



# 2021年南通外向型农业综合开发区农村产业融合发展建设项目收益债券2022年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监: 

# 2021年南通外向型农业综合开发区农村产业融合发展建设项目收益债券2022年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AAA	AAA
评级日期	2022-06-22	2021-06-30

## 债券概况

**债券简称：**21南通农业项目债/21通农债

**债券剩余规模：**6.00亿元

**债券到期日期：**2028-03-23

**偿还方式：**每年付息一次，分次还本，第3-7个计息年度每年偿还20%本金

**增信措施：**本期债券设置差额支付与保证担保双重增信措施，由如东县金鑫交通工程建设投资有限公司按约定对应付本息差额部分提供差额支付承诺，江苏省信用再担保集团有限公司为本期债券提供保证担保

## 联系方式

**项目负责人：**范俊根

fanjg@cspengyuan.com

**项目组成员：**顾春霞

guchx@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

## 评级观点

- 中证鹏元对如东金海岸投资开发集团有限公司（以下简称“金海岸公司”或“公司”）及其2021年3月23日发行的项目收益债券（以下简称“本期债券”）的2022年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AAA，发行主体信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：如东县经济实力较强，公司作为如东县的基础设施建设主体之一，主要负责南通外向型农业综合开发区（以下简称“农综区”）的基础设施建设业务，业务具有一定可持续性，且获得较大的外部支持，如东县金鑫交通工程建设投资有限公司（以下简称“金鑫建设”）提供的差额补足承诺和江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保提升了本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到了募投项目建设进度不及预期，且未来项目收益存在不确定性，公司整体资产流动性较弱，面临较大的资金压力，同时面临一定的偿债压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

## 未来展望

- 预计公司业务具有一定可持续性，将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
总资产	70.22	67.58	62.00
所有者权益	53.06	51.78	50.57
总债务	15.47	14.44	9.32
资产负债率	24.43%	23.37%	18.44%
现金短期债务比	2.66	1.19	0.82
营业收入	3.31	3.65	3.35
其他收益	0.84	0.70	0.70
利润总额	1.41	1.37	1.24
销售毛利率	21.68%	20.38%	18.94%
EBITDA	1.48	1.43	1.28
EBITDA利息保障倍数	1.54	1.46	2.59
经营活动现金流净额	0.78	-2.27	-0.77
收现比	113.49%	93.12%	71.96%

资料来源：公司2017-2019年三年连审及2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

## 优势

- 如东县大力发展化工新材料、新能源等新兴主导产业，经济实力较强。**如东县拥有全国一类开放口岸-洋口港，如东县依托港口优势，加速沿海产业集聚，大力发展化工新材料、新能源等新兴主导产业，经济实力较强，在全国县域经济百强榜中排名较为靠前。
- 公司工程建设业务具有一定可持续性。**公司是如东县的基础设施建设主体之一，主要负责农综区的基础设施建设，截至 2021 年末，公司在建代建基础设施项目有一定规模，且农综区的港区基础设施配套仍有待完善，后续业务具有一定可持续性。
- 公司获得的外部支持力度仍较大。**2021 年公司收到江苏省南通外向型农业综合开发区管理委员会（以下简称“农综区管委会”）的财政补贴 0.84 亿元，有效提升了公司盈利水平。
- 差额补足承诺和保证担保提升了本期债券的信用水平。**本期债券由金鑫建设提供差额补足承诺，江苏再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，经中证鹏元综合评定，金鑫建设、江苏再担保的主体信用等级分别为 AA+、AAA，上述增信措施有效提升了本期债券的信用水平。

## 关注

- 募投项目建设进度不及预期，且未来项目收益存在不确定性。**募投项目投资规模较大，项目建设进度不及预期；此外，项目建成后的收益易受市场需求、产品价格等因素影响，能否实现预期收入亦存在不确定性。
- 公司资产流动性较弱。**公司资产以其他应收款、存货和无形资产为主，其中其他应收款回款时间存在一定不确定性，存货主要为土地成本，无形资产均为海域使用权，受限比例较高，短期内均难以集中变现。
- 公司面临较大的资金压力。**截至 2021 年末，公司主要在建项目尚需投入资金规模较大。
- 公司面临一定的偿债压力。**2021 年末公司总债务规模同比有所增加，资产负债率同比略有提升。
- 公司存在一定或有负债风险。**截至 2021 年末，公司对外担保余额为 7.58 亿元，占同期末净资产的 14.29%，被担保企业系地方国有企业，但未采取反担保措施。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
项目收益类债务融资工具评级方法	py_ff_2016V1.0
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
	区域风险状况	较低		有效净资产规模	4
	GDP 规模	4		资产负债率	6
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	6
业务状况	地区人均 GDP/全国人均 GDP	5	财务风险状况	现金短期债务比	7
	公共财政收入	3		收现比	6
	区域风险状况调整分				
	经营状况	弱			
	业务竞争力	3			

业务持续性和稳定性	6		
业务多样性	2		
业务状况等级	中等	财务风险状况等级	较小
指示性信用评分			aa-
调整因素	无	调整幅度	0
独立信用状况			aa-
外部特殊支持调整			1
公司主体信用等级			AA

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AAA	2021-06-30	范俊根、顾春霞	<a href="#">项目收益类债务融资工具评级方法 (py_ff_2016V1.0)</a> 、 <a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	AAA	2021-1-11	毕柳、杨培峰	<a href="#">项目收益类债务融资工具评级方法 (py_ff_2016V1.0)</a> 、 <a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

## 二、本期债券募集资金使用情况

公司于2021年3月23日发行7年期6亿元2021年南通外向型农业综合开发区农村产业融合发展建设项目收益债券，票面利率为5.50%，募集资金计划用于南通外向型农业综合开发区农村产业融合发展建设项目（以下简称“募投项目”），截至2022年5月4日，本期债券募集资金专项账户余额为12.46万元。

## 三、募投项目分析

### （一）项目基本情况

本期债券募投项目预计总投资为14.47亿元，2020年开工建设，原预计完工时间为2022年5月，截至2022年4月末，项目已投资5.93亿元，项目建设进度不及预期。

### （二）项目运营情况

本期债券募投项目建成后，项目运营收入包括农产品种植区出租、生产收入和冷链加工区出租收入。截至2021年4月末，募投项目仍处于建设期，尚未实现运营收入。根据本期债券募投项目可行性研究报告，按经营期为10年测算，本期债券募投项目预计将形成营业总收入42.80亿元，经营期内募投项目营业收入预测情况如下表所示。

