



2012年启东国有资产投资控股有限公司公司债券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：



2012年启东国有资产投资控股有限公司公司债券 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
12 启东债/PR 启国投	AA	AA

评级观点

- 中证鹏元维持启东国有资产投资控股有限公司（以下简称“启东国投”或“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“12 启东债/PR 启国投”的信用等级为 AA。
- 该评级结果是考虑到：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司在重大资产重组后，在区域内拥有重要地位，营业收入大幅增长，业务持续性仍然较好，继续得到股东的较大力度支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性偏弱，偿债压力较大，且存在较大的资金压力和或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且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。

评级日期

2022 年 6 月 27 日

联系方式

项目负责人：高爽
gaos@cspengyuan.com

项目组成员：范俊根
fanjg@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	2020	2019
总资产	575.85	396.94	317.39
所有者权益	270.96	178.96	142.73
总债务	283.31	154.19	135.49
资产负债率	52.95%	54.91%	55.03%
现金短期债务比	0.51	1.01	0.81
营业收入	31.31	15.60	19.46
其他收益	1.16	1.29	0.60
利润总额	4.61	2.50	2.39
销售毛利率	17.05%	24.36%	23.76%
EBITDA	6.10	4.40	4.65
EBITDA 利息保障倍数	0.46	0.58	0.79
经营活动现金流净额	-29.96	-28.45	-11.76
收现比	97.91%	92.72%	95.40%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **外部环境较好。**启东市海洋经济发达，交通区位优势显著，近年经济发展稳中向好，在县域经济基本竞争力百强县中排名居前，产业结构中制造业在经济总量中仍占据主导地位，为公司发展提供了良好外部环境
- **公司在启东市区域内具有重要的业务地位。**2021 年公司获得无偿划入子公司江苏启晟集团有限公司（以下简称“启晟集团”）100%股权，启晟集团是启东市交通类基础设施建设重要的投融资主体，股权划转后，公司总资产规模、净资产规模大幅增加，公司成为启东市内重要的基础设施和国有资本经营主体，业务地位重要性突出。
- **公司主营业务可持续性较好，收入来源较有保障。**2021 年公司获得无偿划入的子公司启晟集团后，营业收入大幅增长，截至 2021 年末，公司主要基础设施代建项目和安置房项目尚需投资规模较大，存货中代建工程账面价值较大，随着代建项目完工和安置房交付，相关收入来源较有保障。此外，公司自来水供应业务在区域内垄断性较强。
- **公司继续获得较大力度的外部支持。**2021 年公司股东启东市人民政府通过向公司注入货币资金增加实收资本，以及无偿划入子公司股权等方式增加资本公积，使公司资本实力进一步增强；当期公司还收到各类财政补助资金，有效提高了公司盈利水平。

关注

- **公司整体流动性偏弱。**2021 年底存货和其他应收款仍为公司资产最主要的构成部分，存货主要为代建工程、安置房建设和土地整理投入，即时变现能力较差；其他应收款对资金占用明显，且部分对民营企业的其他应收款存在一定回收风险。
- **公司仍面临较大的债务偿还压力。**2021 年末公司总债务规模较大且进一步上升，2021 年 EBITDA 利息保障倍数继续下降，现金类资产对短期债务保障较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2021 年末，公司在建的基础设施工程、保障房和自营项目合计尚需投入较大规模资金，经营活动现金流持续为负，近年经营性现金流无法满足公司投资需求。
- **存在较大或有负债风险。**截至 2021 年末，公司对外担保规模较大，占 2021 年末公司净资产的 50.14%，主要担保对象为启东市地方建设平台以及国有企业，大部分对外担保未设置反担保措施。

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	6
	GDP 规模	4		资产负债率	4
	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	6
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	非常强			
	业务竞争力	6			
	业务持续性和稳定性	6			
	业务多样性	5			
业务状况等级		非常强	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
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	AA	2021-6-29	龚程晨、范俊根	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	AA	2012-5-25	李飞宾、姚煜	城投公司评级方法 (py_ff_2012V1.0)	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
12 启东债/PR 启国投	15.00	2.25	2021-6-29	2022-11-20



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2012年11月20日发行10年期15亿元的本期公司债券，募集资金原计划用于四海家园和临海公路项目。截至2022年6月15日，本期债券募集资金专户余额为193.11万元。

三、发行主体概况

2021年公司注册资本、控股股东和实际控制人未发生变化。2021年6月，公司控股股东启东市人民政府对公司进行货币形式实缴注册资本，新增出资金额1.20亿元；截至2022年5月31日，公司注册资本仍为30亿元，实收资本增至30.00亿元，控股股东和实际控制人为启东市人民政府。

根据公司2021年8月20日发布的《启东国有资产投资控股有限公司重大资产重组的公告》，公司控股股东启东市人民政府授权启东市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“启东市国资办”）决定，将启东市国资办持有的启晟集团100%股权无偿划转至公司；同时，将公司持有的启东吕四港口投资有限公司（以下简称“吕四港投资”）45.95%股权、启东沿海水利建设有限公司（以下简称“沿海水利”）45.95%股权无偿划转至江苏吕四港集团有限公司（以下简称“吕四港集团”），将公司所持江苏吕四港开发建设有限公司（以下简称“吕四港开发”）53%股权、启东汇才科创园管理服务有限公司（原名：启东经济开发区总公司，以下简称“汇才科创园”）100%股权无偿划转至启东市国资办，划转基准日均为2021年7月1日。

涉及合并范围变动的子公司启晟集团、吕四港开发、汇才科创园相关财务数据及其他股权划转账面价值见下表：

表1 本次变动涉及的子公司财务数据及股权价值情况（单位：亿元）

变动原因	公司名称	总资产	净资产	营业收入	净利润	是否涉及合并范围变动
无偿划出	吕四港开发	90.23	44.16	-	0.00 ¹	√

¹ 吕四港开发2020年实现净利润7.82万元



汇才科创园	28.87	4.48	0.01 ²	-0.41	✓
吕四港投资	划出的 45.95%股权原作为长期股权投资，账面价值 9.08 亿元				×
沿海水利	划出的 45.95%股权原作为长期股权投资，账面价值 10.62 亿元				×
无偿划入 启晟集团	271.63	159.72	18.35	1.94	✓

注：总资产、净资产均为 2020 年底数据；营业收入、净利润为 2020 年数据。

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

2021 年公司新增纳入合并范围的一级子公司 1 家，不再纳入合并报表范围一级子公司 4 家，明细如表 1 所示。截至 2021 年末，公司纳入合并报表范围子公司共 60 家，情况详见附录四。

表2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的一级子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
江苏启晟集团有限公司	100%	25.00	建筑装饰、装修和其他建筑业	股权划拨

2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的一级子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
江苏吕四港开发建设有限公司	53%	6.20	港口开发	股权划转
启东汇才科创园管理服务有限公司	100%	3.00	材料批发	股权划转
启东市新城建设发展有限公司	100%	3.58	房地产开发	股权划转
启东新城园林绿化有限公司	100%	1.00	园林绿化工程	股权划转

资料来源：公司提供

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

² 汇才科创园 2020 年实现营业收入 81.00 万元



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。

行业及区域环境

启东市海洋经济发达，交通区位优势显著，近年经济发展稳中向好，在县域经济基本竞争力百强县中排名居前，产业结构中制造业在经济总量中仍占据主导地位，“一区多园”管理机制持续优化

区位特征：启东市海洋经济发达，交通区位优势显著，未来将加快融入苏南和对接上海，实现长三角高质量一体化发展格局。启东市是江苏省辖、南通市代管县级市，位于江苏省东南端，地处长江入海口北岸，东段以江心为界，西段永隆沙与上海市崇明县接壤，东、北濒临黄海，西与海门区毗邻，启东市三面环水，集黄金水道、黄金海岸、黄金大通道于一身，是全国著名的“海洋经济之乡”，拥有203公里江海岸线，60多万亩滩涂。吕四渔场是全国四大渔场之一，吕四渔港是全国六大中心渔港之一，每年海产品捕捞量占江苏省的三分之一。启东市总面积1,208平方公里，下辖汇龙镇、北新镇、惠萍镇等9个镇。截至2021年末，启东市户籍人口108.74万人，常住人口96.15万人，人口整体呈净流出态势。交通方面，国家高速公路G40沪陕高速公路横贯启东，崇启大桥与上海崇明岛相连；此外，近年启东市加快融入国家快速铁路网和长三角地区城际轨道网，宁启铁路建成通车，实现江浙沪的快速对接，北沿江高铁确认启东设站并即将开工建设，洋吕铁路开工建设，鹤港大桥、天汾大桥项目持续推进，海启高速公路通车，沿江公路快速化设计方案初步确定，南通港启东港区一类口岸开放通过国家验收，吕四港作业区纳入通州湾一体化开发建设，通州湾新出海口吕四起步港区通用码头建成启用，十万吨级进港主航道满足通航条件。启东市受益于南通与苏州、无锡共同打造的全国性综合交通枢纽集群，将发挥前沿区优势，加快融入苏南和对接上海，实现长三角高质量一体化发展格局。

