



2020年如东县通泰投资集团有限公司农村 产业融合发展专项债券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：



2020年如东县通泰投资集团有限公司农村产业融合发展专项债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
20 通农专项债/20 通投债	AAA	AAA

评级观点

- 中证鹏元维持如东县通泰投资集团有限公司（以下简称“如东通泰”或“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“20 通农专项债/20 通投债”（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AAA。
- 该评级结果是考虑到：如东县经济实力和财力不断增强，为公司发展提供了良好基础，公司作为如东高新技术产业开发区（以下简称“如东高新区”）重要的基础设施建设主体，主营业务仍有一定持续性，继续得到一定外部支持，且江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）提供的保证担保仍能有效提升本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，公司面临一定资金压力，公允价值变动收益未来持续存在不确定性，偿债压力较大，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 公司系如东高新区重要的基础设施建设主体，预计公司业务持续性较好，且将持续获得一定外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022 年 06 月 26 日

联系方式

项目负责人：何馨逸
hexy@cspengyuan.com

项目组成员：张旻燊
zhangmy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

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	188.34	173.11	144.86
所有者权益	69.18	62.30	51.81
总债务	103.47	95.56	76.24
资产负债率	63.27%	64.01%	64.24%
现金短期债务比	0.75	0.60	0.67
营业收入	8.37	9.25	12.28
其他收益	1.24	1.24	0.84
利润总额	2.99	2.27	1.51
销售毛利率	20.80%	15.75%	13.60%
EBITDA	4.00	2.89	1.70
EBITDA 利息保障倍数	0.69	0.63	0.62
经营活动现金流净额	0.54	5.26	-10.91
收现比	1.05	1.40	0.67

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



优势

- **如东县加速沿海产业集聚，经济财政实力不断增强。**如东县临近黄海，拥有全国一类开放口岸洋口港。近年依托港口优势，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，县域经济财政实力不断增强。
- **公司主营业务仍有一定持续性。**公司主要负责如东高新区范围内的基础设施建设、安置房建设和园区开发。截至 2021 年末，公司主要在建项目均已签订代建协议，未来完工结算代建收入有一定保障。
- **公司继续获得一定外部支持。**2021 年如东县财政局拨付 1.90 亿元货币资金，增加资本公积，同期公司获得 1.24 亿元财政补助，政府支持仍对公司资本实力和盈利水平形成一定支撑。
- **保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体长期信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

关注

- **公司资产流动性仍较弱。**截至 2021 年末，公司资产仍以项目建设成本、应收款项和土地、房产为主，项目建设成本结算进度受委托方资金安排影响存在不确定性，应收款项对公司营运资金占用较大，相关资产短期内变现难度较大。
- **公司仍面临一定资金压力。**截至 2021 年末，公司主要在建代建及自营项目仍需投资一定规模资金。
- **公司仍面临较大偿债压力。**截至 2021 年末，公司总债务规模较大且继续增长，现金短期债务比、EBITDA 利息保障倍数等偿债指标仍表现欠佳。
- **公允价值变动收益未来持续存在不确定性。**2021 年，公司实现公允价值变动收益 1.47 亿元，系投资性房地产评估增值所致，对当期利润总额贡献较大，但该收益未来持续存在不确定性，公司利润可能面临一定波动。
- **存在一定或有负债风险。**截至 2021 年末，公司对外担保余额合计 15.65 亿元，占年末净资产的 22.62%，担保对象均为地方国有企业，但均未设置反担保措施。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
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
业务状况	区域风险状况	较低	财务风险状况	有效净资产规模	5
	GDP 规模	4		资产负债率	3
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	4
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	5		现金短期债务比	4
	公共财政收入	3		收现比	7
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	中等			
	业务竞争力	4			
	业务持续性和稳定性	6			



业务多样性	2		
业务状况等级	强	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			0
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	何馨逸、韩飞	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)	阅读全文
AA/稳定	AAA	2020-07-29	汪永乐、何佳欢	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx 2019V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
20 通农专项债/20 通投债	6.00	6.00	2021-06-30	2027-12-23