表1 募投项目营业收入估算表（单位：万元）

序号	项目	经营期					
		1	2	3	4-6各年	7-9各年	10
一	营业收入	35,979.23	42,059.84	42,675.45	43,353.25	44,098.83	44,918.98
(一)	农业项目收入	34,132.40	39,597.40	39,597.40	39,967.40	40,374.40	40,822.10
1	出租收入	2,960.00	3,700.00	3,700.00	4,070.00	4,477.00	4,924.70
1.1	大棚出租收入	960.00	1,200.00	1,200.00	1,320.00	1,452.00	1,597.20
1.2	智能温室出租收入	2,000.00	2,500.00	2,500.00	2,750.00	3,025.00	3,327.50
2	生产收入	31,172.40	35,897.40	35,897.40	35,897.40	35,897.40	35,897.40
2.1	大棚蔬菜生产收入	7,020.00	7,020.00	7,020.00	7,020.00	7,020.00	7,020.00
2.2	大棚精品水果生产收入	1,620.00	5,400.00	5,400.00	5,400.00	5,400.00	5,400.00
2.3	大棚普通瓜类生产收入	20,250.00	20,250.00	20,250.00	20,250.00	20,250.00	20,250.00
2.4	智能温室蔬菜生产收入	702.00	702.00	702.00	702.00	702.00	702.00

2.5	智能温室瓜果生产收入	405.00	1,350.00	1,350.00	1,350.00	1,350.00	1,350.00
2.6	智能温室花卉生产收入	1,175.40	1,175.40	1,175.40	1,175.40	1,175.40	1,175.40
(二)	冷链加工区出租收入	1,846.83	2,462.44	3,078.05	3,385.85	3,724.43	4,096.88
1	厂房及配套出租收入	1,452.63	1,936.84	2,421.05	2,663.15	2,929.46	3,222.41
2	冷库出租收入	394.20	525.60	657.00	722.70	794.97	874.47

注：经营期按照项目开始运营后开始计算；募投项目为农村产业开发项目，不需要交城建税、教育费附加等费用。

资料来源：公司提供

需注意的是，本期债券募投项目建设进度不及预期，且在建设过程中可能存在成本价格上涨以及其他不可抗拒的自然灾害等问题，将导致募投项目实际投资超出预算等情况。此外，募投项目建成后主要通过大棚、厂房、冷库等出租及自营生产等方式实现收益，项目收益能否达到预期受宏观经济、市场需求波动等因素影响，存在不确定性。

## 四、发行主体分析

### (一) 发行主体基本情况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变化，截至2022年4月末，公司注册资本和实收资本均为25,000万元，控股股东及实际控制人均为如东县投资管理办公室（以下简称“如东投资办”），持股比例为58%，公司股权结构参见附录二。2021年公司合并范围未发生变化，2021年末公司合并范围子公司共1家，具体情况参见附录四。

2021年5月，公司名称由“如东金海岸绿色产业发展有限公司”变更为“如东金海岸投资开发集团有限公司”。

### (二) 外部运营环境

#### 宏观经济和政策环境

**2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升**

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。

固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场的需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

**2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势**

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金

贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

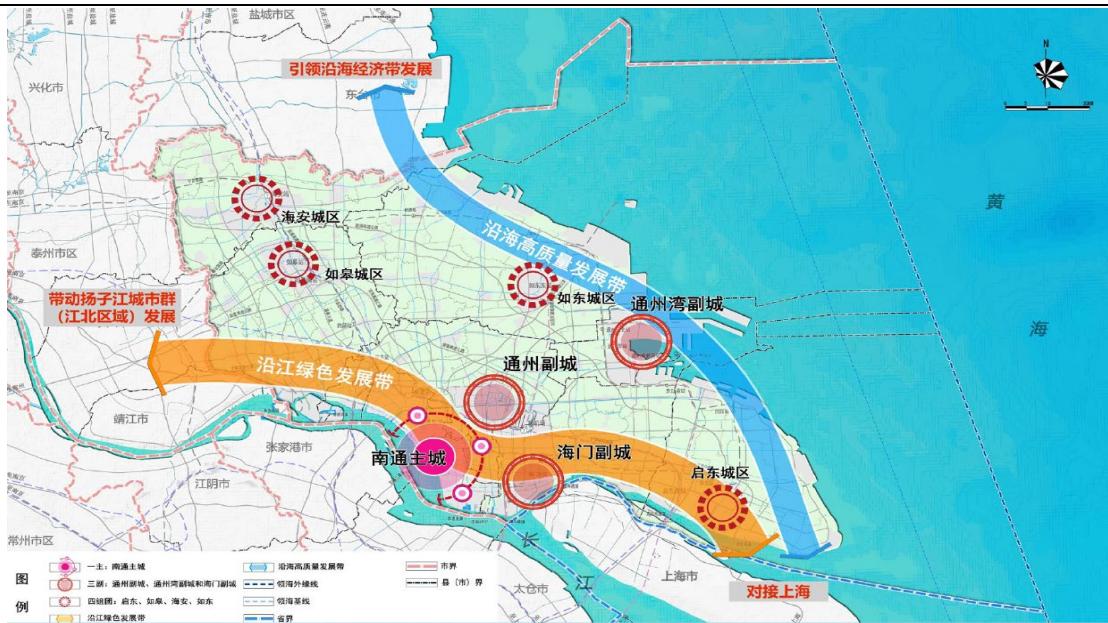
目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

## 区域经济环境

如东县临近黄海，拥有全国一类开放口岸-洋口港，近年县域经济实力和财力不断增强，依托港口优势，加速沿海产业集聚，大力发展化工新材料、新能源等新兴主导产业

**区位特征：**如东县临近黄海，拥有全国一类开放口岸-洋口港，近年洋吕铁路、通苏嘉甬铁路如东延伸段、如通苏湖铁路等重大交通项目规划实施。如东县隶属于江苏省南通市，南与通州区为邻，西与如皋市接壤，西北与海安县毗连，东面和北面濒临南黄海，陆域面积 2,122 平方千米，管辖海域面积 4,555 平方千米。截至 2021 年末，全县下辖 3 个街道、12 个乡镇，另设有六个功能区（如东县经济开发区、如东沿海经济开发区、如东洋口港经济开发区、如东东安科技园区、如东沿海旅游经济开发区和南通外向型农业开发区），年末如东县常住人口 87.95 万人，户籍人口 99.26 万人，整体人口呈净流出状态。如东县临近黄海，有较强的海洋、滩涂资源优势，海岸线全长 106 公里，占江苏省的 1/9，滩涂 104 万亩，占南通市的二分之一，如东县的洋口港为全国一类开放口岸，对外开放共 6,910 米岸线，15 个泊位，为配合洋口港建设，海洋铁路、洋口运河、临海高等级公路等相继建成，如东县交通条件和区位优势得到进一步的提升，且洋口港位于上海一个半小时经济圈。交通方面，近年如东县交通路网日益完善，通苏嘉甬如东延伸线、如通苏湖城际铁路成功纳入长三角多层次轨道交通规划，并列入省铁路发展“十四五”开工建设项目库，将加速如东接轨上海及与高铁沿线发达城市间的联通互动。近年南通至小洋口高速、如常高速东延、启扬高速河口互通等多项工程纳入上位规划，洋吕铁路、洋通高速二期工程开工建设，S355 路面改造方案设计通过省级审查，228 国道八号桥改造主体完工；“十四五”期间，如东县将重点推进 S222 如东段、启扬高速公路如东互通至如东城区连接线等线路，并持续完善港口、公路、物流园区、产业园区等重要节点与干线网路的衔接，建设“江海互通、多式联运”的现代综合交通体系，进一步强化区位优势。