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：近年启东市经济发展稳中向好，2021年在县域经济基本竞争力百强县中排名居前，固定资产投资保持较快增速，消费品市场及进出口贸易快速回暖，对经济拉动贡献加大。近年启东市地区经济总量稳步提升，增速波动回升，2021年提升至8.4%，在2021年全国县域经济基本竞争力百强县中排名第17位，三次产业结构由2019年的6.9:50.2:42.9调整为2021年的6.6:48.8:44.6，第三产业占比有所提升，但第二产业仍占据主导地位。2021年末，启东市人均GDP为13.95万元，是同期全国人均GDP的172.33%，显著高于全国平均水平。近年启东市固定资产投资保持较快增速，2021年启东市工业投资和服务业投资分别同比增长12.3%和2.7%，制造业投资占全社会固定资产投资比重达46.4%，贡献进一步加大。全年房地产开发投资规模为146.32亿元，同比增长20.4%。新签约亿元以上产业项目102个，制造业项目占比达93.1%，12月启东市802MW海上风电项目实现全容量并网，成为全国单体容量最大的海上风电项目。2021年启东市消费品市场和对外贸易均快速回暖，增速均大幅提升，进出口总额增幅达87.7%，其中出口总额和进口总额分别为259.84亿元和144.34亿元，同比增长68.9%和134.5%，年末与启东市建立进出口贸易关系的国家和地区达151个。

表3 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4 启东市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）	1,345.94	8.4%	1,223.10	4.2%	1,157.55	5.5%
固定资产投资	-	7.7%	-	10.3%	-	7.2%
社会消费品零售总额	482.57	16.7%	413.58	0.7%	397.45	5.4%
进出口总额	404.18	87.7%	215.34	-13.7%	249.53	28.2%
人均 GDP（元）	139,548		128,073		121,879	
人均 GDP/全国人均 GDP	172.33%		178.31%		173.92%	

注：“-”表示数据未公布。

资料来源：2019-2021 年启东市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：启东市工业基础较好，近年持续稳定发展，但产业结构仍处于工业化后期阶段，制造业在经济总量中仍占据主导地位，“一区多园”管理机制持续优化。近年启东工业经济持续稳健发展，2021年规模工业产值1,120.58亿元，同比增长28.2%，包括海工及重装备、生命健康科技、新能源、新材料、精密机械和电子信息及半导体在内的“两主两新两优”六大产业完成工业产值1,008.41亿元，较上年增长32.2%。启东产业结构处于工业化后期阶段，制造业在全市经济总量中仍占据主导地位，新兴产业发展尚不成熟，现代服务业发展水平一般。截至2021年末，启东市上市公司主要有林洋能源（601222.SH）、捷捷微电（300623.SZ）、江苏神通（002438.SZ）、联测科技（688113.SH）和通易航天（871642.BJ）。近年启东“一区多园”管理机制持续优化，启东经济开发区加快推动新能源、半导体装备及材料、生物医药三大主导产业集群发展，成功引进夕心半导体、忆芯科技、易事特5G云技术、华晶半导体等一批重大项目；吕四港经济开发区全面推动港产城融合发展，重点培育现代物流、新材料、新能源等临港产业，华峰可降解塑料、卫华港机、中储粮等重大项目签约落户，“一主两新两特”临港产业发展格局逐步形成；长江口生态旅游度假区加快打造长三角知名休闲度假旅游目的地，圆陀角旅游度假区加快国家级旅游度假区创建步伐，“旅游+”产业格局不断壮大。

财政及债务水平：近年启东市财力稳步提升，公共财政收入质量较好，财政自给能力尚可。2021年，启东市完成一般公共预算收入77.81亿元，同比增长8.0%，整体财力在南通市各区县排名靠前，近年启东市税收收入占比保持在80%以上，公共财政收入质量较好。2020年由于启东市土地出让数量增加且价格上涨，政府性基金收入大幅增长83.2%，2021年同比小幅增长1.0%，基本保持稳定。近年启东市财政自给率有所波动，整体财政自给水平尚可。2021年启东市地方政府债务限额为250.10亿元，年末地方政府债务余额为224.72亿元，近年呈增长态势。

表5 启东市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	77.81	72.01	70.65



税收收入占比	81.99%	82.08%	80.03%
财政自给率	65.81%	60.50%	69.39%
政府性基金收入	152.43	150.90	82.35
地方政府债务余额	224.72	207.88	196.04

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：启东市财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

投融资平台：截至2021年末，启东市市属主要城投平台共有5家，其中一级平台4家，分别是启东城投集团有限公司（以下简称“启东城投”）、启东国投、江苏吕四港集团有限公司（以下简称“吕四港集团”）和江苏锦汇集团有限公司（以下简称“锦汇集团”）。启东城投是启东市最核心平台，启东国投是启东市主要的基础设施建设和国有资产运营主体，下属子公司启晟集团主要负责启东市市区外的交通基础设施建设和海工船舶工业园以及圆陀角旅游度假区片区开发，吕四港集团和锦汇集团分别主要负责启东市沿海区域和启东经济开发区内的基础设施建设等。

表6 启东市主要城投平台情况（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
启东城投	启东市人民政府国有资产监督管理委员会	228.81	55.11%	33.36	244.16	启东市最为核心的平台，是主城区主要的基础设施建设主体，业务涉及工程建设、保障房、贸易流通等
启东国投	启东市人民政府	178.96	54.91%	15.60	154.19	启东市主要平台，主要从事基础设施建设、安置房建设、土地整理和自来水销售等，业务范围包括启东主城区、江海产业园区、海工船舶工业园、圆陀角旅游度假区和滨海工业园区（启东高新技术产业开发区）
启晟集团	启东国投	159.72	41.20%	18.35	102.57	启东市重要的交通基础设施建设主体，负责启东市市区外的交通基础设施建设和海工船舶工业园以及圆陀角旅游度假区片区开发
吕四港集团	启东市人民政府	142.44	30.15%	5.08	52.55	启东市沿海区域主要的基础设施建设及资产运营主体，业务范围包括吕四港镇、吕四港经济开发区、启东高新技术产业开发区等
锦汇集团	启东市国有资产监督管理委员会	81.31	52.70%	5.34	70.97	启东经济开发区内基础设施和安置房建设主体，同时从事部分租赁及物业管理业务

注：财务数据为2020年末/2020年度。

注：启晟集团2021年8月控股股东由启东市人民政府国有资产监督管理委员会变更为启东国投，由于表中数据为2020年末数据，启东国投财务数据合并范围未包含启晟集团。

资料来源：Wind、债券发行人公告，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司作为启东市重要的城市基础设施投资建设和国有资产运营主体之一，主要从事基础设施代建、



安置房建设、土地整理、自来水销售及商品销售等业务，2021年经过启东市城投平台的整合，公司的主要业务区域涵盖启东主城区、江海产业园区、海工船舶工业园、圆陀罗旅游度假区和滨海工业园区（启东高新技术产业开发区）等地。

2021年公司营业收入大幅增长，同比提高100.67%，受益于当期启晟集团的并表，公司代建业务规模扩大并新增商品销售、管道安装等其他业务收入，其中代建业务、商品销售业务是公司主要的收入来源，两者合计占当年营业收入的73.51%。2021年公司综合毛利率较上年有所下降，受代建项目收益加成比例降低的影响，代建业务毛利率下降幅度较为明显，商品销售业务毛利率水平低，土地整理业务、安置房业务和自来水销售业务毛利率较为稳定。

表7 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
代建业务收入	161,823.61	16.90%	84,987.28	23.08%
商品销售	68,309.81	3.25%	-	-
土地整理收入	21,000.00	50.67%	21,120.00	51.52%
安置房销售	8,446.03	5.19%	26,448.97	5.16%
自来水销售收入	17,812.36	18.35%	16,390.91	19.84%
其他业务	35,669.86	26.51%	7,064.40	40.86%
合计	313,061.67	17.05%	156,011.56	24.36%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

受益于启晟集团纳入合并报表，2021年公司代建业务收入增幅较高，在建项目规模较大，业务可持续性较好，但公司面临较大资金压力

随着启晟集团2021年8月份被无偿划转到公司，负责代建业务子公司数量随之扩大，公司本部及子公司启晟集团、启东市临海公路建设工程有限公司（以下简称“临海公路”）、启东市文化旅游投资集团有限公司（以下简称“文旅集团”）、启东海工船舶工业园开发建设有限公司（以下简称“海工船舶”）³和启东滨海工业园开发有限公司（以下简称“滨海工业园开发”）等受启东市政府委托从事基础设施代建业务。其中启晟集团和临海公路主要负责启东市市区外的交通基础设施建设，文旅集团和海工船舶负责海工船舶工业园和圆陀角旅游度假区的片区开发，滨海工业园开发主要负责滨海工业园围滩及道路的建设。

业务模式一般为：公司或子公司与启东市政府或当地国有企业签订《委托代建协议》，以自有及自筹资金完成项目建设，项目竣工后进行移交。结算方式方面，一般在每年的年度末，委托方根据经审计的工程总款项（工程建设成本、项目管理费、监理费及资金成本等）加成一定比例的代建收益与公司进

³ 临海公路、文旅集团、海工船舶均为启晟集团子公司



行结算，并签订《工程交付确认书》安排交付事宜及工程价款结算，公司将收到的结算款确认为代建业务收入；在建及已竣工未结算代建项目计入存货。

2021年公司代建业务收入来源于子公司滨海工业园开发所承接滨海公园围滩及道路项目，以及新划入的子公司启晟集团及其下属子公司临海公路、文旅集团和海工船舶承接的相关项目，实现代建业务收入较上年增长90.41%。由于启晟集团、临海公路、文旅集团和海工船舶承接项目签订的代建项目加成比例分别为20%、20%、15%和15%，低于往年公司承接项目加成比例，2021年公司代建业务毛利率为16.90%，业务盈利能力有所降低。

