位优势，近年积极推进产业结构调整，区域经济持续增长，在江苏省内排名靠前，2020 年，南通市实现地区生产总值 10,036.31 亿元，同比增速为 4.70%，南通市很强的经济实力为公司发展营造了良好的外部环境。

■ **南通市政府持续的有力支持。**公司是南通市属一类企业，是南通市重大城市基础设施建设主体和公用事业资产的运营主体，在

南通市国有企业中具有重要地位。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，南通市国资委先后向公司注资 32.40 亿元，同时将南通国投、汽运集团等公司股权划转至公司，提升公司整体实力。

■ **多元化的业务发展格局。**公司业务涉及城市基础设施建设、轨道交通、公安、水务服务、城市公交、港口、金融等多个板块，业务格局呈现多元化，且公司多个核心业务在南通市均具有垄断优势，公司的竞争力及抗风险能力极强。

关注

■ **公司收入及盈利的稳定性。**公司收入来源多样，近年合并范围的变动以及主要业务板块模式的调整，加之港口因搬迁及疫情因素影响收入下降，造成公司整体营业收入波动较大。同时，不同业务板块毛利水平不一，收入结构的变化亦导致整体毛利率变化较大，需关注其稳定性。

■ **资产受限比例偏高。**截至 2021 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 223.05 亿元，占期末总资产的比例为 23.65%，主要包括在建工程、固定资产和无形资产等，受限规模偏大，对整体资产流动性产生一定影响。

■ **对外担保规模偏大，需关注代偿风险。**截至 2021 年 3 月末，公司对外担保余额合计 81.18 亿元，占期末所有者权益的比例为 21.13%，均为对国有企业担保，代偿风险仍需关注。

评级展望

中诚信国际认为，南通城市建设集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**若公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱等；若公司的财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

同行业比较

同区域同类企业 2020 年主要指标对比表

公司名称	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	总债务 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
南通城建	913.31	385.43	57.80	352.35	45.03	4.05	18.89
南通沿海	726.60	294.70	59.44	347.08	93.55	1.89	-4.89
南通经开	612.60	228.84	62.64	315.38	72.33	2.18	-19.96

注：“南通沿海”为“南通沿海开发集团有限公司”简称；“南通经开”为“南通经济技术开发区控股集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
21 通城 01	AAA	AAA	2020/09/03	15.00	15.00	2021/03/12~2024/03/12	-
21 通城 02	AAA	AAA	2021/04/12	15.00	15.00	2021/04/19~2024/04/19	-

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定期与不定期跟踪评级，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

南通城市建设集团有限公司 2021 年公开发行公司债券（第一期）（以下简称“21 通城 01”，债券代码“175838.SH”）于 2021 年 3 月 18 日发行上市，募集资金 15.00 亿元，发行利率 3.76%，发行期限为 3 年。根据《南通城市建设集团有限公司公司债券 2020 年年度报告》，本期债券募集资金 15.00 亿元，扣除承销费用后全部用于偿还公司债券，截至本报告披露日，募集资金已全部用于偿还 15 南通债（因发行时间晚于 15 南通债偿付时间，故公司已使用自有资金先行偿付，待本期募集资金到账后予以置换）。该募集资金的使用已经履行必要的程序。

南通城市建设集团有限公司 2021 年公开发行公司债券（第二期）（以下简称“21 通城 02”，债券代码“188016.SH”）于 2021 年 4 月 22 日发行上市，募集资金 15.00 亿元，发行利率 3.67%，发行期限为 3 年。根据《南通城市建设集团有限公司公司债券 2020 年年度报告》，本期债券募集资金 15.00 亿元，扣除承销费用后全部用于偿还公司债券，截至本报告披露日，募集资金已全部用于偿还 16 南通债。该募集资金的使用已经履行必要的程序。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要

保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

南通市经济稳步增长，下辖各县（市）经济实力均较强，整体财政实力稳步增强，但随着刚性支出增加，近年财政平衡率持续下降

2020 年 7 月行政区划调整后，南通市现下辖 3 区、4 县（市）及 1 个国家级经济技术开发区，总面积为 8,544 平方公里。截至 2020 年末，全市常住人口 772.66 万人。

南通市依托港口资源和区位优势，逐步推进产业结构升级。目前南通市已建成纺织服装业、船舶海工及重装备业、能源及其装备业、化工医药业、电子信息业、轻工食品业六个产业板块，均已经形成千亿级产业规模，其中家纺、船舶、海洋工程等产业在国内外具有一定的产业优势，并且是全国五大修造船基地之一。目前，南通市下辖各县（市）全部进入“全国综合实力百强县（市）”行列。

2020 年，南通市实现地区生产总值（GDP）10,036.31 亿元，按可比价计算，同比增速为 4.70%，在 2020 年受到新冠疫情的影响下，南通市 GDP 增速较上年下降 2.55 个百分点，但 2020 年南通市地区生产总值首次突破万亿，在全省排名第 4 名，与上年持平。2020 年，南通市第一产业增加值 458.70 亿元，增长 2.60%；第二产业增加值 4,765.85 亿元，增长 4.50%；第三产业增加值 4,811.76 亿元，增长 5.10%。2021 年 1~3 月，通州区实现地区生产总值（GDP）373.62 亿元，同比增长 19.80%。

2020 年南通市一般公共预算收入稳中有升。从收入构成来看，税收收入是当地财政收入的重要来源。财政支出方面，受社会保障及就业、教育和卫生健康等支出增加，2020 年南通市一般公共预算支出较上年增长 11.10%。随着刚性支出增加，近年财政平衡率逐年下降。得益于南通市土地市场的活跃，2020 年政府性基金收入同比增长 40.60%。从债务规模看，2020 年末南通市地方政府债务余额同比增长 7.78%，但整体风险可控。

表 1：2018-2020 年南通市主要财政数据（亿元、%）

	2018	2019	2020
一般公共预算收入	606.19	619.26	639.30
其中：税收收入	503.98	507.55	523.23
税收收入占比	83.14	81.96	81.84
政府性基金预算收入	828.52	948.29	1,333.29
一般公共预算支出	877.18	972.64	1,080.50
政府性基金预算支出	882.64	872.29	1,247.65
财政平衡率	69.11	63.67	59.17
地方政府债务余额	1,500.74	1,562.69	1,684.19

资料来源：南通市财政决算报告及预算执行报告，中诚信国际整理

南通市是国家新一轮发展战略布局的重点，长

江经济带、一带一路、长三角一体化以及江苏沿海开发、上海大都市圈规划等多重战略在南通市叠加落地，南通市正在发展成为江苏新的增长级和长江经济带的新的战略支撑点。强大的政治优势将使南通市成为集聚国内外资源，加快现代产业发展的强磁场。根据长三角一体化发展国家规划和省委省政府对南通市的定位，南通市将着力建设长三角北翼的中心城市，创建沪苏跨江融合实验区和成为长三角辐射传导区，向西加强与长江沿线城市合作，向东直面沿太平洋国家和地区，成为陆海统筹、江海联动的示范区，成为具有江海门户功能的上海国际大都市北翼拓展区。

中诚信国际认为，依托优越的地理位置，近年来南通市经济保持了平稳增长，财政实力不断增强，良好的经济和财政状况对城市基础设施建设提供了较好的保障。

近年通过不断的资产整合，公司在南通市的地位进一步稳固，自身业务也更趋多元，2020年随着汽运集团和南通路桥并表的带动，公司整体营收规模大幅增长

2020年1月19日，公司控股子公司南通新晟城市发展有限公司成功收购南通路桥工程有限公司（以下简称“南通路桥”）91.30%的股权份额，2020年1月21日完成工商变更。2020年6月，南通市国资委将南通产业控股集团有限公司（以下简称“南通产控”）所持江苏致豪房地产开发有限公司（以下简称“江苏致豪”，主要从事房地产开发业务）70%的股权无偿划转给公司。至此公司新增了水务服务、城市公交、港口、金融、汽车客运、路桥工程施工和房地产开发等业务板块，同时资产规模、资本实力大幅提升，在南通市国有企业中的核心地位进一步巩固。此外，2020年公司将南通众和融资担保集团有限公司及下属2家公司股权划出至南通产控，后续不再从事担保业务，但该板块业务体量小，对公司业务经营和财务表现未产生实质性影响。