图1 南通市区位图



资料来源：南通市规划局网站，中证鹏元整理

**经济发展水平：**如东县县域经济实力不断增强，第二产业始终占据主导地位，2021年消费品市场和对外贸易的快速回暖，有力拉动经济增长。近年如东县地区生产总值增速波动提升，但经济总量在南通各区县中排名末位，三次产业结构由2019年的8.0: 49.7: 42.3调整为2021年的7.5: 49.7: 42.7，产业结构相对稳定，第二产业始终占据主导地位。在2021年中郡研究所发布的全国县域经济百强榜中，如东排名第33位，比上年度前进4位，县域经济实力不断增强。2021年如东县人均GDP为14.46万元，是全国人均GDP的178.57%，在南通市各区县仅次于海门区和海安市且显著高于全国平均水平。近年如东县固定资产投资增速波动下滑，2021年同比增长6.4%，其中工业投资同比增长13.8%，服务业投资同比下滑5.8%；房地产市场方面，2021年全年房地产开发投资51.47亿元，同比增长20.4%，但商品房施工面积和竣工面积分别同比下滑1.1%和53.8%。2021年如东县消费品市场和对外贸易快速回暖，有力拉动经济增长。土地市场方面，近年如东县土地成交面积持续下滑，主要是工业用地成交面积持续减少，但受益于不断提升的楼面价，整体土地成交总价持续提升，2019-2021年分别为88.22亿元、116.24亿元和141.97亿元。住宅用地方面，近年如东县成交住宅用地面积和成交价均有所波动，但平均楼面价从2019年的3,533.23元/平方米升至2021年的4,767.21元/平方米。

表2 南通市2021年各区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
崇川区	1,631.54	8.90%	136,326	126.00	76.10
通州区	1,594.17	9.20%	126,587	76.72	189.52
海门区	1,569.33	9.40%	158,119	79.01	168.86
如皋市	1,432.41	8.50%	116,201	77.81	136.97

启东市	1,345.94	8.40%	139,548	77.81	152.40
海安市	1,343.09	9.10%	153,980	69.50	151.36
<b>如东县</b>	<b>1,272.24</b>	<b>8.90%</b>	<b>144,597</b>	<b>68.50</b>	<b>147.26</b>

资料来源：南通市各区县统计公报和财政预决算报告，中证鹏元整理

**表3 如东县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,272.24	8.9%	1,155.11	5.9%	1,053.42	6.7%
固定资产投资	-	6.4%	-	10.3%	-	7.8%
社会消费品零售总额	477.80	17.4%	406.95	0.6%	397.3	5.2%
进出口总额	506.84	28.3%	395.31	4.7%	377.19	-6.6%
人均GDP（元）		144,597		131,263		107,734
人均GDP/全国人均GDP		178.57%		182.75%		153.73%

注：“-”表示数据未公布。

资料来源：2019-2021年如东县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

**产业情况：**如东县发展重心转向沿海开发，依托港口优势，加速沿海产业聚集，大力发展化工新材料、新能源等新兴主导产业，未来将着力构建“2+2+2”新型产业体系。近年随着国家沿海战略的推进，如东县发展重心转向沿海开发，依托港口优势，如东县利用滩涂围垦形成的土地资源兴起数个工业园区，加速沿海产业聚集，大力发展化工新材料、新能源等新兴主导产业。化工新材料方面，如东县化工企业主要集中在如东洋口港经济开发区和沿海开发区。新能源方面，如东县拥有丰富的太阳能、风能、潮汐能、生物质能等绿色能源，绿色能源产业在全国处于领先水平，如东县拥有丰沛的风能资源，建有全国最大的海上风电场，已先后引进了江苏龙源风力发电有限公司、中水电新能源公司等多家风力发电公司。“十四五”期间，如东县将围绕新能源、新材料两大支柱产业，安全防护、食品两大传统产业，新一代信息技术、生命健康两大战略性新兴产业，着力构建如东“2+2+2”新型产业体系。服务业方面，近年以港口物流、黄海旅游为主的现代服务业加速发展，洋口港现代物流园成功创建省级生产性服务业集聚示范区，洋口港保税物流中心（A）正式获批，如东小洋口旅游度假区获评“中国温泉之乡”。截至2021年末，如东县主要上市公司包括中天科技（600522.SH）、海力风电（301155.SZ）、恒辉安防（300952.SZ）、爱朋医疗（300753.SZ）等。

**财政及债务水平：**近年如东县财力快速提升，但仍居南通各区县末位，公共财政收入较好，但财政自给能力偏弱。2021年，如东县实现一般公共预算收入68.50亿元，同比增长14.1%，财力在南通各区县排名末位但增幅排名靠前，近年税收收入占比始终保持在80%以上，整体公共财政收入质量较好。2021年如东县财政自给率提升至46.80%，但整体财政自给能力仍偏弱。近年如东县国有土地出让收入持续增长，2019-2021年政府性基金收入复合增长率达106.92%。近年如东县债务规模持续提升，2021年地方政府债务限额为209.69亿元，年末地方政府债务余额为192.92亿元。

**表4 如东县主要财政指标情况 (单位: 亿元)**

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	68.50	60.02	57.70
税收收入占比	82.33%	84.22%	83.50%
财政自给率	46.80%	44.52%	43.53%
政府性基金收入	147.26	126.51	68.71
地方政府债务余额	193.92	158.78	146.7

注: 财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%。

资料来源: 2019-2021年如东县财政预算报告、政府网站等, 中证鹏元整理

**投融资平台:** 截至 2021 年末, 如东县已发债的平台数量较多, 已发债的主要平台中一级平台五家, 分别是如东县东泰社会发展投资有限公司 (以下简称“如东东泰”)、金鑫建设、如东县通泰投资集团有限公司 (以下简称“如东通泰”)、南通开元投资开发集团有限公司 (以下简称“开元投资”) 和金海岸公司, 除开元投资控股股东为如东县政府国有资产监督管理办公室 (以下简称“如东国资办”) 外, 其余四家公司控股股东均为如东投资办, 如东东泰是如东县最为核心的平台, 是县内综合性国有资产运营主体; 金鑫建设是如东县主要的交通基础设施投资建设主体, 如东通泰和开元投资分别是如东县高新区和如东县经济开发区的主要基础设施建设主体, 金海岸公司负责农综区范围内的土地整理开发、工程施工等业务。如东东泰下属重要子公司包括如东县开泰城建投资有限公司 (以下简称“开泰城建”) 和江苏洋口港建设发展集团有限公司 (以下简称“洋口港集团”), 其中开泰城建是如东县重要的基础设施建设主体, 洋口港集团是洋口港经济开发区的主要建设运营主体, 详见下表。如东县城投公司数量较多, 整体债务体量较大。