表8 截至 2021 年末公司代建项目收入情况（单位：万元）

项目名称	项目收入	项目成本	项目公司
滨海工业园围滩及道路	48,021.68	36,939.75	滨海工业园开发
农路提档升级工程	17,985.64	14,988.03	启晟集团
启东市第三人民医院改造	12,425.85	10,354.88	启晟集团
天汾大桥与鹤港大桥接线工程	11,850.47	9,875.39	临海公路
县乡道中修	11,722.65	9,768.87	启晟集团
渔人码头工程	8,679.61	8,336.08	文旅集团
丁仓港北延工程	6,946.51	5,788.76	启晟集团
天江公路工程	6,517.79	5,431.49	启晟集团
433 省道（K4+796-K11+389.311）路面改造工程	6,342.97	5,285.81	临海公路
黄金海滩升级改造工程	5,151.16	4,479.27	文旅集团
启东圆陀角旅游度假区中央大道、海城路等 5 条道路、6 条河道及 B、C 停车场工程	4,696.12	4,634.76	文旅集团
建设污水管道及泵站工程项目	3,840.00	3,339.13	文旅集团
2019 年汇吕线护岸工程	2,522.90	2,102.42	临海公路
S336 东段拓宽改造工程	2,084.08	1,812.25	文旅集团
黄金海滩湿地公园景观绿化工程	1,736.52	1,510.01	文旅集团
启东圆陀角大禹公园改造提升工程	1,532.28	1,332.42	文旅集团
G328 景观绿化工程	1,496.00	1,300.87	文旅集团
富阳路延伸工程项目	1,444.80	1,256.34	海工船舶
消防站工程项目	1,067.64	928.38	海工船舶
其他项目	5,758.94	5,007.79	-
合计	161,823.61	134,472.70	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在建代建项目较多，存货中代建工程建设成本尚有101.4亿元未结算，业务可持续性良好，为未来收入提供一定的保障，但收入规模受委托方安排及工程进度影响存在波动，收入实现时间仍存在一定不确定性。截至2021年末，主要代建项目尚需投资65.67亿元，拟建项目预计总投资25.00亿元，代建项目资金支出压力较大。



表9 截至 2021 年末公司主要在建、拟建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资	项目公司
火车站片区开发项目	25.03	23.58	启晟集团
345 国道启东段改造扩建工程	21.60	4.90	启晟集团
高标农田三期	15.53	3.80	启东市土地开发复垦有限公司
志圩公路	8.77	1.75	启晟集团
区域医疗项目	6.80	3.20	启晟集团
335 省道改扩建工程	6.00	3.90	启晟集团
国投商务中心（检察院业务办公用房）	5.00	0.14	启东市忠诚信开发建设有限公司
新农村项目	3.00	2.65	文旅集团
公安业务技术大楼	2.50	0.93	公司本部
看守所、拘留所项目	2.50	0.83	公司本部
南通大学四期工程	2.30	1.60	公司本部
长江口-黄金海滩海岸生态修复	1.82	0.50	文旅集团
天汾大桥与鹤港大桥接线工程	1.66	1.47	启晟集团
省级湿地公园	1.50	1.25	文旅集团
南通大学四期工程项目二批	1.30	1.30	公司本部
高新区幼儿园工程	1.10	0.52	滨海工业园开发
县乡道及农路养护化	1.00	0.23	启晟集团
农村公路提档升级	1.00	0.20	启晟集团
惠萍家园幼儿园	0.80	0.68	启东市忠诚信开发建设有限公司
汇泰家园幼儿园	0.60	0.55	启东市忠诚信开发建设有限公司
其他项目	42.52	32.68	启晟、临海公路
合计	152.33	86.66	-
协兴港综合开发二期	2.50	-	-
北沿江公铁两用桥	18.00	-	-
北沿江高铁西站	4.50	-	-
合计	25.00	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司新增商品销售业务作为营收的重要来源，利润空间较小，购销集中度较高且对客户存在一定账期，存在一定业务波动风险和款项回收风险

公司2021年新增商品销售业务，该业务主要由子公司南通卓强贸易经营有限公司（以下简称“卓强贸易”）和启东市天卓贸易有限公司（以下简称“天卓贸易”）负责经营，卓强贸易销售商品主要为钢材、混凝土、芯片等，天卓贸易的销售商品主要为螺纹钢、盘螺和高线等建材及煤炭。2021年该板块实现营收6.83亿元，为公司营收的重要来源，但板块利润空间较小，毛利率仅为3.25%。

销售模式上，公司采取“以销定购”贸易模式，同下游客户协商确定供货量和供货价格，签订供货合同后，向上游供应商进行商品采购。2021年公司商品销售业务前五大客户包括上海住总住博建筑科技

有限公司和江苏南通二建集团有限公司等，前五大客户销售额合计占比为65.55%，客户集中度较高，存在一定业务波动风险。销售结算根据具体项目合同账期进行结算，一般账期在1-6个月，结算方式分为商票结算和现金结算，其中以商票结算的，一般销售合同金额加上一定的商票贴现利息结算；以现金结算的，一般按照协议条款每个月对账，根据约定账期结算。截至2021年末，公司应收贸易类款项1.82亿元，占应收账款6.53%，考虑到应收对象主要为民营企业，存在一定回收风险。

采购方面，公司前五大供应商包括上海竹远供应链管理有限公司和上海和飞贸易有限公司等，2021年前五大供应商采购额合计占比为90.27%，采购集中度较高。结算方面，公司采购结算以预付为主，采用现金方式结算。

表10 公司 2021 年商品销售收入前五大客户明细情况（单位：万元）

客户名称	销售收入	收入占比
上海住总住博建筑科技有限公司	17,514.63	26.90%
江苏南通二建集团有限公司	7,400.33	11.37%
上海凹灿实业有限公司	7,700.17	11.83%
上海乾阳德勤进出口有限公司	5,803.12	8.91%
江苏凹立竹翔工程材料有限公司	4,256.24	6.54%
合计	42,674.50	65.55%

资料来源：公司提供

表11 公司 2021 年商品销售收入前五大供应商明细情况（单位：万元）

供应商名称	采购金额	采购占比
上海竹远供应链管理有限公司	46,449.82	74.49%
上海和飞贸易有限公司	4,530.19	7.26%
上海宝仕曝实业发展有限公司宁波分公司	2,035.44	3.26%
江苏东鹏新型建材有限公司	1,816.63	2.91%
南通市信海贸易有限公司	1,457.95	2.34%
合计	56,290.02	90.27%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年安置房项目因子公司股权变动导致销售规模下降，销售收入大幅下降，盈利仍偏弱；公司在售安置房项目仍可支撑短期内实现一定营收

公司安置房建设业务仍主要由公司本部、子公司启东市御龙房地产开发有限公司（以下简称“御龙房产”）、启东市新城建设发展有限公司（以下简称“新城建设”）和启东市垦牧小镇置业有限公司、启东市忠诚信开发建设有限公司等负责，其中新城建设于2021年9月由于股权划转不再纳入公司合并范围，未来将不再确认新城建设的安置房收入。公司安置房项目范围也随着新城建设的划转变更为启东市乡镇和各园区，建设资金主要源于自有及自筹资金，土地通过招拍挂方式取得，安置房建设完成后，公司直接向被安置人出售安置房，确认房屋销售收入，销售价格不足以覆盖建设成本的差额部分由政府专项资金补足；此外，公司一般会在保障安置居民需求量的基础上，超额建成一定比例的安置房，安置剩



余部分、配套商业部分及底层商铺等由公司市场化销售，实现的销售收入可弥补一部分公司的建设成本。

2021年公司确认收入的安置房项目主要有东疆花苑、城东村安置房（城东花园）及克明花园等项目，安置房销售收入同比下降68.07%，主要系当期新城建设股权划导致安置房销售规模下降所致；当期安置房销售毛利率为5.19%，较上年变化不大，安置房项目公益属性较强，整体毛利率低。

表12 公司 2021 年安置房销售业务情况（单位：万元）

安置房项目	销售金额	项目公司
东疆花苑	4,533.38	新城建设
城东村安置房（城东花园）	1,846.46	新城建设
克明花园安置房	833.95	御龙房产
克明村经济房	727.38	新城建设
安东小区	166.60	新城建设
台角新村	151.93	御龙房产
东郊花苑	105.47	御龙房产
人民东路惠阳桥商业用房	53.20	新城建设
北新家园	27.66	新城建设
合计	8,446.03	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2021 年末，公司主要在建安置房项目包括汇泰家苑安置房三期、农武安置小区四期安置房等项目，尚需投入资金 22.22 亿元，主要拟建项目为高铁新城安置房，计划总投资 15.00 亿元，计划 2026 年建设完成，截止 2021 年底，公司存货中安置房项目账面价值尚有 13.36 亿元，短期内对未来安置房销售收入形成一定支撑。

表13 截至 2021 年末公司在建、拟建安置房项目情况（单位：亿元）

项目性质	安置房项目	项目总投资	项目已投资	预计完成时间
在建项目	汇泰嘉苑安置房三期	9.00	0.89	2024
	农武安置小区四期	8.14	3.45	2024
	海复镇、南阳镇及吕四镇安置房项目	7.60	2.96	2023
	启东圆陀角旅游度假区连兴花苑安置房建设项目	5.07	2.68	2023
	惠萍家园安置房三期	4.00	1.61	2024
	合计	33.81	11.59	-
拟建项目	高铁新城安置房	15.00	-	2026
	合计	15.00	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司土地整理业务盈利能力仍较好，公司已投入土地复垦成本规模较大，业务持续性尚可

公司土地开发整理业务主要由公司本部以及子公司滨海工业园开发、启东市桥港开发建设投资有限公司及启东市土地开发复垦有限公司（以下简称“土地复垦公司”）等负责。具体业务模式有两种：其一为公司将整理好的土地交付给启东市土地储备中心，启东市政府用土地出让金收入地方留成部分结算

公司投入的土地整理成本（前期成本、工程成本和财务成本等）和适当收益，公司将收到的结算款确认为土地整理收入。其二为根据土地复垦公司、启东市自然资源局和启东苏沪现代农业发展有限公司（以下简称“启东农业”）⁴签订的相关协议，土地复垦公司负责实施农村建设用地整理复垦工作，并配合自然资源部门做好村庄建设用地测绘和增减挂钩土地指标验收材料上报工作。对复垦出来的增减挂钩土地指标具体由启东农业收购，公司以收到的收购复垦土地的款项确认为土地整理收入。