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2020年12月23日发行7年期6亿元农村产业融合发展专项债券，募集资金原计划用于如东县农村产业融合发展示范园区建设项目和补充流动资金。截至2022年5月31日，本期债券募集资金专项账户余额为594,913.08元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、实收资本、控股股东、实际控制人及主要业务范围均未发生变更。截至2021年末，公司注册资本和实收资本均为14.00亿元，控股股东仍为如东县投资管理办公室（以下简称“如东投管办”），持股比例100.00%，公司实际控制人仍为如东县人民政府。公司仍主要负责如东县高新区范围内的基础设施建设、安置房建设和产业园区开发运营业务。

2021年，公司合并范围新增7家子公司，减少1家子公司，详见下表。

表1 2021 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
如东华睿智能科技有限公司	100.00%	2,500.00	研究和试验发展	取得实际控制权
如东东泰机械有限公司	100.00%	2,500.00	通用设备制造业	取得实际控制权
如东高新园林绿化有限公司	100.00%	5,000.00	公共设施管理业	取得实际控制权
如东高新中心市场管理有限公司	100.00%	100.00	租赁业	取得实际控制权
智杰半导体技术培训学校（如东）有限公司	100.00%	200.00	教育	投资设立
南通音知创业投资中心（有限合伙）	95.00%	30,000.00	科技推广和应用服务业	投资设立
如东县海泰渔船服务有限公司	100.00%	3.00	专业技术服务业	投资设立

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	不再纳入的原因
中睿技术检测（如东）有限公司	70.00%	666.70	半导体面板及电子相关产品的验证分析	丧失实际控制权

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、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，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，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

区位优势：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络的衔接，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
如东县	1,272.24	8.90%	144,597	68.50	147.26

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	146.70

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：2019-2021 年如东县财政预决算报告、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责任公司（以下简称“如东东泰”）、如东县金鑫交通工程建设投资有限公司（以下简称“金鑫交通”）、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”）和如东金海岸投资开发集团有限公司（以下简称“金海岸集团”），除开元投资控股股东为如东县政府国有资产监督管理委员会（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管办，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；金鑫交通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，金海岸集团负责南通外向型农业综合开发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“洋口港建发”），开泰城建是如东县重要的基础设施建设主体，洋口港建发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	如东投管办	542.94	54.76%	58.05	465.61	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
金鑫交通	如东投管办	307.76	44.00%	17.82	217.22	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	251.10	49.20%	18.30	106.97	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
洋口港建发	如东东泰	198.63	51.66%	39.69	198.63	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	98.68	49.85%	9.45	77.38	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	67.28	53.84%	7.59	70.35	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 管办	69.18	63.27%	8.37	103.47	如东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
金海岸集团	如东投 管办	53.06	24.43%	3.31	15.82	负责南通外向型农业综合开发区范围内土地整理开发、工程施工等业务

注：财务数据为 2021 年末/2021 年度，除洋口港建发和如东通泰外，上表中总债务数据未考虑调整项

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

如东高新区位于如东县城，是全县政治、经济、文化中心。2015年如东县掘港镇撤镇成立城中街道、掘港街道，与如东高新区实行一体化管理，辖区面积240平方公里。结合县城空间布局，如东高新区形成了南至通洋高速口，北至长江路，东至223线，西至西环路的园区布局总体规划。如东高新区传统产业为纺织、化工行业，近年重点发展生命健康、智能制造和半导体产业等新型科技产业，建成了智能机电产业园区、半导体产业园区等一系列产业园，引进、培育了爱朋医疗、联亿机电、世纪燎原针织等一批优质企业。

五、经营与竞争

公司系如东高新区重要的基础设施建设主体，2021年，公司仍以基础设施建设（委托代建）业务收入为主，营业收入同比下降9.54%，主要原因是2020年公司将持有的掘港中心市场资产转让出售，确认资产转让收入1.98亿元，而该业务不具有持续性所致，2021年基础设施建设（委托代建）收入同比增长15.17%。毛利率方面，2021年公司整体销售毛利率较上年提升5.05个百分点，主要系租赁业务毛利率大幅提升，以及2021年公司调整业务板块，原亏损的销售、贸易业务规模收缩，当年未实现相关收入所致。