公司目前形成了以城市基础设施建设、市政公用事业保障供应为核心，金融投资、产业投资和实业经营等为辅助的多元化经营格局，业务主要包括城市基础设施建设、轨道交通、港口、公交客运、水务（自来水供应、污水处理）等。此外，公司还从事绿化、公安、城市照明等业务。2020年以来，主要受疫情因素影响，港口业务收入继续下滑。2019年南通市政府将南通汽运实业集团有限公司（以下简称“汽运集团”）66.62%股权划入公司，带动公交客运收入大幅增加，2020年为8.19亿元。2020年，南通路桥及江苏致豪并表，使得公司增加路桥工程及商品房开发收入，2020年上述板块收入分别为8.37亿元和0.60亿元。综上因素作用下，2020年公司实现营业总收入45.03亿元，同比增长43.48%；2021年1~3月，公司确认商品房开发收入9.84亿元，加之路桥工程业务、自来水供应等业务板块的稳步发展，当期营业总收入为21.67亿元，同比增长203.55%。

表2：近年公司主要板块收入结构（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
城市基础设施建设	15.54	5.05	0.13	-
路桥工程	--	-	8.37	2.09
绿化业务	2.93	3.20	1.72	0.97
城市照明	1.76	0.80	1.13	0.002
垃圾处理	0.12	--	--	--
污水服务	1.34	--	--	--
自来水供应	7.99	8.89	12.12	3.21
保安业务	1.88	2.19	2.16	0.73
公交客运	1.00	1.07	8.19	1.91
港口业务	7.75	4.37	3.31	1.51
担保业务	0.45	1.03	0.22	--
管片销售	--	3.06	2.83	0.41
混凝土销售	1.08	0.04	1.97	0.60
收益、利息类	0.90	--	--	--
商品房开发	--	--	0.60	9.84
驾校培训业务	0.05	0.02	0.02	0.007
其他	0.79	1.64	1.81	0.40
合计	43.46	31.39	45.03	21.67

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司是市属唯一的基建主体，业务承接较有保障，2020年，由于前期业务模式的变化导致板块收入进一步下滑，但新模式下项目建设由南通市财政全额投资，公司的垫资压力减小

公司是南通市市属唯一的城市基础设施建设主体，主要负责市级城市主次道路、路灯、桥梁、绿化造园、景区等设施以及附属设施的建设，由公司本部负责，业务模式为委托建设。公司受业主方南通市政府委托进行政府投资项目建设，完工验收合格后，南通市政府接管项目，并由南通市财政局按项目投资总额（含前期费用、建设成本、融资费用、应缴税费等各项支出）的108%向公司支付项目建设资金。2018年8月，南通市政府印发了《南通市市本级政府投资建设项目资金管理暂行办法》（通政发[2018]40号，以下简称“《暂行办法》”），该办法实施后新开工的代建项目，由南通市财政全额投资，公司不再负责资本金出资和项目融资，改为收取委托代建管理费，管理费率为0.40%~2.00%。

收入确认方面，《暂行办法》实施前，公司每年

末根据竣工项目投资总额的108%全额确认工程建设收入；《暂行办法》实施后新开工代建项目，公司仅确认管理费。受此影响，2020年公司确认基础设施建设收入0.13亿元，同比减少4.93亿元。

回款方面，公司建设项目的资金回笼主要取决于市级财政状况。2020年及2021年一季度未收到工程建设款。截至2020年末，公司基础设施建设项目累计投资支出210.82亿元，累计收到回款资金173.84亿元。

截至2020年末，公司主要在建基础设施项目为西站大道工程（一期）工程、世纪大道改造提升工程等项目，上述在建项目计划总投资21.55亿元，已完成投资16.80亿元，2021~2022年拟分别投资2.90亿元和0.70亿元。

表 3：截至 2020 年末公司主要在建工程建设项目情况（亿元）

项目名称	建设期间	计划总投资	已投资额	2021 年拟投资	2022 年拟投资
西站大道工程一期	2019-2022	6.30	4.00	1.90	0.40
西站综合交通枢纽（高铁广场工程）	2018-2020	8.60	8.20	0.00	0.00
长泰路跨九圩港大桥工程	2019-2022	2.40	1.10	1.00	0.30
世纪大道改造提升工程	2019-2020	2.95	2.30	0.00	0.00
深南路污水总管及配套管线工程	2019-2020	1.30	1.20	0.00	0.00
合计	-	21.55	16.80	2.90	0.70

注：计划投资与实际投资存在偏差。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至2020年末，公司主要拟建基础设施项目为姚港河河道环境提升工程、西站大道绿化工程

（一期）等项目，项目总投资13.36亿元，2021~2022年拟分别投资3.30亿元和4.50亿元。

表 4：截至 2020 年末公司主要拟建工程建设项目情况（亿元）

项目名称	计划开工日期	计划建设期	计划总投资	2021 年拟投资	2022 年拟投资
虹桥路综合改造	2021	2021-2022	5.36	1.30	1.50
园林路绿廊	2021	2021-2023	8.00	2.00	3.00
合计	-	-	13.36	3.30	4.50

注：计划投资与实际投资存在偏差。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

除政府委托建设的基础设施项目以外，公司还积极开展自建的基础设施项目，预期未来可获得稳定现金流。公司自营项目主要为政务中心停车综合楼项目。截至2020年末，公司政务中心停车综合楼商业办公区域出租率为97.80%，月租金为140元/平方米，按年收取租金，平均租赁合同期限为3年；

停车楼整体出租予一家承租户，按2,319.00万元/年收取租金。2020年，公司实现租赁收入0.17亿元，受疫情因素影响较上年减少0.05亿元。

总体来看，公司城市基础设施建设板块投资规模较大，但随着《暂行办法》的实施，新开工代建项目由南通市财政全额投资，公司垫资压力减少，

仅收取管理费亦使板块收入规模下降。同时，前期已完结项目的回款情况仍需持续关注。

2020年，随着南通路桥的并表，公司新增路桥工程施工业务，板块发展基础良好，为整体营收提供有益补充

南通路桥主营业务为高速公路的路基、路面及大型、特大型桥梁以及市政工程施工，拥有国家公路工程施工总承包壹级资质、市政公用工程总承包壹级资质、建筑工程施工总承包壹级资质等多项专业资质，主要采取公开招标形式承揽业务，展业区域集中于苏州及南通等地区。南通路桥根据合同条件，按月计算工程量，由监理及建设方审核后根据工程进度按合同条款支付款项。结算方式方面，部分款项为竣工验收合格之日后一段时间内支付完毕，不同项目具体支付比例不同，故存在较多的应收账款。南通路桥不断加大精细化管理，在集中采购、项目成本管理方面加强突破，以促进成本优化，2021年1~3月板块毛利率有所提升。

截至2020年末，南通路桥主要已完工路桥项目包括京沪高速公路淮安至江都段扩建工程涉铁应急先导段施工项目 JHK-YJ2 标和 233 国道灌云北环段（204 国道至 236 省道段）建设工程 PPP 项

目等，合同额总计 16.01 亿元。2020 年及 2021 年 1~3 月，公司路桥工程收入分别为 8.37 亿元和 2.09 亿元，路桥工程施工业务的新增对整体收入形成有效补充。

表 5：截至 2020 年末南通路桥主要已完工路桥工程项目情况（亿元）

项目	合同额
京沪高速公路淮安至江都段扩建工程涉铁应急先导段施工项目 JHK-YJ2 标	5.68
233 国道灌云北环段（204 国道至 236 省道段）建设工程 PPP 项目	4.40
平海公路快速化改造工程施工 PHS3 标	1.74
通洋高速西亨互通连接线（石江公路北段改扩建）工程施工项目 SJGL-1 标段	1.49
南通西站大道工程 IV 标	0.99
陈张公路 352 省道至张郭段改扩建工程施工项目	0.73
机场大道互通连接线 JHDY-SG01 标	0.61
启东吕四港镇 2018 农村公路提档升级公路与市政工程 1 标	0.37
合计	16.01