2021年公司实现土地开发整理业务收入2.10亿元，基本同上年持平，主要通过子公司土地复垦公司将复垦完毕的350.00亩土地指标以60万/亩价格交付给启东农业实现。截至2021年末，公司存货中已投入的土地复垦成本为27.00亿元，业务可持续性尚可。2021年该业务毛利率为50.67%，继续保持高位，业务盈利能力仍较好。

公司供水业务垄断性较强，持续性较好，2021年供水收入小幅提升

公司负责启东市自来水供应、销售及管道安装维修等服务，相关业务仍主要由子公司启东市自来水厂有限公司负责，供水面积约1,208平方公里，服务人口近百万，业务区域垄断性较强。

2021年公司供水能力保持稳定、售水总量及收入继续保持小幅增长，收入可持续性较好，是公司收入的稳定补充。

表14 公司 2020 -2021 年供水业务经营情况

项目	2021 年	2020 年
日供水能力（万吨/日）	33.00	33.00
年供水总量（万吨）	7,568.00	6,983.00
年售水总量（万吨）	6,349.00	5,889.00
管网漏损率	16.10%	15.65%
自来水销售收入（万元）	17,812.36	16,390.91

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司经营性项目在建规模较大，面临较大的资金压力，且未来收入具有一定不确定性，公司管道安装、安保服务、广告、公园管养等其他业务为公司营业收入及利润提供了有益补充

为配合启东市招商引资、提升启东市配套设施和相关景区开发升级，公司自建办公楼、配套服务区、加油站等项目，并计划通过对外出租、项目运营、对外销售等方式实现收入。截至2021年末，公司主要在建的自营项目情况见下表，预计总投资44.04元，已投资15.38亿元，尚需投入建设资金28.66亿元，公司在建的自营项目规模较大，预计建成后可为公司带来一定现金流入，但收入实现情况受运营情况、租售进度等因素影响，存在不确定性，且随着自营项目建设投入增加，公司建设资金支出压力加大。

⁴ 2020 年该部分土地指标与启东交通投资集团有限公司（即启晟集团）结算，启晟集团划入公司后，结算方更改为启东农业



表15 截至 2021 年末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资
渔家小镇	11.80	6.20
圆陀角旅游度假区智慧交通综合系统建设项目	7.20	1.80
启晟写字楼	6.50	1.22
国投金融大厦	5.00	2.07
华滋片区配套服务区	3.72	1.52
新城区综合电力管廊	3.50	0.88
现代农业产业基地建设	2.42	0.18
汇泰生活集市	2.10	0.47
强村加油站	1.80	1.04
合计	44.04	15.38

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司其他业务收入主要源于管道安装、安保服务、广告、公园管养等业务，2021 年其他收入实现大幅增长，主要系启晟集团并表所致，业务结构发生较大变化。其他业务毛利率下降至 26.51%，主要系管道安装和安保服务等业务毛利率较低所致（分别为 16.08%和 18.88%）。整体看，公司其他业务收入规模尚可，为营收提供一定补充。

公司继续获得来自股东增资、股权划转和政府补助等方面的较大支持

实收资本方面，2021 年 6 月启东市政府对公司以货币形式增资 1.20 亿元，使公司实收资本增加至 30 亿元。

资本公积方面，2021 年公司在启晟集团划入公司后对 2021 年年初资本公积项进行了追溯调整，调整后公司 2021 年年初资本公积项较 2020 年末增加 145.68 亿元。此外，2021 年启东市国资办”拨付给公司 6.00 亿元资金作为资本性投入计入资本公积，2021 年 12 月将原已拨付给子公司启晟集团 4.73 亿元资金作为资本性投入，增加公司资本公积。公司收到政府注入垃圾中转站资产增加资本公积 0.76 亿元；启东市国资办将新城建设 100%股权、吕四港投资 45.95%股权、沿海水利 45.95%股权无偿划转至吕四港集团，将公司所持吕四港开发 53%股权、汇才科创园 100%股权无偿划转至启东国资办、同时无偿划转出启东市临海园林工程有限公司 49%股权、启东新城园林绿化有限公司 60%合计减少资本公积 59.78 亿元；无偿收回土地使用权减少资本公积 3.38 亿元。以上增资和股权划转使得公司资本公积净增加 94.01 亿元。

财政补贴方面，公司 2021 年收到启东圆陀角旅游度假区管委会和启东市财政局与日常活动相关的政府补助资金合计 1.16 亿元，计入其他收益，主要补助资金项目为公共事业专项补助、粮油补助款等，对公司利润形成一定补充。

表16 2021 年公司获得的资产注入情况（单位：亿元）



资产类别	金额
货币增资增加公司资本公积	10.73
注入中转站净资产增加资本公积	0.76
无偿划拨启晟集团等子公司股权增加资本公积	145.68
无偿划转吕四港投资、吕四港开发等子公司股权减少资本公积	-59.78
无偿收回土地使用权减少资本公积	-3.38
合计	94.01

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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，审计报告均采用新会计准则编制。2021 年度公司合并报表范围具体变化情况见表 1。

资产结构与质量

受益于重大资产重组，2021 年公司资产规模同比大幅增长，主要构成仍为存货和应收款项，存货即时变现能力较弱，其他应收款规模较大对公司资金产生较大占用，整体流动性偏弱

2021 年末公司资产规模大幅增长 45.07%，主要系 2021 年 8 月公司获得无偿划入的子公司启晟集团，总资产规模大幅增加，公司仍然以流动资产为主。2021 年公司货币资金规模迅速扩大，较去年同期同比增长 77.41%，受限货币资金金额为 23.48 亿元，受限比例为 43.71%，主要系票据保证金、存单质押、对外存出担保保证金。2021 年末公司应收账款账面价值大幅上升，主要系应收代建工程款，其中前五大应收账款对象分别为启东市财政局、启东市海启开发建设有限公司、启东金金源实业有限公司、启东市汇龙镇财政所和启东市交通运输局，前五大应收对象应收款项占应收账款账面价值 89.16%，款项集中度较高。

其他应收款主要是与启东市政府部门及国有企业的往来款，2021 年末其他应收款账面价值较上年末增加 81.72%，主要应收对象包括启东市临海贸易有限公司、启东海工船舶工业园管理委员会和启东市融海综合开发建设有限公司等，前五大应收对象应收款项占其他应收款账面价值 56.61%，且其他应收款中存在部分民营企业应收款项。整体看，2021 年受并表启晟集团的影响，公司新增其他应收款较多，应收对象以政府部门和地方国企为主，对资金形成较大占用且部分对民企应收款项存在一定回收风险。

存货仍为公司资产中占比最大的科目，2021 年末公司存货规模继续扩大，其中尚未竣工结算的代建工程账面价值 101.40 亿元，代建项目建设成本规模较大，未来或能给公司带来一定规模的收益，



但代建项目结转及收入实现时间受政府回购计划影响存在不确定性；存货中土地整理业务投入成本 27.00 亿元，安置房项目成本尚有 13.36 亿元待结转，此外，公司存货中仍有一定规模的已完工工程投入成本和土地成本，为公司未来收入提供了一定程度的保障。2021 年末公司已用于抵押或担保的存货资产账面价值 25.67 亿元，占存货的 7.63%。2021 年公司长期股权投资出现较大规模的下降，主要系政府无偿划出沿海水利 45.95%股权和吕四港口投资 45.95%股权所致。2021 年公司非流动资产规模出现较大增长，主要系新并入的启晟集团投入的铁路项目资本金，用于盐通铁路项目、沿江高铁项目建设。

整体来看，公司资产仍主要以流动资产为主，但存货和其他应收款是流动资产最主要的构成部分，存货主要为代建工程、安置房建设和土地整理等项目投入，即时变现能力较弱，其他应收款项回收时间不确定且部分款项存在一定回收风险，资产整体流动性偏弱。

表17 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	53.72	9.33%	30.28	7.63%
应收帐款	27.88	4.84%	13.58	3.42%
其他应收款	110.45	19.18%	60.78	15.31%
存货	336.58	58.45%	256.06	64.51%
流动资产合计	533.16	92.59%	361.28	91.02%
长期股权投资	3.78	0.66%	22.99	5.79%
其他非流动资产	14.15	2.46%	1.24	0.31%
非流动资产合计	42.69	7.41%	35.66	8.98%
资产总计	575.85	100.00%	396.94	100.00%

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

受启晟集团并表的影响，2021 年公司营业收入规模大幅上升，政府补助有效提高了公司盈利水平

2021 年公司营业收入同比大幅上升，主要系启晟集团并表导致公司代建业务收入规模大幅增加并新增商品贸易、管道安装等业务所致。从收入结构上来看，公司代建业务、商品贸易收入是公司重要收入来源，其中代建业务收入大幅增长，且在建规模较大，业务可持续较好；由于承担部分安置房建设销售的子公司新城建设的股权划出，安置房销售业务出现较大幅度下降，但公司在建和已完工安置房项目账面价值较大，未来业务可持续性较好；土地整理收入较为稳定，但受政府土地出让计划及地方财政资金安排影响，收入时间有一定不确定性；公司自来水销售收入规模小幅上涨，

为公司盈利提供了良好补充。从毛利率上看，受启晟集团部分项目收益加成比例较低影响，公司整体代建业务毛利率水平有所下降，商品贸易和安置房销售受制于其业务模式，毛利率水平较低，而土地整理收入、自来水销售收入毛利率水平较为稳定。