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
基础设施建设（委托代建）	75,132.95	14.17%	65,237.91	14.17%
房产销售	0.00	--	2,546.57	40.98%
租赁业务	7,313.16	79.13%	1,614.38	2.87%
物业管理、保洁服务	462.66	97.56%	601.40	89.49%
销售、贸易收入	0.00	--	1,703.50	-37.97%
其他	756.81	68.30%	20,780.35	20.91%
合计	83,665.59	20.80%	92,484.11	15.75%

注：2021 年审计报告中对收入核算分类有小幅调整，上表中房产销售、租赁业务等收入金额与 2020 年审计报告有所不同

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司基础设施建设业务规模有所增长，毛利率稳定，未来仍有一定持续性，但公司面临一定资金支出压力

公司作为如东高新区重要的基础设施建设平台，主要负责如东高新区范围内的安置房建设、基础设施建设和园区开发。工程施工业务具体实施建设的主体为公司本部、子公司如东县宏泰建设有限责任公



司（以下简称“宏泰建设”）、如东县天一建设开发有限公司（以下简称“天一建设”）和如东县掘港商贸物流发展有限公司（以下简称“掘港商贸物流”）。公司工程施工业务模式包括委托代建和代建管理两种。委托代建模式为：公司作为建设方与委托方签订《城市基础设施工程项目委托代建合作协议》，由公司自行筹资进行相关项目的建设，完工后根据成本加成一定比例向委托方确认收入。委托方包括如东县人民政府、如东县安泰水利建设有限公司（以下简称“安泰水利”）、如东县升泰新农村开发建设有限公司（以下简称“升泰建设”）和江苏天一农贸集团有限公司（以下简称“天一农贸”）等。实际加成比例按照具体项目代建合同为准，公司每年根据委托方出具的结算单确认当年的委托代建收入。

2021年公司确认基础设施建设（委托代建）收入7.51亿元¹，毛利率较上年保持稳定，主要结算项目包括虹桥集居点项目、智云湾社区项目等。截至2021年末，公司工程施工业务板块主要在建代建项目计划总投资25.12亿元，已投资14.31亿元，主要在建代建项目均已签订代建协议，未来收入有一定保障，但公司仍面临一定资金压力。

表7 截至 2021 年 12 月 31 日公司在建代建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	是否签订代建协议
虹桥集居点项目	96,000.00	77,887.47	是
智云湾社区项目	95,000.00	53,082.40	是
五总安置小区三期	30,000.00	1,594.42	是
五总安置小区二期	18,000.00	1,248.62	是
南河湾公墓项目	5,000.00	2,236.93	是
绿化工程	4,850.00	3,385.81	是
禁养区规模养殖户拆除项目	2,700.00	1,896.79	是
自来水升级改造工程	2,600.00	1,784.78	是
合计	251,150.00	143,117.22	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司租赁业务收入及毛利率水平大幅增长，自营项目仍需一定资金投入，房地产销售业务未来收入实现存在不确定性

为促进如东高新区产业发展，自2016年下半年以来，公司开始生命健康产业园、智能机电产业园、半导体产业园和汽车零部件及配件制造项目等自营项目的建设，通过收取租金的方式获取长期稳定的经营性收入。自2019年开始，公司依托已投入使用的产业园区及子公司掘港商贸物流持有的如东农贸市场摊位出租获取一定租金收入，由于产业园均设置了2年免租期，前期公司租赁业务毛利率为负。2021年财政补足以前年度招商引资政策免租的部分租金，且不再免租，租赁业务扭亏为盈，收入规模及毛利率水平均大幅增长。

¹ 公司未提供 2021 年代建收入结算文件



截至2021年末，公司在建自营项目包括汽车零部件及配件制造项目、如东县农村产业融合发展示范园区建设项目（本期债券募投项目）和如东高新区泛半导体产业园二期，此外已投入使用的智能电气、机电设备研发生产项目、自动化控制系统设备研发、生产项目和智能机电产业园项目仍有少量配套设施在陆续投入建设，自营项目未来至少尚需投资3.16亿元。