**表5 如东县主要城投平台情况 (单位: 亿元)**

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
如东东泰	如东投资办	504.83	55.29%	51.60	435.13	如东县最核心的平台, 是综合性国有资产运营主体, 从事如东县内的土地整理、工程施工、供气、房产销售等业务
金鑫建设	如东投资办	285.73	40.04%	19.35	168.97	如东县主要的交通基础设施投资、建设和运营主体
开泰城建	如东东泰	219.05	54.18%	27.67	130.51	如东县重要的城市基础设施建设、水利设施建设、保障性住房建设主体
洋口港集团	如东东泰	242.54	50.82%	23.67	206.34	江苏洋口港的开发主体, 主要负责省级洋口港经济开发区 (包括海上作业区或狭义的港区、临港工业区、现代物流园区及港口新城区四个功能区) 的开发建设与运营

如东县新天地投资发展有限公司	江苏东和投资集团有限公司	96.08	52.81%	7.02	86.24	如东县沿海经济开发区的重要基础设施建设主体
开元投资	如东国资办	56.50	56.33%	7.17	66.53	如东县经济开发区的主要基础设施和保障房建设主体
如东通泰	如东投资办	62.30	64.01%	9.25	95.56	如东县高新区重要的基础设施建设主体，主要负责区域内的安置房建设、基础设施建设和园区开发
金海岸公司	如东投资办	51.78	23.37%	3.65	14.44	负责农综区范围内土地整理开发、工程施工等业务

注：财务数据为 2020 年末/2020 年度。

资料来源：Wind、债券发行人公告，中证鹏元数据库，中证鹏元整理

### （三）经营与竞争

公司主要从事农综区范围内土地整理开发、工程施工、项目管理、港口经营、农业种植、水产养殖等业务。2021年公司结算的工程建设项目规模有所下降，当期确认的工程建设收入有所减少，受此影响，2021年公司营业收入有所下降。毛利率方面，公司工程建设业务毛利率稳定，租赁业务毛利率仍处于较高水平，随着高毛利率的租赁业务收入占比提升，2021年公司销售毛利率小幅提高。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设	29,667.52	16.26%	33,504.91	16.26%
租赁业务	2,753.92	78.37%	2,413.26	77.63%
代收水电费	652.29	28.67%	560.88	19.84%
合计	33,073.72	21.68%	36,479.04	20.38%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

**2021年公司工程建设收入较上年有所下降，考虑到开发区基础设施配套仍有待完善，后续业务具有一定可持续性，但同时随着在建项目的陆续投入，公司面临较大的资金压力**

工程建设业务主要系公司代建的各类基础设施项目，委托方系农综区管委会，代建的项目主要系农综区范围内的道路设施、水利设施、海堤设施等基础设施项目，代建协议约定公司负责项目的建设工作，每年按项目成本加成20%与农综区管委会结算收入。但部分项目在建设过程中，农综区管委会会垫付部分建设资金，对于该类项目，在实际结转时则按照成本加成15%左右的比例结算收入。

2021年公司对风光大道及掘苴垦区河道整治标段项目、如东刘埠一级渔港及掘苴河闸下移工程进行

结算，实现工程建设收入2.97亿元，较上年有所减少，业务毛利率为16.26%，与上年持平。

表7 2020-2021年公司工程建设业务收入明细（单位：万元）

年份	项目名称	确认成本	确认收入
2021年	风光大道及掘苴垦区河道整治标段项目	15,090.11	18,020.23
	如东刘埠一级渔港	9,753.42	11,647.29
	合计	<b>24,843.53</b>	<b>29,667.51</b>
2020年	如东刘埠一级渔港	28,056.95	33,504.91
	合计	<b>28,056.95</b>	<b>33,504.91</b>

注：上表中部分合计数与单项加总差异系由四舍五入尾差导致。

资料来源：公司提供

截至2021年末，公司主要在建的代建基础设施项目主要包括食品产业园项目、风光大道及掘苴垦区河道整治标段项目、如东掘苴河闸下移工程、掘苴垦区工程项目等，计划总投资合计13.54亿元，截至2021年末已投资金额合计4.42亿元，尚需投资9.12亿元。整体上看，农综区的港区基础设施配套仍有待完善，公司作为区域内主要的基础设施建设主体，后续业务具有一定可持续性。

表8 截至2021年末公司主要在建的代建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资
食品产业园项目	5.00	0.20	4.80
风光大道及掘苴垦区河道整治标段项目	3.50	1.82	1.68
如东掘苴河闸下移工程	2.09	1.47	0.62
掘苴垦区工程项目	1.00	0.06	0.94
万亩海参园项目	0.80	0.20	0.60
渔港大道二期项目等零星工程	0.30	0.18	0.12
东海社区标准梨园建设	0.25	0.14	0.11
加工区经一路	0.20	0.11	0.09
污水处理厂建设	0.20	0.08	0.12
刘埠大道项目	0.20	0.16	0.04
合计	<b>13.54</b>	<b>4.42</b>	<b>9.12</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，截至2022年4月底，公司在建的自营项目南通外向型农业综合开发区农村产业融合发展建设项目（本期债券募投项目）计划投资14.47亿元，已投资5.93亿元，尚需投资8.54亿元。综合来看，随着在建项目的投入，公司面临较大的资金压力。

2021年公司租赁业务收入有所增长且毛利率仍处于较高水平，对公司利润形成一定补充，代收水电费业务规模仍较小，对公司盈利影响有限

公司租赁收入主要是海域使用权及2019年划入的“东润公司代建掘苴垦区资产”<sup>1</sup>的租赁收入，2021年公司实现租赁业务收入0.28亿元，较上年有所增长，毛利率仍处于较高水平，对公司利润形成了一定补充。公司代收水电费业务主要系在租户租赁期间，公司按照基础价格加成一定比例向租户收取水电费，根据客户需求开具增值税发票，其余部分按无票收入入账。2021年公司实现的代收水电费收入较上年有所增加，但规模仍较小，对公司盈利影响有限。

#### 公司仍获得较大的外部支持

公司作为如东县重要的融资平台，在财政补助方面仍获得较大的外部支持，2021年公司收到农综区管委会的财政补贴0.84亿元，有效提升了公司盈利水平。

### （四）财务分析

以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并范围无变化，截至2021年末，公司合并范围子公司情况见附录四。

#### 资产结构与质量

##### 2021年公司资产总额有所增长，但仍以其他应收款、存货和无形资产为主，整体资产流动性较弱

2021年末公司资产总额同比有所增长，公司资产仍以流动资产为主。

2021年末公司使用受限的货币资金账面余额为0.80亿元，系用于质押借款的定期存单，占全部货币资金的11.22%。2021年末公司应收账款较上年末小幅减少，主要为对农综区管委会的应收款，占比为99.99%。其他应收款主要系应收其他单位的往来款，2021年末其他应收款较上年末略有增加，应收前五大应收对象的金额合计占比99.68%，应收对象主要为政府部门及其控制单位，回收风险总体可控，但公司其他应收款规模较大，且未来回收时间存在一定的不确定性，对公司营运资金形成较大占用。存货是公司最主要的资产，2021年末公司存货账面余额较上年增加，包括土地开发成本27.54亿元（其中出让的商业用地账面价值为11.05亿元，划拨的农用地账面价值为15.26亿元）以及代建项目的开发成本2.43亿元。