2021年公司收现比水平小幅上升，保持较好水平，公司实现营业利润4.61亿元，其中，政府补助占营业利润比重为25.16%，政府补助有效提高了公司的盈利水平。

表18 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021 年	2020 年
收现比	97.91%	92.72%
营业收入	31.31	15.60
营业利润	4.61	2.51
其他收益	1.16	1.29
利润总额	4.61	2.50
销售毛利率	17.05%	24.36%

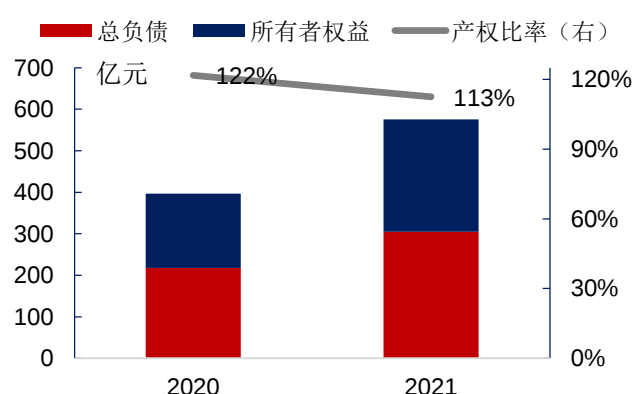
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

2021 年末公司总债务规模进一步上升，仍面临较大的债务偿还压力

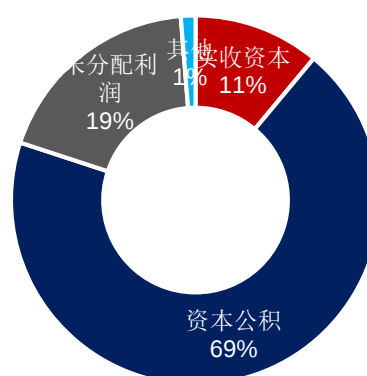
随着启晟集团的并入，公司总负债和所有者权益均出现较大幅度的上升，截至2021年末，公司总负债同比上升39.87%，所有者权益较上年末增加51.41%，综合影响下，2021年末公司产权比率为112.52%，较上年小幅下降，但所有者权益对负债的保障程度仍较弱。

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 年末公司短期借款和一年内到期的非流动负债较上年增长较快，一年内到期的非流动负债主要系长期借款和应付债券一年内到期金额上涨较快所致，公司 2021 年还款压力较大。公司其他应付款主要是与政府部门及其他国企间的往来款，2021 年公司其他应付款规模下降较快，主要系子公司股权划转导致的往来款项规模下降。

银行借款仍为公司最主要的融资渠道，受启晟集团并表影响，2021年公司新增长期借款16.52亿元，期末长期借款规模较大。2021年公司发行“21启国01”、“21启东国资PPN001”、新增部分理财融资工具借款，叠加当期并表的启晟集团相关债券，致使公司应付债券规模大幅增长。2021年末公司长期应付款规模上涨较快，主要系新增部分融资租赁款项和地方专项债。

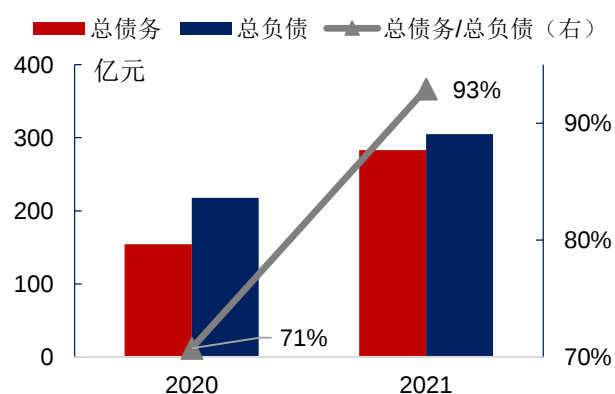
表19 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	19.79	6.49%	11.37	5.22%
其他应付款	12.75	4.18%	59.40	27.25%
一年内到期的非流动负债	70.05	22.98%	17.49	8.02%
流动负债合计	129.27	42.40%	91.95	42.18%
长期借款	105.83	34.71%	89.31	40.97%
应付债券	52.78	17.31%	31.57	14.48%
长期应付款	16.58	5.44%	4.97	2.28%
非流动负债合计	175.62	57.60%	126.03	57.82%
负债合计	304.89	100.00%	217.98	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

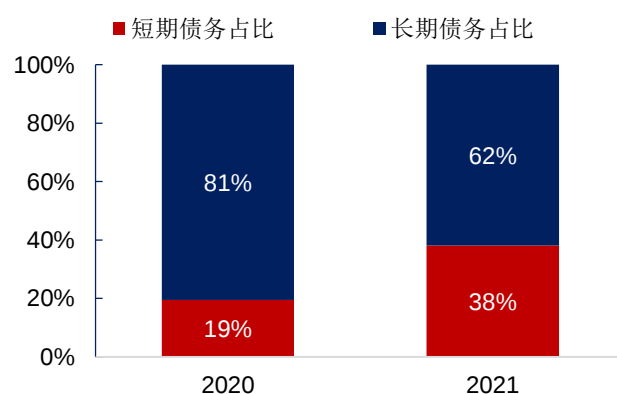
2021年末公司总债务规模进一步增长，占总负债比重迅速上升，且期末公司短期债务占比较上年进一步上升，债务集中兑付压力加重。

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年末公司资产负债率略微下降，由于一年内到期的债券和长期借款规模迅速扩大，公司现金短期债务比迅速下降，现金类资产对短期有息债务的保障程度较弱。2021年公司EBITDA利息保障倍数较上年末有所下降，公司盈利对利息的保障程度较低且进一步下降。

表20 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年	2020 年
------	--------	--------



资产负债率	52.95%	54.91%
现金短期债务比	0.51	1.01
EBITDA 利息保障倍数	0.46	0.58

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4月22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⁵。

或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保金额为135.85亿元，对外担保金额占2021年末公司净资产的50.14%。其中对民营企业担保金额为10.66亿元，除滨海工业园开发对尚华科创投资管理（江苏）有限公司担保9000万元外，其余均为子公司启东国投融资担保有限公司（以下简称“启东融担”）提供，该部分均设置反担保措施，整体看，公司主要的担保对象为启东市地方建设平台以及国有企业，但对外担保余额大，除子公司启东融担担保的部分对外担保设置有反担保措施外，公司大部分对外担保未设置反担保措施，存在较大的或有负债风险。具体担保明细见附录五。

八、抗风险能力分析

启东市海洋经济发达，工业经济持续稳健发展，形成了海工及重装备、生命健康科技、新能源、新材料、精密机械和电子信息及半导体在内的“两主两新两优”六大产业，近年经济发展稳中向好，在县域经济基本竞争力百强县中排名居前。公司作为启东市重要的城市基础设施投资建设和国有资产运营主体之一，主要从事基础设施代建、商品销售、安置房建设、土地整理及自来水销售等业务，主要业务区域涵盖启东主城区，江海产业园区、海工船舶工业园和圆陀罗旅游度假区、滨海工业园区（启东高新技术产业开发区）等地。虽然公司项目建设仍面临较大规模的资金需求，公司总债务规模仍在扩张，面临较大的偿债和资金压力，但公司代建业务、安置房销售业务可持续性较好，自来水销售业务具有一定的区域专营性，且作为启东市重要的发债平台，公司持续获得来自启东市国资委的较大力度支持，具备较强的抗风险能力。

⁵通过公开资料查询，2021年新并入子公司海工船舶因商品房销售纠纷被强制执行，被执行金额431.05万元



九、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“12启东债/PR启国投”的信用等级为AA。

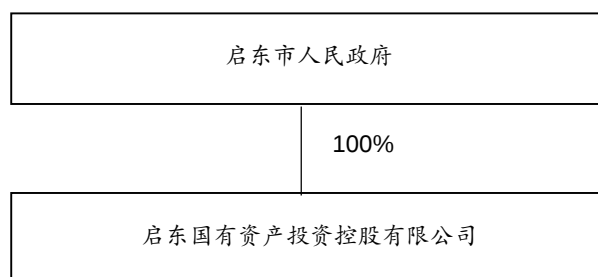


附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	53.72	30.28	27.79
其他应收款（合计）	110.45	60.78	30.09
存货	336.58	256.06	231.94
流动资产合计	533.16	361.28	302.28
非流动资产合计	42.69	35.66	15.11
资产总计	575.85	396.94	317.39
短期借款	19.79	11.37	4.62
一年内到期的非流动负债	70.05	17.49	28.60
流动负债合计	129.27	91.95	73.06
长期借款	105.83	89.31	74.82
应付债券	52.78	31.57	17.03
长期应付款	2.58	3.27	9.39
非流动负债合计	175.62	126.03	101.60
负债合计	304.89	217.98	174.66
总债务	283.31	154.19	135.49
营业收入	31.31	15.60	19.46
所有者权益	270.96	178.96	142.73
营业利润	4.61	2.51	2.46
其他收益	1.16	1.29	0.60
利润总额	4.61	2.50	2.39
经营活动产生的现金流量净额	-29.96	-28.45	-11.76
投资活动产生的现金流量净额	-26.01	-0.57	-1.85
筹资活动产生的现金流量净额	32.56	28.93	7.36
财务指标	2021 年	2020 年	2019 年
销售毛利率	17.05%	24.36%	23.76%
收现比	97.91%	92.72%	95.40%
资产负债率	52.95%	54.91%	55.03%
现金短期债务比	0.51	1.01	0.81
EBITDA（亿元）	6.10	4.40	4.65
EBITDA 利息保障倍数	0.46	0.58	0.79