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020 年，南通路桥新签合同 10 个，新签合同额 29.52 亿元。当年末，南通路桥主要在建项目 13 个，合同额合计 36.88 亿元，已完成产值 5.15 亿元，已回款 3.40 亿元。

表 6：截至 2020 年末南通路桥主要在建路桥工程项目情况（亿元）

项目	合同额	已完成产值	已回款
345 国道启东市江海北路至西苑路 G345QD-SG	6.35	0.20	0.11
沿江高速沙溪服务区改扩建工程道路及服务区场地 YJSX-DLCD1 标	1.24	1.14	0.81
苏州绕城高速 2019 排水设施维护和日常保洁养护项目 RCGC-WHBJ02 标	0.11	0.07	0.06
启东市 2020 年四座大桥工程	1.14	0.25	0.13
江苏省徐州市城东大道高架快速路剩余工程 CDDD-SYGC-4 标段施工	5.05	0.48	0.70
江苏省京沪高速公路淮安至江都段扩建工程主体施工项目 JHK-BY1 标段施工	6.01	1.70	1.36
吕四港疏港公路（335 省道启东吕四港镇段改扩建一期工程）	2.29	0.81	0.12
启东疏港公路（天汾、鹤港大桥）工程	1.66	0.27	0.06
金沙湾大桥工程施工项目 JSWDQ-SG 标段	1.50	0.19	0.05
南通市城市轨道交通 1 号线一期工程管线回迁及道路恢复工程 01 标	0.78	0.03	-
352 省道东东西段工程路基桥涵施工项目 S352XD-LQ1 标段	1.22	-	-
沪陕高速公路江苏省平潮至广陵段扩建工程主体施工项目 PGK-NT1 标段	3.91	-	-
江海大道东延（综艺集团东-扬子江路）工程施工 JHDDDY-SG02 标	5.61	-	-
合计	36.88	5.15	3.40

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

整体看，南通路桥拥有较齐备的业务资质，工程施工业务稳步推进，为公司创造了新的收入增长点，且项目储备较充足，为板块业务发展奠定良好基础。

公司是南通市唯一的轨道交通建设及运营主体，业务具有专营性，目前1号线一期工程 and 2号线一期工程正常推进，但投资期较长、资本支出规模较大，需持续关注轨道建设资金的实际到位情况

公司轨道交通建设由全资子公司南通城市轨

道交通有限公司（以下简称“轨道交通”）负责。南通市轨道交通1、2号线一期工程于2014年获得国家发改委建设规划批复（发改基础[2014]1854号），其中1号线一期工程于2017年8月取得省发改委工程可行性研究报告批复（苏发改设施发[2017]994号），于2017年12月开工建设；2号线一期工程于2018年6月取得省发改委工程可行性研究报告批复（苏发改基础发[2018]620号），于2018年10月开工建设。轨道交通1号线预计2022年开通运营，轨道交通2号线预计2023年开通运营。

表 7：截至 2020 年末公司轨道交通项目情况（亿元）

线路名称	全长（公里）	总投资	已投资	资本金占比(%)	资本金到位	资本金来源	建设期
轨道交通1号线一期	39.18	272.48	143.90	40%	40.19	财政筹集	2017-2022
轨道交通2号线一期	21.04	150.20	42.46	40%	32.51	财政筹集	2018-2023
合计	60.22	422.68	186.36	--	72.70	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

1号线一期工程总长39.18公里，设车站28座，其中换乘站5座；工程总投资272.48亿元，截至2020年末，1号线一期工程累计完成投资143.90亿元；2号线一期工程总长21.04公里，设车站18座，工程总投资150.20亿元，截至2020年末，2号线一期工程累计完成投资42.46亿元。1号线一期工程、2号线一期工程资本金比例均为40%，截至2020年末资本金已到位72.70亿元，全部由南通市财政筹集，分年逐步到位，剩余资金通过银团贷款、发行债券解决。

未来，公司轨道交通项目的资金平衡将依靠沿线规划控制用地出让取得的净收入，南通市财政拨付的轨道交通建设资本金，以及票款收入、广告收入、物业开发收入等其他可用于轨道建设发展的资金来实现。在轨道交通项目建设过程中，公司将延伸投资参与轨道交通相关产业，保障南通市地铁建设，同时带动南通市轨道交通相关产业发展。

总体来看，南通市轨道交通建设尚处于建设阶段，随着1号线一期工程、2号线一期工程建设进度的推进，公司投资压力将增加，同时需关注轨道建设资本金到位情况。

公司水务服务收入来源多样，自来水供应及污水处理基本覆盖主城区，整体运营情况较为稳定，未来随着在建项目的投运，该业务仍具备一定的发展空间

公司水务业务由南通国有资产投资控股有限公司（以下简称“南通国投”）下属子公司南通市水务有限公司（以下简称“南通水务”）负责，南通水务本部负责自来水供应业务，由南通水务子公司南通市东港排水有限公司（以下简称“东港排水”）、南通市洪江排水有限公司（以下简称“洪江排水”）及南通市经济技术开发区通盛排水有限公司、南通市经济技术开发区富民港排水有限公司和南通能达水务有限公司3家污水处理厂主要负责污水处理相关业务。

南通水务系南通市主城区唯一的自来水生产供应企业，集自来水生产、供应、工程设计、工程施工为一体，主要负责南通市全市的自来水管网施工铺设，市区范围的自来水供应以及如东、海门等部分县市的原水供应。截至2020年末，已投入运营的自来水厂共3座，日供水能力共计200万立方米，其中狼山水厂60万立方米/日、洪港水厂60万立方

米/日、崇海水厂 80 万立方米/日。近年来随着南通市区域经济发展及下属水厂扩建并投入运营，公司自来水生产量、销售量持续平稳增长。

表 8：近年南通水务业务运营情况

	2018	2019	2020
日供水能力（万立方米）	200	200	200
生产量（亿立方米）	5.08	5.23	5.40
销售量（亿立方米）	4.66	4.74	4.92
网管漏损率（%）	7.76	8.50	8.01
水压合格率（%）	100	100	100

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

售水结构方面，南通水务的售水类别主要分为原水供应、居民生活用水、行政事业用水、工商用

水和特种用水，其中原水供应、工商用水和生活用水销售量仍为公司主要的售水种类。水价方面，根据江苏省财政厅《关于取消调整部分政府性基金有关政策的通知》（苏财综[2017]17号）的规定，自2017年4月1日起，南通市取消城市公用事业附加费，市区自来水价格相应小幅下调，居民生活用水第一阶梯价格由 2.90 元/立方米调整为 2.84 元/立方米，第二阶梯价格由 3.67 元/立方米调整为 3.61 元/立方米，第三阶梯价格由 5.98 元/立方米调整为 5.92 元/立方米；生产用水到户价由 3.50 元/立方米调整为 3.44 元/立方米；特种用水价格由 4.50 元/立方米调整为 4.38 元/立方米。

表 9：近年南通水务售水结构情况（万立方米、元/立方米）

类别	2018		2019		2020	
	销量	单价	销量	单价	销量	单价
原水供应	31,600.09	0.95	31,818.04	0.95	30,994.10	0.95
生活用水	6,913.15	2.84	7,248.81	2.84	7,569.05	2.84
行政事业用水	321.27	2.87	403.35	2.87	393.06	2.87
工商用水	7,341.59	3.44	7,312.94	3.44	7,296.14	3.44
特种用水	454.16	4.38	645.94	4.38	733.86	4.38
合计	46,565.14	--	47,429.08	--	46,986.21	--

注：单价为到户价，含 0.20 元/立方米的水资源费和 1.10 元/立方米的污水处理费（特种用水的污水处理费为 1.42 元/立方米）。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2020 年末，南通水务在建的水利设施项目为李港水厂，在建项目总投资为 18.46 亿元，已投资 2.04 亿元，李港水厂建成后的水处理能力约 40 万立方米/日。