非流动资产方面，2021年末公司投资性房地产包括0.82亿元房产及0.89亿元土地土地使用权，其中土地使用权已抵押0.78亿元，占投资性房地产的45.99%；公司无形资产均系划拨的海域使用权，其中已

---

<sup>1</sup> 包括土地租赁经营权、地面上的建筑物、构筑物、相关设备设施、水系配套与河道、道路、供电线路、自来水管道配套、高效设施水产养殖池等资产。

抵押5.19亿元，占无形资产账面价值的33.27%。

整体来看，2021年末公司资产总额同比有所增长，但资产仍以其他应收款、存货和无形资产为主，其中其他应收款回款时间存在一定不确定性，存货主要为土地成本，无形资产均为海域使用权，受限比例较高，短期内均难以集中变现，且无形资产中受限资产规模较大，公司整体流动性较弱。

**表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.13	10.15%	5.91	8.74%
应收账款	3.00	4.27%	3.43	5.07%
其他应收款	12.11	17.25%	12.06	17.85%
存货	29.97	42.68%	28.81	42.64%
<b>流动资产合计</b>	<b>52.21</b>	<b>74.36%</b>	<b>50.20</b>	<b>74.29%</b>
投资性房地产	1.70	2.42%	1.76	2.61%
无形资产	15.60	22.22%	15.60	23.09%
<b>非流动资产合计</b>	<b>18.01</b>	<b>25.64%</b>	<b>17.37</b>	<b>25.71%</b>
<b>资产总计</b>	<b>70.22</b>	<b>100.00%</b>	<b>67.58</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

## 收入质量与盈利能力

### 2021年公司营业收入有所下降，政府补助对公司利润贡献较大

2021年公司营业收入较上年有所下降，主要系当期确认工程建设收入下降所致。截至2021年末，公司在建的基础设施项目尚有一定规模，后续业务具有一定可持续性。毛利率方面，2021年公司销售毛利率较上年小幅提升。业务回款方面，2021年收现比为113.49%，较2020年有所提升，公司业务回款表现较好。2021年公司收到政府补助款0.84亿元，占利润总额的比重为59.57%，政府补助对公司利润贡献较大。

**表10 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

指标名称	2021年	2020年
收现比	113.49%	93.12%
营业收入	3.31	3.65
营业利润	1.42	1.30
其他收益	0.84	0.70
利润总额	1.41	1.37
销售毛利率	21.68%	20.38%

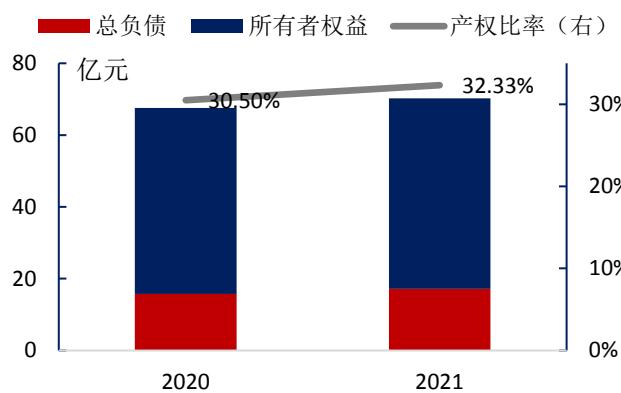
资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

## 公司总债务有所增加，面临一定的偿债压力

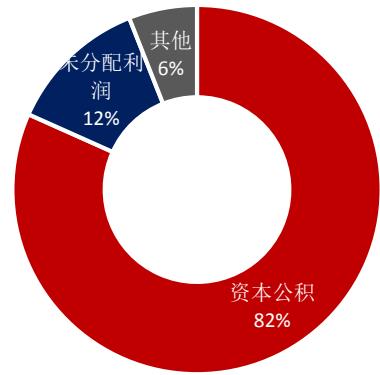
随着公司融资规模的增长，2021年末公司负债总额较上年末有所提高。公司所有者权益以资本公积为主，主要系政府向公司注入的土地使用权及海域使用权，2021年末公司所有者权益规模较上年末小幅增长。2021年末公司产权比率为32.33%，较上年末有所提高，公司所有者权益对负债的保障程度仍较好。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 3 2021 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

从公司负债结构上来看，公司负债以非流动负债为主。流动负债方面，2021年末公司短期借款规模较小且较上年末有所下降，公司应付票据减少至0，系应付银行承兑汇票到期所致。2021年末公司一年内到期的非流动负债较上年末有所增长，主要系即将到期的长期借款增加。

非流动负债方面，随着借款到期偿还，2021年末公司长期借款账面余额较上年末有所减少，包括保证借款4.39亿元、抵押借款3.51亿元以及抵押加保证借款0.21亿元，其中2.26亿元即将到期计入一年内到期的非流动负债。此外，2021年公司新发行本期债券，使得应付债券账面余额有所增加，本期债券票面利率为5.50%。

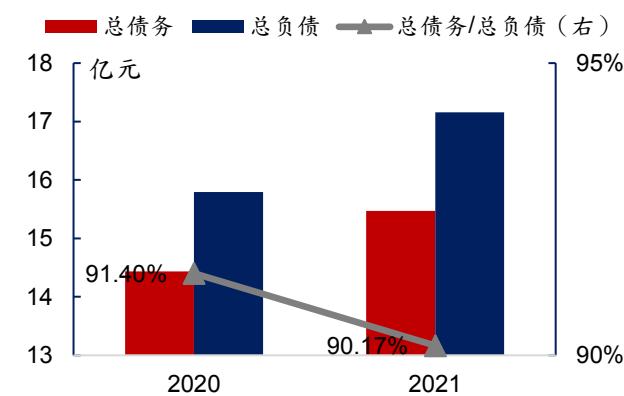
表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.42	2.45%	1.18	7.47%
应付票据	0.00	0.00%	1.80	11.40%
一年内到期的非流动负债	2.61	15.23%	1.97	12.44%
<b>流动负债合计</b>	<b>4.37</b>	<b>25.48%</b>	<b>6.30</b>	<b>39.91%</b>
长期借款	5.84	34.07%	8.00	50.62%
应付债券	6.94	40.45%	1.50	9.47%
<b>非流动负债合计</b>	<b>12.78</b>	<b>74.52%</b>	<b>9.49</b>	<b>60.09%</b>
<b>负债合计</b>	<b>17.16</b>	<b>100.00%</b>	<b>15.79</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