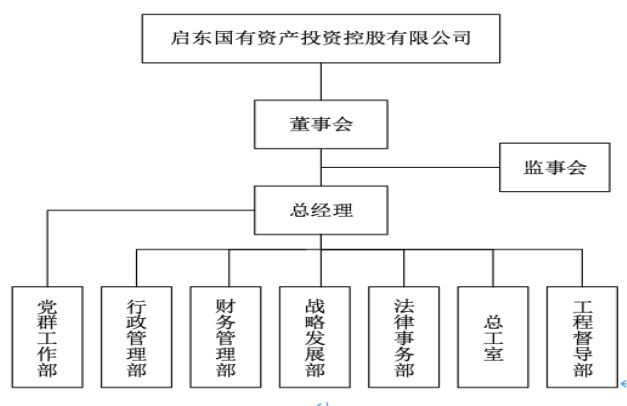
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 5 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 5 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理



附录四 2021 年 12 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	业务性质	持股比例（%）	
		直接	间接
启东蝶湖酒店管理有限公司	酒店业	100	
启东集万迅开发建设有限公司	园林、养殖	100	
启东国投融资担保有限公司	金融业	100	
启东威曼风电科技发展有限公司	电气机械和器材制造业		100
启东市新世纪交通建设投资有限公司	基础设施建设	99.87	
启东市长江船舶工业投资发展有限公司	投资贸易	90	
启东市自来水厂有限公司	自来水	100	
启东市江海污水处理有限公司	污水处理	90	
启东市土地开发复垦有限公司	房地产开发	100	
启东市忠诚信开发建设有限公司	房地产开发经营	100	
上海天达贸易有限公司	批发和零售业	100	
启东顺通城市综合管廊建设有限公司	建筑业		100
启东市豪顺农业发展有限公司	农业		99.87
启东市桥港开发建设投资有限公司	基础设施建设		99.87
启东诺顿风电科技发展有限公司	电气机械和器材制造业		100
启东滨海工业园开发有限公司	基础设施建设		100
启东鲲鹏国际科技园投资开发有限公司	商务服务业	100	
启东市御龙房地产开发有限公司	房地产开发		100
启东市协兴生态渔业有限公司	土木工程建筑业		100
启东新城管道有限公司	管道安装		100
南通卓强贸易经营有限公司	商务服务业		100
启东蝶湖开发建设有限公司	房地产业	51	49
启东领先资产经营管理有限公司	租赁和商务服务业	100	
江苏启晟集团有限公司	建筑装饰、装修和其他建筑业	100	
启东市临海公路建设工程有限公司	土木工程建筑业		99.12
启东市江海汽车服务有限公司	租赁业		100
上海交冠贸易有限公司	批发业		100
启东交投再生资源有限公司	批发业		100
启东交投市政工程有限公司	土木工程建筑业		100
启东交投港口开发有限公司	商务服务业		100
启东市天卓贸易有限公司	批发业		100
启东启晟大数据有限公司	软件和信息技术服务业		100
启东江海传媒有限公司	多式联运和运输代理业		100



北生（启东）生物科技有限公司	批发业	100
启东市粮油实业有限公司	批发业	100
启东市地方粮食储备库有限公司	批发业	100
启东市金盾保安服务有限公司	其他服务业	100
启东市机动车检测中心有限公司	专业技术服务业	100
深圳启晟商业保理有限公司	其他金融业	100
启东市通达水利综合开发建设有限公司	土木工程建筑业	100
启东交投环卫服务有限公司	公共设施管理业	100
中测技术研究（南通）有限公司	专业技术服务业	51
启东市垦牧小镇置业有限公司	土木工程建筑业	100
启东市顺安机动车检测有限公司	专业技术服务业	100
启东市顺安驾驶员考试服务有限公司	教育	100
启东市文化旅游投资集团有限公司	商务服务业	100
启东神禹旅游开发有限公司	商务服务业	100
上海慈平企业管理有限公司	商务服务业	100
启东楚天建设有限公司	房屋建筑业	100
启东角度实业有限公司	商务服务业	100
启东市风驰旅游汽车服务有限公司	道路运输业	100
启东市文扬物业管理有限公司	房地产业	100
启东纳川贸易有限公司	批发业	100
启东市长江水利建设有限公司	水利管理业	100
上海汐迅企业管理有限公司	商务服务业	100
启东海工船舶工业园开发建设有限公司	房地产业	100
启东市伯德贸易有限公司	批发业	100
启东市江申文化旅游开发有限公司	文化艺术业	100
启东蓝湾新城投资开发有限公司	房地产业	100
北京秦诚贸易有限公司	批发业	100

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 2021 年 12 月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	担保公司名称
启东市花花苑实业有限公司	8,600.00	2024/10/20	启东滨海工业园开发有限公司
启东市弘荣源实业有限公司	8,600.00	2024/11/22	启东滨海工业园开发有限公司
启东市嘉致源实业有限公司	8,600.00	2025/1/2	启东滨海工业园开发有限公司
启东市德辰实业有限公司	19,700.00	2022/3/10	启东滨海工业园开发有限公司
启东鑫隆源贸易有限公司	13,400.00	2023/9/27	启东滨海工业园开发有限公司
尚华科创投资管理（江苏）有限公司	6,000.00	2022/9/3	启东滨海工业园开发有限公司
尚华科创投资管理（江苏）有限公司	3,000.00	2022/3/3	启东滨海工业园开发有限公司
启东滨海工业园污水处理有限公司	17,000.00	2030/12/1	启东滨海工业园开发有限公司
启东滨海工业园污水处理有限公司	10,815.91	2024/7/18	启东滨海工业园开发有限公司
启东市合力城镇开发经营有限公司	8,600.00	2025/11/20	启东滨海工业园开发有限公司
启东鑫隆源贸易有限公司	8,000.00	2022/6/20	启东滨海工业园开发有限公司
江苏麦浪建设科技有限公司	500.00	2022/1/11	启东国投融资担保有限公司
南通市滨海铝业有限公司	700.00	2022/1/25	启东国投融资担保有限公司
南通启明装饰装璜工程有限公司	240.00	2022/1/25	启东国投融资担保有限公司
启东铭磊建材有限公司	350.00	2022/2/1	启东国投融资担保有限公司
启东市忠周五金经营部	300.00	2022/7/4	启东国投融资担保有限公司
启东恒丹商贸有限公司	1,000.00	2022/1/25	启东国投融资担保有限公司
南通景政建筑工程有限公司	1,500.00	2022/2/8	启东国投融资担保有限公司
南通翔瑞建设工程有限公司	2,000.00	2022/1/20	启东国投融资担保有限公司
启东市启粮宝成汽车销售服务有限公司	990.00	2022/2/7	启东国投融资担保有限公司
启东市娟月建材经营部	255.00	2022/2/8	启东国投融资担保有限公司
启东申港城实业有限公司	500.00	2022/2/18	启东国投融资担保有限公司
南通江洲建设工程有限公司	2,000.00	2022/3/1	启东国投融资担保有限公司
启东新涛恒实业有限公司	200.00	2022/2/28	启东国投融资担保有限公司
南通丁布儿海苔食品有限公司	500.00	2022/3/17	启东国投融资担保有限公司
启东市半岛机电有限公司	1,000.00	2022/3/18	启东国投融资担保有限公司
南通中标建筑安装工程有限公司	1,000.00	2022/3/18	启东国投融资担保有限公司
启东华建建材有限公司	1,000.00	2022/3/4	启东国投融资担保有限公司
江苏苏博印染有限公司	400.00	2022/3/21	启东国投融资担保有限公司
南通嘉丰建设工程有限公司	500.00	2022/3/24	启东国投融资担保有限公司
启东润华水产品有限公司	80.00	2022/3/25	启东国投融资担保有限公司
启东市银泰丰贸易有限公司	500.00	2022/3/22	启东国投融资担保有限公司
南通中叶食品有限公司	100.00	2022/3/31	启东国投融资担保有限公司
启东润华水产品有限公司	200.00	2022/3/22	启东国投融资担保有限公司
启东兆胜建材有限公司	700.00	2022/3/25	启东国投融资担保有限公司
南通嘉丰建设工程有限公司	2,000.00	2022/3/25	启东国投融资担保有限公司