表8 截至 2021 年末公司自营项目情况（单位：万元）

已投入使用项目			
项目	项目实际投资		入驻率
生命健康产业园	45,079.85		75%
智能电气、机电设备研发生产项目	9,870.39		70%
自动化控制系统设备研发、生产项目	23,907.16		70%
智能机电产业园	325.24		100%
半导体产业园	1,989.10		80%
合计	81,171.74		-
在建项目			
项目	项目总投资	项目已投资	尚需投资
汽车零部件及配件制造项目	10,000.00	7,770.38	2,229.62
如东县农村产业融合发展示范园区建设 项目（本期债券募投项目）	72,031.54	53,583.29	18,448.25
如东高新区泛半导体产业园二期	28,000.00	17,088.38	10,911.62
合计	110,031.54	78,442.05	31,589.49

注：如东县农村产业融合发展示范园区建设项目（本期债券募投项目）已投资额中，39,997.55 万元计入预付款项

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司未确认房产销售收入，系前期已完工并安置的项目仍未结算收入，且2021年无大面积新增拆迁计划，安置房需求较少所致。截至2021年末，公司在售安置房项目仍为天一建设承建的定向销售安置房虹桥新村三期、富民花苑和上成天逸公寓等项目，总建筑面积30.12万平方米，已售15.50万平方米，未来仍有产生一定销售收入的空间，但受当地房地产市场情况、政府拆迁计划及财政资金的拨付到位情况等因素影响，收入实现进度存在一定不确定性。

2021年公司继续获得一定外部支持

2021年公司收到如东县财政局拨付的货币资金1.90亿元和补贴收入1.24亿元，分别计入资本公积和其他收益。政府支持仍持续提升公司的资本实力和盈利能力。

六、财务分析

财务分析基础说明

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年公司合并范围新增7家子公司，减少1家子

公司，合并范围变化情况详见表1。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，货币资金受限较多，存货、投资性房地产等占比较大，整体流动性仍较弱

截至2021年末，公司资产总额同比增长8.80%，主要是项目建设成本和长期股权投资增加所致。公司资产结构仍以流动资产为主。

2021年末，公司货币资金账面余额同比小幅下降，年末受限资金余额为11.46亿元，受限原因为定期存单、票据保证金等，受限比例为49.59%。2021年末，公司应收账款主要为应收安泰水利的代建工程款，占比92.72%。其他应收款仍主要为与政府单位和地方国有企业的往来款，2021年末前五大应收对象分别为如东县掘港街道财政所、如东投管办、安泰水利、如东高新区财政分局和如东县城街道财政所，前五大应收对象应收金额合计占比92.32%。整体看，公司应收款项回收风险较低，但回收时间存在不确定性，对资金形成一定占用。

随着项目建设的持续投入，2021年末公司存货账面价值同比增长35.21%，存货主要为合同履约成本，包括之前年度累计的土地拆迁成本、工程施工成本和待开发土地，年末存货中共计29块土地，账面价值合计12.19亿元，同比增长38.68%，系公司招拍挂取得3宗土地，新增土地均为出让地，出让金已缴纳，宗地用途均为批发零售、餐饮旅馆、商务金融娱乐、其他商服用地。2021年末存货中账面价值合计5.51亿元的土地用于借款抵押，抵押比例为45.20%。

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	23.11	12.27%	25.29	14.61%
应收账款	20.20	10.72%	20.52	11.86%
其他应收款	32.56	17.29%	36.83	21.27%
存货	43.70	23.20%	32.32	18.67%
流动资产合计	124.17	65.92%	120.35	69.52%
长期股权投资	16.61	8.82%	2.23	1.29%
投资性房地产	36.61	19.44%	35.14	20.30%
在建工程	4.07	2.16%	2.98	1.72%
非流动资产合计	64.18	34.08%	52.77	30.48%
资产总计	188.34	100.00%	173.11	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