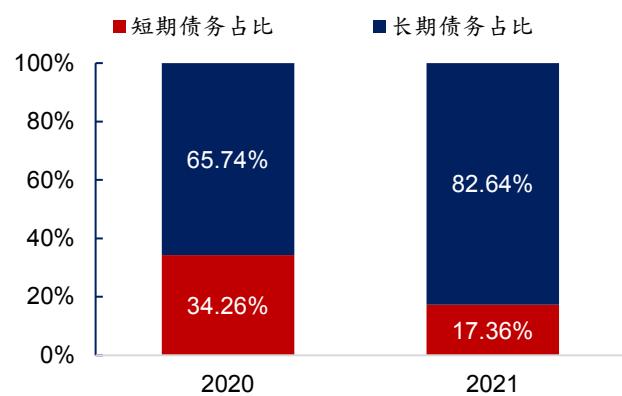
2021年末，公司总债务规模为15.47亿元，同比增长7.13%，占负债总额的90.17%，从债务结构来看，公司短期债务占总债务的比例为17.36%，相较于2020年末占比有所下降。总体来看，公司总债务有所增加，面临一定的偿债压力。

图4 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图5 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，2021年末，公司资产负债率为24.43%，较2020年末略有提升。现金短期债务比为2.66，较2020年末提升幅度较大，货币资金对短期债务的保障程度有所增强。2021年末公司EBITDA利息保障倍数为1.54，公司盈利水平对利息的保障程度有所增强。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2021年	2020年
资产负债率	24.43%	23.37%
现金短期债务比	2.66	1.19
EBITDA 利息保障倍数	1.54	1.46

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## （五）其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年2月23日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

### 或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保余额为7.58亿元，占同期末净资产的14.29%，被担保企业均为地方国有企业，但未采取反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

**表13 截至 2021 年末公司对外担保情况 (单位: 亿元)**

被担保单位	担保金额	担保起始日	担保约定到期日
如东县新天地投资发展有限公司	3.38	2020-11-11	2027-11-10
如东县新天顺投资集团有限公司	4.20	2021-5-28	2036-5-27
<b>合计</b>	<b>7.58</b>	-	-

资料来源：公司提供

## 五、增信措施分析

### (一) 差额补偿

#### 金鑫建设提供的差额补偿措施有效提升了本期债券的信用水平

金鑫建设作为本期债券的差额补偿人，在本期债券还本付息日前20个工作日，若偿债专户内资金不足以偿付本期债券当期应付本息，金鑫建设须补足偿债专户余额与本期债券当期应付本息的差额部分。

金鑫建设是由如东投资办和如东县兴东交通建设投资有限公司于2007年2月共同出资设立，初始注册资本1.00亿元。后经多次增资及股权变更，截至2021年末，金鑫建设注册资本为52.18亿元，控股股东为如东投资办，持股比例为100.00%。

金鑫建设是如东县重要的交通基础设施投融资和建设主体之一，目前主要从事交通基础设施和城市基础设施等工程建设、土地开发整理、绿化养护等业务。2020-2021年金鑫建设分别实现营业收入19.35亿元和17.82亿元，销售毛利率分别为16.13%和17.42%，营业收入规模有所下降，销售毛利率水平有所上升。

**表14 金鑫建设营业收入及毛利率构成 (单位: 万元)**

项目	2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务	<b>172,490.36</b>	<b>15.90%</b>	<b>188,843.16</b>	<b>15.13%</b>
工程代建	28,256.42	100.00%	27,062.82	100.00%
土地转让	58,332.26	-3.63%	-	-
商品贸易	78,695.17	0.42%	155,475.36	0.40%
绿化养护	5,629.25	12.00%	5,526.28	12.00%
工程检测	1,577.27	18.10%	778.70	29.16%
其他业务	<b>5,666.87</b>	<b>63.68%</b>	<b>4,700.36</b>	<b>56.41%</b>
<b>合计</b>	<b>178,157.23</b>	<b>17.42%</b>	<b>193,543.52</b>	<b>16.13%</b>

资料来源：金鑫建设 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年末，金鑫建设资产总额为549.52亿元，所有者权益为307.76亿元，资产负债率为43.99%。2021年度金鑫建设实现营业收入17.82亿元，实现利润总额5.24亿元，经营活动现金流净额为-13.16亿元。

**表15 金鑫建设主要财务指标 (单位: 亿元)**

项目	2021年	2020年
总资产	549.52	476.51
所有者权益	307.76	285.73
总债务	-	168.97
资产负债率	43.99%	40.04%
现金短期债务比	-	1.04
营业收入	17.82	19.35
其他收益	2.30	1.80
利润总额	5.24	4.52
销售毛利率	17.42%	16.13%
EBITDA	-	5.10
EBITDA 利息保障倍数	-	1.09
经营活动现金流净额	-13.16	-24.27
收现比	1.17	1.04

资料来源: 金鑫建设 2020-2021 年审计报告, 中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定, 金鑫建设主体信用等级为 AA+, 其提供的差额补偿措施有效提升了本期债券的信用水平。

## (二) 保证担保

### 江苏再担保提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平

本期债券由江苏再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保, 担保范围包括债券本金及利息, 以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保人承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起二年。债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的, 担保人免除保证责任。

江苏再担保原名江苏省信用再担保有限公司, 成立于2009年12月, 初始注册资本30.00亿元, 是江苏省人民政府牵头组建的省级再担保机构。经过多次增资和股权变更, 截至2021年末, 江苏再担保注册资本和实收资本均为98.98亿元, 控股股东和实际控制人均为江苏省财政厅, 持股比例为22.11%, 其他股东主要为江苏省地方各级政府和国有企业。

**表16 截至 2021 年末江苏再担保股权结构**

股东名称	出资额 (万元)	持股比例 (%)
江苏省财政厅	218,892.43	22.11
江苏省国信集团有限公司	44,000.00	4.45
江苏国经控股集团有限公司	33,000.00	3.33
常高新集团有限公司	33,000.00	3.33

启东国有资产投资控股有限公司	33,000.00	3.33
宿迁市人民政府	27,522.94	3.12
江苏金信金融控股集团有限公司	26,007.80	2.78
丹阳市金融控股集团有限公司	22,000.00	2.22
扬州市邗江区人民政府国有资产监督管理办公室	22,000.00	2.22
扬州广陵国有资产投资运营有限公司	22,000.00	2.22
如皋市人民政府	22,000.00	2.22
常州市钟楼新城投资建设有限公司	22,000.00	2.22
扬州经济技术开发区开发总公司	22,000.00	2.22
扬州龙川控股金融投资有限公司	20,000.00	2.02
其他 34 名股东	422,331.73	42.21
<b>合计</b>	<b>989,754.90</b>	<b>100.00</b>