南通丁布儿海苔食品有限公司	230.00	2022/4/7	启东国投融资担保有限公司
启东市天瑞工具有限公司	500.00	2022/3/23	启东国投融资担保有限公司
南通国立箱包有限公司	250.00	2022/3/23	启东国投融资担保有限公司
启东鼎轩供应链管理有限公司	1,000.00	2022/3/25	启东国投融资担保有限公司
启东市林炎恒建材实业有限责任公司	500.00	2022/3/23	启东国投融资担保有限公司
南通嘉丰建设工程有限公司	500.00	2022/4/8	启东国投融资担保有限公司
启东润华水产品有限公司	160.00	2022/4/12	启东国投融资担保有限公司
启东乾思创实业有限公司	200.00	2022/4/1	启东国投融资担保有限公司
启东市润熙建设工程有限公司	200.00	2022/4/20	启东国投融资担保有限公司
启东市润熙建设工程有限公司	300.00	2022/4/20	启东国投融资担保有限公司
启东市润企建材贸易有限公司	500.00	2022/4/6	启东国投融资担保有限公司
启东市永前钢结构工程有限公司	500.00	2022/5/11	启东国投融资担保有限公司
启东市半岛机电有限公司	990.00	2022/5/13	启东国投融资担保有限公司
江苏启粮集团驾校有限公司	500.00	2022/5/9	启东国投融资担保有限公司
启东市启粮文邦汽车销售服务有限公司	500.00	2022/5/16	启东国投融资担保有限公司
南通景政建筑工程有限公司	300.00	2022/5/11	启东国投融资担保有限公司
南通中叶食品有限公司	270.00	2022/5/18	启东国投融资担保有限公司
启东市银泰丰贸易有限公司	500.00	2022/5/16	启东国投融资担保有限公司
南通丁布儿海苔食品有限公司	160.00	2022/5/27	启东国投融资担保有限公司
南通瑞道建材有限公司	800.00	2022/5/20	启东国投融资担保有限公司
江苏众信汇金供应服务链有限公司	800.00	2022/5/24	启东国投融资担保有限公司
南通雅林绿化花卉苗木有限公司	500.00	2022/6/6	启东国投融资担保有限公司
南通中贵建材批发有限公司	1,000.00	2022/4/29	启东国投融资担保有限公司
江苏瑞俊木业有限公司	1,000.00	2022/5/30	启东国投融资担保有限公司
南通康博亚新型建材科技有限公司	700.00	2022/6/6	启东国投融资担保有限公司
南通金美建筑装饰有限公司	900.00	2022/6/14	启东国投融资担保有限公司
启东市佳禾装修装饰工程有限公司	600.00	2022/2/26	启东国投融资担保有限公司
南通市滨海铝业有限公司	1,000.00	2022/6/8	启东国投融资担保有限公司
振龙建设集团有限公司	1,000.00	2022/6/14	启东国投融资担保有限公司
启东鹏耀实业发展有限公司	500.00	2022/5/30	启东国投融资担保有限公司
南通普砂贸易有限公司	1,000.00	2022/5/20	启东国投融资担保有限公司
启东宁越建材有限公司	700.00	2022/6/10	启东国投融资担保有限公司
启东市滕丰实业有限公司	500.00	2022/6/17	启东国投融资担保有限公司
江苏瑞俊木业有限公司	1,000.00	2022/6/22	启东国投融资担保有限公司
江苏同明新材料科技有限公司	600.00	2022/6/24	启东国投融资担保有限公司
南通长龙广告有限公司	500.00	2022/6/16	启东国投融资担保有限公司
南通中贵建材批发有限公司	1,500.00	2022/6/22	启东国投融资担保有限公司
江苏瑞俊木业有限公司	1,000.00	2022/5/30	启东国投融资担保有限公司
南通海浚水利市政有限公司	700.00	2022/6/22	启东国投融资担保有限公司

江苏同明新材料科技有限公司	900.00	2022/6/22	启东国投融资担保有限公司
启东鹏耀实业发展有限公司	700.00	2022/5/23	启东国投融资担保有限公司
启东市启粮宝瑞汽车销售服务有限公司	990.00	2022/6/24	启东国投融资担保有限公司
启东市三福五金商行	500.00	2022/6/10	启东国投融资担保有限公司
启东市永盛艺术品有限公司	1,000.00	2022/6/23	启东国投融资担保有限公司
启东江天生态农庄有限公司	200.00	2022/7/9	启东国投融资担保有限公司
启东市怡乐玩具厂	300.00	2022/7/8	启东国投融资担保有限公司
南通金厚建设工程有限公司	300.00	2022/7/18	启东国投融资担保有限公司
启东金泉林业发展有限公司	500.00	2022/7/21	启东国投融资担保有限公司
雅威科技（江苏）有限公司	940.00	2022/7/1	启东国投融资担保有限公司
启东奥联邦购超市有限公司	450.00	2022/7/1	启东国投融资担保有限公司
启东市振龙有限责任公司	1,000.00	2022/6/1	启东国投融资担保有限公司
启东市蓝天加油站	1,000.00	2022/7/22	启东国投融资担保有限公司
启东蒲公英建筑机械设备有限公司	900.00	2022/7/25	启东国投融资担保有限公司
启东蒲公英建筑机械设备有限公司	500.00	2022/7/21	启东国投融资担保有限公司
启东市永盛摩托车销售有限公司	200.00	2022/7/20	启东国投融资担保有限公司
朗峰新材料启东有限公司	800.00	2022/7/15	启东国投融资担保有限公司
启东宁越建材有限公司	400.00	2022/7/22	启东国投融资担保有限公司
启东金泉林业发展有限公司	500.00	2022/7/20	启东国投融资担保有限公司
启东市润企建材贸易有限公司	600.00	2022/8/4	启东国投融资担保有限公司
南通奇庆建筑材料有限公司	800.00	2022/8/8	启东国投融资担保有限公司
南通市金磊建设工程有限责任公司	1,700.00	2022/8/17	启东国投融资担保有限公司
南通林恒门窗科技有限公司	1,200.00	2022/8/18	启东国投融资担保有限公司
江苏铭江市政建设工程有限公司	800.00	2022/8/22	启东国投融资担保有限公司
广汇能源综合物流发展有限责任公司	1,500.00	2022/8/24	启东国投融资担保有限公司
广汇国际天然气贸易有限责任公司	440.00	2022/8/29	启东国投融资担保有限公司
启东市威庆邦建材有限公司	500.00	2022/8/26	启东国投融资担保有限公司
新胜发机械制造（江苏）有限公司	900.00	2022/8/25	启东国投融资担保有限公司
启东君瑞建筑机械设备有限公司	500.00	2022/8/29	启东国投融资担保有限公司
南通普砂贸易有限公司	990.00	2022/9/9	启东国投融资担保有限公司
南通市恒禄机电设备有限公司	600.00	2022/9/12	启东国投融资担保有限公司
南通来鼎建材科技有限公司	200.00	2022/8/31	启东国投融资担保有限公司
启东君瑞建筑机械设备有限公司	900.00	2022/8/23	启东国投融资担保有限公司
启东市美佳建材经营部	450.00	2022/9/2	启东国投融资担保有限公司
南通景政建筑工程有限公司	500.00	2022/9/16	启东国投融资担保有限公司
启东市鼎君建筑劳务有限公司	800.00	2022/7/18	启东国投融资担保有限公司
南通鑫启源机械租赁有限公司	500.00	2022/9/21	启东国投融资担保有限公司
江苏铭江市政建设工程有限公司	900.00	2022/8/26	启东国投融资担保有限公司
南通乾州贸易有限公司	800.00	2022/9/21	启东国投融资担保有限公司

南通乾州贸易有限公司	800.00	2022/9/21	启东国投融资担保有限公司
南通市东港焊接材料有限公司	200.00	2022/9/7	启东国投融资担保有限公司
启东中凯贸易有限公司	200.00	2022/9/17	启东国投融资担保有限公司
江苏百悦国际大酒店有限公司	500.00	2022/8/15	启东国投融资担保有限公司
启东市俊隆建筑材料有限公司	500.00	2022/9/26	启东国投融资担保有限公司
启东韦德健身管理有限公司	500.00	2022/8/15	启东国投融资担保有限公司
南通浩盛汽车科技有限公司	410.00	2022/9/27	启东国投融资担保有限公司
启东琦峰贸易有限公司	500.00	2022/5/20	启东国投融资担保有限公司
南通福泉天然矿泉水有限公司	400.00	2022/10/17	启东国投融资担保有限公司
启东市普前钢材经营部	300.00	2022/10/19	启东国投融资担保有限公司
启东市润熙建设工程有限公司	300.00	2022/10/19	启东国投融资担保有限公司
启东亿星家居有限公司	500.00	2022/10/17	启东国投融资担保有限公司
南通晨航贸易有限公司	2,000.00	2022/10/13	启东国投融资担保有限公司
南通雅林绿化花卉苗木有限公司	400.00	2022/10/20	启东国投融资担保有限公司
启东市启粮宝成汽车销售服务有限公司	990.00	2022/9/27	启东国投融资担保有限公司
启东市启粮东瑞汽车销售服务有限公司	990.00	2022/9/27	启东国投融资担保有限公司
启东市启粮明瑞汽车销售服务有限公司	500.00	2022/10/17	启东国投融资担保有限公司
启东浦发建材有限公司	500.00	2022/10/14	启东国投融资担保有限公司
启东乾思创实业有限公司	500.00	2022/10/18	启东国投融资担保有限公司
南通江洲建设工程有限公司	1,000.00	2022/11/21	启东国投融资担保有限公司
南通丁布儿海苔食品有限公司	800.00	2022/11/22	启东国投融资担保有限公司
南通恒可嘉实业有限公司	1,000.00	2022/11/23	启东国投融资担保有限公司
南通金原建设工程有限公司	700.00	2022/11/29	启东国投融资担保有限公司
启东高荣贸易有限公司	1,000.00	2022/11/18	启东国投融资担保有限公司
启东泰安建材有限公司	500.00	2022/11/30	启东国投融资担保有限公司
江苏百悦国际大酒店有限公司	1,000.00	2022/11/23	启东国投融资担保有限公司
南通景政建筑工程有限公司	700.00	2022/12/6	启东国投融资担保有限公司
启东市星福莱家纺有限公司	1,000.00	2022/12/13	启东国投融资担保有限公司
南通恒可嘉实业有限公司	780.00	2022/12/9	启东国投融资担保有限公司
南通恒可嘉实业有限公司	400.00	2022/12/3	启东国投融资担保有限公司
启东市陈长健建材经营部	350.00	2022/12/10	启东国投融资担保有限公司
南通好又鲜水产食品有限公司	990.00	2022/12/18	启东国投融资担保有限公司
启东市欣鼎新能源有限公司	2,000.00	2022/12/24	启东国投融资担保有限公司
江苏金木堂古典家具有限公司	700.00	2022/12/22	启东国投融资担保有限公司
江苏中润建设集团东盟建设有限公司	850.00	2022/12/22	启东国投融资担保有限公司
启东恒丹商贸有限公司	800.00	2022/12/14	启东国投融资担保有限公司
启东智东计算机科技有限公司	500.00	2022/12/21	启东国投融资担保有限公司
启东建筑集团有限公司	1,000.00	2022/10/10	启东国投融资担保有限公司
启东市城市建设投资开发有限公司	4,600.00	2036/12/1	启东国有资产投资控股有限公司