非流动资产方面，2021年公司长期股权投资账面金额同比大幅增长14.38亿元，主要系公司增加对如东泰璞股权投资中心（有限合伙）和如东润信科技股权投资基金合伙企业（有限合伙）的投资所致，近年公司通过产业投资基金持续投资当地电子科技、生物科技等领域企业，2021年公司权益法下确认投



资亏损294.64万元，相关投资的收益及风险情况有待持续关注。公司投资性房地产为采用公允价值计量的房产及土地资产，2021年末账面价值同比增长4.18%，主要系土地使用权公允价值变动增值1.45亿元所致，年末投资性房地产无抵押受限情况。公司在建工程主要为自建自营的产业园区项目，随着项目的持续投入，账面价值同比增长36.58%。

公司资产规模持续增长，仍以应收款项、项目建设成本、土地和房屋资产为主。截至2021年末，公司受限资产账面价值合计18.73亿元，占资产总额的9.94%，整体资产流动性仍较弱。

收入质量与盈利能力

2021年公司营业收入同比有所下滑，毛利率有所提高，其他收益和公允价值变动收益对当期利润总额贡献较大

2021年公司营业收入同比下降9.54%，主要是2020年公司确认资产转让收入1.98亿元，而该业务不具有持续性所致。受益于租赁业务毛利率大幅提升，2021年公司整体销售毛利率较上年提升5.05个百分点。2021年公司收现比较上年有所降低，资金回笼情况仍较好。

2021年公司确认其他收益1.24亿元，系如东县财政局拨付的财政补贴资金。同年公司实现公允价值变动收益1.47亿元，系投资性房地产公允价值变动所致。其他收益和公允价值变动收益对当期利润总额贡献较大。其中公允价值变动收益未来持续存在一定不确定性，公司利润规模可能面临一定波动。

表10 公司主要盈利指标（单位：亿元）

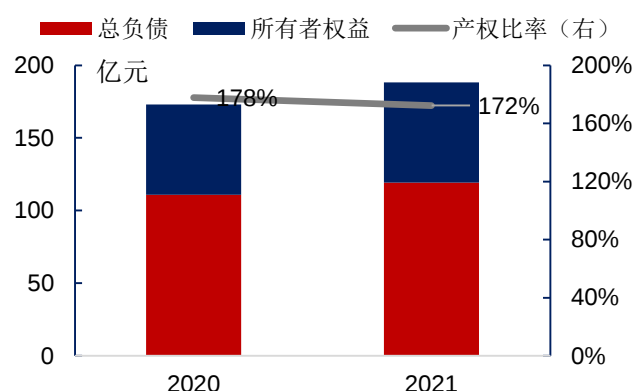
指标名称	2021 年	2020 年
收现比	1.05	1.40
营业收入	8.37	9.25
营业利润	3.12	2.22
其他收益	1.24	1.24
公允价值变动收益	1.47	0.12
利润总额	2.99	2.27
销售毛利率	20.80%	15.75%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

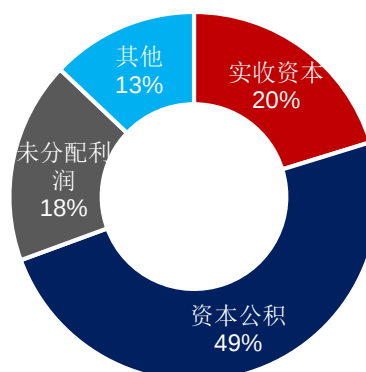
资本结构与偿债能力

公司总债务规模较大且持续增长，仍面临较大偿债压力

2021年末，公司负债总额同比增长7.54%至119.17亿元；同期，受政府注资、盈余积累及新增1.96亿元永续债影响，公司所有者权益同比增长11.04%至69.18亿元，综合影响下，公司产权比率同比小幅下降至172.26%，整体杠杆水平仍较高。

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

2021年末，受长期借款、应付债券的大幅增长影响，公司负债结构转变为以非流动负债为主。公司短期借款主要为保证借款、质押借款和保证+抵押借款，规模较为稳定。公司应付票据均为银行承兑汇票。公司其他应付款同比增长70.81%，系往来款增长所致。