东港排水承担南通市港闸区 134 平方公里范围内 30 万人的污水处理任务，区域内污水管网基本形成，东港三期改扩建项目上线后，超负荷运转状态已大幅改善。东港排水持有的市、区排水设施总评估价值 9.64 亿元，其中污水管道长度 355.93 公里，雨水管道 517.08 公里。洪江排水承担南通崇川经济开发区约 64 平方公里范围内 65 万人的污水处理任务。截至 2020 年末，东港排水和洪江排水污水处理能力合计为 36.38 万立方米/日，出水水质均为国内最高标准一级 A。

南通市财政局每年向东港排水、洪江排水购买污水处理服务，并根据约定的污水处理单价以及两家排水公司的实际污水处理吨数进行结算。考虑到

南通市水价调升以及两家排水公司污水处理设备更新、扩建导致运营成本上升，自 2015 年起，两家排水公司的污水处理单价提升至 1.30 元/立方米。

表 10：近年污水处理业务运营情况

项目名称	2018	2019	2020
污水处理能力（万立方米/日）	40	40	36.28
污水处理量（万立方米）	10,067	11,680	13,279
污水处理收入（亿元）	0.93	--	0.95

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2020 年末，公司在建、拟建污水工程为通盛排水有限公司三期二阶段扩容工程和洪江排水改造工程，设计处理能力分别为 5 万立方米/日和 40 万立方米/日，项目总投资 32.40 亿元。

表 11：截至 2020 年末公司在建、拟建污水工程情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资	2021 年拟投资
通盛排水有限公司三	2.40	0.90	1.24

二期阶段扩容工程			
洪江排水有限公司改造工程	30.00	--	--
合计	32.40	0.90	1.24

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，自 2014 年起南通市财政局每年向东港排水购买市区排水管网污水运输服务，并支付相应的运输服务费，污水运输服务收费标准根据污水运输服务单价与东港排水实际管理的排水管网长度进行结算。

公司一级子公司南通国源水务有限公司（以下简称“国源水务”）负责应急水源租赁业务。2015 年 11 月 9 日，南通市国资委授权公司管理经营南通市经济技术开发区老洪港应急水源项目资产（以下简称“应急水源”），该工程位于南通经济开发区，当长江饮用水源出现异常时，国源水务将通过应急水源出湖泵站抽水，向洪港、崇海两个水厂同时供水，由水厂进行水处理后通过清水管线输送至用户。平时，应急水源每天向水厂输送约 20 万立方米的原水，以促进水体循环、保持水体新鲜。该业务与污水处理业务一并成为公司水务产业链的组成部分。公司以租赁模式运营该资产，2020 年租赁收入为 1.27 亿元，同比增加 1.26 亿元，租赁收入大幅增长主要系财政以购买服务的方式结算（前期为补贴形式计入其他收益）；受益于此，公司水务服务板块的获利水平有所提升。

总体来看，公司水务服务收入来源多样，其中自来水供应基本覆盖主城区，近年售水量的增加带动自来水销售收入呈增长趋势。污水处理亦处于区域垄断地位，运营情况也较平稳。未来随着供水、污水处理新产能的投入运营，该业务将进一步增长，但投资的资金支出情况需关注。

受港口搬迁及疫情影响，2020 年公司散货的货物吞吐量继续减少，当年港口业务收入规模进一步下降，但随着搬迁工作的完成，近期板块收入有所回升

南通港由海港区与河港区组成，为国家一类对外开放口岸，国家主枢纽港，上海国际航运中心组合港的主要成员，目前南通港口集团有限公司（以

下简称“南通港口集团”）的业务仅在河港区范围内开展。截至 2020 年末，南通港口集团拥有长江岸线 1,206.50 米，码头设计年通过能力 964.50 万吨；总占地面积 94.20 万平方米，其中堆场面积 19.85 万平方米，仓库面积 7.06 万平方米；拥有生产性泊位总数 5 座（均为通用泊位），其中万吨级以上泊位 4 座，最大靠泊能力 7 万吨级。

表 12：近年公司吞吐量及其在南通港吞吐量的占比情况（万吨、万 TEU、%）

	2018		2019		2020	
	吞吐量	占比	吞吐量	占比	吞吐量	占比
货物	5,240.00	19.60	2,035.30	6.05	791.77	2.55
集装箱	40.20	32.00	--	--	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司港口业务主要包括装卸业务、堆存业务、港务业务及其他（含理货、拖轮等）业务，其中装卸业务系其主要收入来源。公司装卸业务主要包括大宗散货中转、件杂货中转、集装箱中转以及专业煤炭、江海中转等业务，主要作业货种有金属矿石（含铁矿石和铜精矿）、非金属矿石（主要是硫磺）、水泥和煤炭等，主要客户包括大型钢铁集团、航运公司、水泥企业、化工及冶金等企业。2020 年及 2021 年 1~3 月，南通港口集团分别实现收入 3.31 亿元和 1.51 亿元，主要受搬迁及疫情影响，2020 年港口业务收入同比减少 1.05 亿元，但随着搬迁事项的完成，2021 年 1~3 月港口业务收入同比增加 1.02 亿元。

公交客运业务亦系合并南通国投新增，具有区域专营性，同时公益性导致该业务经营处于亏损状态，每年财政补贴弥补亏损，随着汽运集团的并表，业务范围增加，成为公司新的收入贡献来源

公司公交客运业务主要由南通国投子公司南通市公共交通总公司（以下简称“公交公司”）运营，公交公司是南通从事市（郊）区客运交通的公用事业企业。

截至 2020 年末，公交公司共有营运车辆 1,499 辆，公交线路 102 条，线路长度 1,637.9 公里，行驶里程 5,198 万公里，拥有公交站点 2,041 个。票价方面，近年来南通市公交票价实行一票制，投币票

价为1元/人或2元/人，IC卡乘车价格标准为执行价格的7折。人次方面，受私家车增加、公交线路优化等因素影响，以及叠加疫情因素，公司公交客运量持续下滑。受此影响，2020年，公交收入为0.80亿元，同比减少0.12亿元。

表 13：近年公司公交客运情况

项目	2018	2019	2020
车辆数（辆）	1,401	1,483	1,499
公交线路（条）	103	107	102
线路长度（公里）	1,606	1,658.4	1,637.9
客运量（万人次）	8,888	8,578	5,142
行驶里程（万公里）	6,126	5,952	5,198

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

由于城市公共交通业务具有很强的公益性，加之每年的车辆维修、保养、燃料和人员工资等费用支出规模较大，公司公交客运业务处于亏损状态，南通市财政每年根据公交公司实际经营亏损情况给予相应资金补贴，2020年，公交公司获得的经营补贴为2.45亿元，同比减少0.38亿元。2020年，公交客运板块实现收入8.19亿元，收入大幅增长主要系2019年南通市政府将汽运集团66.62%股权划入公司。

汽运集团拥有道路客运一级资质和道路货运三级资质，是省市道路旅客运输龙头企业。目前已基本形成以班线客运和城乡公交为主业，农副产品物流、物业租赁、旅游为支柱，驾驶员培训、汽车维修及销售为补充的多元经济协调发展的产业格局；拥有9个一二级客运站和二现代物流园区，营运客车2,500多辆、营运线路600多条、日发班次6,400多班，客运业务覆盖全国18个省、市、自治区。截至2020年末，汽运集团总资产57.65亿元，总负债41.85亿元，2020年营业总收入7.39亿元，净利润0.09亿元。汽运集团的并表，为公司贡献新的收入来源。