资料来源：江苏再担保 2021 年审计报告，中证鹏元整理

江苏再担保是江苏省财政厅直接管理的省级再担保机构，主要在江苏省内经营直接担保、再担保、投资、融资租赁、小额贷款和典当等业务，其子公司江苏省融资再担保有限责任公司（以下简称“江苏融资再担”）承担构建完善江苏省政府性融资担保体系的政策职能。担保业务收入、融资租赁业务收入和利息收入是江苏再担保的三大收入来源，2021年分别占营业总收入的64.46%、19.10%和9.15%。江苏再担保的担保业务收入以直接担保业务收入为主，利息收入主要来自信托产品、委托贷款、小额贷款、典当业务等。随着各项业务的发展，近年江苏再担保营业总收入实现较快增长。

**表17 2019-2021 年江苏再担保营业总收入构成情况（单位：亿元）**

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	14.58	64.46%	11.40	52.85%	10.25	56.13%
其中：直接担保费收入	11.03	48.76%	9.59	44.46%	7.86	43.04%
再担保费收入	3.55	15.69%	1.81	8.39%	2.39	13.09%
融资租赁业务收入	4.32	19.10%	4.33	20.07%	3.34	18.29%
利息收入	2.07	9.15%	5.38	24.94%	4.24	23.22%
其他	1.20	5.31%	0.00	0.00%	0.01	0.05%
其他业务收入	0.46	2.03%	0.46	2.13%	0.40	2.19%
<b>合计</b>	<b>22.62</b>	<b>100.00%</b>	<b>21.57</b>	<b>100.00%</b>	<b>18.26</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：江苏再担保 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

江苏再担保的担保业务包括直保业务和再担保业务，客户主要集中于江苏省内，受益于江苏省经济发展情况良好，担保业务承接情况较好，特别是直保业务规模不断增长。截至2021年末，江苏再担保担保业务担保余额为1,813.91亿元，其中直保余额占比为67.86%；再担保业务余额为582.94亿元，占期末担保余额的32.14%。

**表18 江苏再担保担保业务开展情况（合并口径）（单位：亿元）**

项目	2021年	2020年	2019年
期末担保余额	1,813.91	1,579.59	1,414.71
其中：直保余额	1,230.98	1,037.13	832.84
融资担保业务	1,212.10	1,031.79	827.87
直接融资担保	794.60	628.90	550.40
间接融资担保	388.42	385.72	269.49
非融资担保业务	18.88	5.34	4.98
再担保余额	582.94	542.46	581.87
当期新增担保额	1,300.42	1,221.50	880.93
当期解除担保额	1,066.09	1,056.62	831.87
期末直保责任余额*	789.04	626.99	509.60
当期担保代偿额	2.26	1.37	2.64
当期担保代偿率	0.21%	-	-
融资担保放大倍数*	7.78	7.31	6.90
累计担保代偿率	0.21%	0.20%	0.21%
累计代偿回收率	33.79%	28.68%	28.70%

注：\*为母公司口径。

资料来源：江苏再担保提供，中证鹏元整理

江苏再担保直接融资担保业务保持较快发展。直接融资担保方面，江苏再担保的直接融资担保业务以债券担保为主。截至2021年末江苏再担保直接融资担保余额为1,212.10亿元，同比增长17.48%，占同期末直保业务余额的98.47%，担保债券主要为江苏省内主体信用级别AA级及以上的地方国有企业发行的城投债。

间接融资担保方面，在宏观经济下行背景下，中小企业经营压力上升，为了控制风险，近年江苏再担保优化间接融资担保业务结构，收缩大额贷款担保业务的同时，积极创新业务和产品，推动普惠类贷款担保业务发展。近年江苏再担保间接融资担保业务规模有所上升，截至2021年末江苏再担保间接融资担保余额为388.42亿元，同比增长0.70%。

再担保业务方面，江苏再担保于2010年正式开展再担保业务，引入地方政府参股，目前在江苏省内13个地级市均设立了分公司，实现省内业务全覆盖。2020年，为更好的对接国家担保基金业务，江苏再担保正逐步将自身再担保业务转移至子公司江苏融资再担进行统一管理。截至2021年末，江苏再担保的再担保余额为582.94亿元，同比上升7.46%。

担保业务质量方面，2021年江苏再担保当期担保代偿额为2.26亿元，同比增加64.96%；当期担保代偿率为0.21%。从代偿回收情况看，截至2021年末累计代偿回收率为33.79%，较2019年末提升5.09个百分点，但回收情况仍有待提升。截至2021年末应收代偿款账面余额为4.06亿元，较年初减少19.76%；已计提1.05亿元减值准备，占应收代偿款账面余额的25.86%。在宏观经济下行压力增大以及疫情反复等因素影响下，需持续关注担保项目的风险情况和代偿回收情况。

资产方面，得益于资本的持续增加，近年来江苏再担保总资产规模快速增长，截至2021年末总资产规模为264.83亿元，2019-2021年年复合增长率为24.03%。资产结构方面，江苏再担保资产主要由货币资金、交易性金融资产、发放贷款与垫款、长期应收款和其他权益工具投资组成构成。截至2021年末，江苏再担保的货币资金为37.93亿元，其中受限资金为2.65亿元，主要包括拟用于代偿项目的银行存款以及因质押、保理、监管等原因导致使用受限的货币资金。截至2021年末，江苏再担保交易性金融资产为45.99亿元，较上年末出现大幅增长，主要系2021年采用新金融工具准则，信托产品、资管计划等被调整至该科目同时对外投资力度增加所致。发放贷款及垫款主要包含小额贷款和典当两部分，截至2021年末，江苏再担保发放贷款及垫款账面价值为26.45亿元，同比增加26.17%，主要系小额贷款业务快速发展所致。截至2021年末，江苏再担保非流动资产规模为98.21亿元，较2019年增长29.51%，主要包括长期应收款、债权投资和其他权益工具投资等。截至2021年末，江苏再担保不良类融资租赁资产余额为1.20亿元，占融资租赁资产总额的2.04%，已累计计提坏账准备1.11亿元。在宏观经济下行的背景下，江苏再担保的融资租赁资产质量需持续关注。

负债和所有者权益方面，截至2021年末，江苏再担保负债总额为106.24亿元，较2019年上升57.05%，其中包括短期借款12.95亿元、担保赔偿准备金18.14亿元、未到期责任准备金7.04亿元、长期借款15.22亿元和应付债券5.61亿元，合计占总负债的比例为55.94%。得益于增资扩股、永续债发行和经营积累，江苏再担保净资产规模持续提升，截至2021年末所有者权益158.59亿元，较2019年末增长23.18%，其中实收资本98.98亿元，较2019年末增长31.74%。截至2021年末江苏再担保融资担保放大倍数为7.78，整体而言，融资担保放大倍数仍处于较高水平。

盈利能力方面，得益于业务规模扩张，近年来江苏再担保收入和利润规模均持续增长，2021年江苏再担保实现营业收入22.62亿元，同比增长4.87%；实现净利润7.23亿元，同比增长32.18%。2021年江苏再担保实现投资收益5.73亿元，同比大幅上涨887.93%，主要系2021年采用新金融工具准则，信托产品及资管计划等利息收入被重分类至投资收益所致。资产减值方面，2021年江苏再担保计提资产减值损失0.11亿元，较上年下降0.79亿元。近年来江苏再担保营业利润、利润总额、净利润均实现持续增长，2021年江苏再担保净资产收益率同比有所提升，整体上盈利能力有所增强。