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	6.37	5.35%	6.28	5.67%
应付票据	8.00	6.71%	9.40	8.48%
应交税费	6.28	5.27%	6.31	5.69%
其他应付款	5.09	4.27%	2.98	2.69%
一年内到期的非流动负债	16.55	13.89%	26.77	24.16%
流动负债合计	45.97	38.58%	55.47	50.06%
长期借款	40.40	33.90%	32.81	29.61%
应付债券	27.01	22.67%	15.86	14.31%
长期应付款	3.18	2.67%	4.44	4.01%
非流动负债合计	73.19	61.42%	55.34	49.94%
负债合计	119.17	100.00%	110.81	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年末公司长期借款同比增长23.13%，主要系保证借款和抵押借款。由于公司发行公司债券及海外债，年末应付债券余额同比大幅增长70.30%。2021年末公司长期应付款主要为融资租赁借款，余额较上年小幅下降。此外，公司2021年新增永续债1.96亿元，系华鑫国际信托有限公司的永续债权投资。

表12 截至 2021 年末公司应付债券基本情况（单位：万元）

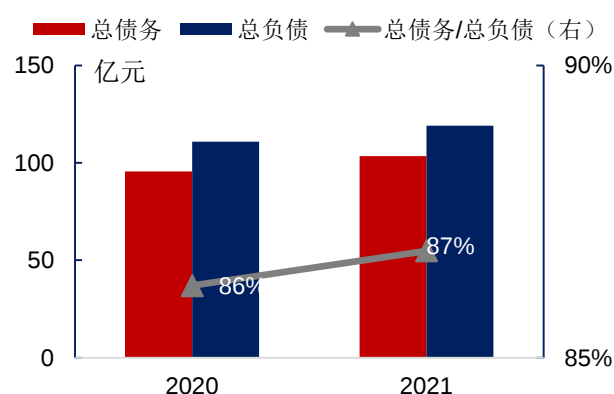
债券简称	期末余额	发行日期	债券期限
19 通投 01	19,500.95	2019-12-23	2 年
20 通投 01	14,386.69	2020-06-10	2 年

20 通投 02	67,287.38	2020-09-14	2 年
20 通农专项债	59,436.36	2020-12-29	7 年
21 通投 01	81,145.75	2021-07-30	3 年
21 通投 03	20,040.50	2021-11-25	3 年
21 通投 04	45,136.03	2021-11-25	3 年
21 通投 05	44,888.75	2021-12-13	2 年
海外债	33,234.77	2021-05-07	364 天
减：一年内到期的应付债券及利息	114,908.84	-	-
合计	270,148.34	-	-

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

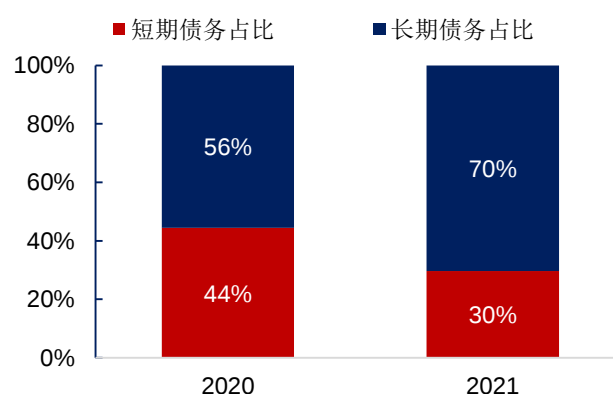
2021年末，公司总债务同比增长8.28%至103.47亿元，占总负债的比重小幅提高。年末短期债务占比为29.88%。较上年下降14.55个百分点，债务期限结构有所改善。

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

2021年公司资产负债率同比小幅下降，现金短期债务比和EBITDA利息保障倍数均较上年小幅提升，但仍表现较弱，公司仍面临较大的偿债压力。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年	2020 年
资产负债率	63.27%	64.01%
现金短期债务比	0.75	0.60
EBITDA 利息保障倍数	0.69	0.63