总体来看，公交客运业务的运营面临一定压力，尽管随着汽运集团的并入，客运业务收入大幅提升，但整体盈利状况仍需关注。

随着江苏致豪的划入，公司新增商品房开发业务，且近期受益于万濠禧园的竣工交付，板块收入贡献

度显著提高，但未来需持续关注房地产行业政策及市场行情波动的影响

公司商品房开发业务由2020年划入的江苏致豪负责运营。江苏致豪成立于2007年3月16日，注册资本3.9亿元，具备房地产开发壹级资质，经营范围涉及房地产开发，房屋买卖、置换、租赁，装饰装潢服务，建筑工程咨询及管理，旗下拥有南通诚文投资有限公司（全资）、南通致盟房地产开发有限公司（全资）、南通北城致豪房地产开发有限公司（控股）三家子公司。江苏致豪以房地产开发为主业，近年开发了万通城、万濠华府、万濠星城、万濠世家、万濠山庄、万濠瑜园、万濠禧园等商业住宅小区。截至2020年末，上述项目已累计确认销售收入91.07亿元，累计回笼资金合计117.63亿元。2020年及2021年1~3月公司实现商品房开发业务收入分别为0.60亿元和9.84亿元，其中2021年1~3月形成的收入主要来源于万濠禧园项目，由于3月底万濠禧园项目一期对外竣工交付，当期确认收入较多。但值得关注的是，2020年4月住房和城乡建设部将南通市列入房地产市场监测重点城市名单。在当前“稳地价、稳房价、稳预期”的房地产政策目标下，公司的商品房开发业务或面临一定的不确定性因素。中诚信国际将持续关注房地产政策的导向及房地产市场行情的变化对公司该板块业务发展的影响。

在建项目方面，截至2020年末，江苏致豪在建项目为万濠禧园（包含一期和二期），地处永和路南、长青路东侧，地块编号R18016，土地面积5.83万平方米，容积率1.91，总建筑面积15.90万平方米，共870套洋房。该项目计划总投资21.50亿元（包含土地总价10.87亿元），截至2020年末已投资17.20亿元，于2019年5月首次开盘，2020年分别于4月、6月开盘，2020年9月完成清盘，2020年底万濠禧园一期基本完成竣工验收，2021年3月底开始对外交付并结转收入。万濠禧园二期预计在2021年12月竣工验收，2022年1月对外交付。

土地储备方面，公司目前拥有储备土地面积3.40万平方米（位于海门市海门区红海路南、江海

路东侧)，容积率 2，总建筑面积 9.40 万平方米，共 386 套。该地块的土地成交价为 97,976.69 万元，截至 2021 年 5 月底已经支付 75% 土地款，另 25% 土地款将于 7 月付清。2021 年 3 月 19 日，江苏致豪出资 3,400 万元成立南通致盟房地产开发有限公司（以下简称“致盟地产”），2021 年 3 月 26 日江苏致豪与致盟地产办理了国有建设用地使用权出让合同变更协议，该项目由致盟地产负责开发建设，预计于 2021 年 11 月左右首次开盘，2023 年底完成竣工验收。

整体看，江苏致豪拥有较丰富的商品房开发经验，随着个别项目的竣工交付，该业务板块确认较多收入，但同时需关注房地产行业政策及市场行情的变化可能导致的业务波动。

公司绿化服务业务市场化程度较高，绿化业务量的减少致使 2020 年收入有所下滑，但仍为公司营业收入提供补充

公司绿化业务由全资子公司南通市绿化造园开发有限公司（以下简称“绿化造园”）运营。绿化造园拥有城市园林绿化企业一级资质，主要从事绿化服务及花卉苗圃销售等业务。

公司绿化服务包括绿化工程施工和绿化养护，其中绿化工程施工主要系政府性绿化项目，通过招投标方式获取，绿化养护业务主要由南通市级相关部门直接授权经营。此外，绿化造园拥有 100 亩菊花基地和 1,000 亩苗圃基地，培育的花卉及苗圃主要供应南通市政府用于节假日布置以及其他道路布置。2020 年及 2021 年 1~3 月，公司分别实现绿化收入 1.72 亿元和 0.97 亿元，其中 2020 年受疫情因素影响，绿化业务量减少，致使当年收入有所下滑。公司绿化服务业务的获利空间取决于中标项目的定价情况，因定价水平不同，近年绿化业务毛利率有所波动。

总体来看，近年来公司通过招投标积极参与绿化工程施工，市场化程度较高，并通过苗圃花卉销售和绿化养护业务实现多元化经营，丰富了整体的业务结构。

跟踪期内，公司其他业务稳步推进，其中照明业务运营情况良好；保安、金库业务具有区域垄断性和品牌优势，收入实现稳步增长

公司城市照明业务由全资子公司南通市城市照明管理处（以下简称“照明管理处”）运营。照明管理处拥有城市及道路照明工程专业承包二级资质，主要从事照明工程施工、照明设施的日常维护、照明设施的用电管理等业务。

照明管理处的照明工程项目分为市级、区级和开发商项目。此外，自 2014 年起，南通市财政局每年向公司及其下属企业照明管理处购买照明服务，并向其支付照明服务费。照明服务包括路灯设施维护管理服务 and 用电管理服务。2020 年及 2021 年 1~3 月，公司照明工程施工及城市照明服务收入分别为 1.13 亿元和 0.002 亿元，2019 年起公司不再确认城市照明服务收入，相关运营成本由财政拨款弥补，2020 年得益于板块的良好运营，收入同比增加 0.33 亿元；2021 年一季度确认的收入较少系收入确认时点集中于年末。

公司保安业务主要由南通市保安服务有限公司（以下简称“保安公司”）负责，其中保安公司本部负责保安和金库业务，保安公司下属南通市红旗机动车驾驶员培训有限公司（以下简称“红旗驾校”）及南通市通安机动车检测有限公司（以下简称“通安检测”）分别负责培训业务和检测业务。

保安公司包括人防、技防、武装押运和金库四大业务。人防业务方面，保安公司常年为机关、企事业单位提供人防服务，即保安员派驻服务。技防业务方面，主要指联网报警业务，由于保安公司是南通市唯一一家与 110 联网报警的保安公司，与其他民营保安公司相比，具有竞争优势，因此该业务利润率较高。

武装押运及金库方面，由于该业务在国内尚未市场化，仅有国有企业可以运营，受益于业务的垄断性，该业务成为保安公司规模最大、经济效益最好的业务，主要为银行提供钞票押运服务，即将钞票在金库和银行各个网点/ATM 之间押运。考虑到南通市银行业的金库及凭证库的市场需求较大，保

安公司计划分两期完成金库和银行凭证库项目的工程建设,该项目占地面积 3.83 万平方米,建筑面积为 7.98 万平方米,预计总投资 3.90 亿元;其中一期建筑面积为 5.00 万平方米,投资额为 2.80 亿元,于 2018 年底投入运营。金库项目建成后,公司新增尾箱寄库、金库租赁及托管、现金清分及凭证保管等业务,未来金库收入将逐步增长,形成稳定现金流入。2020 年及 2021 年 1~3 月,公司保安和金库业务收入分别为 2.45 亿元和 0.73 亿元,其中 2020 年同比增加 0.26 亿元。

总体来看,公司近年积极推进多元化业务发展,其中保安和金库业务依托于显著的区域垄断性和品牌优势,相关业务收入稳步增长,为整体营收贡献良好的现金流补充。

财务分析

以下分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的 2018 年审计报告、经中汇会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的 2019 年审计报告、经信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的 2020 年审计报告以及公司未经审计的 2021 年 1~3 月财务报表,其中 2018 年采用 2019 年期初数,2019 年采用 2020 年期初数,2020 年为期末数据,各期报表均执行新会计准则。

主要受益于汽运集团和南通路桥等公司的并表,公司收入来源更趋多元化,2020 年收入规模呈现大幅增长,但期间费用大幅增加侵蚀较多经营所得,整体盈利依赖政府补助、投资收益和营业外损益

2020 年,公司营业总收入为 45.03 亿元,同比增长 43.48%。其中,主要受搬迁及疫情影响,2020 年公司港口业务收入同比减少 1.05 亿元至 3.31 亿元;此外,受益于汽运集团并表,2020 年公司公交客运收入增幅较为显著,当年公交客运收入为 8.19 亿元,同时南通路桥和江苏致豪的并表带来了新的收入来源,当年路桥工程和商品房开发收入分别为 8.37

亿元和 0.60 亿元。2021 年 1~3 月,公司确认商品房开发收入 9.84 亿元,加之路桥工程业务、自来水供应等业务稳步推进,当期营业总收入为 21.67 亿元,同比增长 203.55%。