**表19 2019-2021年江苏再担保主要盈利指标（单位：亿元）**

项目	2021年	2020年	2019年
营业收入	22.62	21.57	18.26
投资收益	5.73	0.58	0.92
营业利润	10.75	8.07	6.42
利润总额	10.80	8.09	6.40
净利润	7.23	5.47	4.81
资产减值损失	0.11	0.90	1.29
信用减值损失	1.35	0.00	0.00
净资产收益率	4.90%	4.54%	5.35%

资料来源：江苏再担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

外部支持方面，江苏再担保的控股股东和实际控制人为江苏省财政厅，子公司江苏融资再担承担构建完善江苏省政府性融资担保体系的政策职能，在资本补充、业务拓展、政策支持等方面获得江苏省政府和地方各级政府的大力支持，自2009年成立以来，多次获得多家国资股东的增资，注册资本从最初的10.00亿元增加到2021年末的98.98亿元，资本实力进一步增强。

综上，江苏再担保子公司江苏融资再担承担构建完善江苏省政府性融资担保体系的政策职能，在资本补充、业务拓展、政策支持等方面获得江苏省政府和地方各级政府的大力支持，担保业务规模较大，近年来营业收入和净利润保持增长态势，资本实力持续增强，现金类资金规模较大，代偿能力极强；同时中证鹏元也注意到在疫情反复、宏观经济下行压力较大的背景下，江苏再担保面临的代偿风险以及代偿款的回收风险或有所增加，融资租赁资产质量需要持续关注等风险因素。经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体信用等级为AAA，评级展望稳定，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

## 六、结论

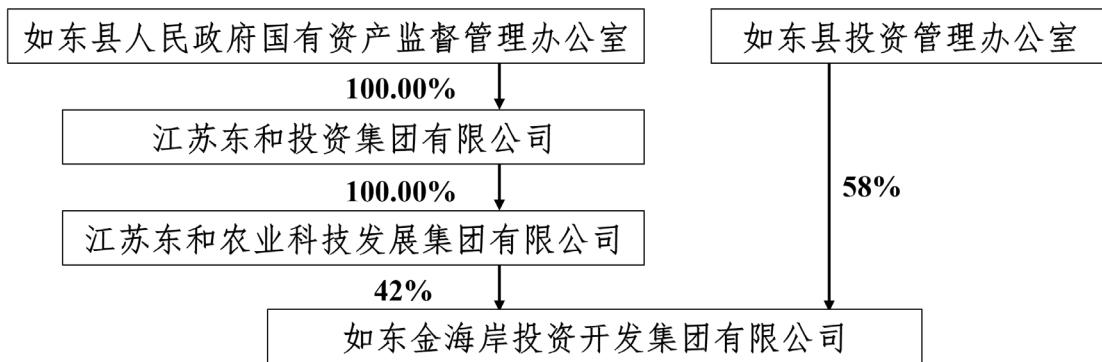
基于以上分析，中证鹏元维持公司主体信用等级AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年	2020年	2019年
货币资金	7.13	5.91	2.17
其他应收款	12.11	12.06	9.76
存货	29.97	28.81	29.51
流动资产合计	52.21	50.20	44.69
无形资产	15.60	15.60	16.41
非流动资产合计	18.01	17.37	17.31
资产总计	70.22	67.58	62.00
短期借款	0.42	1.18	1.45
一年内到期的非流动负债	2.61	1.97	1.19
流动负债合计	4.37	6.30	4.75
长期借款	5.84	8.00	6.68
应付债券	6.94	1.50	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	12.78	9.49	6.68
负债合计	17.16	15.79	11.43
总债务	15.47	14.44	9.32
营业收入	3.31	3.65	3.35
所有者权益	53.06	51.78	50.57
营业利润	1.42	1.30	1.19
其他收益	0.84	0.70	0.70
利润总额	1.41	1.37	1.24
经营活动产生的现金流量净额	0.78	-2.27	-0.77
投资活动产生的现金流量净额	0.00	-0.09	-0.81
筹资活动产生的现金流量净额	3.04	3.50	-0.66
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	21.68%	20.38%	18.94%
收现比	113.49%	93.12%	71.96%
资产负债率	24.43%	23.37%	18.44%
现金短期债务比	2.66	1.19	0.82
EBITDA（亿元）	1.48	1.43	1.28
EBITDA 利息保障倍数	1.54	1.46	2.59

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审及 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

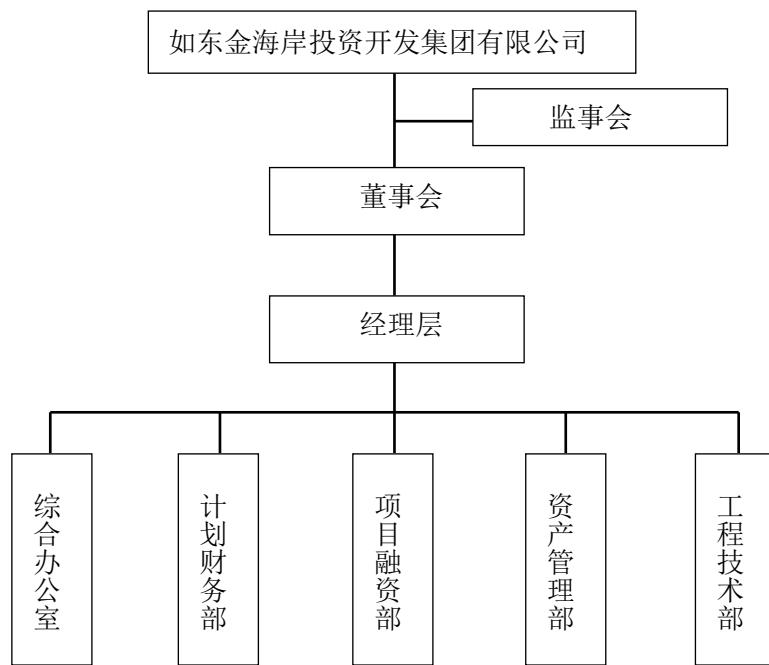
## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 4 月末）



注：2021 年 6 月，如东县联丰农业资源开发有限公司更名为江苏东和农业科技发展集团有限公司

资料来源：公司提供

### 附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 4 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
如东绿源投资发展有限公司	1.50	100%	市政、交通、水利和港口等基础设施建设的投资与资产管理；水利基础设施建设等

资料来源：公司 2021 年审计报告、公开资料，中证鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	债务无法得到偿还。

注：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。

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
<b>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	不能偿还债务。

注：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。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
<b>正面</b>	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
<b>稳定</b>	情况稳定，未来信用等级大致不变。
<b>负面</b>	存在不利因素，未来信用等级可能降低。