启东市城市建设投资开发有限公司	5,000.00	2036/12/1	启东国有资产投资控股有限公司
启东市城市建设投资开发有限公司	16,600.00	2026/4/1	启东国有资产投资控股有限公司
启东市城市建设投资开发有限公司	8,200.00	2026/4/1	启东国有资产投资控股有限公司
启东市旅游开发建设有限公司	24,000.00	2028/12/20	启东国有资产投资控股有限公司
启东市旅游开发建设有限公司	24,000.00	2028/12/20	启东国有资产投资控股有限公司
启东市旅游开发建设有限公司	6,000.00	2028/12/20	启东国有资产投资控股有限公司
启东市旅游开发建设有限公司	6,000.00	2028/12/20	启东国有资产投资控股有限公司
启东市旅游开发建设有限公司	9,500.00	2025/12/30	启东国有资产投资控股有限公司
启东市凌翔贸易有限公司	3,000.00	2022/1/21	启东国有资产投资控股有限公司
启东市凌翔贸易有限公司	3,000.00	2022/7/6	启东国有资产投资控股有限公司
启东黄金海滩建筑工程有限公司	5,000.00	2022/5/19	启东国有资产投资控股有限公司
江苏锦汇集团有限公司	8,800.00	2022/5/27	启东国有资产投资控股有限公司
启东沿海水利建设有限公司	9,750.00	2022/12/27	启东国有资产投资控股有限公司
启东源源旅游开发有限公司	6,000.00	2023/1/27	启东国有资产投资控股有限公司
启东市方也旅游管理有限公司	6,000.00	2022/12/26	启东国有资产投资控股有限公司
启东市新城建设发展有限公司	7,000.00	2035/6/7	启东市土地开发复垦有限公司
启东市新城建设发展有限公司	2,784.81	2035/6/7	启东市土地开发复垦有限公司
启东市新城建设发展有限公司	9,041.94	2035/6/7	启东市土地开发复垦有限公司
启东市新城建设发展有限公司	11,485.50	2035/6/7	启东市土地开发复垦有限公司
启东市新城建设发展有限公司	4,998.53	2035/6/7	启东市土地开发复垦有限公司
启东市新城建设发展有限公司	7,334.31	2035/6/7	启东市土地开发复垦有限公司
启东市新城建设发展有限公司	4,006.10	2035/6/7	启东市土地开发复垦有限公司
启东市新城建设发展有限公司	4,607.51	2035/6/7	启东市土地开发复垦有限公司
启东市新城建设发展有限公司	37,372.29	2035/6/7	启东市土地开发复垦有限公司
启东市新城建设发展有限公司	10,489.86	2035/6/7	启东市土地开发复垦有限公司
启东市水务有限公司	6,562.50	2029/12/18	启东市土地开发复垦有限公司
启东市临海园林工程有限公司	37,000.00	2022/5/12	启东市桥港开发建设投资有限公司
启东市融海综合开发建设有限公司	3,810.00	2025/12/25	启东市桥港开发建设投资有限公司
启东市融海综合开发建设有限公司	3,810.00	2025/12/25	启东市桥港开发建设投资有限公司
启东市融海综合开发建设有限公司	7,670.00	2025/12/25	启东市桥港开发建设投资有限公司
启东市融海综合开发建设有限公司	11,530.00	2025/12/25	启东市桥港开发建设投资有限公司
启东苏沪现代农业发展有限公司	7,600.00	2022/9/26	启东市桥港开发建设投资有限公司
启东市融海综合开发建设有限公司	3,400.00	2023/4/1	启东市桥港开发建设投资有限公司
启东市融海综合开发建设有限公司	10,900.00	2025/9/1	启东市桥港开发建设投资有限公司
启东江海园投资开发有限公司	17,000.00	2028/12/17	启东市桥港开发建设投资有限公司
启东市临海贸易有限公司	4,800.00	2023/10/19	启东市桥港开发建设投资有限公司
启东市融海综合开发建设有限公司	4,800.00	2023/12/4	启东市桥港开发建设投资有限公司
启东市吕四污水处理有限公司	7,000.00	2022/12/29	启东市桥港开发建设投资有限公司
启东市阳启开发建设有限公司	400.00	2023/12/30	启东市新世纪交通建设投资有限公司

启东市阳启开发建设有限公司	14,500.00	2024/6/2	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东市阳启开发建设有限公司	12,600.00	2025/6/1	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东市阳启开发建设有限公司	9,598.00	2025/12/31	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东市阳启开发建设有限公司	9,598.00	2025/12/31	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东市阳启开发建设有限公司	9,598.00	2025/12/31	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东市阳启开发建设有限公司	9,598.00	2025/12/31	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东市阳启开发建设有限公司	57,600.00	2025/12/31	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东市阳启开发建设有限公司	13,442.00	2025/12/31	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东市阳启开发建设有限公司	9,980.00	2025/12/31	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东市阳启开发建设有限公司	4,802.00	2025/12/31	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东市阳启开发建设有限公司	4,802.00	2025/12/31	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东市阳启开发建设有限公司	4,802.00	2025/12/31	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东市阳启开发建设有限公司	2,880.00	2025/12/31	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东市阳启开发建设有限公司	1,052.00	2025/12/31	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东市阳启开发建设有限公司	2,880.00	2025/12/31	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东市阳启开发建设有限公司	2,104.00	2025/12/31	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东市阳启开发建设有限公司	1,246.00	2025/12/31	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东市旅游开发建设有限公司	5,332.00	2025/1/4	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东市旅游开发建设有限公司	16,133.33	2025/8/30	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东市通江水利开发有限公司	6,000.00	2022/9/24	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东苏沪现代农业发展有限公司	17,260.00	2024/12/14	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东市海启开发建设有限公司	4,700.00	2023/6/30	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东市临海贸易有限公司	4,700.00	2023/6/30	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东市融海综合开发建设有限公司	4,800.00	2023/6/30	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东市阳启开发建设有限公司	4,800.00	2023/6/30	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东市临海贸易有限公司	4,800.00	2022/3/24	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东威湖建设有限公司	3,000.00	2022/6/28	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东祥瑞建设有限公司	2,000.00	2023/12/23	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东祥瑞建设有限公司	2,000.00	2022/12/23	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东祥瑞建设有限公司	2,000.00	2026/7/1	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东祥瑞建设有限公司	2,000.00	2025/10/1	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东祥瑞建设有限公司	2,000.00	2024/12/23	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东祥瑞建设有限公司	5,000.00	2027/6/23	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东祥瑞建设有限公司	3,000.00	2026/12/23	启东市新世纪交通建设投资有限公司
江苏锦汇集团有限公司	23,000.00	2025/12/31	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东圆陀角污水处理有限公司	36,000.00	2022/5/19	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东赫山贸易有限公司	16,000.00	2022/6/23	启东市新世纪交通建设投资有限公司
南通皓得江实业有限公司	16,000.00	2022/7/22	启东市新世纪交通建设投资有限公司
启东苏沪现代农业发展有限公司	54,500.00	2035/6/29	江苏启晟集团有限公司

启东苏沪现代农业发展有限公司	20,000.00	2036/8/19	江苏启晟集团有限公司
启东腾飞建设工程综合开发有限公司	8,000.00	2022/5/26	江苏启晟集团有限公司
启东吕四港口投资有限公司	14,638.62	2025/2/11	江苏启晟集团有限公司
启东市海启开发建设有限公司	15,300.00	2027/10/1	江苏启晟集团有限公司
启东市临海贸易有限公司	15,000.00	2022/1/18	江苏启晟集团有限公司
启东市临海贸易有限公司	10,000.00	2022/2/7	江苏启晟集团有限公司
启东市临海贸易有限公司	6,000.00	2022/4/27	江苏启晟集团有限公司
启东市临海贸易有限公司	6,000.00	2022/3/22	江苏启晟集团有限公司
启东市临海贸易有限公司	4,999.00	2022/1/31	江苏启晟集团有限公司
启东市融海综合开发建设有限公司	14,000.00	2022/4/30	江苏启晟集团有限公司
启东市融海综合开发建设有限公司	9,000.00	2022/12/21	江苏启晟集团有限公司
启东苏沪现代农业发展有限公司	10,000.00	2022/12/20	江苏启晟集团有限公司
启东苏沪现代农业发展有限公司	17,961.00	2022/4/20	江苏启晟集团有限公司
启东市通江水利开发有限公司	8,000.00	2022/12/10	江苏启晟集团有限公司
启东市通江水利开发有限公司	7,800.00	2024/1/3	江苏启晟集团有限公司
启东市通江水利开发有限公司	6,000.00	2022/12/26	江苏启晟集团有限公司
启东市通江水利开发有限公司	4,800.00	2022/9/27	江苏启晟集团有限公司
启东市阳启开发建设有限公司	6,500.00	2022/5/31	江苏启晟集团有限公司
启东市海启开发建设有限公司	6,500.00	2022/5/31	江苏启晟集团有限公司
启东市海启开发建设有限公司	6,000.00	2022/1/17	江苏启晟集团有限公司
启东金金源实业有限公司	4,000.00	2024/12/22	江苏启晟集团有限公司
启东市新城建设投资发展有限公司	99,120.85	2035/6/7	启东市临海公路建设工程有限公司
启东市旅游开发建设有限公司	30,000.00	2028/12/20	启东市文化旅游投资集团有限公司
启东市旅游开发建设有限公司	30,000.00	2028/12/20	启东市文化旅游投资集团有限公司
启东圆陀角污水处理有限公司	5,871.69	2025/1/21	启东市文化旅游投资集团有限公司
江苏海防投资经营有限公司	6,100.00	2025/12/1	启东市文化旅游投资集团有限公司
合计	1,358,462.75	-	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录六 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	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录七 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。