分板块来看,受基础设施建设业务收入确认方式调整的影响,2020 年以来板块毛利率呈现大幅上升。公司绿化业务市场化程度较高,通过招投标积极参与绿化工程施工,由于中标项目的利润率相对较高,2020 年以来毛利率有所上升。城市照明业务近年毛利率稳中有升,主要系 2019 年以来公司不再确认照明服务收入,毛利率有所提高。公司保安业务具有垄断性和品牌优势,该业务收入稳步增长且毛利率较高。主要受私家车分流、线路优化影响,公司公交客运业务收入呈下降趋势,业务呈亏损状态,尽管汽运集团的并表一定程度改善了板块的获利表现,但收入成本仍处于倒挂。受货物吞吐量减少等因素影响,公司 2020 年港口业务毛利率呈现继续下滑。2021 年 1~3 月,公司路桥工程业务得益于精细化管理对成本的控制,当期毛利率上升至 27.00%;保安业务毛利率较上年全年有所下降,系由于部分合同未签订,当期收入归集不完全;自来水供应业务由于将原来的政府补贴改为财政购买服务性质,记入收入,使得板块毛利率提高至 31.00%。

表 14: 近年公司营业毛利率情况 (%)

毛利率	2018	2019	2020	2021.1~3
城市基础设施建设	7.41	6.03	55.25	97.00
路桥工程	---	--	7.22	27.00
污水服务	6.06	--	--	--
绿化业务	14.02	13.36	21.22	24.00
城市照明	7.73	9.25	19.14	100.00
保安业务	22.32	29.96	29.16	18.00
垃圾处理	12.87	46.80	--	--
自来水供应	53.36	18.05	20.04	31.00
公交客运	-298.23	-284.33	-23.74	-54.53
港口业务	27.14	15.81	14.46	-4.00
担保业务	100.00	100.00	76.10	--
管片销售	25.24	23.76	29.42	25.00
混凝土销售	--	-8.01	22.48	10.00
收益、利息类	99.93	95.21	--	--
商品房开发	--	--	52.67	20.00
其他	29.40	30.39	45.36	53.00
综合	17.11	11.71	12.23	14.72

资料来源：根据公司提供财务报告整理

期间费用方面，主要受并表范围扩大的影响，2020年公司期间费用增幅较大，同比增长40.48%。公司管理费用亦增加显著，主要是职工薪酬和折旧及摊销成本等。随着对外融资规模的扩大，公司利息支出亦有所增长，但公司将大部分利息支出进行利息资本化，故与有息债务增幅相比，财务费用增幅相对缓慢。整体看，公司近年期间费用率波动较明显，但对利润的侵蚀程度偏高，期间费用控制能力有待加强。

表 15：近年公司盈利能力相关指标（亿元、%）

项目名称	2018	2019	2020	2021.1-3
销售费用	2.25	2.60	3.97	1.11
管理费用	4.70	6.31	8.30	2.07
财务费用	1.45	2.46	3.59	0.34
期间费用合计	8.41	11.38	15.97	3.53
期间费用率	19.35	36.14	35.47	16.28
其他收益	3.91	7.69	10.88	1.88
经营性业务利润	2.24	-0.39	0.24	1.25
投资收益	2.01	2.84	2.48	1.69
营业外损益	0.04	0.27	3.72	0.19
利润总额	4.15	2.76	5.98	3.20

资料来源：根据公司提供财务报告整理

2020年公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益和营业外损益构成，其中经营性业务利润主要来自于其他收益。其他收益主要是政府补助，包括自来水及污水经营补助、公交经营补贴、港口停产停业经营损失补偿、担保经营补贴、垃圾处理财政补贴等，均与公司主业相关，2020年获得的政府补助同比增加3.19亿元。公司投资收益主要来自可供出售金融资产在持有期间的投资收益和权益法核算的长期股权投资收益，2020年相对稳定。2020年公司营业外损益3.72亿元，主要系当年折价收购南通路桥支付对价小于其公允价值形成的负商誉3.56亿元，计入营业外收入。受益于此，2020年，公司实现利润总额5.98亿元，同比增加3.22亿元，取得净利润4.05亿元，同比增加2.11亿元。2021年一季度，公司盈利表现向好，当期实现利润总额和净利润分别为3.20亿元和2.49亿元。

主要受合并范围扩大影响，公司资产及负债规模增

幅较大，同时得益于政府注资，自有资本实力进一步增强，尽管融资规模的扩大致使财务杠杆水平逐年上升，但财务结构仍属稳健

主要受益于并表范围的扩大，公司近年总资产规模增长，总负债亦随着合并范围的扩大而增加。同时，主要随着南通市国资委的注资、南通国投等公司的合并以及盈利积累，公司自有资本实力稳步提升。公司资本公积包括子公司的股权、财政资金及部分土地房产等。

财务杠杆方面，随着并表范围的扩大及各项业务的发展，公司外部融资需求上升，财务杠杆比率逐年提高。2020年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为57.80%和47.76%，同比分别提高4.81和2.67个百分点。2021年3月末，资产负债率和总资本化比率分别进一步上升至59.27%和49.15%。

表 16：近年公司所有者权益主要构成情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
实收资本	130.85	144.85	154.85	154.85
资本公积	111.68	108.99	114.52	109.93
未分配利润	46.24	47.29	50.19	54.29
所有者权益合计	343.11	374.04	385.43	384.23

资料来源：根据公司提供财务报告整理

从资产构成来看，近年公司流动资产和非流动资产比例趋于接近，2020年末公司流动资产占当期总资产比例为48.29%。流动资产方面，2020年末公司流动资产主要由存货、其他应收款、货币资金、其他流动资产和应收账款构成，占流动资产的比例分别为43.52%、22.00%、21.52%、4.72%和4.07%。随着工程建设的稳步推进，2020年末公司存货同比增长9.66%，主要包括工程施工114.46亿元和开发成本69.25亿元，工程施工为基础设施建设成本，开发成本主要系政府划拨至南通国投的待开发土地资产，面积共有44.26万平方米，其中城镇住宅用地为21.61万平方米，剩余为商业、住宅和其他商服。2020年末公司其他应收款（含应收利息和应收股利）主要是公司与政府部门及其他企业的往来款，前五大应收对象金额合计占比为91.00%，应收集中度较高，累计计提坏账准备0.66亿元，账龄集中在1年及1至2年，受资金往来变化的影响，

2020 年末其他应收款同比下降 26.97%，2021 年 3 月末余额较期初增长 49.84%，对于非经营性往来款，南通市财政局已制定详细的回款计划，预计 2021~2026 年每年各回款 10.00 亿元，2027 年预计回款 3.60 亿元，但鉴于款项回收周期偏长，仍需关注往来款资金占用对资产流动性的影响。2020 年末公司货币资金中受限货币资金为 0.47 亿元，受限金额较小。其他流动资产主要是理财产品、留抵增值税、委托贷款、联濠资产债权收益权等。应收账款主要为应收工程款，随着南通路桥的并表，应收账款同比增加 12.96 亿元。

表 17：截至 2020 年末公司其他应收款余额前五大明细（亿元、%）

单位名称	余额	款项性质	占比	账龄
南通市财政局	65.26	资金往来	68.59	1-2 年
南通招通置业有限公司	10.14	资金往来	10.66	1 年以内
市铁路办	7.31	资金往来	7.68	2-3 年
兴东机场	2.08	资金往来	2.18	1-2 年
灌云北环建设投资开发有限公司	1.75	资金往来	1.84	1 年以内
合计	86.53	-	91.00	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

非流动资产方面，2020 年末公司非流动资产主要由在建工程、固定资产、他非流动资产、长期股权投资和可供出售金融资产构成，占非流动资产比例分别为 36.56%、22.54%、11.19%、9.93%和 9.21%。公司在建工程主要包括轨道交通 1 号线一期工程、轨道交通 2 号线一期工程，2020 年末同比增长 49.54%，主要系轨道交通投资规模扩大所致。公司固定资产主要为房屋建筑物及机器设备，2020 年末同比增长 16.94%，主要系合并范围增加所致。2020 年公司追加对江苏沪通大桥有限责任公司（以下简称“沪通大桥”）的投资，并新增对南通招通置业有限公司（以下简称“招通置业”，经营范围包括房地产开发；旅游项目开发；商业运营管理；工程管理；物业管理；商务咨询服务）的投资，带动年末长期股权投资同比增长 20.20%；当年末公司长期股权投资对象分别是平安南通城市发展投资基金中心（有限合伙）14.50 亿元、沪通大桥 8.93 亿元、南通天