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

七、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5月6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，公司对外担保金额合计15.65亿元，占年末净资产的22.62%，担保对象均为地方国有企业，但均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

表14 截至 2021 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日
江苏天一农贸集团有限公司	16,000.00	2023-09-16
如东洋口半导体新材料有限公司	60,000.00	2036-12-29
如东县新天地投资发展有限公司	28,000.00	2027-05-18
江苏弘元投资发展有限公司	7,500.00	2022-12-29
南通开元投资开发集团有限公司	30,000.00	2025-01-25
如东滨城供水有限公司	5,000.00	2022-07-22
南通瑞鑫绿化园林有限公司	10,000.00	2024-03-08
合计	156,500.00	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、抗风险能力分析

如东县临近黄海，拥有全国一类开放口岸洋口港。近年依托港口优势，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，县域经济财政实力不断增强。公司是如东县重要的基础设施建设投融资主体之一，主要负责如东县高新区范围内的安置房建设、基础设施建设和园区开发。近年随着基础设施建设推进，公司总债务规模较大且持续增长，面临较大的偿债压力，且公司在建项目仍需投入一定规模资金，或将进一步推高债务规模。然而，公司对如东高新区基础设施建设贡献较大，未来仍可持续获得代建收入，且公司在资金注入、财政补贴方面继续获得如东县政府的一定支持。整体看，公司抗风险能力尚可。

九、债券偿还保障分析

江苏再担保为本期债券还本付息提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平

根据江苏再担保2019年11月出具的担保函，江苏再担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围包括本期债券的本金和利息，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。担保期限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15 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	22.12%
江苏金信金融控股集团有限公司	48,992.79	4.95%
江苏省国信集团有限公司	44,000.00	4.45%
无锡惠开投资管理有限公司	34,677.07	3.50%
江苏国信控股集团有限公司	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%
南京溧水国资经营集团有限公司	32,984.98	3.33%
泰州市国鑫发展投资有限公司	32,661.86	3.30%
宿迁市人民政府	27,522.94	2.78%
仪征市国有资产管理中心	22,984.98	2.32%
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（集团）有限公司	22,000.00	2.22%
其他股东	296,037.85	29.91%
合计	989,754.90	100.00%

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16 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%
合计	22.62	100.00%	21.57	100.00%	18.26	100.00%

资料来源：江苏再担保 2019-2021 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17 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总收入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18 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
营业总收入	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保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保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。

十、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“20通农专项债/20通投债”的信用等级为AAA。



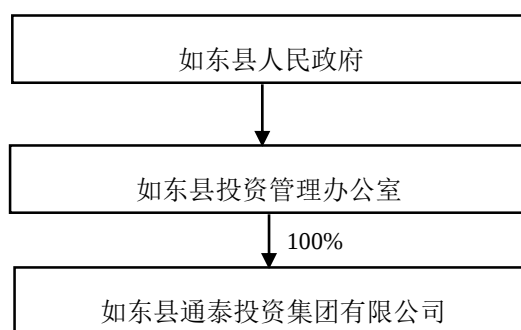
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	23.11	25.29	16.12
应收票据及应收账款	20.20	20.53	24.77
应收账款	20.20	20.52	24.77
其他应收款	32.56	36.83	23.50
存货	43.70	32.32	40.03
流动资产合计	124.17	120.35	119.16
投资性房地产	36.61	35.14	13.17
非流动资产合计	64.18	52.77	25.71
资产总计	188.34	173.11	144.86
短期借款	6.37	6.28	5.45
一年内到期的非流动负债	16.55	26.77	8.56
流动负债合计	45.97	55.47	40.72
长期借款	40.40	32.81	28.32
应付债券	27.01	15.86	20.89
长期应付款	3.18	4.44	3.12
非流动负债合计	73.19	55.34	52.33
负债合计	119.17	110.81	93.06
总债务	103.47	95.56	76.24
营业收入	8.37	9.25	12.28
所有者权益	69.18	62.30	51.81
营业利润	3.12	2.22	1.51
其他收益	1.24	1.24	0.84
利润总额	2.99	2.27	1.51
经营活动产生的现金流量净额	0.54	5.26	-10.91
投资活动产生的现金流量净额	-10.79	-7.64	0.36
筹资活动产生的现金流量净额	10.13	7.73	8.81
财务指标	2021 年	2020 年	2019 年
销售毛利率	20.80%	15.75%	13.60%
收现比	104.60%	139.75%	67.17%
资产负债率	63.27%	64.01%	64.24%
现金短期债务比	0.75	0.60	0.67
EBITDA	4.00	2.89	1.70
EBITDA 利息保障倍数	0.69	0.63	0.62