生港发电有限公司 7.96 亿元、沪宁城际铁路股份有限公司 5.65 亿元和招通置业 2.00 亿元。2020 年末公司可供出售金融资产的投资对象主要系创投基金及南通本地企业，投资标的较为分散。公司其他非流动资产主要系道路桥梁、园林绿化、污水处理、应急水源、城市照明等市政公益性资产。2021 年 3 月末，公司资产结构较期初基本保持稳定。

表 18：近年公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	101.87	89.10	93.10	81.90
应收账款	7.78	6.58	19.55	18.56
其他应收款	103.45	130.29	95.14	142.57
存货	179.28	171.65	188.23	180.71
其他流动资产	29.27	20.04	30.97	21.50
流动资产	423.68	419.78	432.54	455.51
可供出售金融资产	36.57	32.38	44.25	42.90
长期股权投资	44.44	39.74	47.76	48.45
固定资产	74.56	92.66	108.36	108.80
在建工程	40.84	117.54	175.78	183.19
其他非流动资产	38.19	49.27	53.78	58.06
非流动资产	256.64	375.83	480.76	487.79
资产总额	680.33	792.62	913.31	943.30

注：上表中其他应收款含应收利息和应收股利

资料来源：根据公司提供财务报告整理

从负债构成来看，2020 年末公司非流动负债占当期总负债的比例为 56.59%，主要由应付债券、长期借款和长期应付款构成，其中应付债券规模较大，主要系公司发行中期票据、短融、债务融资工具等产品，当年末应付债券同比增长 71.27%，主要系 2020 年新发行南通市财政局 1 号线一期工程政府专项债、南通市财政局 2 号线一期工程政府专项债、20 南通汽运 MTN001、20 南通汽运 MTN002 等债券所致；长期应付款主要系公司收到的轨道交通专项资金、投资平安南通城市发展投资基金中心（有限合伙）形成的应付款项，当年末长期应付款有所减少，主要是财政拨款的轨道交通专项资金 10 亿元转入实收资本。2020 年以来，主要随着各项业务的稳步推进，公司外部融资规模进一步扩大，当年末长期借款较上年末增长 26.73%。2020 年末公司流动负债主要为短期借款、应付账款、其他应付

款和一年内到期的非流动负债，其中其他应付款主要系公司与政府部门及其他企业的资金往来款、押金及保证金、工程款等。应付账款主要为应付工程款，当年末大幅增长 113.62%，主要由于南通路桥并表新增工程施工业务。2020 年末公司预收款项同比增加 28.17 亿元，主要系当年纳入合并范围的江苏致豪销售房地产所形成。一年内到期的流动负债主要为一年内到期的应付债券和长期借款，随着一年内到期债务的偿付，年末余额同比下降 41.35%。截至 2021 年 3 月末，公司负债结构较期初基本保持稳定。

表 19：近年公司主要负债情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
短期借款	12.99	23.09	24.39	25.46
应付账款	15.90	32.71	69.88	39.14
其他应付款	36.69	29.98	29.98	75.98
预收款项	2.21	3.46	31.63	22.99
一年内到期的非流动负债	34.95	78.47	46.03	26.46
流动负债	112.23	182.55	229.14	218.17
长期借款	85.56	103.01	130.54	142.75
应付债券	106.20	91.00	130.17	155.19
长期应付款	23.96	31.12	23.24	27.25
非流动负债	224.99	239.03	298.74	340.90
负债合计	337.22	421.58	527.88	559.07

注：上表中其他付收款含应付利息和应付股利

资料来源：根据公司提供财务报告整理

有息债务方面，受并表范围及融资规模扩大的影响，近年总债务规模大幅上升，2020 年末总债务大幅增长 14.74%至 352.35 亿元，2021 年 3 月末进一步上升至 371.34 亿元，2020 年及 2021 年 3 月末短期债务/总债务分别为 25.92%和 19.68%，短期债务占比有所波动，但以长期债务为主的结构符合公司基础设施代建周期较长的业务特点。

2020 年，公司经营活动现金流转为大幅净流入，货币资金/短期债务及经营活动净现金流/利息支出指标有所回升，且整体融资渠道畅通，能对债务偿还形成一定支撑

经营活动现金流方面，2020 年，主要由于本期合并范围新增南通路桥和江苏致豪，以及收回部分

往来款，当年经营活动现金流转入净流入状态；2021 年 1~3 月为净流出 15.33 亿元。投资活动现金流方面，近年公司投资活动净现金流呈持续净流出状态，主要系购买理财产品和轨道交通建设支出，2020 年随着上述相关支出的增加，投资活动现金流净流出规模进一步扩大。筹资活动现金流方面，2020 年公司筹资活动净现金流呈持续净流入状态，主要系南通市国资委对公司的增资款、公司取得银行借款和发行债券。

表 20：近年公司现金流及偿债指标（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流	25.39	-17.81	18.89	-15.33
投资活动净现金流	-40.90	-48.05	-62.26	-24.46
筹资活动净现金流	81.16	53.37	47.62	24.90
总债务	245.43	307.09	352.35	371.34
EBITDA	11.83	11.57	19.73	6.09
经营活动净现金流/利息支出	2.58	-1.90	2.13	-9.62
总债务/EBITDA	20.75	26.55	17.86	15.25*
EBITDA 利息保障倍数	1.20	1.23	2.22	3.82
货币资金/短期债务	2.13	0.80	1.02	1.12
收现比	1.08	1.05	1.45	0.93

注：带*指标已经年化处理。

资料来源：根据公司提供财务报告整理

从偿债指标看，受益于利润总额的增加，2020 年公司 EBITDA 规模同比增长 73.83%。但受有息债务规模攀升速度较快影响，2020 年 EBITDA 对总债务保障程度呈弱化态势，货币资金对短期债务的覆盖能力略有回升，经营活动净现金流亦能实现对利息的有效覆盖。

从债务到期分布来看，2021 年 4~12 月~2024 年及以后公司到期债务本息合计分别为 106.83 亿元、47.04 亿元、10.95 亿元和 220.35 亿元，2021 年为偿债高峰期，公司面临一定偿付压力。

公司外部授信备用流动性较充裕，但存在一定规模的受限资产，且对外担保规模较大，面临一定代偿风险

银行授信方面，截至 2021 年 3 月末，公司获得银行授信总额 563.74 亿元，已使用 187.92 亿元，未使用 367.82 亿元，备用流动性较好。

受限资产方面，截至 2021 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 223.05 亿元，占期末总资产的比例为 23.65%，主要包括在建工程 171.52 亿元、投资性房地产 16.31 亿元、应收账款 6.46 亿元，固定资产和无形资产 28.76 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司对外担保余额合计 81.18 亿元，占期末所有者权益的比例为 21.13%，均为对国有企业担保，代偿风险仍需关注。

表 21：截至 2021 年 3 月末公司对外担保情况（万元）

担保方	被担保方	担保借款余额
南通城建	南通滨海园区控股发展有限公司	50,000.00
南通国有资产投资控股有限公司	南通江海融资租赁有限公司	4.10
南通国有资产投资控股有限公司	南通粮油集团有限公司	1,750.00
南通城建	南通天一置业有限公司	120,000.00
南通国有资产投资控股有限公司	南通文化旅游产业发展集团有限公司	100,000.00
南通城建	南通沿海开发集团有限公司	100,000.00
南通城建	南通招通置业有限公司	10,000.00
南通国有资产投资控股有限公司	平安（南通）城市发展投资基金（有限合伙）	350,000.00
南通城建	南通市中央创新区建设投资有限公司	80,000.00
合计	-	811,754.10

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况，公司的债务性筹资渠道包括银行贷款、发行债券等，根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2021 年 5 月 26 日，公司未出现银行借款和已发行债务融资工具逾期未偿付情形。

外部支持

公司保持了在南通市市属国企中的重要地位，业务发展亦能够得到政府的持续有力支持

公司为市属一类企业，重点实施城市道路、桥

梁、轨道交通、园林绿化等城市基础设施建设，城市公交、水务服务等公用事业运营及以担保为主的金融业务，在南通市国有企业中具有重要地位。南通市政府在资本注入和股权划转方面给予公司有力支持。

股权划转方面，2020 年 6 月 30 日，南通市国资委将南通产控所持江苏致豪 70% 的股权无偿划转给公司。

资本注入方面，2020 年 4 月南通市财政将转入的 14 亿元轨道专项资金转增注册资本。后经多次增资，2021 年 3 月末，公司注册资本¹已增至 163.25 亿元。

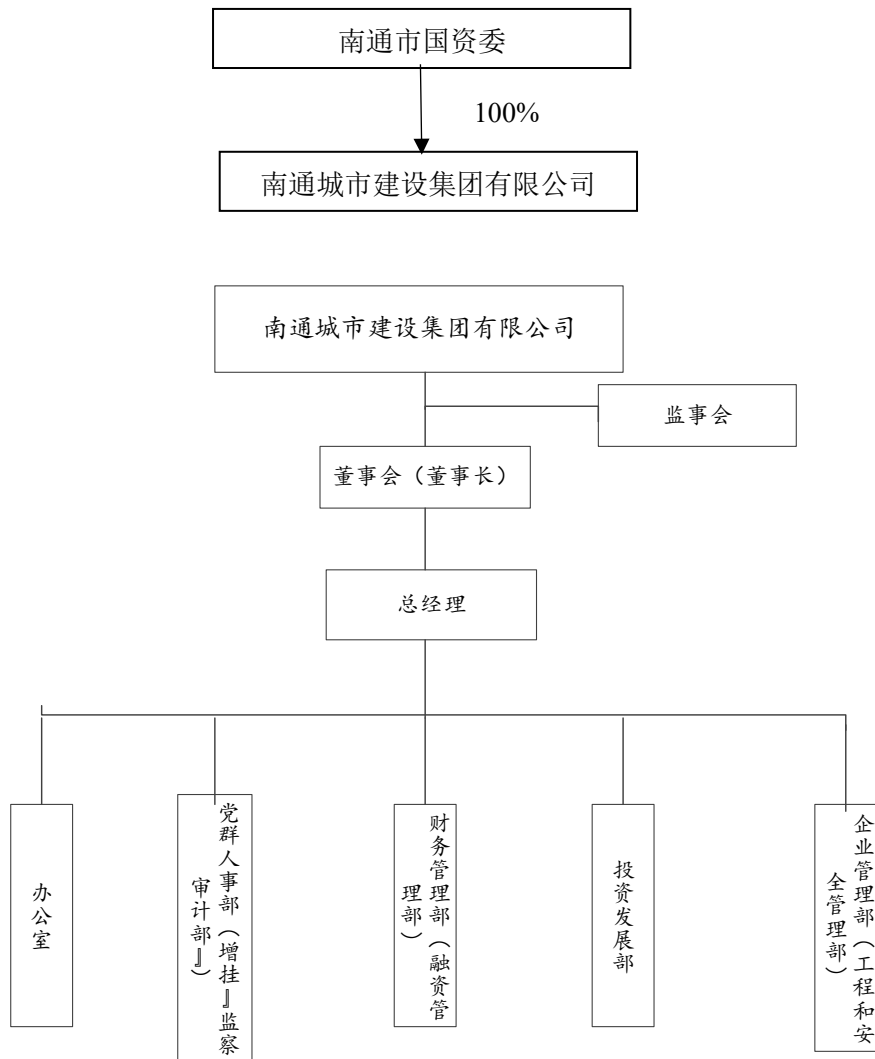
综上所述，考虑到公司在南通市城市基础设施建设中的重要地位以及获得南通市政府的有力支持，中诚信国际认为公司整体具备了极强的抗风险能力。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持南通城市建设集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 通城 01”和“21 通城 02”的债项信用等级为 **AAA**。

¹ 注册资本工商变更正在进行中。

附一：南通城市建设集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：南通城市建设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：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	1,018,723.56	891,036.47	931,006.37	818,997.91
应收账款	77,803.68	65,839.61	195,472.34	185,588.23
其他应收款	1,031,183.23	1,303,746.09	951,446.49	1,425,676.50
存货	1,792,832.53	1,716,455.46	1,882,272.82	1,807,112.55
长期投资	810,077.72	721,111.91	920,166.15	913,433.51
在建工程	408,364.38	1,171,139.39	1,757,790.94	1,831,853.57
无形资产	194,893.46	240,222.00	207,410.80	187,891.49
总资产	6,803,266.04	7,958,181.46	9,133,082.55	9,432,997.59
其他应付款	365,568.50	310,670.25	299,751.67	759,779.13
短期债务	479,362.37	1,117,392.76	913,201.95	730,824.40
长期债务	1,974,943.09	1,953,485.92	2,610,319.47	2,982,535.05
总债务	2,454,305.46	3,070,878.68	3,523,521.42	3,713,359.45
总负债	3,372,176.68	4,215,805.97	5,278,759.81	5,590,742.14
费用化利息支出	16,717.90	28,979.64	42,155.07	4,608.16
资本化利息支出	81,786.25	64,675.29	46,512.06	11,332.75
实收资本	1,308,510.00	1,448,510.00	1,548,510.00	1,548,510.00
少数股东权益	394,073.24	599,910.88	550,125.98	552,060.39
所有者权益合计	3,431,089.36	3,742,375.49	3,854,322.75	3,842,255.46
营业总收入	434,578.27	314,795.13	450,339.26	216,746.64
经营性业务利润	22,412.92	-3,911.15	-2,410.72	12,500.34
投资收益	20,080.93	28,448.30	24,833.65	16,888.32
净利润	30,863.39	21,542.14	40,451.66	24,850.47
EBIT	58,207.16	56,591.12	101,957.94	36,643.04
EBITDA	118,299.72	115,650.11	197,279.41	60,859.14
销售商品、提供劳务收到的现金	471,056.83	329,305.25	652,050.47	200,848.35
收到其他与经营活动有关的现金	378,043.77	266,176.45	320,249.92	53,097.79
购买商品、接受劳务支付的现金	360,508.15	186,500.37	437,566.57	212,763.08
支付其他与经营活动有关的现金	96,413.48	444,971.97	161,815.96	133,330.47
吸收投资收到的现金	308,026.88	249,817.50	96,311.61	22,422.07
资本支出	415,851.49	655,287.49	691,492.90	303,364.41
经营活动产生现金净流量	253,872.48	-178,124.28	188,859.26	-153,331.93
投资活动产生现金净流量	-408,972.75	-480,468.80	-622,631.55	-244,624.28
筹资活动产生现金净流量	811,586.57	533,718.75	476,154.99	248,975.76
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	17.11	11.96	12.23	14.72
期间费用率(%)	19.35	36.14	35.47	16.28
应收类款项/总资产(%)	16.35	17.21	13.42	17.68
收现比(X)	1.08	1.05	1.45	0.93
总资产收益率(%)	1.30	0.77	1.19	1.58*
资产负债率(%)	49.57	52.97	57.80	59.27
总资本化比率(%)	41.70	45.07	47.76	49.15
短期债务/总债务(%)	19.53	36.39	25.92	19.68
FFO/总债务(X)	0.03	0.03	0.03	-0.17
FFO 利息倍数(X)	0.76	0.86	1.28	-9.62
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	2.58	-1.90	2.13	-9.62
总债务/EBITDA(X)	20.75	26.55	17.86	15.25*
EBITDA/短期债务(X)	0.25	0.10	0.22	0.33*
货币资金/短期债务(X)	2.13	0.80	1.02	1.12
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.20	1.23	2.22	3.82

注：1、2021年1-3月财务报表未经审计；2、中诚信国际分析时将“其他流动负债”中的带息债务纳入短期债务核算，将“长期应付款”中的带息债务纳入长期债务核算；3、带*指标已经年化处理。

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
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	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
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	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
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

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)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。

附四：信用等级符号及定义

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	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

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

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

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

短期债券等级符号	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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。