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

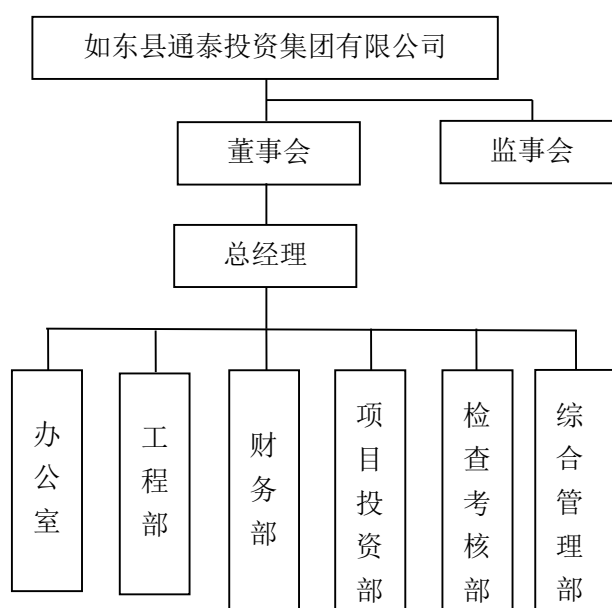


附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



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

公司名称	持股比例 (%)	主营业务
如东县宏泰建设有限责任公司	100.00	基础设施开发、建设
如东县天一建设开发有限公司	100.00	房地产开发；土地及基础设施开发
如东通泰保洁服务有限公司	100.00	清洁服务
江苏如东高新生物科技有限公司	100.00	生物医药
如东道博智能设备有限公司	100.00	智能设备生产销售
如东县掘港商贸物流发展有限公司	100.00	普通货运
如东福瑞机电设备有限公司	100.00	保健食品研发
江苏如东高新经济发展有限公司	100.00	城市基础设施建设
江苏如东高新创业投资有限公司	100.00	创业投资业务
江苏如东高新物业管理服务有限公司	100.00	物业管理
江苏如东高新智能机电有限公司	100.00	照明设备、电子产品制造及销售
如东恒远智能设备有限公司	100.00	智能设备生产及销售
如东天翔新材料科技有限公司	100.00	新材料研发、生产
如东法思特电子科技有限公司	100.00	电子产品及元器件制造销售
如东科特机电科技有限公司	100.00	机电科技研发、转让
如东县掘港汽车城投资发展有限公司	100.00	汽车城基础设施建设
如东县天业房屋拆迁有限公司	100.00	房屋拆迁
康肾投资管理（上海）有限公司	100.00	投资管理
江苏鼎洋医药科技有限公司	100.00	药品生产技术
如东宾城物业管理有限公司	100.00	住宿服务
南通创智新材料科技有限公司	100.00	高强低收缩工业丝生产技术研发及销售
如东华睿智能科技有限公司	100.00	研究和试验发展
如东东泰机械有限公司	100.00	通用设备制造业
如东高新园林绿化有限公司	100.00	公共设施管理业
如东高新中心市场管理有限公司	100.00	租赁业
智杰半导体技术培训学校（如东）有限公司	100.00	教育
南通音知创业投资中心（有限合伙）	95.00	科技推广和应用服务业
如东县海泰渔船服务有限公司	100.00	专业技术服务业

资料来源：公司 2021 年审计报告及公开资料，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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

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
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	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
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，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
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，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
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。